



Eastern European Outlook

Ekonomisk Analys – Oktober 2015

Fortsatt kliven konjunkturbild
– rysk recession även 2016

Tema: Rysk-ukrainska konflikten
och sanktionerna



SEB

Eastern European Outlook utkommer två gånger per år. Denna rapport publicerades den 7 oktober 2015.

Rapporten skrevs av Mikael Johansson (chefredaktör), Andreas Johnson, Dainis Gasputis, Mihkel Nestor och Tadas Povilauskas.

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
Baltikum, Polen, Östeuropa
+ 46 8 763 80 93

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

Mihkel Nestor
SEB Tallinn
Estland
+372 6655172

Dainis Gasputis
SEB Riga
Lettland
+371 67779994

Tadas Povilauskas
SEB Vilnius
Litauen
+370 68646476

Den kluvna konjunkturbilden i Östeuropa består de närmaste två åren. Konfliktländerna Ryssland och Ukraina fortsätter att präglas av svaghet. I Ryssland ligger recessionen kvar även 2016 när oljepriset bara repar sig svagt efter raset och när EU:s och USA:s sanktioner mot landet sannolikt förlängs om än mjukas upp något. Samtidigt fortsätter Baltikum, Centraleuropa och i viss mån även sydöstra delen av Östeuropa att uppvisa hyfsad tillväxt främst med stöd av växande inhemsk efterfrågan. Polen och Tjeckien går i täten.

Goda villkor för hushållen är huvudskäl till att Baltikum och Centraleuropa fortsätter att visa god motståndskraft mot rysk-ukrainska konflikten och ekonomisk svaghet där. Starka realinkomster, växande sysselsättning och bara försiktigt stigande låga räntor ger god konsumtionstillväxt. Investeringsaktiviteten, som hittills varit relativt trög, ökar men hämmas ännu av geopolitisk oro i närområdet. Den modesta exporttillväxten stärks gradvis via ökad efterfrågan från Tyskland (som väger extra tungt för Centraleuropa) och Norden (som är relativt viktiga marknader för Baltikum). Baltikum drabbas hårdare än Centraleuropa av rysk nedgång och livsmedelssanktioner via klart större exponering mot Ryssland i utrikeshandel.

Även inflationsbilden förblir splittrad i Östeuropa. Den höga inflationen i Ukraina och Ryssland, som drivits av tidigare valutafall, har i stort sett kulminerat på sistone och fortsätter gradvis nedåt. I de flesta andra östekonomier är inflationen starkt nedpressad, i likhet med i väst, men har passerat eller är nära botten. Inflationen stiger bara svagt i spåren av relativt snabb lönetillväxt. Fortsatt låga råvarupriser verkar återhållande.

Den rysk-ukrainska konflikten bedöms fortfarande bli långvarig och vapenvilan bräcklig. En dämpning har skett i höst, men de olika militära och politiska löftena mellan parterna i Minsk 2-avtalet blir svåra att helt uppnå till deadline den 31 december 2015. Huvudscenariot är att EU på sitt toppmöte i januari 2016 förlänger sanktionerna mot Ryssland ytterligare en viss period under 2016 även om en viss uppmjukning kan ske. USA - som hårdare än EU knutit upp sina sanktioner kring fördömande av Rysslands Krim-annektering - väntas hålla fast vid sina sanktioner åtminstone hela 2016.

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-fall fortsätter 2016 men mildras till -1,0 procent från -4,0 procent i år. Tillväxten dämpas av lågt oljepris, sanktioner och strukturella problem. 2017 och även långsiktigt sett bedöms tillväxten ligga på låga 1,5 procent.
- **Ukraina** backar rejält även i år, med 12 procent, och får svag tillväxt 2016-2017. Skuldnedskrivning med privata långgivare och IMF-lån bidrar till stabilisering.
- **Polen** växer stabilt under viss acceleration till 3,6 procent 2016 och 3,8 procent 2017. Regeringsskifte väntas i parlamentsvalet i höst. Stora politiska skiljelinjer finns mot sittande regering, men tillväxtbilden förändras inte nämnvärt.
- **Estlands** tillväxtprognos 2015 skrivs ned några tiondelar efter svag export. Tillväxten repar sig dock främst med stöd av konsumtionsboom och bl a stark svensk efterfrågan; BNP ökar med 2,7 respektive 3,4 procent 2016-2017.
- **Lettland** växer snabbast av baltstaterna och med 2,7 respektive 3,5 procent de kommande åren. Det senare är dock bara något över potentiell nivå.
- **Litauen** får beskedlig tillväxt i år, bromsad av ryska effekter men även låga exportpriser som drabbat viktig oljevaruexport. Tillväxten växlar upp till hyfsade ca 3 procent per år 2016-2017.

Osynkroniserad och måttlig global uppgång

- **USA och Tyskland visar styrka**
- **Låg inflation stiger svagt**
- **Centraleuropa står emot rysk svaghet väl**

Världsekonomin tillväxt stärks något nästa år följt av utplaning. Detta med stöd av starkt expansiv penningpolitik - även när bl a USA och Storbritannien börjat höja extremt låga styrräntor - och låga råvarupriser. Det blir dock **ingen perfekt stafettväxling mellan länder/regioner**. USA växlar upp 2016 och växer relativt snabbt drivet av hushållens konsumtion. Kinas gradvisa tillväxtdämpning fortsätter men ekonomin mjuklandar under lugnt inflationstryck. Eurozonens återhämtning fortsätter i måttlig takt men Tysklands tillväxt stärks till för tyska förhållanden goda ca 2 procent; trots viss broms från Volkswagens problem. Japan, dopat av ännu mer monetär stimulans och med stora strukturella utmaningar, ökar farten bara något från låg takt. EM-bilden är splittrad i t ex hög och accelererande fart i Indien, men en segdragen återhämtning i recessionsekonomierna Brasilien och Ryssland som båda kantas av politiska och strukturella problem.

Sammanvägt hamnar **globala tillväxten 2016-2017 på knappt 4 procent per år**, vilket är i linje med trendtillväxt. Nedåtrisker överväger.

Globala nyckeltal

BNP, årlig procentuell förändring

	2014	2015	2016	2017
USA	2,4	2,6	3,0	2,6
Eurozonen	0,8	1,5	2,0	2,0
Världen	3,4	3,3	3,7	3,9
Oljepris USD/fat	99,6	54,1	55,0	60,0
EUR/USD, dec	1,21	1,08	1,06	1,10

Källa: SEB

Disinflationskrafterna är starka trots ökat resursutnyttjande; USA, Japan och Tyskland sluter under 2016-2017 sina produktionsgap. Lönetillväxten stiger i måttlig takt, råvarupriserna är låga (oljepriset stiger försiktigt kommande år) inflationsförväntningar är ännu nedpressade långt under centralbankernas mål och den underliggande automatiseringstrenden i näringslivet fortsätter. Detta gör att **uppgången i inflation blir beskedlig**. ECB fortsätter med sin stimulanspolitik och på siktone har **sannolikheten för utökad QE (kvantitativa lättnader) blivit än större**. Fed och BoE påbörjar försiktiga

räntehöjningsprocesser i december 2015 respektive maj 2016. Centralbankspolitiken förblir dominerande drivkraft för växelkurserna. Euron försvagas/dollarn stärks under hösten och stor del av nästa år.

I **Östeuropa** fortsätter den **centrala delen och i viss mån även sydöstra** att visa **stabil och hygglig tillväxt**. Under 2015-2016 väntas Polen och Tjeckien växa snabbast med i snitt drygt 3,5 procent; strax över potentiell tillväxt i Polen men klart över i Tjeckien. Hittills har tillväxten i många länder främst drivits av dynamisk privat konsumtion. Framöver får den även stöd av gradvis växande export och investeringar även om de senare hämmas av geopolitisk oro. Starka realinkomster för hushållen, sjunkande arbetslöshet, relativt liten handelskoppling till Ryssland och växande efterfrågan i klart viktigare Tyskland är huvudförklaringar till regionens **goda motståndskraft mot rysk svaghet och oro i Ukraina**. Bara Baltikum, Bulgarien och ett antal centralasiatiska länder har stor exponering mot Ryssland i sin utrikeshandel.

Skulle **Greklandskrisen** åter blossa upp så utgör **den inget direkt hot** mot Östeuropa. Länderna på Balkan har en del exponering via banksystem och i handel men ej dramatisk; grekiska banker står för över 20 procent av banktillgångarna i dessa länder. Bulgarien har även relativt stor export till Grekland. **Flyktingkrisen** väntas ge **viss tillväxtdämpning** i flera östländer **om gränskontroller skulle förlängas/skärpas**. Detta via dämpad handel och vägtransporter (Polen och Tjeckien bland de mer känsliga) samt turism (Kroatien känsligt). På sikt bidrar en **ökad invandring** till att **något minska växande överhettningrisker på arbetsmarknader** i bl a Polen och Baltikum; regioner som i många år, framför allt sedan ländernas EU-medlemskap 2004, uppvisat och brottats med nettomigration.

Inflationen är liksom i väst låg och har passerat eller är nära botten på de flesta håll, utom i Ryssland-Ukraina. Den **stiger svagt nästa år** efter det att fallande råvarupriser bromsar i höst. I ett flertal länder drivs inflationsuppgången på sikt av knappa arbetskraftsresurser och relativt snabb lönetillväxt. **Räntesänkingscykeln i Centraleuropa är över i flertalet länder** men bara försiktiga höjningar sker 2016-2017. ECB:s expansiva penningpolitik bidrar till att Centraleuropas centralbanker väljer långsamma räntehöjningar; risken är annars att valutorna stärks för mycket, något som skulle göra det ännu svårare att uppnå inflationsmål på två års sikt.

- **Långvarig "frusen konflikt"**
- **Sanktionspolitiken förlängs; i alla fall USA:s**
- **Ryssland störst förlorare på sanktionskriget**
- **Syrien bricka i sanktionsspelet?**

Ett grundantagande i vår Östeuropa-analys sedan rysk-ukrainska konflikten bröt ut i februari-mars 2014 har varit att den blir långvarig. Det gäller ännu. Oavsett om kraven i den senaste vapenvilan "Minsk 2" i februari i år uppfylls eller ej blir det i sig ingen lösning. **Östra Ukraina** fortsätter därmed att utvecklas till en "frusen konflikt". Definitionen av detta är att en väpnad konflikt avslutats utan att man nått ett avtal där parterna är nöjda. Resultatet blir ofta att den aktuella regionens politiska status är omstridd. Exempel på frusna konflikter är Nagorno-Karabach, Sydossetien och Transnistrien. Dessa exempel visar hur långvariga sådana konflikter kan bli. Exempelvis nåddes eldupphör i kriget om Nagorno-Karabach 1994 men resultatlösa förhandlingar har pågått sedan dess. Regionen har inte erkänts som självständig republik internationellt.

De separatistkontrollerade Donetsk- och Luhanskområdena i östra Ukraina uppfyller kriteriet för en frusen konflikt. Även om striderna ebbar ut är det svårt att se hur Minsk 2 skulle kunna leda fram till en lösning som parterna är nöjda med. Minsk 2 klargör inte heller östra Ukrainas politiska status. Donetsk och Luhansk ska enligt uppgörelsen fortsatt vara en del av Ukraina men samtidigt innefattar den en förstärkning av regionernas autonomi; Ukrainas konstitution har ändrats i enlighet med detta. Den politiska ledningen i separatistområdena verkar dock inte nöja sig utan har som mål att områdena ska bli självständiga republiker. Decentraliseringen av det politiska styret i Ukraina ger **Ryssland** möjlighet att genom Donetsk- och Luhanskområdena skaffa sig **permanent inflytande över Ukraina**. Ryssland vill störa Ukrainas västorientering som tar sikte på Natomedlemskap 2020 och ansökan om EU-inträde samma år.

Ryssland förlorare på sanktionskriget

Sanktionspolitiken mot Ryssland fortsätter från EU och USA (plus ett antal andra västnationer) samt med ryska motdrag. Så som vi förutspått beslöt EU i juni i år att förlänga de ekonomiska sanktionerna ytterligare ett halvår, till och med den 31 januari 2016. De innefattar rejält beskurna möjligheter för rysk upplåning på europeisk kapitalmarknad men också vapenembargo och stopp för viss export av teknologi till rysk energisektor. USA har liknande ekonomiska sanktioner mot Ryssland. Därutöver har EU och USA "svarta listor" för nyckelpersoner i politik/företag/organisationer i Ryssland och Ukraina som gäller reseförbud och frysta tillgångar i banker. Även Ukraina har sanktioner mot ryska nyckelpersoner och pro-ryska separa-

tister. Dessutom planerar Ukraina att stoppa den kommersiella flygtrafiken från Ryssland. Ryssland har svarat på EU:s förlängning av de ekonomiska sanktionerna med att lägga till ett år på det ettåriga importstoppet av jordbruksvaror/livsmedel från länder som bedriver sanktionspolitik mot landet och som infördes i augusti 2014.

Vår bedömning är att **Ryssland förlorar mest på sanktionskriget**. De negativa ekonomiska effekterna är relativt stora på Ryssland men små på drabbade motparter. De **finansiella skadeverkningarna** på Ryssland har också varit **större än väntat**. De ryska importrestriktionerna har varit relativt tandlösa eftersom Ryssland köper jordbruksvaror och livsmedel från en lång rad länder; bara Litauen har betydande exponering på dessa varor (ca 4 procent av total export innan ryska stoppet). Dock drabbas enskilda producenter och jordbrukare samt även transportföretag främst i närområdet relativt hårt av de ryska sanktionerna. Samtidigt har Ryssland skadat sig självt genom att lägga utbud bidragit till högre matpriser. IMF gjorde i somras en modellberäkning som visar att sanktioner mot Ryssland och motsanktioner, via svagare konsumtion och investeringar, under första året kan ha minskat Rysslands BNP med 1-1,5 procent.

Osäkerhet kring sanktionspolitiken

Vårt **huvudscenario** är att **EU förlänger sanktionerna** med ytterligare en viss period av 2016 vid toppmötet i januari 2016 men samtidigt mjukar upp sanktionerna något. **USA väntas hålla fast vid sina åtminstone hela 2016**. Utvecklingen är dock svårbedömd och det finns andra möjliga scenarier.

Efter uppblående strider under sommaren har konflikten under början av hösten åter gått in i en lugnare period efter en ny vapenvila den 1 september. Samtidigt är vapenvilan bräcklig och risken för nya strider är betydande även om ingen av sidorna i nuläget borde ha något större intresse av en eskalering.

Nästa avgörande punkt blir **utvärderingen om parterna** vid slutet av 2015 har **uppfyllt sina åtaganden enligt Minsk 2**. EU har kopplat ett lyftande av sina sanktioner till att Minsk 2-kraven uppfyllts. Det finns en betydande risk att deadline missas. Kraven (bland annat att Ukraina ska återfå kontrollen över gränsen mot Ryssland i Donetsk- och Luhansk-regionerna samt att utländska kombattanter ska dras bort) är i nuläget långt från att uppfyllas. En möjlighet är att EU bedömer att parterna visserligen försöker implementera Minsk 2-åtgärderna men att det inte genomförs innan deadline vid årsskiftet. Deadline skulle därför kunna senareläggas och sanktionerna förlängas tills åtgärderna hunnit genomföras.

Den senaste utvecklingen indikerar en öppning för att EU skulle kunna börja dra ned på sanktionerna. Rysslands president Putin har ändrat retorik. På senare tid har han i framträdanden, bland annat på Krim, välkomnat att striderna stoppats i östra Ukraina. Tidigare har han vid upprepade tillfällen kritise-

rat Ukraina för att inte ha respekterat Minsk 2 och implementerat utlovade åtgärder; bland annat att Kiev ska hålla direkta samtal med separatist-representanter och införa lagar om amnesti för separatisterna. Ett preliminärt avtal mellan Ukraina, EU och Ryssland i slutet av september i år om leveranser av rysk naturgas från oktober till mars stärker bilden av att konflikten mattats av senaste tiden. Detta efter att Kiev i juli meddelat att landet skulle sluta köpa gas från Gazprom på grund av att det ryska företaget höll högre priser än till andra europeiska kunder.

En tolkning är att Putin är nöjd med vad Ryssland hittills uppnått i hanteringen av Ukraina och inte vill eskalera den militära konflikten. Putin kan i stället hoppas på att inrikespolitisk oreda orsakad av folkligt missnöje med reformer samt ändringen av konstitutionen kommer att destabilisera landet.

USA tuffare hållning i sanktionsfrågan

USA och EU:s hantering av sanktionspolitiken mot Ryssland skiljer sig åt på flera punkter. **USA** har till skillnad från EU **kopplat ett lyftande av sina sanktioner till ett återförande av Krim till Ukraina** vilket är mycket osannolikt. USA har dessutom haft ett högre tonläge än EU gentemot Ryssland och var tidigt i rysk-ukrainska konflikten mer pådrivande om sanktioner även om EU sedan följt efter. Som vi pekat på i tidigare rapporter (*Eastern European Outlook*, mars 2014) är de ekonomiska länkarna mellan Ryssland och USA svaga och USA kan därför kosta på sig att låta sanktionerna ligga kvar utan risk för att i sin tur drabbas av allvarliga motsanktioner. USA har under sommaren agerat för att täppa till kryphål i sanktionspolitiken vilket förstärker bilden av att sanktionerna kommer att förlängas.

Den politiska utvecklingen kring **Syrien kan skapa en öppning för att även USA på sikt skulle kunna lyfta sanktionerna utan att Krim återförs till Ukraina**. Ryssland har de senaste månaderna tydligt utökat sin militära närvaro i Syrien och även genomfört flyganfall. Rysslands långsiktiga motiv är oklara och interventionen har ökat osäkerheten kring konflikten ytterligare. I närtid minskar Rysslands militära uppbyggnad i Syrien risken för att den sviktande Assadregimen kollapsar.

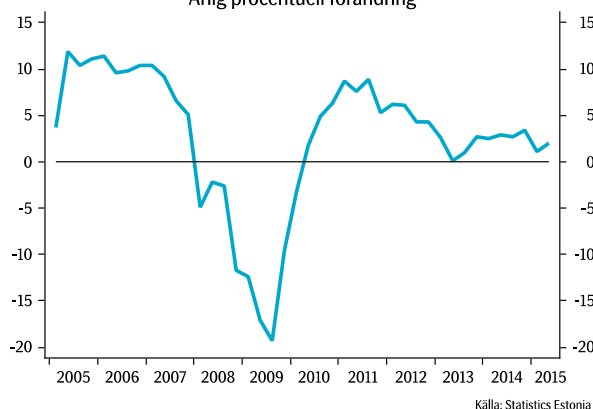
Om avsikten är att försöka nå en militär lösning riskerar den ryska interventionen att bidra till att konflikten fortsätter. En annan möjlighet är att Ryssland vill stärka sitt inflytande över utvecklingen i Syrien och på sikt bidra till att en politisk lösning kan nås. Det ryska initiativet har redan resulterat i samtal med USA. **Fokus på Syrien hjälper Ryssland att skjuta konflikten i Ukraina i bakgrunden** och därmed potentiellt försvaga stödet för sanktionerna. Det kan inte uteslutas att Ryssland kommer att samarbeta med USA och andra länder för att försöka nå en politisk lösning på Syrienkriget. Ryssland meddelade nyligen att det inlett ett militärt underrättelsesamarbete med Irak, Iran och Syrien i syfte att bekämpa Islamiska staten.

Hyfsad tillväxt får stöd av konsumtionsboom

- **Nedrevidering av tillväxtprognosen 2015**
- **Svenska marknaden allt viktigare**
- **Lönetillväxten ej i linje med företagens prestationer**

Efter ett svagt första kvartal 2015 då BNP endast ökade med 1,1 procent i årstakt accelererade tillväxten i den estniska ekonomin till 2 procent andra kvartalet. Revideringar av tidigare utfall resulterade i en stor upprevidering av tillväxten 2014 från 2,1 procent till 2,9 procent. De tidigare trenderna ser ut att fortsätta och **privat konsumtion är den viktigaste drivkraften för tillväxten**. Investeringarna har stagnerat trots låga räntenivåer. Den svaga ekonomiska utvecklingen första kvartalet samt en fördröjd exportåterhämtning gör att **prognosen för BNP-tillväxten 2015 har reviderats ned** med tre tiondelar **till 1,9 procent**. Vi är dock fortsatt optimistiska kring **2016** och **2017** då tillväxten väntas hamna på **2,7** respektive **3,4 procent**.

Trög BNP-tillväxt senaste åren
Årlig procentuell förändring



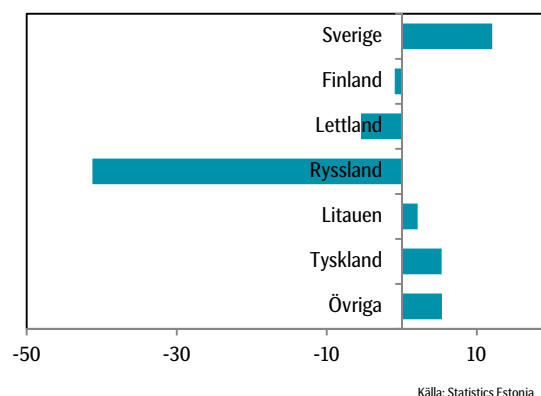
Eftersom Estland är en liten ekonomi som ligger nära de nordiska marknaderna spelar exporten en viktig roll. Efter krisen 2008-2009 ökade exporten som andel av BNP snabbt och nådde 2011-2013 nästan 90 procent. I nuläget motsvarar **exporten 80 procent av BNP**. De senaste två åren har utvecklingen gått trögare och varuexporten minskade med 2 procent både 2013 och 2014.

Första halvåret 2015 minskade exporten mätt i löpande priser och årstakt med 1,2 procent. På grund av deflationsmiljön ökade exporten dock något mätt med kedjeprisindex. Exporten har försvagats av de ekonomiska nedgångarna i de

viktiga handelspartnerna Finland och Ryssland. Före 2011 var Finland Estlands viktigaste handelspartner men den platsen har nu i stället övertagits av Sverige. Trots det har Estlands marknadsandel i Finland ökat något sedan den finska nedgången inleddes. Effekterna av problemen i den ryska ekonomin har varit störst i jordbrukssektorn på grund av livsmedels-sanktionerna men den totala effekten är betydligt bredare och påverkar nästan alla sektorer i den estniska ekonomin. Under **första halvåret 2015 minskade både exporten till Ryssland och antalet ryska turister med 40 procent**. Sverige är fortfarande Estlands viktigaste handelspartner med tvåsiffriga ökning av volymen de senaste kvartalen. Till skillnad från exporten till Finland så är exporten till Sverige mycket koncentrerad; elektronik står för omkring hälften av total export och härrör dessutom till största delen från ett enskilt företag. Även om exporten av möbler och prefabricerade bostäder till Sverige uppvisat imponerande ökning 2015 innebär den tydliga koncentrationen av exporten till några få sektorer en risk för uthålligheten i exportuppgången till Sverige. Detta inte minst mot bakgrund av stigande löner som försvagar Estlands konkurrensfördel.

Stigande export till Sverige

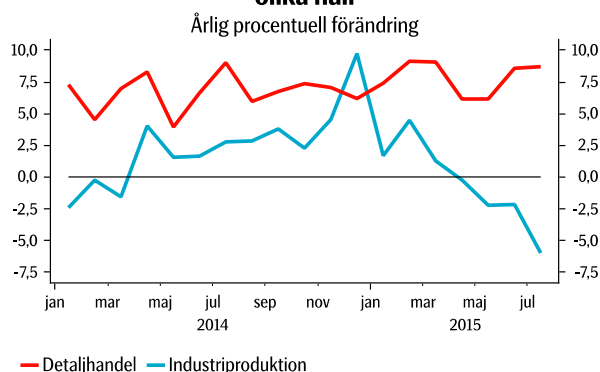
Förändring av exporten till de viktigaste handelspartnerna första halvåret 2015, årlig procentuell förändring



Omkring 70 procent av industriproduktionen exporteras och en svag exportutveckling får därmed stort genomslag på tillverkningsföretag. **Industriproduktionen har stagnerat under första halvan av 2015**. Trots detta har några nyckelsektorer som trävaror, möbler och metallprodukter uppvisat stark tillväxt. Vissa finska metallföretag har fortsatt att gradvis flytta produktionen till Estland vilket resulterat i ökat varuutbyte. Snabb ekonomisk tillväxt i Sverige har resulterat i ökad efterfrågan och därmed även ökad estnisk produktion av möbler och prefabricerade bostäder. Trävaruindustrin har också visat

mycket goda resultat med stigande export till Danmark, Lettland och Storbritannien.

Detaljhandeln och industriproduktionen rör sig åt olika håll



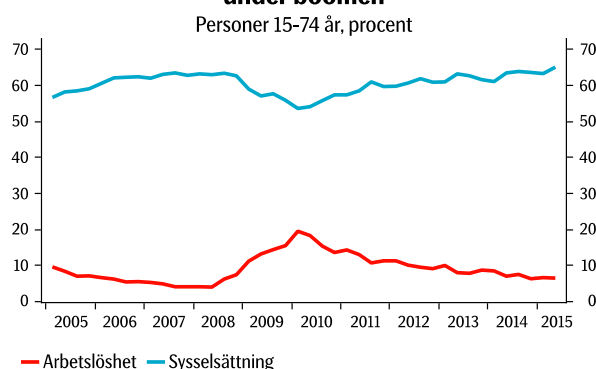
Medan extern efterfrågan varit trög är det **rejäl fart på hushållens konsumtion**. Detaljhandeln har i genomsnitt ökat med 8 procent per månad i årstakt 2015. Hushållen har blivit mer benägna att konsumera tack vare snabba reallöneökningar. Genomsnittslönen ökade andra kvartalet 2015 med nära 6 procent i årstakt. Tack vare en inkomstskattesänkning samt ökade grundavdrag 2015 ökade nettolönerna än mer med 7,3 procent. Även fallande energi- och livsmedelspriser har bidragit till att hushållens konsumtionsutrymme ökat. På grund av den strama arbetsmarknaden väntas nominella löner fortsätta öka även om den kommande accelerationen för inflationstakten gör att löneökningarna hamnar mer i linje med den ekonomiska utvecklingen. Med den senaste ekonomiska ned- och uppgången i färskt minne har den ökade konsumtionen balanserats med sparande. Hushållens inlåning fortsätter stiga med stabil tillväxt på 8 procent i årstakt medan den totala utlåningen till hushållen ökat med måttliga 3 procent.

Löneökningarna speglar inte utvecklingen för företagens intäkter. Samtidigt som företagets försäljning minskade med 3 procent andra kvartalet ökade arbetskraftskostnaderna med 6 procent. Detta speglas både i företagets vinster och i investeringarna. Andra kvartalet minskade investeringarna för sjunde kvartalet i rad och nedgången hamnade på 3 procent. Även om företagen har gott om resurser för investeringar kan det inte uppväga svag extern efterfrågan och **investeringsbeslut har senarelagts tills marknadsläget förbättras**.

Ur arbetstagarperspektiv är situationen på arbetsmarknaden fortsatt gynnsam. **Sysselsättningen har stigit till en rekordnivå på 65 procent**. Arbetslösheten på 6,5 procent ligger högre än under den kraftiga konjunkturuppgången för tio år sedan vilket tyder på strukturella problem. Arbetslösheten ligger gott och väl under OECD:s skattning av jämviktsarbetslösheten (NAIRU) på omkring 8 procent. En central fråga är hur länge företagen kan hantera att stigande löner slår igenom på investeringar och vinster. Extern efterfrågan bedöms öka nästa år vilket stärker företagets intäkter. Vissa företag kan dock komma att försöka bromsa de stigande kostnaderna genom uppsägningar innan efterfrågan hinner förbättras. Det finns

redan vissa tecken på anpassningar. Månadsdata för antal registrerade arbetslösa pekar på en liten ökning sedan juli. På grund av stigande kostnader väntas antalet låglönejobb gradvis minska kommande år vilket behöver motverkas genom en aktiv arbetsmarknadspolitik. En viktig policyförändring är den reform gällande arbetsförmåga som ska implementeras de närmaste åren. För att minska pressen på pensionssystemet ska vissa handikappade personer börja få stöd från den estniska arbetslöshetsförsäkringsfonden. Detta kommer sannolikt att påverka sysselsättningsstatistiken. På grund av denna förändring bedöms arbetslösheten stiga något 2016 och 2017.

Både arbetslöshet och sysselsättning är högre nu än under boomen



Eftersom utgifter för livsmedel, boende och transporter utgör en stor andel av hushållens budget har lägre energi- och livsmedelspriser fått konsumentprisindex att falla under större delen av året. Förutom lägre oljepriser har även elpriserna sjunkit till följd av bättre integrering med den nordiska energimarknaden. Baseffekter via oljepriser, höjd alkoholskatt samt stigande kärninflation lyfter priserna kommande år. Mätt som helårsgenomsnitt väntas **HIKP-inflationen** hamna på **2,3 procent 2016** och **2,7 procent 2017**.

Parlamentsvalet i maj 2015 resulterade i en ohelig allians i form av en **trepartikoalition** bestående av liberaler, konservativa och socialdemokrater. Regeringen väntas dock fortsätta på den inslagna vägen med företagsvänlig politik. Vad gäller den ekonomiska politiken är ett viktigt beslut att inkludera en gradvis **sänkning av arbetsgivaravgifterna** från 33 procent till 32 procent 2018, nya skatterabatter för låginkomsttagare samt högre grundavdrag. Genom dessa åtgärder försöker regeringen tackla de höga arbetskostnaderna och förbättra för anställda med låga löner. Sedan förra året har en del förändringar i skatteupptaget introducerats. En viss del av sysselsättningsökningen kan ha orsakats av nya regler som tvingar arbetsgivare att registrera anställda i *Estonian Tax and Customs Board* (ETCB) redan från första dagen. En annan lag tvingar företag att skicka in information om transaktioner som överstiger 1 000 euro till ETCB vilket har bidragit till att öka momsintäkterna.

Balanserad expansion trots rysk nedgång och sanktioner

- **Privat konsumtion stärks ytterligare**
- **Snabb lönetillväxt**
- **Försiktig investeringsaktivitet**

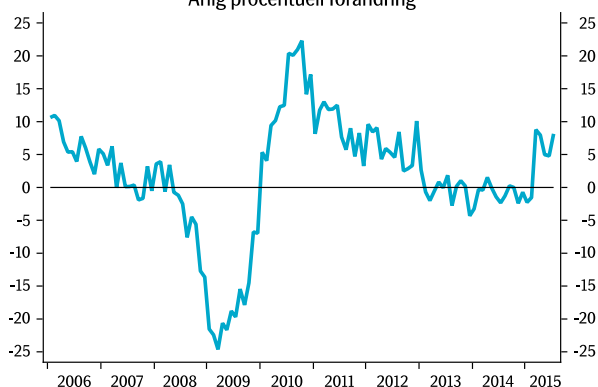
Tillväxten förblir moderat framöver, även om BNP-tillväxten under andra kvartalet accelererade från 1,9 procent till 2,7 procent mätt i årstakt. Lettlands ekonomi har **potential för snabbare tillväxt men olika externa risker** talar för försiktiga bedömningar: en komplicerad internationell omgivning, en begränsad återhämtning i eurozonen samt de långsiktiga ekonomiska problemen i östra grannländer. Vi räknar med att **tillväxten blir 2,4 procent i år, följt av en viss uppgång till 2,7 procent 2016**. Men därefter kommer tillväxten att **accelerera upp till 3,5 procent 2017** – något över potentiell nivå.

Privat konsumtion ökade med 2,5 procent under första halvåret jämfört med motsvarande period i fjol, och en fortsatt god tillväxt väntas eftersom förhållandena är gynnsamma. Samtidigt växte investeringarna med 1,6 procent. Investeringsaktiviteten förblir troligen anemisk givet den relativt höga nivån av försiktighet bland företagare. Exporten av varor och tjänster ökade med 2,8 procent trots svårigheterna på den ryska marknaden.

En **5,4-procentig ökning av tillverkningsindustrins produktion hade en betydande inverkan på den totala tillväxten** under första halvåret. Men trots den goda utvecklingen i vissa sektorer (trävaror, datorer, elektronik- och optikprodukter, kemi och möbler) kommer det att fortsätta att vara en ojämn situation mellan sektorer främst på grund av den krympande ryska marknaden. Vi räknar med att återhämtningen i eurozonen bidrar till att upprätthålla växten i industriproduktion och att detta ger positiva avtryck på de totala ekonomiska utsikterna. Tillväxt registrerades såväl i hotell- och cateringbranschen som i underhållnings- och fritidstjänster. Antalet utländska besökare ökade med 4,7 procent under det andra kvartalet. Samtidigt minskade antalet gäster från Ryssland med 37 procent.

En **utmanande situation** har uppkommit inom **transport- och lagerhållningssektorn**. Risken är stor för lägre volymer de närmaste åren. Detta på grund av de spända politiska relationerna mellan Ryssland och EU samt nedgången i energipriser som kan komma att påverka efterfrågan på ryska råvaror.

Stärkt industriproduktion
Årlig procentuell förändring



Källa: Central Statistical Bureau

Under de första sex månaderna 2015 växte varuexporten i volym med 2,7 procent. Samtidigt ökade importen mer långsamt, med magra 0,8 procent. Fallande oljepriser har lett till en förbättrad handelsbalans. Trävaruindustrin fortsätter att leverera ett betydande positivt bidrag till handelsbalansen.

De **viktigaste lettiska exportmarknaderna** under årets första hälft var Litauen (18 procent), Estland (12 procent), Ryssland (7,6 procent), Tyskland (6,7 procent), Polen (6,1 procent) och Sverige (5,7 procent). Det har inte skett några större förändringar i rangordningen av största handelspartners. **Volymerna har dock förändrats**. Exporten till Litauen växte med 7,9 procent i årstakt, till Estland med 1,9 procent och Sverige 5,3 procent. Samtidigt föll exportvolymen till Ryssland med 19,6 procent. Även exporten till Polen och Tyskland minskade. Trots svårigheterna på den ryska marknaden förutspår vi att den **totala exportvolymen ökar något i år** eftersom **marknadsdiversifiering** fortsatt är en av landets främst prioriterade strategier. Denna diversifiering kommer dock att möta vissa motvindar i och med att en nedgång i Ryssland också påverkar andra tidigare Sovjetrepubliker och att kinesisk tillväxt gradvis bromsar. Under det tredje kvartalet väntas exportvolymerna lyftas av spannmålexport i spåren av goda skördar.

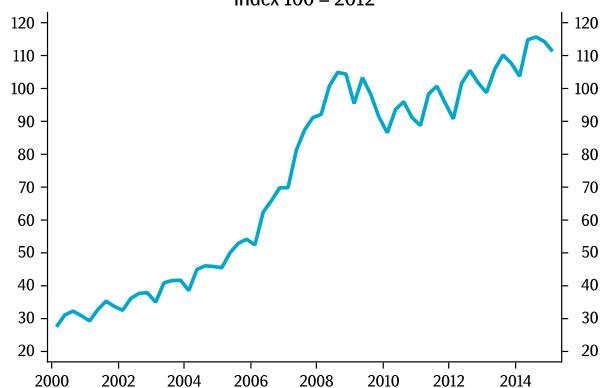
Samtidigt råder allmänt utbredda **positiva trender inom detaljhandeln**. Under årets sju första månader ökade försäljningen med 5,9 procent jämfört med motsvarande period 2014. Säljaktiviteten i handeln utanför livsmedelsbranschen talar för relativt goda tillväxtsiffror i detaljhandeln de kommande månaderna. Den senaste nedgången i undersökningen över "ekonomiskt stressindex" i kombination med fortsatt tillväxt i ekonomi och löner skapar goda förhållanden för konsumtion. Samtidigt är hushållen fortfarande försiktiga med att

ta på sig långfristiga skulder och bankernas kreditportföljer krymper ännu.

Starka reallöner ger stöd för konsumtionen. De genomsnittliga bruttolönerna ökade med 6,9 procent under andra kvartalet. Bruttolönen i privat sektor var fortfarande något lägre än i offentlig sektor. Noterbart är att lönerna har ökat i alla sektorer. Inräknat sänkningen av den privata inkomstskatten växte nettolönerna med 7,5 procent mätt över året och reallönerna med 6,6 procent. Därmed är reallöner nu över förkrisnivån. Den genomsnittliga lönetillväxten förblir stark under de kommande kvartalen. Nästa år väntas lönetillväxten sakta in något, även om en allt stramare arbetsmarknad fortsätter att pressa upp lönerna, särskilt i Riga. Bruttolönetillväxten bedöms överstiga 6 procent i år för att nästa år bromsa in till runt 4,5-5 procent.

Hög arbetskraftskostnad

Index 100 = 2012

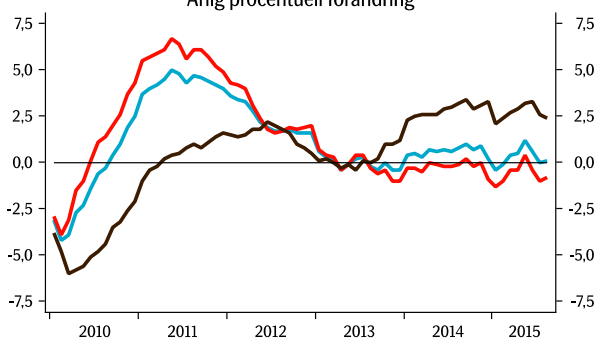


Källa: Central Statistical Bureau

Inflationen mätt i årstakt steg ett snäpp till 0,1 procent i augusti från noll i juli. Den **låga inflationen** beror främst på externa faktorer, då varupriser föll med 0,8 procent medan tjänsteinflationen var 2,4 procent. Tjänstepriser fortsätter att visa snabbare ökning än priserna på varor då de förstnämnda reflekterar inhemsk konsumtionsaktivitet och stigande kostnader. Vi har **sänkt inflationsprognoserna** till följd av lägre oljeprisutsikter. **I år väntas inflationen uppgå till 0,4 procent, för att sedan stiga till 1,7 procent 2016 och 2,3 procent 2017.**

Nollinflation men tjänstepriser ökar

Årlig procentuell förändring



— Tjänster — Varor — Totalt

Källa: Central Statistical Bureau

Den moderata ekonomiska tillväxttakten återspeglas i förändringar på arbetsmarknaden. Under det andra kvartalet sjönk arbetslösheten bara något till 9,8 procent. Till det positiva hörde att antalet långtidsarbetslösa också minskade. En alarmerande faktor är den **ihållande nedgången i antal unga personer på arbetsmarknaden**. Under den senaste femårsperioden har antalet yngre minskat med i genomsnitt 5,7 procent per år. Andelen unga personer av befolkningen fortsätter också att krympa. År 2005 var en av fem personer i åldern 13-25 år; 2015 var denna kategori bara 14 procent. Samtidigt har problem med den ryska marknaden bidragit till högre arbetslöshet i vissa regioner. Vi förutspår att de dominerande trenderna i ekonomin leder till gradvis lägre arbetslöshet. Dessa trender kommer att märkas av främst i ekonomiskt aktiva regioner i landet men mindre i landsbygdsområden, något som accentuerar utmaningarna med geografisk ojämlikhet.

Den offentliga sektorns budget visade överskott efter årets sju första månader. Skatteinkomsterna ökade med 4,6 procent mätt över året men låg 0,8 procent under målet på grund av lägre inkomster från moms och statliga sociala försäkringsavgifter. Bortsett från rådande överskott väntas en skarp ökning i utgifterna under de sista månaderna av året. Om man tar in i beräkningarna en långsammare än förväntat ekonomisk tillväxt och högre kommunala utgifter så **kan det faktiska budgetunderskottet för 2015 komma att överstiga regeringens mål på 1 procent av BNP** och nå 1,6 procent.

Regeringen har presenterat sitt förslag till statsbudget för 2016, som föreskriver att nästa års underskott inte får överstiga 1 procent av BNP. Högt prioriterade frågor inkluderar intern och extern säkerhet, hälsovård, utbildning samt förbättrade förhållanden för låginkomsttagare. Under de närmaste åren planerar regeringen även att införa en viss progressivitet för inkomstskatter. En solidaritetskatt kommer också att åläggas höginkomsttagare.

I juni 2015 valde parlamentet försvarsminister Raimonds Vejonis (medlem av Gröna partiet) till president. Trots tidigare spekulationer om en regeringsombildning efter Lettlands nyligen avslutade EU-ordförandeskap så har denna inte materialiserats än. Ett sådant scenario kan dock ännu inte avskrivas. **Politisk instabilitet har åter dykt upp**, drivet av den europeiska flyktingkrisen. Nästa test för centerhögerkoalitionen, som består av tre partier, blir parlamentets godkännande av budgetlagen, även om det inte väntas leda till några förändringar i regeringen. Prioriteringar av utgifter varierar mellan koalitionspartierna och spänningarna mellan dem väntas bestå. Det senaste parlamentsvalet hölls i oktober 2014 då premiärminister Laimdota Straujuma's koalition fick en komfortabel majoritet.

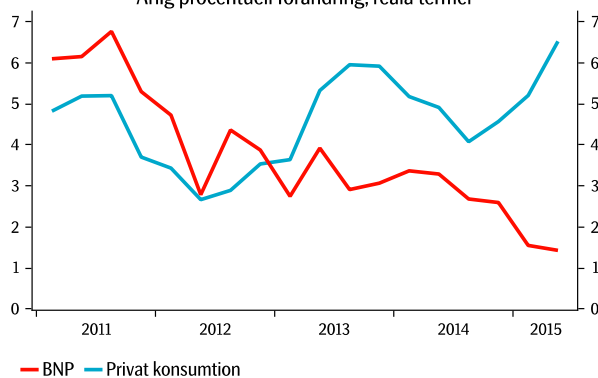
Inhemskt driven tillväxt men lågt pristryck

- **Privat konsumtion stärks ytterligare**
- **Exporten nedpressad av Ryssland och lägre varupriser**
- **En svag inflation återvänder nästa år**

Ekonomiska tillväxten bromsade in under första halvan av 2015; BNP var bara 1,5 procent högre än ett år tillbaka. En nedgång i varuexporten och sämre utveckling i transport- och lagerhållningssektorn var huvudfaktorerna som bidrog negativt till tillväxttakten. Vi förutspår att **BNP-tillväxten återhämtar sig något under andra halvåret** via fortsatt stark inhemsk efterfrågan. Ekonomin växer med **1,8 procent 2015 och 2,8 procent 2016**. Under **2017 väntas BNP öka med 3,2 procent** och tillväxten blir då mer bredbaserad. Deflationen består till slutet av 2015 och genomsnittliga inflationen för i år hamnar på -0,7 procent.

Privat konsumtion stödjer BNP

Årlig procentuell förändring, reala termer



Källa: Statistics Lithuania

Den privata konsumtionen steg med 5,9 procent under första halvåret 2015, grundat på högre reallöner, lågt sparande och fortsatt relativt optimistiska förväntningar om ekonomiska utsikter. Konsumentförtroendet förblir stabilt och högre jämfört med ett år tillbaka. Hushållen ser fortfarande ljus på landets ekonomi och sin egen finansiella situation på tolv månaders sikt. Genomsnittliga reallöner var 5,1 procent högre i slutet av första halvåret än motsvarande tid 2014, pådrivna av 2,2 procent högre sysselsättning och en nedgång i arbetslöshet till 9,4 procent. Även om emigrationen ånyo har intensifierats i år så har arbetskraftstyrkan knappt förändrats och sysselsättningsnivån har stigit. Det största problemet på arbetsmarknaden är fortfarande strukturellt: långtidsarbetslöshet utgjorde 4,3 procent av arbetsstyrkan i

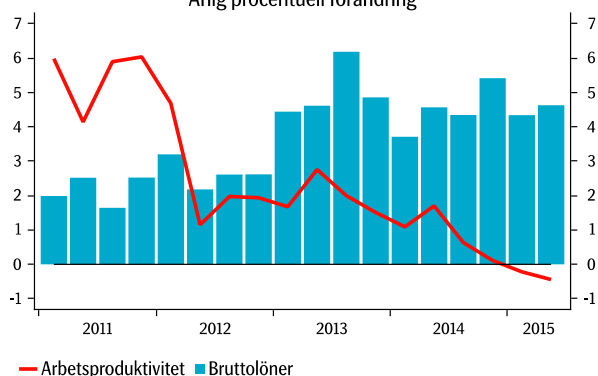
slutet av juni 2015 och har minskat marginellt över året. Vi bedömer att **arbetslösheten sjunker till i genomsnitt 9,5 procent 2015 och 9,0 procent 2016**.

De officiella siffrorna för emigranternas penningöverföringar till Litauen har minskat i år; nedgången var 24,1 procent under det första halvåret till följd av förändringar i kommunernas kompensation för utgifter av uppvärmning och varmvatten. Den genomsnittliga ålderspensionen kommer att bli några procent högre i år. Den månatliga minimilönen höjs sannolikt i inledningen av 2016 från 325 euro till 350 euro i syfte att hålla ställningarna med Lettland och Estland.

Godkännande av en ny social modell för arbetsmarknaden blir den viktigaste frågan i parlamentet i höst. Om den går igenom kommer Litauen säkert att bli mer attraktivt för både inhemska och utländska investerare. Litauen har kritiserats för sin stela arbetsmarknad, vilket har avskräckt potentiella investerare. Vi delar uppfattningen att denna typ av strukturella förändringar kommer att bidra till att höja lönetillväxten på lång sikt men bedömer att **nominella lönetillväxten hamnar på 4,2 procent 2015 och 4,8 procent 2016**. En sådan tillväxt väntas överskrida förbättringen i arbetsproduktivitet och sätta viss press på näringslivets lönsamhet. Lägre råvarupriser hjälpte dock företagen att nå 19,5 procent högre vinst före skatt under första halvåret 2015.

Nominella löner stiger trots lägre arbetsproduktivitet

Årlig procentuell förändring



Källa: Statistics Lithuania, SEB

Pristrender för konsumtionsvaror och tjänster divergerar. Priser på varor har fallit skarpt det senaste året på grund av billigare bränsle och livsmedelsprodukter, medan tjänstepriser – delvis påverkade av anslutningen till eurozonen – stigit med 3,2 procent (årstakten i augusti). Vi bedömer att deflationen ligger kvar i år, medan **nästa års inflation väntas uppgå till marginella 0,3 procent**. Konsumentpriserna stiger troligen i spåren av ytterligare uppgång i tjänstepriser baserat på högre

efterfrågan. Men priserna på varor, och särskilt energi, förblir nedpressade om en återhämtning på globala marknader uttblir nästa år.

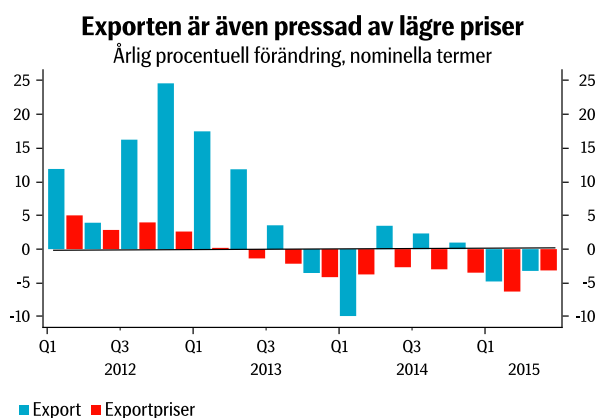
Ett visst ytterligare stöd för konsumenterna kan komma från lägre reglerade elpriser 2016. NordBalts kraftkabel mellan Litauen och Sverige, med en kapacitet på 700 megawatt, går planenligt i drift i december 2015. Elpriserna på Nord Pools spotmarknad har fallit med 20 procent i år. Ytterligare prisfall där kan väntas 2016 när prisskillnaden mellan Litauen och Sverige krymper, även om priserna i Sverige repar sig från 14-årslägst noteringar. För 2017 spår vi en moderat acceleration i inflationen på grund av starkare inhemsk efterfrågan och något högre energipriser.

Investeringsstillväxten var knappast imponerande under 2014 och hämmades av geopolitiska spänningar och sanktioner från Ryssland. Utvecklingen under första halvan av 2015 var dock bättre. Tillväxten i fasta bruttoinvesteringar ökade till 9,9 procent. Tillverkningsföretag investerade mer i utrustning och maskiner. Detta indikerar att större delen av näringslivet inte var överdrivet försiktiga och upprätthöll ett fokus på långsiktig tillväxt. Investeringsstillväxten ligger kvar på ungefär oförändrad takt förutsatt att globala ekonomiska förhållanden inte försämras. **Lån till icke-finansiella företag bottnade ur i mars 2015** och har sedan dess börjat återhämta sig. Lån till tillverkningsindustri- och transportsektorer var lägre mätt över året, men det var samtidigt en märkbar ökning i utlåning till elektricitet-, gas- och uppvärmning och handelssektorerna under första halvåret 2015. Krediter till hushåll visade också en viss återhämtning, främst baserat på expanderande bolåneportföljer. Vi förutspår att den **totala bankutlåningen i slutet av 2015 ligger 2,5 procent högre än året före**. Vi tror dock inte på en kraftigare kreditökning under 2016 och 2017, trots en fortsatt historiskt låg räntemiljö.

Byggandet ökar, om än i en långsammare takt. Bostadsbyggande driver tillväxten i denna sektor. Bostadsmarknaden var mycket trög under de första månaderna efter euro-introduktionen i januari 2015, men transaktionsvolymerna började återhämta sig i mitten av året. Lägenhetspriser ökade obetydligt i årstakt under sommaren beroende på stadigt utbud av nya lägenheter. Vi bedömer att det totala antalet transaktioner på bostadsmarknaden och även **bopriserna för i år kommer att förbli något högre jämfört med året innan**. Denna trend med långsam pristillväxt fortsätter 2016-2017, med bränsle från billiga bolån och högre reallöner, men begränsas samtidigt via ett ökat utbud av nya bostäder.

Litauens handelsbalans var nedpressad av 4,1 procent lägre export och 1,5 procent högre import under årets sju första månader. Exporten föll av flera skäl: Rysslands importförbud av bl a mejeri- och köttprodukter slog mot exportörer och det gjorde även en skarp nedgång i mejerivarupriser på globala marknader. Då Ryssland införde sitt importstopp var Litauen det enda EU-landet med en relativt stor exponering mot Ryssland på jordbruksprodukter; dessa utgjorde ca 4 procent av den totala exporten. Även om den totala volymen av

mejerivaruexport var i stort sett oförändrad så föll priserna kraftigt och nådde 2009 års nivåer. Det lägre bränslepriset hade också en negativ inverkan på exporten, trots högre försäljningsvolym. Litauens största exportföretag, det polskägda oljebolaget Orlen Lietuva, ökade betydligt sitt kapacitetsutnyttjande då marginalerna blev mycket mer attraktiva för raffinaderier. Nedgången i den ryska ekonomin hade en negativ inverkan på 37 procent av intäkter från vidareexport från Litauen. Denna svåra period tvingar producenter att höja sin export till EU vars andel av den totala exporten väntas öka i år. Importen var högre mätt i årstakt trots lägre priser. Exporten väntas bara öka något nästa år och importen förblir relativt stark till följd av stigande inhemsk efterfrågan. Dessa divergerande trender i varuimport- och export får en negativ effekt på bytesbalansen och resulterar i relativt stora underskott. **Bytesbalansunderskottet bedöms uppgå till 4 procent av BNP 2015 och 4,5 procent 2016.**



Inkomsterna till både statliga och kommunala sociala försäkringsfonder kommer i år att något överstiga den planerade nivån, trots lägre än förväntad ekonomisk tillväxt. **Bättre övervakning av de som betalar moms** har haft en positiv effekt på inbetalningar från utvalda. En förbättrad uppbörd av inkomster gör det lättare att ha kontroll över det **offentliga budgetunderskottet som vi förutspår uppgår till 1,5 procent av BNP 2015**. Litauen förblir ett av få EU-länder som i år klarar unionens budgetkrav. **Parlamentsval hålls hösten 2016**. Den sittande regeringskoalitionen kan komma att försöka attrahera väljare genom att öka sociala bidrag mer än vad som är ekonomiskt rimligt. Men med vårt huvudscenari för ekonomisk tillväxt och antagande om kloka regeringsbeslut så väntas det offentliga **budgetunderskottet stanna på 0,5 procent av BNP nästa år**.

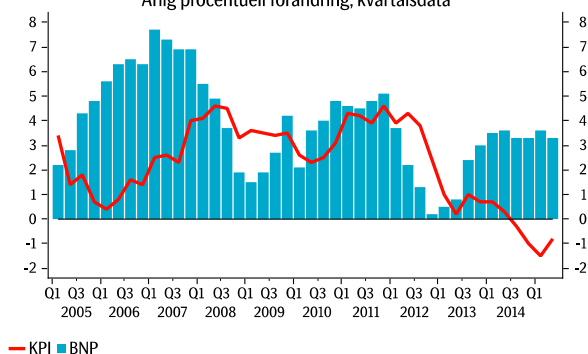
Litauen har i år inbjudits till öppna diskussioner om att gå med i OECD. Det kan ta två-tre år innan ett slutgiltigt beslut fattas. Ett OECD-medlemskap kan få en viss positiv effekt på den ekonomiska tillväxten.

Fortsatt god tillväxt trots kraftigt förhöjd politisk risk

- **Inhemsk efterfrågan fortsatt central kraft**
- **Ny regering ger mer expansiv finanspolitik**
- **Deflationen bryts – styrräntan höjs nästa år**

Polens ekonomi fortsätter att vara **bland de snabbast växande i Östeuropa**. I fjol var Ungern snäppet före, i år väntas bara Tjeckien hålla högre fart och nästa år intar troligen Polen tätpositionen. **Inhemsk efterfrågan förblir central drivkraft** närmaste året. Stark arbetsmarknad och goda finansiella förhållanden i såväl hushålls- som företagssektor ger näring i grunden. Ett **förväntat regeringsskifte** i stundande parlamentsval ger också en viss expansiv finanspolitisk inriktning. Den modesta exporttillväxten stärks något när ökad efterfrågan från tunga handels- och industripartnern Tyskland (ca ¼ av exporten) motverkar svaghet i Ryssland (ca 5 procent av exporten) och Ukraina. **BNP väntas öka med 3,4 procent 2015 och 3,6 respektive 3,8 procent 2016-2017**. Detta är **strax över potentiell** tillväxt 3-3,5 procent, vilket talar för att rådande deflation sedan ett år tillbaka nästa år övergår i ett svagt stigande pristryck.

Robust tillväxt utan inflation
Årlig procentuell förändring, kvartalsdata

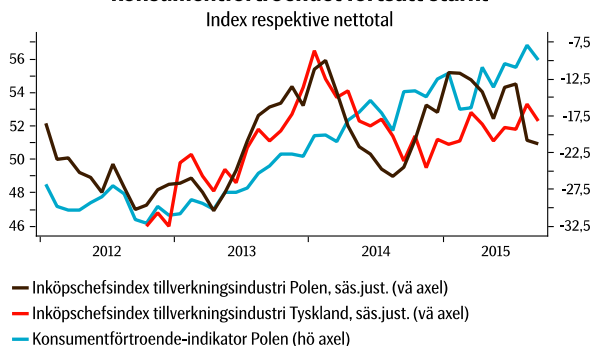


Källa: Nationella statistikbyrån

BNP-tillväxten mätt i årstakt dämpades något andra kvartalet i år till 3,3 procent från första kvartalets 3,6 procent. Det har varit relativt bra och jämn fart i ekonomin sedan mitten av 2013, med undantag av en svacka i industrin andra halvåret i fjol. Nedgången berodde främst på dämpad tysk tillväxt men även inbromsning i Ryssland och sviktande investeringar till följd av ökad regional osäkerhet i Ukrainakrisens initiala fas. **Indikatorer tyder på att BNP-tillväxten tuffar på i något stegrande takt**. Konsumentförtroendet har klättrat i snart tre år och nådde i augusti högsta nivån sedan september 2008 då Västvärlden var på väg att tippa över i djup recession; även Polen drog med i avmattningen men var enda EU-land som

undgick BNP-fall delvis tack vare relativt solida fundamenta i ekonomi och banker samt en ackommoderande finanspolitik. Inköpschefsindex för industrin har stärkts under senaste året och legat över expansionsgränsen 50 (50,9 i september). Dämpningen på sistone är sannolikt tillfällig. Förbättrad tysk konjunktur bör i höst staga upp polska industriindikatorn.

Temporär svacka i industriindikatorn på sistone, konsumentförtroendet fortsatt starkt

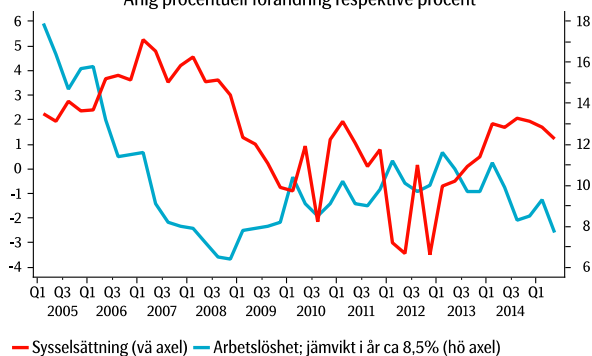


Källa: Markit Economics, Nationella statistikbyrån

Förutsättningarna för växande inhemsk efterfrågan är gynnsamma. **Privat konsumtion** får bränsle av **fortsatt relativt starka realinkomster** där en viss höjning av nominella lönetillväxten (från ca 3,5 procent första halvåret i år) kompenserar för en gradvis återkomst av inflation. Sysselsättningen fortsätter att öka, om än i måttlig takt, och arbetslösheten sjunker från beräknade 8,3 procent som snitt för 2015 ned mot för polsk del låga 7,5 procent 2017. De historiskt låga räntorna stiger beskedligt efter att ha bottnat i början av 2015. Det betyder att den ännu **ljumma kreditväxten successivt höjs** framöver. Bankerna spår en ökad efterfrågan. Tidigare strama lånevillkor har också tinats upp sedan två år tillbaka, både för konsumtions- och bolån.

Stark arbetsmarknad

Årlig procentuell förändring respektive procent



Källa: Nationella statistikbyrån, OECD

Investeringarna vände uppåt tydligt 2014 efter två svaga år och har därefter fortsatt att växa relativt starkt. Det indikerar att Ukrainakrisen bara har en liten negativ inverkan. **Fortsatt god investeringskonjunktur** siktas, i hög grad driven av bostäder och infrastruktur. Investeringskvoten i ekonomin är ganska låg. Tillverkningsindustrins kapacitetsutnyttjande har på två år stigit från måttliga 70-75 procent till nära historiskt höga 80 procent. Lägg därtill att Polen är största mottagare av EU-strukturfonder i långtidsbudgeten 2014-2020, även om en planerlig dämpning sker 2016.

Deflationstrycket har gradvis avtagit sedan i vintras; i augusti var KPI-årstakten minus 0,6 procent. Märk dock att det inte är en bred prisnedgång. Lägre energi- och matpriser förklarar det mesta av deflationen; den underliggande inflationstakten har i år legat på 0,2-0,5 procent. **Deflationen bryts troligen i vinter och vänds i svagt stigande prisökningar**, delvis via något högre energipriser men främst via ökad efterfrågan och växande lönetryck på en alltmer ansträngd arbetsmarknad – jämviktsnivån på ca 8,5 procent underskrids i år. Ett strukturellt problem är Polens relativt låga sysselsättningsgrad.

Centralbankens styrränta har lämnats orörd på rekordlåga 1,5 procent sedan 50-punkterssänkningen i mars i år. Då sades att det var sista i sänkingscykeln. Signaleringen från direktionen har sedan dess varit relativt neutral, med dragning åt det mjukare hållet. Detta har inte bara återspeglat risker för en förlängd deflationsperiod efter förnyad råvaruprispress utan även sannolikt varit en medveten taktik för att hålla tillbaka appreciering av zlotyn som via lägre importpriser skulle göra det än svårare att på sikt nå upp till inflationsmålet på 2,5 procent. Zlotyn har också bara stärkts marginellt sedan i mars. Centralbanken såg vid septembermötet främst nedåtrisker i inflationsprognosen via inbromsning i Emerging Markets och fallande råvarupriser. Dörren hålls öppen för ännu en räntelättnad och skulle t ex ECB besluta om utökad QE och/eller Ungern sänka räntan igen kan lättningen verkställas. Men **vårt huvudscenari** är att **nästa steg blir att en räntehöjningsprocess inleds tredje kvartalet 2016** och att styrräntan i slutet av 2017 är 3,0 procent. Relativt högre korträntor i Polen och relativa tillväxtfördelar mot omvärlden talar för att zlotyn stärks på ett-två års sikt; mot euron till 3,90.

Påtagligt förhöjd politisk risk

Den politiska osäkerheten i Polen har ökat kraftigt under det senaste året efter att i många år ha varit låg - något som delvis bidragit till en framgångsrik ekonomisk utveckling. Den länge sittande regeringen har tappat ordentligt i popularitet. I maj steg den politiska temperaturen ytterligare då Andrzej Duda från det största oppositionspartiet Lag och rättvisa (PiS) överraskande vann presidentvalet. Det mesta pekar mot ett **regeringsbyte vid parlamentsvalet den 25 oktober** där center-högerkoalitionen Medborgarplattformen (PO) och det lilla Bondepartiet (PSL), som innehaft makten två fyraåriga mandatperioder i följd, **ersätts av högerpartiet PiS** och eventuellt med ett mindre stödparti. Ny premiärminister väntas bli Beata Szydło.

I vintras/våras låg PO med 35-40 procent av stödet ännu snäppet före PiS i opinionsmätningarna men har sedan dess halkat ned till 20-25 procent mot 35-40 procent för PiS. Att **PO försvagats** kan bl a förklaras med tidigare sparpolitik, partipolitiska spänningar i sakfrågor och "Waitergate"-skandalen där ministrar blivit avlyssnade vid restaurangbesök; något som först uppdagades sommaren 2014. Bytet av partiledare/premiärminister hösten 2014 då parlamentets talman Ewa Kopacz fick ersätta den mer erfarna Donald Tusk som blev ordförande i Europeiska rådet kan också ha spelat in. Att PO är, och ett tag har varit, ett stressat parti lyste inte minst igenom i början av juni då Kopacz strax efter partiets nederlag i presidentvalet valde att sparka en handfull ministrar och parlamentets talman.

Vad är det då för politik som väntar Polen? Till att börja med är **PiS i grunden nationalkonservativt, värnar sociala värdefrågor och euro-skeptiskt**. PO är liberalkonservativt, mer näringslivsvänligt och mer pro EU/euro-integration. Här finns alltså tydliga skiljelinjer.

Det kan komma närliggande **förändringar i ett flertal viktiga politiska sakfrågor om PiS övertar makten:**

Beskattning av utlandsägda banker (som dominerar polsk banksektor) och detaljhandelsbolag. Upphävning av den höjda pensionsåldern. Mer pengar till pensionärer och lågavlönade som PiS menar bara fått liten del av landets goda tillväxt. Konvertering av hushållens (tidigare i år fördyrade) omfattande bolån i CHF till zloty och där PiS föreslår att banker ska ta en större del av kostnaden medan PO förespråkar en jämn fördelning mellan banker och låntagare. Notabelt i utrikespolitiken är att PiS vill se en ännu tuffare polsk hållning mot Ryssland p g a dess Ukrainakonflikt. Ändå har Polens nuvarande regering redan utmärkt sig med att vara en av de EU-länders regeringar som haft högst tonläge mot Ryssland, bl a i kraven på sanktioner. Vad gäller **eurofrågan** så ter sig ett polskt inträde **än mer avlägset** med PiS vid makten; Polens strategi har hittills varit att "göra sig ekonomiskt redo men att avvakta med tidplan" delvis p g a senaste årens eurokris.

PiS har i valkampanjen förespråkat en mer pro-cyklisk finanspolitik. Vår bedömning är också att det kan bli en **något mer expansiv finanspolitik de närmaste åren**. Som vi framhöll i EEO i mars så förväntas PO-regeringen vid en vinst efter höstens parlamentsval i stället återgå mot en viss åtstramning eftersom den, under tryck från EU-regler och med blick mot ett framtida eurointräde, strävar efter att varaktigt pressa ned offentliga budgetunderskottet under EU-maxgränsen 3 procent av BNP (strax under 3 procent i år). PiS kommer troligen att slira mer i denna ambition.

Sammantaget är den **politiska risken i Polen påtagligt förhöjd**. Samtidigt är de **offentliga finanserna relativt starka** med ca 3 procent i budgetunderskott och en offentlig skuld på måttliga ca 50 procent av BNP. Ett **regerings-skifte** kan mycket väl **temporärt försvaga zlotyn men väntas inte nämnvärt påverka vare sig växelkurs eller tillväxtbild för de allra närmaste åren**.

Recessionen fortsätter 2016 men mildras

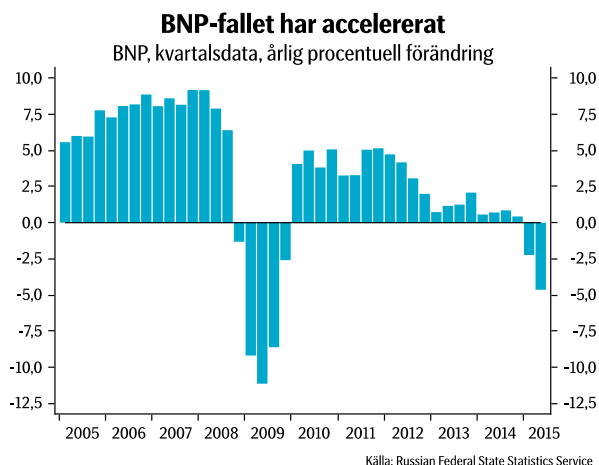
- **Fortsatt lågt oljepris pressar**
- **Västsanktioner förlängs**
- **Putin kvar länge vid makten**

Sedan det kraftiga oljeprisfallet och rubelförsvagningen vid slutet av 2014 har det stått klart att Ryssland skulle hamna i recession 2015; frågan har främst handlat om hur stor BNP-nedgången blir. Det förnyade oljeprisfallet sedan i våras kombinerat med en hög sannolikhet för att sanktionerna till följd av Ukraina-konflikten förlängs gör att **recessionen väntas fortsätta 2016**. Problemen med hög inflation, svag utveckling för investeringar och omfattande kapitalutflöden lever vidare. Oljeprisfallet förhindrar att inbromsningen kan mötas med expansiv finanspolitik och rubelförsvagningen tvingar centralbanken att föra en stramare penningpolitik än vad som hade varit önskvärdt ur ett tillväxtstödande perspektiv. Rysslands långvariga tillväxtinbromsning som drivs av strukturella svagheter i ekonomin har förstärkts av dessa akuta problem.

Under sommaren och början av hösten har oljepriset fallit igen och **SEB:s oljeprisprognos** reviderades ned i augusti. 2015 bedöms oljepriset (Brent) mätt som helårsgenomsnitt hamna på 54 USD per fat. **2016 väntas ett oljepris på 55 dollar** (70 dollar i *Eastern European Outlook*, mars 2015) följt av en försiktig ökning till **60 dollar per fat 2017**. Nedåtrisen dominerar och även bortom prognoshorizonten är det svårt att se någon potential för en mer betydande ökning av oljepriset. Priset pressas både från utbuds- och efterfrågesidan. Teknologisk utveckling innebär att kostnaderna för att utvinna olja ur skiffersten kontinuerligt sjunker vilket främst resulterat i kraftigt ökad amerikansk produktion. Även ökad produktion i Iran kommer att pressa priserna framöver. Samtidigt minskar efterfrågan från tillväxtekonomin. Den ryska ekonomins **oljeexportberoende** är fortfarande **omfattande**. Hög korrelation mellan förändringar av oljepriset och rubelns växelkurs gör att fallande priser driver ned värdet på rubeln vilket i sin tur får inflationen att stiga och bidrar till ökade kapitalutflöden.

Sanktionerna från USA, EU och ytterligare några västnationer som riktas både mot ryska individer och mot företag påverkar ekonomin främst genom att kraftigt beskära företagets möjligheter att låna upp pengar på kapitalmarknaderna i väst. De redan svaga **investeringarna försvåras** därmed ytterligare; inte minst för större investeringsprojekt. Effekterna har blivit kännbara; framförallt i energi- och banksektorerna med företag som direkt omfattas av sanktionerna. Dessutom skapar sanktionerna generell osäkerhet bland företagen.

För att EU:s sanktioner ska upphöra krävs att de åtgärder som beslutades i samband med vapenvilan Minsk 2 som slöts i februari ska ha genomförts vid slutet av 2015. Osäkerheten är stor men vårt huvudscenari är att parterna inte kommer att ha uppfyllt sina åtaganden vid årsskiftet. Vid EU-toppmötet i januari 2016 väntas **sanktionerna mot Ryssland förlängas** med ytterligare en viss period av 2016 men kan eventuellt mjukas upp något.



Första halvåret 2015 minskade aktiviteten i ekonomin rejält drivet av fallande investeringar och konsumtion. BNP föll med 2,2 procent i årstakt första kvartalet. Andra kvartalet accelererade nedgången till 4,6 procent. Indikatorerna har utvecklats mycket svagt och pekar inte på någon förbättring närmaste tiden. Inköpschefsindex (PMI) för tillverkningsindustrin ligger klart under tillväxtgränsen. Konsumentförtroendet och ledande indikatorer har fallit kraftigt.

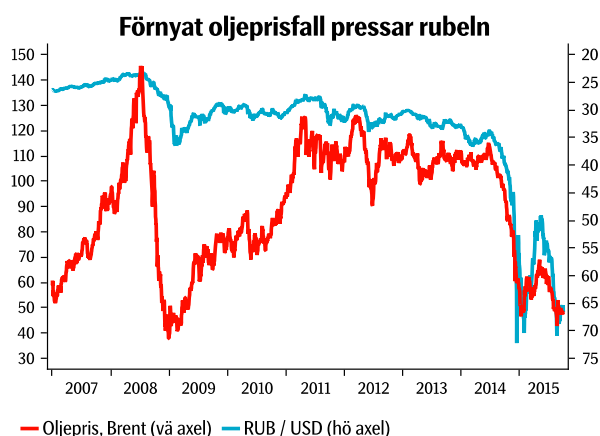
Även framöver kommer svaga investeringar och konsumtion slå hårt mot tillväxten. Investeringsfallet har de senaste månaderna skjutit ny fart. Den långa raden med **strukturproblem** lever kvar i form av dåligt företagsklimat, stort statligt inflytande och föråldrad infrastruktur. Utländska företags investeringsvilja minskar ytterligare på grund av Rysslands dåliga relationer med Väst. Oljeprisfallet slår dessutom mot investeringarna i energisektorn. Exempelvis har oljebolaget Rosneft tvingats dra ned kraftigt på sitt ambitiösa investeringsprogram.

Den privata konsumtionen har som väntat tagit mycket stryk av den accelererande inflationen och raset för detaljhandeln är nu lika stort som under krisen 2008-2009 mätt i årstakt. Även bilförsäljningen har försvagats kraftigt. **Privat konsumtion** har därmed **fallit bort som central drivkraft för tillväxten**.

Helåret **2015 bedöms BNP minska med 4,0 procent**. Kombinationen av förlängda sanktioner och ett klart lägre prognosti-

cerat oljepris gör att BNP väntas fortsätta falla **2016** men det dämpas till en **nedgång på 1,0 procent. 2017 ökar BNP med 1,5 procent.** Konsensusprognosen var tidigare mer optimistisk kring tillväxten 2015 och 2016 men har den senaste tiden närmast sig SEB:s prognos. Det finns i nuläget inga tecken på att reformer kommer att genomföras i den omfattning som behövs för att få fart på tillväxten och vår bedömning är att **BNP-tillväxten på längre sikt** kommer ligga **kring 1,5 procent.**

Rubeln har försvagats kraftigt mot USD sedan 2011. I december i fjol pressades rubeln till en rekordlåg nivå. I februari inleddes en tydlig återhämtning som dock blev tillfällig. Rubelkursen **drivs** som tidigare **främst av oljepriset** och det förnyade prisfallet under sommaren har åter pressat ned valutan mot rekordsvaga nivåer. Även den finansiella turbulensen kopplad till oro kring tillväxtekonomin i allmänhet och till Kina i synnerhet har bidragit till rubelförsvagningen. Två andra faktorer som pressat rubeln är uppmjukningen av styrräntepolitiken samt centralbankens köp av utländsk valuta för att bygga upp valutareserven även om volymerna varit små.



Källa: Macrobond

Framöver väntas rubeln försvagas ytterligare drivet av lågt oljepris och oro kopplat till konflikten med Ukraina. Det finns även en press att hålla rubeln svag för att ge stöd till budgetintäkterna. **Rubeln väntas stå i 70,0 mot USD vid slutet av 2015** och i **73,0** vid slutet av **2016**. Vid slutet av **2017** står rubeln i **77,0**. Bortom prognoshorisonten väntas drivkrafterna för en svag rubel leva vidare i form av låg ekonomisk tillväxt, försvagad bytesbalans och kapitalutflöden.

Styrräntesänkningar inleddes i februari i år och räntan har sänkts från 17,0 procent till 11,0 procent. En hög styrränta slår hårt mot företagets investeringar men samtidigt oroar sig centralbanken för att en snabb uppmjukning av räntepolitiken riskerar att försvaga rubeln än mer och förvärra problemen med kapitalutflöden. Visserligen mer än halverades kapitalutflödena första kvartalet jämfört med föregående kvartal och fortsatte minska andra kvartalet men ligger ändå på en hög nivå. Utflödena är ett resultat av bristen på förtroende för den ryska ekonomin och väntas fortsätta framöver. Starka finansiella reserver ger skydd mot en betalningsbalanskris (se temartikel om ryska finansiella reserver i *Eastern European Outlook*, mars 2015) men den långsiktiga motståndskraften har allvarligt försvagats. Vår bedömning är att styrräntesänkning-

arna fortsätter men i betydligt långsammare takt än i våras. Rubelns utveckling kommer att få stor betydelse för räntebesluten. Vid **slutet av 2015 väntas refinräntan ligga på 10,0 procent.** Under **2016** fortsätter centralbanken försiktigt att sänka räntan som väntas hamna på **8,0 procent** vid slutet av året. Uppmjukningen fortsätter 2017 och refinräntan ligger på **6,0 procent vid slutet av 2017.**

Banksektorn kommer från ett hyfsat stabilt utgångsläge men sanktioner, rubelförsvagning och tillväxtinbromsning har skapat **stark press.** Bankers exponering mot Ukraina har resulterat i förluster. Jämfört med den akuta finansiella turbulensen i december 2014 har dock läget stabiliserats. Interbankräntorna har fallit tillbaka och banksystemet hotas inte längre av en akut kris. Exponeringen mot utländsk valuta är relativt liten. Andelen dåliga lån har ökat och ligger i nuläget kring 8 procent. Ökningen väntas fortsätta och bankerna kommer att pressas av den ekonomiska nedgången.

I nuläget ligger antalet banker kring 800. Banksektorn är koncentrerad i toppen (de tre största bankerna är statliga och står för mer än 50 procent av tillgångarna) men fragmenterad i botten med ett stort antal mycket små banker. En konsolidering av sektorn är önskvärd då det skulle bidra till minskad korruption, ökad transparens och mer effektiv utlåning. Dessutom skulle kapitalutflöden motverkas.

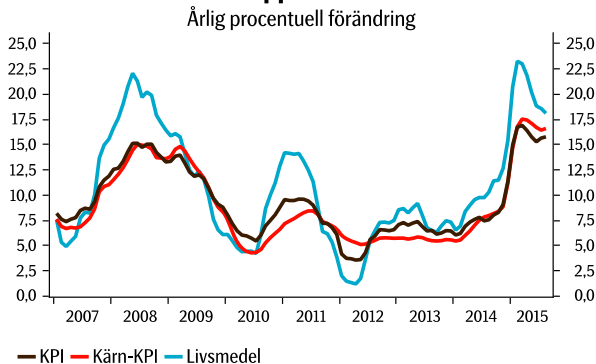
Sedan Elvira Nabiullina tillträdde som centralbankschef hösten 2013 har antalet **indragna banklicenser** accelererat rejält. Antalet banker har minskat med mer än 100 och minskningen väntas fortsätta framöver. Sannolikt kommer ett stort antal affärer genomföras där svagare banker köps upp eller slås samman samtidigt som andra läggs ned. Processen med **kapitalförstärkningar** fortsätter; den "anti-krisplan" för ekonomin som regeringen presenterades i januari ska till två-tredjedelar användas till bankrekapitaliseringar. Centralbanken har även identifierat tio systemviktiga banker som kommer att omfattas av regleringsstandarden **Basel III** gällande kapital och likviditet. Åtgärderna är ett steg i rätt riktning och kommer på sikt att öka stabiliteten i det finansiella systemet.

Överskottet i **bytesbalansen** ökade första halvåret jämfört med samma period 2014. Exporten har visserligen minskat kraftigt sedan mitten av 2014 men importen har fallit ändå mer på grund av rubelförsvagningen och svag inhemsk efterfrågan. Till följd av den kraftiga minskningen av importen väntas bytesbalansen visa överskott trots oljeprisfallet. Bedömningen är att bytesbalansen **2015** hamnar på ett **överskott motsvarande 4,8 procent av BNP. 2016** hamnar överskottet på **4,0 procent** och **2017** på **3,6 procent.** På längre sikt väntas en rejäl försvagning på grund av låga oljepriser.

Rubelförsvagningen kombinerat med kraftigt stigande livsmedelspriser i sviterna av det ryska importförbudet har drivit upp inflationen rejält. Den nya försvagningen av rubeln har gjort att den dämpning av inflationen som väntats under andra halvåret 2015 än så länge uteblivit. Även prishöjningar på gas, vatten och elektricitet har bidragit. Inflationstakten har accelererat senaste månaderna och var i augusti 15,8 procent. Samtidigt finns dock en dämpande effekt på inflationen genom den

kraftiga minskningen av den ekonomiska aktiviteten. Mätt över helåret **2015 väntas inflationen hamna på 15,5 procent**. **2016** dämpas inflationen till **9,5 procent** och **2017** bedöms inflationen hamna på **7,0 procent**. Inflationen väntas därmed överstiga det medelfristiga målet på 4 procent under hela prognosperioden.

Rubelförsvagning och importstopp av livsmedel har drivit upp inflationen

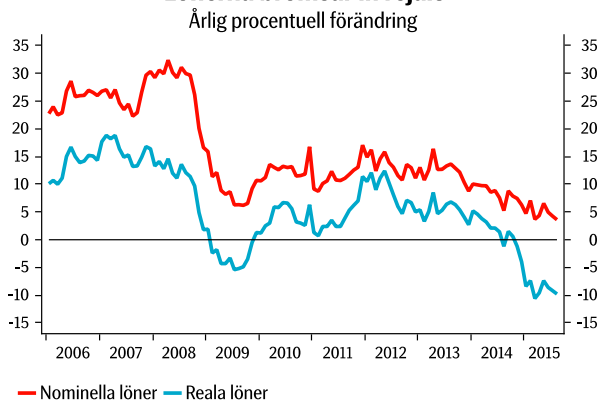


Källa: Russian Federal State Statistics Service

Det lägre oljepriset sätter press på statsbudgeten genom minskade skatteintäkter men samtidigt stärker rubelförsvagningen värdet i lokal valuta av de statliga oljeintäkterna. Finanspolitiken stramas åt ordentligt genom en minskning av statens utgifter. Antalet federala civilanställda ska minskas och lönerna sänkas. Budgetnedskärningarna ska fortsätta 2016 och 2017. Viljan att fortsätta höja Rysslands militära förmåga samtidigt som man försöker undvika för stora nedskärningar av de sociala utgifterna kommer att sätta press på budgeten de närmaste åren, speciellt med tanke på parlamentsvalet 2016 och presidentvalet 2018. Det offentliga **budgetunderskottet väntas hamna på 3,8 procent av BNP 2015**. **2016** och **2017** hamnar underskottet på **2,8 respektive 2,4 procent**. I och med att rubeln sedan i november i fjol i praktiken flyter fritt och växelkursvägningar får stor effekt på oljeintäkterna har det blivit betydligt svårare att bedöma vilken oljeprisnivå som rysk ekonomi kan klara långsiktigt. Med förväntningar om långsiktigt låga oljepriser kommer dock statsbudgeten att vara under press lång tid framöver. Statsskulden har visserligen stigit senaste åren men den låga nivån gör ändå att Ryssland inte står inför något akut hot.

De senaste månaderna har arbetslösheten minskat trots att BNP-fallet accelererat och skillnaden mellan recessionen 2008-2009 då arbetslösheten steg rejält är stor. Generellt gör en kombination av krympande arbetskraft, hög löneflexibilitet och låg a-kasseersättning att kopplingen mellan BNP-tillväxt och arbetslöshet är svag. Företagens försök att undvika uppsägningar kan även vara ett resultat av att den demografiska försämringen gör det svårare att rekrytera samt politisk press att hålla sysselsättningen uppe. Den nuvarande nedgången i efterfrågan har i stället slagit igenom på lönerna. Nominella **löner pressas i både offentlig och privat sektor** samtidigt som inflationen fått reallönerna att falla kraftigt vilket slår hårt mot hushållens disponibelinkomst.

Lönerna bromsar in rejält



Källa: Russian Federal State Statistics Service

Stigande oro i Kreml inför parlamentsvalet?

President Putins och regeringens strategi att motverka folkligt missnöje med den svaga ekonomiska utvecklingen genom en hård hållning mot Väst kombinerat med att skylla den ekonomiska nedgången på Västs sanktioner har varit framgångsrik. En mycket stor del av befolkningen ser ingen koppling mellan ekonomin och det politiska ledarskapet. En majoritet stödjer dessutom Putins utrikespolitik inklusive annekteringen av Krim och hanteringen av Ukraina. Bland befolkningen dominerar rädslan för externa hot (i praktiken Nato) över de ekonomiska problemen. Oppositionen är fortsatt försvagad och kämpar mot regeringskontrollerad media i ett mycket tufft klimat. Ledande oppositionella har på olika sätt utmanövrerats och det finns i nuläget ingen utmanare till Putin i **presidentvalet 2018** och **sannolikt kommer Putin att sitta kvar en andra mandatperiod till 2024**.

Putins svaga punkt är dock att hans parti Enade Ryssland är betydligt mindre populärt än vad han själv är. **Valet till Duman har tidigarelagts från december till september 2016**. En möjlig förklaring till tidigareläggningen av valet är att den kommer att försvåra oppositionens möjligheter att presentera sin politik eftersom valrörelsen nu hamnar i semester månaden augusti. Tiden för oppositionen att hinna organisera sig blir dessutom än kortare. **Regionalvalen** i mitten av september i år var ett viktigt test inför Dumavalet och bekräftade att oppositionen har mycket svårt att hävda sig. Enade Ryssland behöll sin dominerande ställning och rapporter pekar på ett stort antal oegentligheter i samband med valet. Vi håller fast vid scenariot att **Enade Ryssland väntas segra i parlamentsvalet 2016**. Den politiska osäkerheten har dock ökat och tidigareläggningen av valet indikerar att det finns en **oro i Kreml över hur stämningen bland befolkningen påverkas av den svaga ekonomiska utvecklingen**. Trots fortsatt högt förtroende för president och regering visar protesterna mot myndigheternas förstörelse av utländska livsmedel som slunkit igenom importstoppet att det finns potential för stigande missnöje.

Som vi framhållit i tidigare rapporter väntas stödet för Putin på sikt erodera drivet av stagnerande levnadsstandard. Det är dock svårt att säga hur lång tid det kommer att ta. Putins stöd i opinionsundersökningarna låg under 2013 kring 65 procent. I

samband med annekteringen av Krim våren 2014 steg företroendet kraftigt. I juni 2015 nådde stödet rekordnivån 89 procent. I juli och augusti föll dock stödet visserligen betydligt men ligger ändå på en mycket hög nivå.



Minsk 2-uppgörelsen central för relationen till Väst

Det mesta tyder på att bedömningen att **den rysk-ukrainska konflikten blir långvarig** är korrekt och att de spända relationerna mellan Ryssland och Väst kommer att fortsätta under överskådlig tid. Den aggressiva ryska utrikespolitiken fortsätter både genom tuff diplomati och militära styrkeuppvisningar, främst i Rysslands närområde men även längre bort. Exempelvis har Ryssland ökat sin militära närvaro i Syrien. Nato har i sin tur kontrat med att stärka försvarsförmågan hos medlemsländerna i Östeuropa. På hemmaplan kompletteras utrikespolitiken med åtgärder som på olika vis försvårar utländska företags verksamhet i Ryssland. Bland annat har dessa riktats mot utländska konsumentprodukter på grund av påstått undermålig kvalitet och brott mot regleringar. Produkter har plockats bort från försäljning.

En **fråga av stor betydelse för relationerna till Väst framöver är utvecklingen i konflikten med Ukraina**. Frågan är central för Västs sanktionspolitik. **EU har kopplat ett borttagande av sanktionerna till huruvida kraven från Minsk 2-uppgörelsen om vapenvila i östra Ukraina som slöts i februari i år uppfyllts vid slutet av 2015**. Det är mycket som ska hända för att Minsk 2 uppgörelsen ska kunna anses vara uppfylld och vårt **huvudscenario är att EU:s sanktioner i januari förlängs en viss period av 2016** (se tema-artikel).

Till skillnad från EU har **USA kopplat ett borttagande av sanktionerna till ett återförande av Krim** från Ryssland till Ukraina. Detta verkar mycket osannolikt vilket USA rimligtvis är medvetna om. **USA väntas låta sina sanktioner löpa på åtminstone hela 2016**.

Kina ingen given partner

Som en följd av de allvarligt försämrade relationerna med Väst vill Ryssland öka utbytet med andra tillväxtekonomier; inte minst med Kina. I Ryssland finns förhoppningar om att man ska kunna dra nytta av ett djupare ekonomiskt samarbete och länderna har de senaste åren bland annat slutit avtal om **gasleveranser** och **valutaswap**. Rysslands export till Kina har ökat betydligt de senaste tio åren och står nu för omkring 8 procent av total export. Flera faktorer gör dock att möjligheterna för Ryssland att dra nytta av utökat samarbete är begränsade.

Kina är betydligt mer kraftfullt ekonomiskt vilket ger möjlighet att i stor utsträckning diktera villkoren för eventuella samarbeten och avtal. Ett exempel är det för Kina fördelaktiga avtal om ryska gasleveranser som slöts i maj 2014. Kina bedöms inte heller kunna ersätta Europas efterfrågan på gas inom överskådlig tid. Ett annat exempel är kinesiska bankers mycket försiktiga hållning till Ryssland. Valutaswapen till trots är det tydligt att kinesiska banker inte kommer att hjälpa Ryssland med akuta finansiella problem.

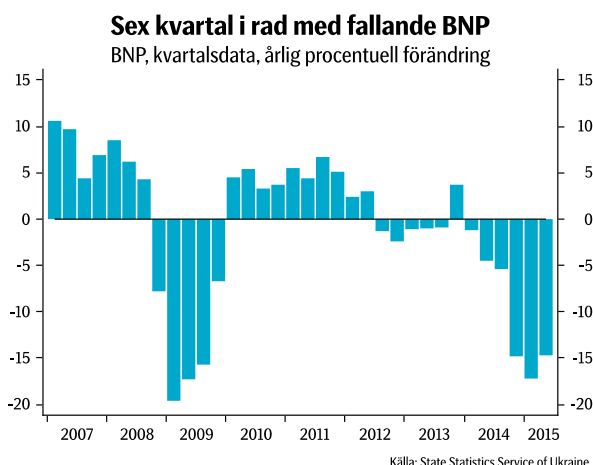
Det största hindret för utökat samarbete är att **Ryssland och Kina redan konkurrerar om geopolitiskt inflytande**. I Fjärran Östern gränsar resursrika men lågt befolkade ryska regioner till folkrika och expansiva delar av nordöstra Kina vilket skapat oro för ökande kinesiskt inflytande. Det viktigaste testet för den framtida relationen är dock det resursrika **Centralasien**. Ryssland försöker använda den Eurasiska ekonomiska unionen (se tema-artikel i *Eastern European Outlook*, oktober 2014) för att möta det ökande kinesiska inflytandet i regionen. Ryssland anser att länder som Kazakstan, Uzbekistan och Turkmenistan hör till dess intressesfär samtidigt som Kina gjort betydande investeringar i energisektorer i dessa länder. Det finns därmed en **betydande risk att Ryssland på sikt kommer att konkurrera ekonomiskt snarare än att samarbeta med Kina**.

Skuldnedskrivning bidrar till stabilisering

- **Skuldnedskrivning ger andrum**
- **De kraftigaste BNP-fallen har passerats**
- **Minsk 2 ingen långsiktig lösning**

Första halvåret 2015 föll BNP med mer än 15 procent jämfört med samma period 2014. Bedömningen är dock att de kraftigaste BNP-fallen nu passerats och det finns indikationer på att ekonomin går mot en stabilisering. Finansiellt har ett viktigt steg i rätt riktning tagits tack vare en överenskommelse med utländska långgivare om skuldnedskrivning. **Ukraina undviker därmed som vi förutspått betalningsinställelse.**

Striderna i de östra delarna av landet har mattats av men det finns ingen lösning i sikte där Kiev återfår kontrollen över de separatistkontrollerade områdena. Målsättningen är att parterna vid utgången av 2015 ska ha uppfyllt de krav som slogs fast i Minsk 2-uppgörelsen. Även om kraven till slut uppfylls ändrar det inte bilden av att konflikten blir långvarig.



BNP-nedgången är bred. Hushållens konsumtion hämmas allvarligt av den höga inflationen samt kraftigt stigande kostnader för att finansiera lån i utländsk valuta. Industrin påverkas av förstörda produktionsanläggningar och infrastruktur. Investeringarna har fortsatt falla. Det finns ett mycket omfattande investeringsbehov kopplat till återuppbyggnad av infrastruktur men det kräver en varaktig vapenvila för att kunna genomföras. Den finansiella krisen har även slagit mot jordbruksproduktionen genom svårigheterna att under våren klara finansiering av insatsvaror men även av stigande priser på dessa varor som till stor del importeras. Spannmålsproduktionen väntas bli klart mindre 2015-2016 än föregående år vilket tillsammans med svag efterfrågan på stål hämmar exporten. Offentligt

budgetunderskott samt hög inflation gör att vare sig finanspolitik eller penningpolitik kan stötta tillväxten.

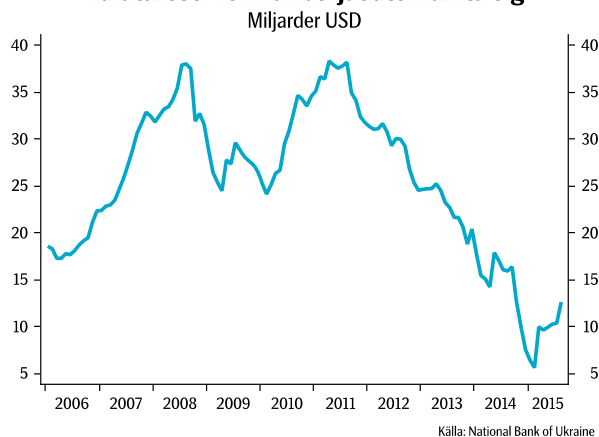
Det finns dock försiktiga tecken på stabilisering. Det tidigare kraftiga underskottet i bytesbalansen fortsätter minska. Inflationen har börjat dämpas och de kraftiga rasen för industriproduktion, detaljhandel och export har börjat plana ut. Sammantaget **väntas BNP minska med 12 procent 2015** men minskningen dämpas tydligt under andra halvåret. **2016** stabiliseras aktiviteten i ekonomin och **BNP bedöms öka med 1 procent. 2017** accelererar tillväxten försiktigt till **2 procent**. Trots den kraftiga valutaförsvagningen ligger inte någon stark, exportledd återhämtning i korten då en kombination av faktorer motverkar valutaeffekterna. Problemen för den ryska ekonomin, svårigheter att säkra exportfinansiering och sönderslagen infrastruktur kommer att fortsätta slå mot exporten. Dessutom är globala efterfrågan på Ukrainas viktigaste exportvara stål (ca 28 procent av total export 2014) fortsatt nedpressad. Ingen återhämtning är i sikte och priserna kommer sannolikt att förbli nedpressade under lång tid framöver på grund av ökande kinesisk export.

I början av augusti fick Ukraina ytterligare en utbetalning av det fyra-åriga stödlån från IMF som godkändes i mars. I slutet av augusti nådde regeringen efter flera månaders förhandlingar en överenskommelse med långgivarna om en **skuldnedskrivning på 20 procent** på euroobligationer med ett nominellt värde motsvarande 18 miljarder dollar. Dessutom infördes ett **moratorium** i form av senareläggning av förfallodatumet för obligationerna med fyra år. I uppgörelsen ingår även garanterad kompensation till långgivarna om Ukrainas BNP-tillväxt överstiger 3 procent per år 2021 till 2040. Långgivarna ska formellt rösta igenom överenskommelsen om skuldnedskrivning innan utgången av oktober. Nedskrivningen innefattar inte den ryska obligation på 3 mdr USD som löper ut i december 2015 och det är oklart hur den ska hanteras. Ryssland har inte deltagit i förhandlingarna och kräver att lånet ska betalas tillbaka i sin helhet.

Även om uppgörelsen hamnade ganska långt från Ukrainas och IMF:s mål på 40 procent nedskrivning är det ändå ett tydligt **steg i rätt riktning**. Skuldnedskrivningen innebär visserligen bara en begränsad minskning av skulden i förhållande till BNP då de euroobligationer som omfattas endast motsvarar omkring en fjärdedel av den totala offentliga skulden. Moratoriet kombinerat med fortsatt finansiellt stöd från i första hand IMF ger dock visst andrum. **Fokus kan nu flyttas från akut skuldhantering till att försöka få fart på ekonomin och fortsätta reformarbetet.** För att på längre sikt få ned Ukrainas skuldsättning (strax under 100 procent av BNP) kommer det att krävas att BNP-tillväxten skjuter fart.

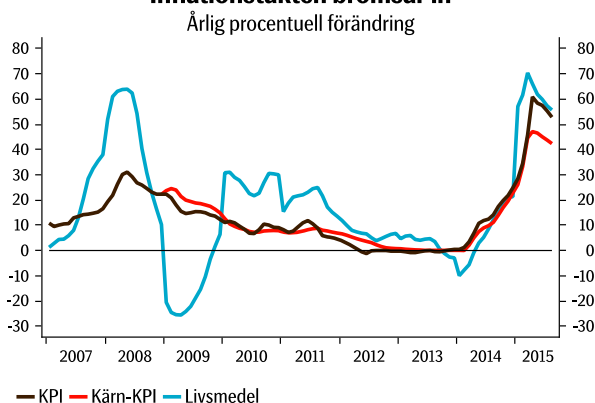
Liksom tidigare är hryvniens utveckling central för ekonomin. Valutan försvagades kraftigt under 2014 och början av 2015 drivet av konflikten i östra Ukraina och den överhängande risken för en betalningsinställelse. De senaste månaderna har dock växelkursen mot USD stabiliserats runt 21-22. **Stabiliseringen** är inte en ny jämviktsnivå utan **ett resultat av omfattande kapitalkontroller** som ska trappas av gradvis tills de tagits bort helt i mitten av 2016. Valutareserven har börjat öka igen tack vare IMF:s utbetalningar av stödlånet och bedöms enligt centralbanken stiga till motsvarande 3,5 månaders import vid slutet av 2015 (under 3 ses som en kritisk gräns). Reserverna är för små för att möjliggöra valutainterventioner och centralbanken är beroende av kapitalkontrollerna för att hålla växelkursen stabil. **Hryvnian väntas stå i 21,0 mot USD vid slutet av 2015 och i 20,0 respektive 18,0 vid slutet av 2016 och 2017.**

Valutareserven har börjat återhämta sig



Stabiliseringen av valutan får flera positiva effekter. Framför allt hjälper den till att få bukt med den mycket höga inflationen. Den kraftiga försvagningen av hryvnian kombinerat med gasprishöjningar drev 2014 och första halvan av 2015 upp inflationen. Inflationstakten nådde i april nästan 61 procent i årstakt men dämpas nu. Dämpningen väntas fortsätta men motverkas delvis av ytterligare en gasprishöjning i oktober. Mätt som helårsgenomsnitt hamnar **inflationen på 48,0 procent 2015 och 18,0 procent 2016. 2017 dämpas inflationen till 10,0 procent.**

Inflationstakten bromsar in



Stabiliseringen av hryvnian ger kombinerat med styrräntesänkningar från 30 procent i slutet av augusti till 22 procent viss lindring för **banksektorn** som hamnat **under mycket stark press**. Bankernas omfattande exponering mot lån i utländsk valuta som efter hryvniaförsvagningen motsvarar mer än hälften av totala lånestocken har fått kraftigt genomslag genom en snabbt ökande andel dåliga lån. Bankernas kapitalnivåer är mycket låga och de ansträngda statsfinanserna gör att resurserna för rekapitaliseringar är små. **Ett stort antal banker** har redan **likviderats** och sektorn går mot en konsolidering.

Regeringen har fått **beröm av IMF för reformarbetet** och flera viktiga reformsteg har tagits. En central reform är den kraftiga minskningen av gasprissubventionerna till hushåll och företag för att få ned budgetunderskottet. Andra reformexempel är en förstärkning av centralbankens oberoende, lönesänkningar i offentlig sektor och att reformer av pensionssystemet har inletts.

Trots att många reformer genomförts under svåra förhållanden växer otåligheten bland befolkningen. Speciellt angeläget är att få bukt med den omfattande korruptionen; organisationen *Transparency International* rankar Ukraina som det mest korrupta landet i Europa. Regeringen har etablerat en nationell anti-korruptionsmyndighet men det kommer att ta tid innan dess verksamhet får några tydliga positiva effekter. Dessutom slår flera av regeringens reformer direkt mot hushållen, inte minst de kraftiga gasprishöjningarna. Stödet för regeringen har försvagats rejält de senaste månaderna och risken är att det kommer att bli svårare att driva igenom reformer. **Förutom otålighet och missnöje med reformer ifrågasätts även ändringen av konstitutionen** som ska ge Donetsk- och Luhanskområdena utökad autonomi.

Det finns en tydlig risk för uppflymmande folkliga protester och temperaturen stiger inför de **lokalval** som ska genomföras **25 oktober** i år. I juli antogs en ny lag kring hur lokala val ska genomföras men lagen ger inget utrymme för val i **Donetsk- och Luhanskområdena** eftersom dessa territorier inte kontrolleras av Ukraina. Separatistledarna planerar i stället att genomföra **egna lokalval** i dessa områden den 18 oktober respektive 1 november trots att det strider mot Minsk 2.

Oavsett uppfyllande av Minsk 2 eller inte håller vi fast vid synen att **östra Ukraina** utvecklas till en **"frusen konflikt"** (se temaartikel) med omväxlande lugnare och mer oroliga perioder. Risken för upptrappade strider kommer att leva vidare. Ryssland har lyckats skaffa sig ett permanent inflytande över Ukraina och kommer att använda det för att försöka motverka integrationen med Väst. Ryskt inflytande blir sannolikt det pris Ukraina måste betala för att undvika att konflikten i de östra delarna utökas.

ESTLAND

	2010	2011	2012	2013	2014	2015(p)	2016(p)	2017(p)
BNP, %	2,5	7,6	5,2	1,6	2,9	1,9	2,7	3,4
Inflation, årsgenomsnitt, %	2,7	5,1	4,2	3,2	0,5	0,5	2,3	2,7
Arbetslöshet, %	16,7	12,3	10,0	8,6	7,4	6,5	6,8	7,2
Bytesbalans, % av BNP	1,7	1,4	-2,4	-0,4	-0,1	0,6	0,2	-0,6
Fin sparande, off sektor, % av BNP	0,2	1,2	-0,2	-0,2	0,6	-0,2	-0,1	0,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	6,5	6,0	9,7	10,1	10,6	10,3	9,9	9,6
3-månaders ränta, årets slut	1,10	1,40	0,20	0,30	0,10	0,00	0,00	0,10

LETTLAND

	2010	2011	2012	2013	2014	2015(p)	2016(p)	2017(p)
BNP, %	-2,9	5,0	4,8	4,2	2,4	2,4	2,7	3,5
Inflation, årsgenomsnitt, %	-1,2	4,2	2,3	0,0	0,7	0,4	1,7	2,3
Arbetslöshet, %	19,5	16,2	15,0	11,9	10,8	9,8	8,9	7,8
Bytesbalans, % av BNP	2,3	-2,8	-3,3	-2,3	-1,9	-1,7	-2,3	-2,7
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-8,2	-3,4	-0,8	-0,9	-1,4	-1,6	-1,2	-1,1
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	46,8	42,7	40,9	38,2	40,0	34,9	33,2	31,4
3-månaders ränta, årets slut	0,85	1,85	0,53	0,26	0,08	0,00	0,00	0,00

LITAUEN

	2010	2011	2012	2013	2014	2015(p)	2016(p)	2017(p)
BNP, %	1,7	6,1	3,9	3,2	3,0	1,8	2,8	3,2
Inflation, årsgenomsnitt, %	1,2	4,1	3,2	1,2	0,2	-0,7	0,3	1,2
Arbetslöshet, %	17,8	15,4	13,4	11,8	10,7	9,5	9,0	8,5
Bytesbalans, % av BNP	0,1	-3,7	-0,2	1,6	0,1	-4,0	-4,5	-4,5
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-6,9	-9,0	-3,2	-2,6	-0,7	-1,5	-0,5	0,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	36,2	37,2	39,8	38,8	40,9	42,0	38,0	40,0
3-månaders ränta, årets slut	1,50	1,66	0,68	0,41	0,18	-0,05	-0,05	-0,05
5-års ränta, årets slut	4,60	5,40	2,40	2,40	1,15	0,80	0,90	1,00

(p) = prognos

POLEN

	2010	2011	2012	2013	2014	2015(p)	2016(p)	2017(p)
BNP, %	3,7	4,8	1,8	1,7	3,4	3,4	3,6	3,8
Inflation, årsgenomsnitt, %	2,7	3,9	3,7	0,8	0,1	-0,8	1,2	2,0
Arbetslöshet, %	9,7	9,7	10,1	10,3	9,0	8,3	7,7	7,5
Bytesbalans, % av BNP	-5,1	-5,0	-3,8	-1,3	-1,4	-0,5	-2,0	-2,5
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-7,6	-4,9	-3,7	-4,0	-3,2	-2,9	-3,1	-3,1
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	53,6	54,8	54,4	55,7	50,1	50,5	52,0	53,0
EUR/PLN, årets slut	4,00	4,50	4,10	4,10	4,30	4,30	4,00	3,90
Styrränta, årets slut	3,75	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	2,00	3,00
5-års ränta, årets slut	5,52	5,34	3,21	3,78	2,10	2,40	3,00	3,50

RYSSLAND

	2010	2011	2012	2013	2014	2015(p)	2016(p)	2017(p)
BNP, %	4,5	4,3	3,4	1,3	0,6	-4,0	-1,0	1,5
Inflation, årsgenomsnitt, %	6,9	8,4	5,1	6,8	7,8	15,5	9,5	7,0
Arbetslöshet, %	7,3	6,5	5,5	5,5	5,2	5,6	5,7	5,5
Bytesbalans, % av BNP	4,4	5,1	3,5	1,6	3,2	4,8	4,0	3,6
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-3,4	1,5	0,4	-1,3	-1,2	-3,8	-2,8	-2,4
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	11,3	11,6	12,7	14,0	17,9	19,0	17,5	17,7
USD/RUB, årets slut	30,50	32,08	30,36	32,85	58,06	70,00	73,00	77,00

UKRAINA

	2010	2011	2012	2013	2014	2015(p)	2016(p)	2017(p)
BNP, %	4,2	5,4	0,4	0,0	-6,5	-12,0	1,0	2,0
Inflation, årsgenomsnitt, %	9,4	8,0	0,6	-0,3	12,1	48,0	18,0	10,0
Arbetslöshet, %	8,4	8,2	7,8	7,4	9,0	9,4	9,1	8,7
Bytesbalans, % av BNP	-2,2	-6,3	-8,1	-9,2	-4,0	-1,5	-1,3	-1,4
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-2,8	-4,3	-5,5	-6,6	-7,0	-4,4	-3,0	-2,8
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	40,6	36,8	37,5	40,7	71,2	98,0	96,0	90,0
USD/UAH, årets slut	7,97	8,00	8,05	8,23	15,77	21,00	20,00	18,00

(p) = prognos

Ekonomisk Analys tillgänglig på Internet

Eastern European Outlook finns också tillgänglig på Internet: www.sebgroup.com/se.

För att få tillgång till övrig ekonomisk analys och tradingrekommendationer för Merchant Bankings kunder gå in på www.seb.se/research.

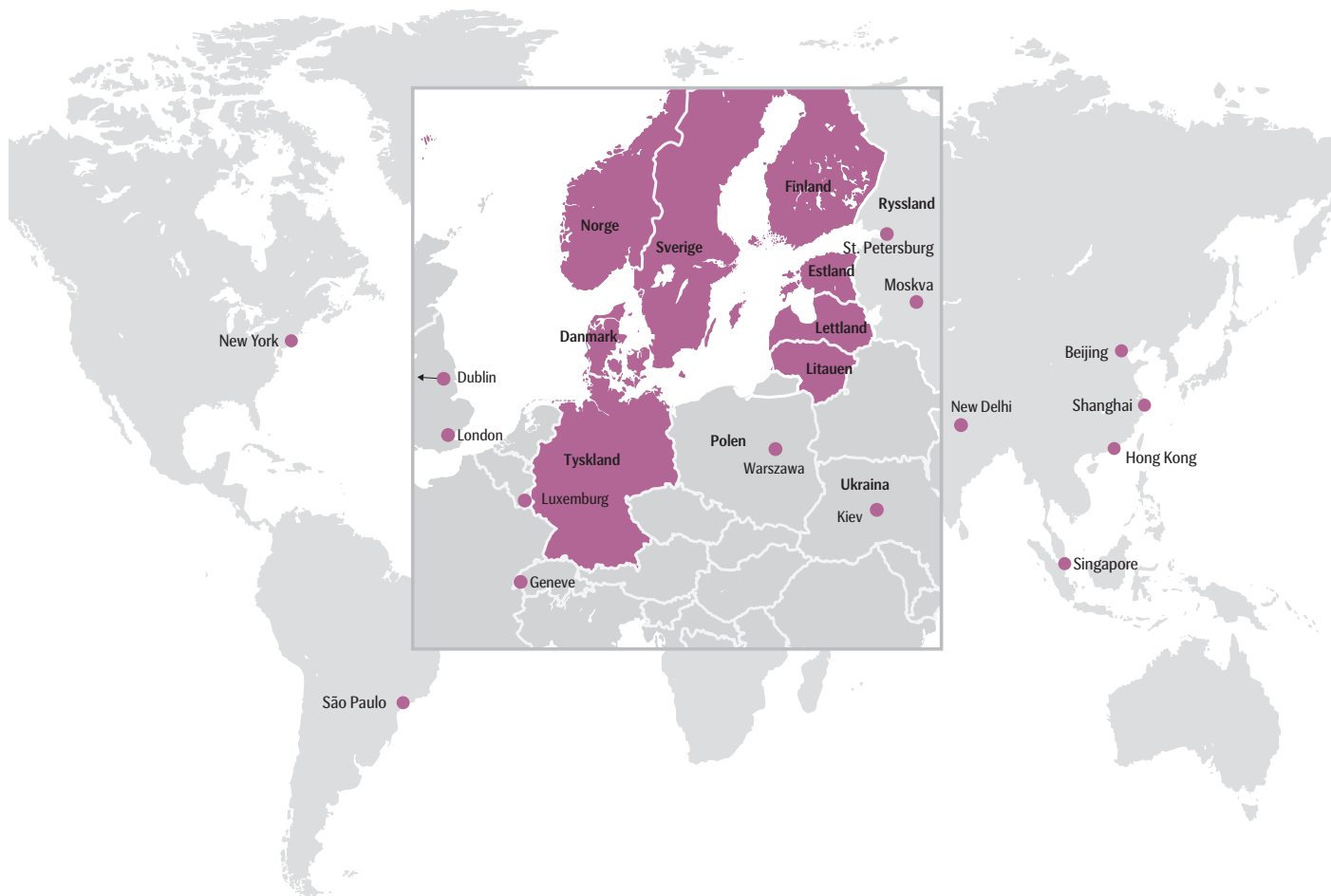
Här krävs ett lösenord som är exklusivt för dessa kunder.

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 svarar inte för förlust eller skada – direkt eller indirekt, eller av vad slag det vara må – som kan uppkomma till följd av användandet av denna rapport eller dess innehåll.

Materialet är avsett för mottagaren, all spridning, distribuering, mångfaldigande eller annan användning av denna rapport får inte ske utan SEB:s medgivande. Distributionen av detta dokument kan vidare vara begränsad enligt lag. Denna rapport får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.



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 2015 uppgick koncernens balansomslutning till 2 760 miljarder kronor och förvaltat kapital till 1 780 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.