



Eastern European Outlook

Djup recession - finansiell bräcklighet

SEB Ekonomisk Analys

Eastern European Outlook - April 2009

Eastern European Outlook utkommer två gånger per år. Denna rapport publicerades den 1 april 2009. Rapporten skrevs av Mikael Johansson (chefredaktör), Ruta Eier, Bo Enegren, Vilija Tauraitė, Nerijus Udrenas och Andris Vilks. Bidrag till texten har lämnats av Mats Olausson.

Robert Bergqvist, chefekonom robert.bergqvist@seb.se	+46 8 50623016
Håkan Frisé, chef för Ekonomisk Analys hakan.frisen@seb.se	7638067
Mattias Bruér, ekonom mattias.brueer@seb.se	8506
Susanne Eliasson, analytiker privatekonomi susanne.eliasson@seb.se	6588
Bo Enegren, ekonom bo.enegren@seb.se	8594
Ann Enshagen Lavebrink, ekonomassistent ann.lavebrink@seb.se	8077
Ingela Hemming, företagarekonom ingela.hemming@seb.se	8297
Mikael Johansson, ekonom, ansvarig Östeuropa mikael.johansson@seb.se	8093
Tomas Lindström, ekonom tomas.z.lindstrom@seb.se	8028
Gunilla Nyström, privatekonom gunilla.nystrom@seb.se	6581
Fax nr	+46 8 763 9300
SEB, Ekonomisk Analys, K A3, SE-106 40 STOCKHOLM	
Mats Olausson, chefsstrateg, Emerging Markets, TCM mats.olausson@seb.se	+46 8 50623262
Ruta Eier, ekonom, SEB ruta.eier@seb.ee	+372 6655578
Andris Vilks, chefekonom, SEB andris.vilks@seb.lv	+371 7215597
Dainis Gaspuitis, ekonom, SEB dainis.gaspuitis@seb.lv	+371 84479994
Gitanas Nausėda, chefekonom, SEB gitanas.nauseda@seb.lt	+370 5 2682517
Vilija Tauraitė, ekonom, SEB vilija.tauraitė@seb.lt	+370 5 2682521
Nerijus Udrenas, ekonom, SEB nerijus.udrenas@seb.lt	+370 5 2682508

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.

Östeuropa är den region som drabbas hårdast av den globala kreditåtstramningen och recessionen. Orsaken är att de senaste årens starka expansion i hög grad byggts på utländska lån. Därför blev också tillväxtomslaget häftigt när finansieringsvillkoren försämrades drastiskt.

Den ekonomiska nedgången fördjupas nu ytterligare. BNP faller under 2009 kraftigt i fyra av de sex länder i den östeuropeiska regionen som denna rapport täcker: Estland, Lettland, Litauen och Ukraina. I Polen och Ryssland blir nedgången mer moderat, tack vare relativt goda fundamenta. Först nästa år stabiliseras ekonomierna men BNP fortsätter att sjunka i Baltikum och Ukraina.

De på många håll stora bytesbalansunderskotten faller rejält i spåren av kollapsande import. Även inflationen sjunker kraftigt men ligger ännu på höga nivåer i Ryssland och Ukraina.

Stora ekonomiska obalanser i utgångsläget gör östländerna fortsatt sårbara när det gäller finansieringsbehov. Valutorna i Ryssland, Ukraina och Polen försvagas ytterligare något på kort sikt då vi räknar med nedjusteringar av tillväxtprognoser även för Östeuropa samt globalt sviktande riskapitet.

Ryssland går in i recession trots massiva ekonomisk-politiska stimulanser. De dubbla överskotten i budget och bytesbalans vänds till underskott.

I Baltikum fortsätter stålbadspolitiken. Det kan komma ytterligare budgetnedskärningar. Obalanserna i ekonomierna anpassas via sänkta löner och priser, s k interndevalvering. Vårt huvudscenari o är att de fasta växelkurserna håller. Vår bedömning är också att länderna får fortsatt uppslutning internationellt (IMF och EU) för sina fasta växelkurser. IMF väntas acceptera ett något större budgetunderskott i Lettland, som redan fått lånestöd, och i Litauen ökar behovet av stödpaket från IMF/EU. I Ukraina antas IMF-stödet återupptas. Den politiska utvecklingen i Ukraina blir fortsatt skakig och den finansiella systemrisken kvarstår.

Euro-frågan aktualiseras på nytt i Östeuropa. Estlands nya måldatum för euro-anslutning juli 2010 är inom räckhåll utifrån en ekonomisk bedömning men när allt kommer omkring är avgörandet politiskt, inom EU. Lettland väntas gå över till euron tidigast 2012. Litauen siktar på 2011-2012 men vi tror ej på inträde i Euro-zonen före 2013. När det gäller Polen är vår bedömning att regeringen är alltför optimistisk om euro-tidtabellen. Den tvingas på en svällande budgetunderskott skjuta upp euro-målet från 2012 till 2013. Dessutom senareläggs zlotyns inträde i ERM2 från första halvåret i år till tidigast i slutet av 2009.

Fördjupad recession

- Synkroniserad konjunkturedgång
- Häftigt tillväxtomslag i Östeuropa
- Importras förbättrar bytesbalanserna

De globala konjunkturutsikterna har förmörkats ytterligare på sistone. Utfallen för fjärde kvartalet i fjol har visat på överraskande stora BNP-fall på många håll. Det ger låga ingångsvärden när 2009 ska prognosticeras. Under vintern har också fortsatt drastiska nedgångar i industriproduktion och export signalerat att nedåtpressen fortgår.

Mot denna bakgrund har vi i dagarna justerat ned vår redan jämfört med konsensus mer pessimistiska prognos från Nordic Outlook i februari. Euro-zonens BNP för 2009 är exempelvis neddragen till minus 3,6 procent från minus 2,5 procent. Världs-BNP väntas falla med 1,5 procent i år, en fördubbling mot tidigare prognos. De gigantiska ekonomisk-politiska stimulansinsatserna, som fortsätter på vissa håll, förmår inte stoppa nedgången men bidrar till att produktionen stabiliseras i början av nästa år. Förväntningarna inför 2010 om beskedlig återhämtning med svagt positiva tillväxttal kvarstår.

Globala nyckeltal

BNP, årlig procentuell förändring

	2007	2008	2009	2010
USA	2,0	1,1	-3,4	0,7
Euro-zonen	2,7	0,7	-3,6	0,0
Östeuropa	7,4	4,5	-5,2	0,6
Världen	5,0	3,2	-1,5	1,4
Oljepris USD/fat	72,9	97,2	40,0	45,0
EUR/USD, dec	1,46	1,40	1,20	1,40

Källa: SEB

Grundskälet till vår försiktiga konjunktursyn är att anpassningar efter extrema skulduppbyggnader och finanskriser tar lång tid – historiska erfarenheter visar på flera år. Denna gång finns det stora anpassningsbehov av balansräkningar i främst hushålls- och finanssektorn i tunga ekonomier som USA och Storbritannien. Huspriserna antas också fortsätta nedåt där under 2009.

Med vår bild hamnar BNP-tillväxten tydligt under trend på de flesta håll i världen även nästa år. Det innebär att arbetslösheten fortsätter att stiga även under loppet av 2010, till i genomsnitt över 10 procent i såväl USA som Euro-zonen. Den svaga efterfrågan i kombination med stimulanspaketet kommer också att ge större budgetunderskott än vad som ligger i dagens förväntansbild.

Östeuropa är den region som drabbas hårdast av den globala kreditkrisen och recessionen. Ett tungt skäl är de senaste årens kreditexpansion i utländsk valuta. Fortsatt kreditåtstramning och fördyrade utlandslån i kölvattnet av valutadeprecieringar – som fortsätter ytterligare något – kommer i år att sätta tydligare negativa avtryck på investeringar och konsumtion.

Länder med stort utländskt refinansieringsbehov och stora bytesbalansunderskott är extra sårbara för stramare kreditförhållanden. Allra tydligast gäller detta Ukraina, Baltikum, Ungern och Balkan-regionen, även om lån från IMF, EU och enskilda EU-länder avsevärt underlättar lånebetalningar och stöttar banksystemen. Vår tro är att bytesbalansunderskotten generellt sett, med undantag av Ryssland, minskar mellan 2008 och 2010. Skälen är kraftigt fallande import och deprecierande valutor.

Övergripande kan man dela in den östeuropeiska regionen i tre riskklasser:

- **"Värstingarna"**. Baltikum, Ukraina, Ungern och Balkan. Kännetecken: Stora externa obalanser. Stort finansieringsbehov efter i vissa fall explosiv kreditutveckling. Relativt hög andel utländsk valuta i ländernas totala lån.
- **"De måttfulla"** i Centraleuropa. Polen, Slovakien och Tjeckien med hyggliga fundamenta. Måttliga externa obalanser. Snabb privat skuldsättning men beskedlig andel utländsk valuta i ländernas lån.
- **Ryssland**. Starka fundamenta i utgångsläget; dubbla överskott även under 2008. Snabb privat skulduppbyggnad men beskedlig andel utländsk valuta i Rysslands totala lån.

BNP i nio länder i regionen (denna rapport fokuserar på sex av dem) rasar med 5,2 procent i år och stiger något 2010. Detta innebär en markant omsvängning från en tillväxt på 7,4 resp 4,5 procent 2007-2008.

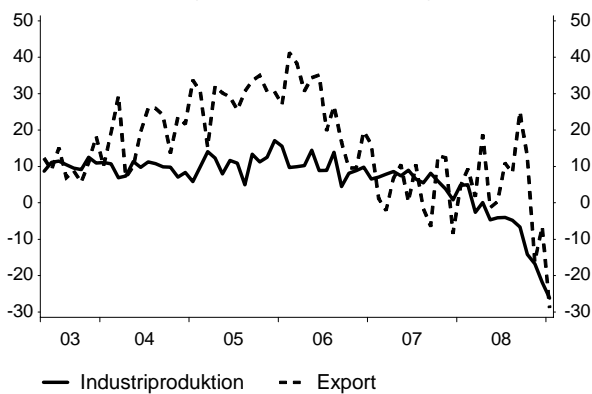
Exporten, som rasade i slutet av förra året, blir fortsatt svag, med Tysklands och Euro-zonens nedgång som extra sänke i Centraleuropa. Konkurrensfördelar från valutadeprecieringar dröjer då den internationella efterfrågan är anemisk men bör ge visst tillväxt- och bytesbalansstöd 2010. Energiprisfallet och lugnare matpriser är stötdämpare för många hushåll i öst där denna konsumtion väger klart tyngre än i väst. Inflationstrycket klingar snabbt av även av svag efterfrågan. Vår tro är att oljepriset och andra råvarupriser stiger svagt som genomsnitt under prognosperioden.

Eurokrav inom räckhåll – politiken avgör

- Djup och långvarig recession
- Inhemsk efterfrågan minskar snabbt
- Deflationistisk anpassning

Estland har gradvis glidit in i en djup recession som kommer att bestå länge. Huvudkrafterna bakom den negativa tillväxten är minskad inhemsk efterfrågan och sedan slutet av 2008 en mycket skarp nedgång i utländsk efterfrågan. Den nedåtgående spiralen har förstärkts av stramare monetära förhållanden, en kreditåtstramning och växande osäkerhet. Dessa faktorer fortsätter att dominera under resten av året. Vi räknar med att BNP krymper med 12 procent 2009 och med 2,3 procent 2010.

Estland: Industriproduktion och export
Årlig procentuell förändring



Anpassningsprocessen är nu klart märkbar, och ekonomin uppvisar flexibilitet. Obalanser som hade ackumulerats under boomen har snabbt gått tillbaka. Bytesbalansunderskottet har kommit ned till hållbara nivåer och täcks av inflödet av EU-strukturfonder. Det sker en deflationistisk anpassning i ekonomin – en utveckling som stöds av både företag och regeringen. Estlands konkurrenskraft, som har urgröpts de senaste åren, måste sannolikt återställas via sänkta priser.

För att reducera priser måste företag också sänka löner. Många har också gjort så, särskilt i byggsektorn men också andra branscher, med 10-30 procent. Minskade löner är ett mer lämpligt sätt att anpassa sig än devalvering av valutan, då det möjliggör korrigerande av obalanser i lönestrukturen. Risken för devalvering har minskat något men oroar fortfarande en del utländska investerare. Samtidigt är förtroendet för kronen mycket stark inom landet. Vårt huvudscenari är fortfarande att det inte blir någon devalvering av valutan utan i stället en sk interndevalvering. Under 2006 fick utbildade byggnadsarbetare mer betalt än många universitetsutbildade i andra sektorer. I dag är det uppenbart att lönesänkningarna i byggsektorn

kommer att vara bland de största och komma tidigast, medan lärare och vårdpersonal fortfarande får löneökningar.

Då produktivitet och lönetillväxt skiljde sig åt under åtminstone tre år kan anpassningsperioden i lönerna också förväntas bli ganska långvarig. Hittills har produktiviteten gått ned rejält på grund av volymnedgången, medan anpassningen på arbetsmarknaden har släpat efter. Negativ lönetillväxt är en väg att korrigera obalanserna. Kostnadsnedskärningar i företag kommer att ske både via personalneddragningar och lönesänkningar; inverkan från var och en av metoderna blir därmed mindre hård än annars.

De mest djupgående avvikelserna mellan produktivitet och lönehöjningar ägde rum i byggsektor, jordbruk, detaljhandel, transport och tillverkningsindustri. Den senare är den enda sektor som har lyckats bringa bättre balans mellan de två. I de andra fyra sektorerna har lönesänkningarna varit för långsamma och produktiviteten rasar fortfarande. Efter massiva personalneddragningar kommer produktiviteten vid en viss tidpunkt att börja öka igen och löneökningar kommer att släpa efter en del. Vi räknar med att lönerna i genomsnitt faller med 7-9 procent 2009, följt av nolltillväxt 2010. I några av de ovan nämnda sektorerna blir nedgången sannolikt mer markant, medan lönehöjningarna kan komma att fortgå i offentlig sektor vilket begränsar den totala nedgången. Fallet i privata sektorns löner kommer efter en tid att utlösa anpassningar även i den offentliga sektorn.

Den offentliga sektorn bidrar också till den deflationistiska utvecklingen. Myndigheterna övergav en tidigare planerad höjning av priset på uppvärmning och sänkte i stället priserna i början av 2009. Det öppnade dörren för en snabb nedgång i inflation, som sannolikt slår om i deflation under andra halvan av året. Sjunkande internationella priser och lönesänkningar förstärker deflationistiska tendenser och nedgången i konsumtion. Vi spår en inflation på i genomsnitt 0,7 procent för innevarande år och 1,5 procent 2010.

Nytt euro-mål

Premiärminister Andrus Ansip har under de senaste månaderna deklarerat ett nytt måldatum för euroanslutning: juli 2010. Regeringen understödjer den deflationistiska anpassningen då denna så tidigt som i slutet av 2009 kan hjälpa Estland att uppfylla Maastrichts inflationskrav för deltagande i Euro-zonen; enligt detta får inflationen vara högst 1,5 procentenheter över genomsnittet för de tre EU-länderna med lägst inflation. Regeringen planerar att begära en extra utvärdering av EU sent i år då det kan vara möjligt för landet att leva upp till alla Maastrichtkriterierna. Men EU-företrädare svarade i mitten av mars att euroanslutning 2011 skulle vara mer realistiskt.

Regeringen bedömer ett medlemskap i Euro-zonen som centralt i ansträngningarna att lindra den nuvarande recessionen, då detta i betydande grad skulle minska valutarelaterade osäkerheter. Men Estlands återhämtning kommer också att vara beroende av hur snabbt ekonomin kan återställa sin konkurrenskraft. Anpassningar i ekonomin, framtvängade produktivhetsförbättringar och potentiell euroanslutning skulle sätta landet i en mycket gynnsam position när den globala ekonomin repar sig.

Regeringen måste hålla ett noga övervakande öga på budgetutgifterna för att kunna uppfylla Maastrichtkravet om ett budgetunderskott som inte får överstiga 3 procent av BNP. Samtidigt har skatteinkomsterna kollapsat till följd av recessionen. Betydande nedskärningar i 2009-budgeten har redan genomförts, vilka minskar underskottet med EEK 8 mdr. Men fler nedskärningar kan bli nödvändiga. Det kommer att bli mycket svårt att hålla budgetunderskottet under 3 procent av BNP, men tekniskt är det möjligt att klara kriteriet om EU:s bedömning inträffar i slutet av 2009. Budgetunderskottet som hamnar under lupp blir då det för 2008 vilket hamnade på 3 procent. Om utvärderingen äger rum våren 2010, blir det underskottet för 2009 som ska synas. I detta fall skulle konverteringen till euro ske i januari 2011. Om det blir nödvändigt kommer regeringen att genomdriva ytterligare budgetnedskärningar under andra halvan av 2009.

Euro-strategin kan komma att ändras om nedgången visar sig bli mycket brantare än regeringen räknat med. I detta läge skulle de nödvändiga budgetnedskärningarna bli för stora och smärtsamma. Så, om Estland inte skulle bli accepterad som euromedlem juli 2010, kommer regeringen troligen att senarelägga målet till 2012.

Regeringens främsta stimulansåtgärd har varit att låna 550 miljoner euro från Europeiska Investeringsbanken (EIB) i syfte att samfinansiera EU-projekt. Den planerar också garantipaket för små och medelstora exportföretag.

Konsumenter sparar

Stramare monetära förhållanden hämmar nya krediter vilket i sin tur håller tillbaka både investeringar och konsumtion. Räntor på nybeviljade lån är högre. Men för befintliga lån, som främst är i euro, har det skarpa fallet i eurröräntor i betydande grad lättat på många konsumenters skuldbörda. Trots detta är det troligt att ett högre hushållssparande dämpar privat konsumtion ännu mer. Till följd av växande osäkerhet bland konsumenterna är de alltmer angelägna att spara.

Under den senaste ekonomiska boomen upprätthölls konsumtionen till stor del av ökad skuldsättning. I dag är processen den omvända. Hushåll försöker att åstad-

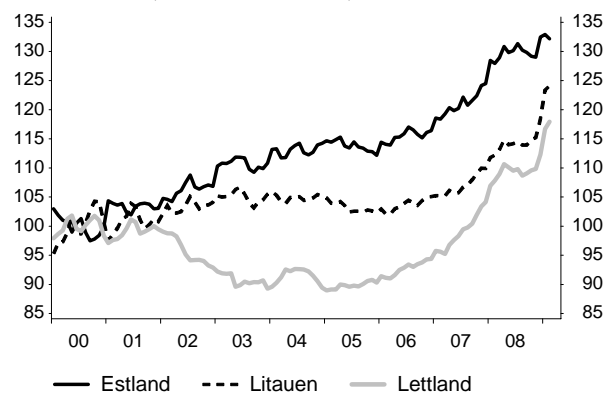
komma sundare balansräkningar, vilket snabbar på nedgången i konsumtion. Hushållens genomsnittliga inkomster faller sannolikt på grund av lönesänkningar, även om pensioner ökar och andra transfereringar förblir stabila. Reallönerna föll redan under det fjärde kvartalet 2008 och förväntas fortsätta att falla. Arbetslösheten har ökat snabbt sedan andra halvan av 2008 och uppgår till i genomsnitt 12 procent 2009. Detaljhandelns omsättning minskar med 10,5 procent i år men stabiliseras nästa år.

Investeringar föll med 24 procent i årstakt under fjärde kvartalet 2008. Vi räknar med att de fortsätter att falla markant då investeringar normalt sett är bland de mesta volatila komponenterna i konjunkturen. Nedgången i investeringarna förstärks av den globala kreditåtstramningen och processen med avveckling av skulder.

Det var ett dramatiskt fall i exporten i slutet av 2008 och början av 2009. Nedgången i utländsk efterfrågan inträffade plötsligt. Industriproduktionen sjönk med 26 procent i januari, medan varuexporten föll med 28 procent. Tjänsteexport har varit mer motståndskraftig. Den nuvarande exportnedgången beror främst på minskad efterfrågan, och inte så mycket på pris- och konkurrenskraftfrågor. Den reala växelkursen har förstärkts ytterligare i spåren av stora deprecieringar i några av Estlands exportmarknader. Vi förutspår att exporten går ned med mer än 20 procent 2009. Ändå väntas bytesbalansunderskottet krympa till 3-4 procent av BNP i år.

Reala effektiva växelkurser

52 länder, index 100 = 2000, t o m februari 2009



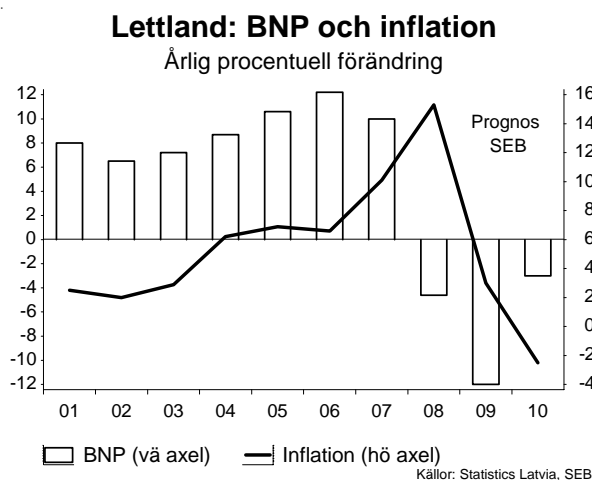
Källa: BIS

Fastighetsmarknaden når månad för månad nya botten, både i form av omsättning och priser. I början av 2009 hade genomsnittspriset på en lägenhet gått ned med 40 procent jämfört med toppen det andra kvartalet 2007. Vi räknar med ytterligare prisnedgångar på cirka 15-20 procent, möjligen kan detta pågå ytterligare några år.

Krisen raderar ut obalanser

- Djup recession
- Fler åtstramningar kommer
- IMF accepterar större underskott

Den globala finansiella och ekonomiska krisen har underblåst en kraftig korrektion och nedgång i Lettlands ekonomi. BNP, export och utlåning minskar och arbetslösheten stiger kraftigt. I år faller BNP med 12 procent och nästa år med ytterligare 3 procent, samtidigt som ekonomin snabbt rör sig mot deflation.



I december 2008 såg Lettland sig tvunget att ansöka om ett lån på 7,5 miljarder euro från IMF, EU och andra långgivare för att stabilisera det makroekonomiska läget, täcka budgetunderskottet och stabilisera banksystemet. Som motprestation förband sig landet att genomföra olika anpassningsåtgärder. Fokus ligger i första hand på ett åtstramningsprogram via nedskärningar i offentliga utgifter med syfte att åstadkomma en interndevalvering. Landet kommer att behålla sin fasta kurs mot euron. Trots återkommande rykten om en eventuell devalvering av lats, är myndigheterna fast övertygade om att detta inte vore det rätta sättet att förbättra Lettlands exportpotential. Den globala nedgången har försämrat den externa efterfrågan kraftigt och exporten faller i stort sett i alla länder.

Den tyngsta bördan för budgeten var regeringens beslut att ta över den krisdrabbade Parex bank förra hösten. Lettlands näst största bank drabbades av en plötslig dränering på kapital och var tvungen att söka stöd för att undvika insolvens. För att stödja banken bestämde regeringen att ta över en kontrollpost i banken. Parex betalar tillbaka till sina internationella syndikerade långgivare genom amorteringar över en tvåårsperiod. Staten avser att sälja banken vid en senare tidpunkt men den europeiska utvecklingsbanken, EBRD, har sagt sig vara villigt att investera 100 miljoner euro i Parex, med syftet att förvärva 25 procentens ägarandel plus en aktie.

Minskade intäkter har drivit upp det prognosticerade budgetunderskottet till nästan 10 procent av BNP, vilket snabbt ökar risken för att staten snart står utan pengar om inte ytterligare utgiftsnedskärningar genomförs. Den IMF-ledda räddningsplanen stipulerar att budgetunderskottet inte får överstiga 5 procent av BNP 2009. Den nya regeringen under ledning av premiärminister Valdis Dombrovskis vill att budgettaket höjs till 7 procent, som en följd av det försämrade läget både i Lettland och globalt. IMF har gett regeringen resit till juni att presentera en ny budgetplan för parlamentet. Vår bedömning är att IMF kommer att gå med på ett underskott på 6-7 procent. Regeringen behöver få igenom budgetnedskärningar och få tillåtelse av alla utländska långivare att öka budgetunderskottet annars löper man risken att tvingas att ställa in betalningarna. I februari förbättrades den finansiella stabiliteten av en injektion på 1 miljard euro från EU-kommissionen. Närmare en tredjedel av de löpande utgifterna finansieras nu med av utländska lån.

Innan Ivars Godmanis regering avgick i slutet av februari lade den fram en plan med utgiftsnedskärningar på upp till 20 procent, men givet att ekonomin försämras snabbare än väntat kommer den nya regeringen genomföra ännu större nedskärningar. Dessa skulle kunna inkludera åtminstone ytterligare 15-20 procent nedskärningar av lönerna i offentlig sektor och lägre sociala utgifter, pensioner undantaget. Dessa åtgärder är inte populära och det framförs allmänt spridda krav på en fundamental omstrukturering av statsförvaltningen. Lettland planeras ta emot nästa utbetalning av sitt internationella lån i april och en större summa i juli. Även om Lettland har lidit skada av en lägre rating på statsskulden och minskat förtroende hos investerare, innebär överenskommelserna med IMF och EU att landet starkt har förbundit sig att omstrukturera ekonomin och statsförvaltningen, vilket på sikt pekar mot en återhämtning i ekonomin.

Samtidig dubbel chock

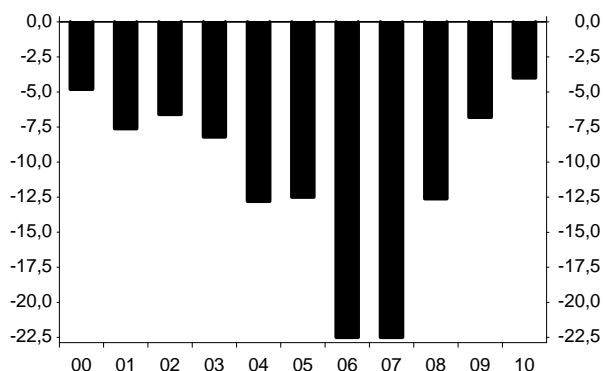
Lettlands ekonomi möter en dubbel chock, inhemskt såväl som internationellt genererad. Den överhettade fastighetsmarknaden började bromsa in i början av 2008 och utvecklades till en kollaps när den globala tillväxten bromsade in plötsligt. Inhemsk efterfrågan och industrin befinner sig i kraftig nedgång.

Under fjärde kvartalet 2008 rasade BNP med 10,3 procent i årstakt. Helåret 2008 föll BNP med 4,6 procent. Industriproduktionen minskade med 8 procent 2008 och kommer att falla med ytterligare 15 procent i år till 2004/2005 års nivå. Efter flera år av kraftig tillväxt i detaljhandeln faller nu försäljningen ned i nivå med köpkraftsutvecklingen. I januari föll detaljhandelsförsäljningen med 20 procent.

För första gången sedan 2000 visade bytesbalansen överskott i januari. Exporten föll med 25,3 procent och importen med 36,1 procent. Fallet i exporten förklaras både av lägre volymer och lägre priser. Under 2008 minskade importen av konsumtionsvaror med 1 procent och importen av investeringsvaror med 22 procent. Vi räknar med att fallet i importen kommer att bli större än nedgången i exporten under 2009. Förra året uppgick bytesbalansunderskottet till 13,2 procent av BNP men i år beräknas det krympa till 6,8 procent.

Lettland: Bytesbalans

Procent av BNP



Källa: Bank of Latvia

Arbetslösheten stiger kraftigt och kommer troligen att öka till 15 procent 2009 och sedan falla tillbaka till 13 procent 2010. Regeringen planerar att utöka arbetslöshetsunderstödet från nuvarande sex månader till nio månader, vilket innebär ytterligare finansieringsbehov. Tidigare års stora utflöden av arbetskraft till andra EU-länder har nästan upphört helt. Den nominella löneökningstakten fortsatte att bromsa in under 2008, till 12 procent i årstakt fjärde kvartalet, jämfört med 20-30 procent under perioden 2006-2008. Vi räknar med en kraftig nedgång i ersättningar i både privat och offentlig sektor och negativ reallönetillväxt de närmaste två åren. De faktiska lönesänkningarna kommer att vara större än de som redovisas i den officiella statistiken eftersom den sistnämnda också innefattar avgångsvederlag.

Deflationen närmar sig

Inflationen har utvecklats i linje med vår prognos. I maj 2008 kulminerade inflationen på nära 18 procent men föll därefter stadigt tillbaka. I januari 2009 var årstakten tillbaka på ensiffrig nivå. KPI-inflationen i januari drogs upp av höjd moms och andra höjningar av indirekta skatter som genomfördes för att hejda uppgången i budgetunderskottet, men drogs samtidigt ned av brant fallande efterfrågan och lägre priser på livsmedel och hushållstjänster. Den fallande efterfrågan kommer troligen att medföra ytterligare nedgång i inflationen. De närmaste månaderna kan prisnivån mycket väl komma att falla. Trots enstaka månader av

deflation räknar vi med att den genomsnittliga inflationen kommer att förbli positiv under 2009, eller 3 procent. Nästa år är dock prognosen att priserna faller med 2,5 procent.

Lettland drabbas nu av konsekvenserna av alltför snabb tillväxt och oansvarig finanspolitik, inklusive oförmågan att bygga upp reserver för sämre tider. Förra året översteg budgetunderskottet 3 procent av BNP och därmed klarade inte Lettland Maastrichtkriteriet för euroanslutning. Om regeringen uppnådde Maastrichtkraven skulle ett eurointräde avsevärt förbättra den ekonomiska stabiliteten och underlätta en ekonomisk återhämtning. Detta är också det viktigaste målet i räddningsplanen från IMF/EU. Alla framtida finanspolitiska beslut måste beakta eurofrågan. Tidpunkten för en övergång till euron kommer i hög grad att bero på regeringens förmåga att förbättra de offentliga finanserna för att uppfylla budgetkravet enligt Maastricht i tid för ett inträde 2012. Sett till inflationskriteriet skulle Lettland kunna klara ett eurointräde redan 2011.

Bredare stöd i parlamentet

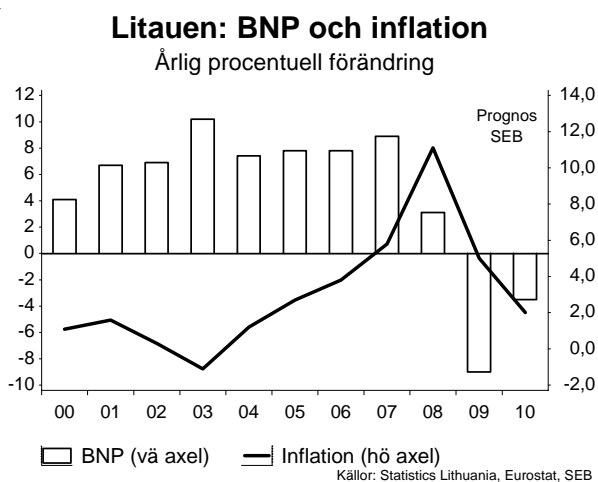
I februari avgick Ivars Godmanis fyrtipartiregering efter att två partier lämnat koalitionen. President Valdis Zatlers gav Valdis Dombrovskis, partiledaren för oppositionspartiet New Era, i uppdrag att bilda en ny regering så fort som möjligt, för att inte landet skulle stå utan en fungerande regering i ett för landet extremt känsligt läge. Dombrovskis bildade en regering från partierna i den gamla fyrtipartikoalitionen, samt från New Era och en mindre center/högergrupp. Den nya regeringen kontrollerar 64 procent av parlamentet mot drygt 50 procent för den förra regeringen. Den viktigaste uppgiften för den nya regeringen är att säkerställa politisk stabilitet, att förbereda en ny budget, samt att genomföra de åtgärder man kommit överens om med IMF och andra långgivare. Detta kommer att kräva impopulära beslut och innebär att vi kan förvänta oss ökat missnöje med regeringen bland olika grupper i samhället.

Flexibiliteten testas

- Nedgången accelererar
- Lönerna sänks
- Inflationen faller

Även Litauen har drabbats hårt av den globala krisen och flexibiliteten i ekonomin sätts nu på prov. BNP växte med 3,1 procent under 2008 men minskade fjärde kvartalet med 2 procent i årstakt. Nedgången i BNP kommer att accelerera under 2009 när krympande intern och extern efterfrågan håller tillbaka konsumtion och export. Den positiva sidan av myntet är att ett kraftigt fall i importen kommer att leda till en tydlig nedgång i bytesbalansunderskottet. Under 2009 kommer nedåtpressen främst manifesteras i inhemska orienterade branscher som bygg, handel och transport, men även exporten kommer att drabbas hårt när efterfrågan kollapsar och valutorna deprecierar på viktiga marknader som Ryssland, Polen, Vitryssland och Ukraina. Litauen står inför en djup recession. BNP faller med 9 procent 2009 och ytterligare 3,5 procent 2010.

I och med att nedgången i skatteinkomster och inbromsningen i ekonomin kommit mycket abrupt, medan däremot utgiftsminskningar och stimulansåtgärder slår igenom långsammare, kommer behovet av stödpaket från IMF/EU att öka.



Flera faktorer bidrog till att inhemska efterfrågan rasade i början av 2009. Momssatsen höjdes från 18 till 19 procent och de flesta nedsättningar av momsens återkallades. Dessutom höjdes punktskatter på alkohol och tobak. Kraftigt stigande arbetslöshet, stramare kreditvillkor och höjda taxor bidrog också. Under 2008 ökade detaljhandeln med 4,1 procent i genomsnitt men läget försämrades under fjärde kvartalet då försäljningen föll med 8,4 procent i årstakt. Minskad omsättning på fastighetsmarknaden och stagnerande byggande har lett till en nedgång i produktion och

försäljning av byggnadsmaterial, möbler och vitvaror. Fallande fastighetspriser underblåsar förväntningar om fortsatta nedgångar. I följande föll bostadspriserna med cirka 20 procent. Huspriserna kan komma att falla med ytterligare 20 procent i år. Industriproduktionen steg med 2,7 procent 2008, men räknat exklusive raffinerade oljeprodukter sjönk den med 5 procent.

Under 2008 steg exporten med 28,4 procent, men i januari 2009 noterades ett fall på 15 procent i årstakt. Importen föll med 41 procent vilket innebar att praktiskt taget hela handelsunderskottet för månaden raderades ut. Eftersom större exportörer, som producenter av raffinerad olja och konstgödsel, har en diversifierad kundbas kan nedgången i exporten begränsas till 15-20 procent under 2009. Ett minskande handelsunderskott kommer att leda till en krympning av bytesbalansunderskottet från 11,6 procent av BNP 2008 till 6,5 procent 2009. Detta kommer att innebära en gynnsam påverkan på räntorna i lokal valuta. Farhågor för en devalvering av litas har minskat sedan politiker och centralbank har tillbakaviserat en sådan åtgärd, samtidigt som exportörer har uttryckt sitt stöd för det rådande sedelfonds-systemet. Den senaste statistiken har bekräftat lönebildningens flexibilitet och det snabbt minskade handelsunderskottet, i kombination med regeringens planer på lönesänkningar och utgiftsminskningar i offentlig sektor, indikerar också att pressen på valutorna kommer att klinga av.

Medan hushåll och företag har anpassat sig till snabbt förändrade villkor är möjligheterna för den nya centerhöger regeringen under ledning av premiärminister Andrius Kubilius begränsade att agera snabbt och lämpligt. Den nya regeringen genomförde snabbt en skattereform och ett åtstramningspaket för 2009 som godkändes av parlamentet. Förhoppningar om att ökade indirekta skatter skulle stärka statens intäkter, medan lägre inkomstskatter skulle hjälpa hushåll och företag att anpassa sig, grusades när budgetstatistiken för januari och februari kom.

Skatteintäkterna under dessa månader blev 13,8 procent lägre än regeringens prognoser. För 2008 missade regeringen sitt intäktsmål med 3,6 procent och budgetunderskottet uppgick preliminärt till 2,9 procent av BNP. Fallande inhemska efterfrågan och en kraftig uppgång i arbetslösheten hämmar intäkterna från moms och energiskatter. Företagens vinster minskar också och höjningarna av bolagsskatten från 15 till 20 procent och utdelningsskatten från 15 till 26 kommer att öka incitamenten att undandra sig dessa skatter och därmed minska skatteintäkterna ytterligare.

Regeringen har förberett en ny plan för att få ned utgifterna genom att dra ned investeringar och lönekostnader med 10-15 procent. Den hoppas också kunna sälja ut statlig egendom, såsom en 10-procentig

ägarandel i oljeraffineriet Mazeikiu Nafta. Icke desto mindre höjer vi vår prognos för offentliga underskottet till 4,5 procent av BNP i år och 5 procent, 2010.

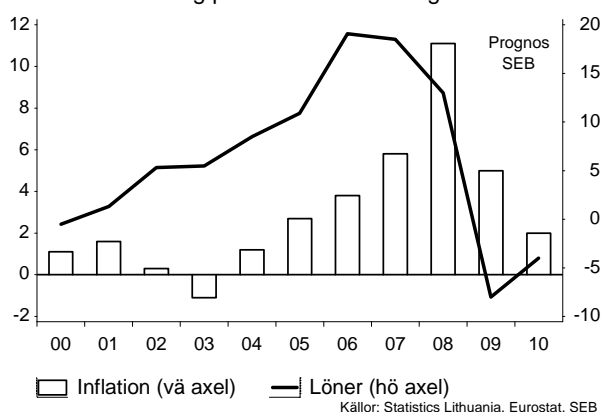
I syfte att stimulera näringslivet har regeringen förberett ett utgiftspaket som uppgår till 4 procent av BNP och som framför allt riktar sig till byggsektorn (energibesparingsåtgärder i bostäder från Sovjettiden), exportörer och medelstora företag. Finansieringen ska komma från omallokering av medel från EU:s strukturfonder och via lån från Europeiska Investeringsbanken och privata banker.

Fallande löner

Både nominella och reala löner kommer att falla under 2009. Fjärde kvartalet 2008 var den genomsnittliga löneökningstakten fortfarande 13 procent i årstakt. Lönebildningen inom den privata sektorn i Litauen är bland de mest flexibla i EU, enligt ECB:s forskning. För att minska lönetrycket använder sig företagen av en rad olika åtgärder – som t ex sänkta bonusar, lägre förmåner, ändrade arbetsformer, lägre ersättning vid befodringar och genom att ersätta arbetskraft som försvinner med lägre betald arbetskraft. Litauens fragmentiserade fackföreningsrörelse, undantaget den offentliga sektorn, är inte i den positionen att man kan stå emot dessa åtgärder. Vi räknar därför med att de nominella lönerna minskar med 8 procent 2009 och med ytterligare 4 procent 2010.

Litauen: Inflation och löner

Årlig procentuell förändring



Den genomsnittliga HIKP-inflationen uppgick till 11,1 procent 2008, men kommer att falla till 5 procent 2009 och 2 procent 2010. Trots nedgången i köpkraft 2009 kommer priserna på varor och tjänster i konsumentledet att stiga på grund av höjningar av taxor och indirekta skatter.

Ny lagstiftning kommer om den antas medge mer frekventa prisförändringar på energi. Därmed skulle energipriserna kunna sänkas i höst givet nedgången i internationella priser. Nästa år, efter stängningen av kärnkraftverket Ignalina blir Litauen tvunget att öka

sin energiimport (i första hand från Ryssland), vilket kommer att bidra till en höjning av elpriserna med 10-15 procent. Ökningen blir mindre än tidigare beräknat beroende på lägre gaspriser och kommer därmed att ge ett relativt marginellt bidrag till kostnadsinflationen, men kommer ändå att skada konkurrenskraften för litauisk industri.

Lägre kredittillväxt

Under 2008 ökade bankernas tillgångar med 10,9 procent och låneportföljerna med 18,9 procent jämfört med 2007. Detta var den långsammaste tillväxten på flera år. Inlåning i inhemska banker föll med 4,7 procent.

Försämrad framtidstro, stramare kreditvillkor och förväntningar om fortsatt korrektion på fastighetsmarknaden kommer att minska aptiten på nya lån. Lägre efterfrågan på lån och ökade nedskrivningar av dåliga lån kommer att minska låneportföljen för banksektorn med 4 procent 2009 för att därefter ligga kvar på oförändrad nivå 2010. Nya lån som kommer att användas för att delfinansiera EU-projekt, speciellt inom infrastruktur och energi, kommer att utgöra en viss motvikt mot nedgången i andra sektorer. Därmed kommer gapet mellan utlåning och inlåning att försvinnas vilket temporärt kommer att minska behovet av ytterligare likviditet från utländska moderbanker.

Stöd för tidig euroanslutning

Det politiska stödet för euroanslutning i Litauen ökar, vilket understryker det faktum att i länder med starka offentliga finanser och en flexibel struktur kommer den starkare finansiella och handelsmässiga integrationen som ett euromedlemskap innebär att påskynda real konvergens och underlätta att komma igenom den nuvarande ekonomiska krisen. Medan regeringen hoppas att landet ska vara redo för en anslutning 2011 eller 2012, räknar vi med att budgetunderskottet kommer att utgöra ett hinder för inträde före 2013.

Undgår ej recession

- Moderata obalanser
- Räntan sänks mer – zlotyn bräcklig
- Euro-målet senareläggs till 2013

Polens ekonomi bromsar in tydligt men klarar tack vare relativt goda fundamenta de internationella påfrestningarna bättre än många andra östländer. BNP-tillväxten faller från fjolårets 4,8 procent till minus 2,5 procent i år. Global recession samt kreditåtstramning leder till sjunkande export och investeringar. Privat konsumtion fortsätter att stötta ekonomin men ökningstakten mattas rejält. Nästa år sker en viss återhämtning på alla fronter och BNP ökar då med 1,0 procent. Den stora deprecieringen av zlotyn ger över tiden näring åt exporten.

Flera faktorer talar för att konjunktunedgången i Polen blir mildare än på de flesta andra håll i Central- och Östeuropa:

- Bytesbalansunderskottet är måttligt. Det uppgick till 5,3 procent av BNP 2008 och väntas i spåren av importfall och valutaförsvagning gradvis sjunka till 3,5 procent nästa år. Det kan t ex jämföras med underskott i Ungern på 7 procent, Baltikums ca 9-13 och Rumänien och Bulgariens ca 15-20 procent. Polen befinner sig sålunda inte i lika känsligt utgångsläge för finansiering när utländska direktinvesteringar i regionen viker.
- Andelen lån i utländsk valuta är måttlig, även om också polska hushåll och företag ökat sina utlandslån snabbt de allra senaste åren. Notabelt är att ca 60-70 procent av bostadslånen är i utländsk valuta, i främst schweizerfranc, och där innebär Schweiz medvetna ”devalveringspolitik” på sistone en lättnad för valutapressade hushåll. Andelen valutalån av Polens totala lån är dock lägre, ca 30 procent. Det är i paritet med Ryssland och kan jämföras med över 50 procent i Ukraina, Bulgarien och Rumänien, 60-70 procent i Ungern och Litauen samt så mycket som 80-90 procent i Estland och Lettland. Tjeckien och Slovakien noterar beskedliga 15-20 procents utlandslån. Sammantaget är Polen inte lika utsatt för de valutadeprecieringar som svept fram över Central- och Östeuropa.
- Ekonomin är mindre öppen än i grannländerna. Exporten utgör ungefär 40 procent av BNP. Det är lågt jämfört med andra östländer. Exempelvis noterar Tjeckien och Ungern 60-70 procent.

Polen är dock känsligt för kreditåtstramning och utträngningseffekter på lån (crowding out). Den korta utlandsskulden är större än valutareserven. Därför kommer polska banker och företag inte att fullt ut kunna förlänga sina utlandslån vid förfall. Detta hämmar investeringar och konsumtion.

Fortsatt avmattning

Inbromsningen har också hittills haft karaktären av mjuklandning. BNP-tillväxten mätt i årstakt dämpades från 4,8 procent till 3 procent mellan tredje och fjärde kvartalet i fjol – i kontrast till häftiga BNP-nedgångar i många andra länder i världen.

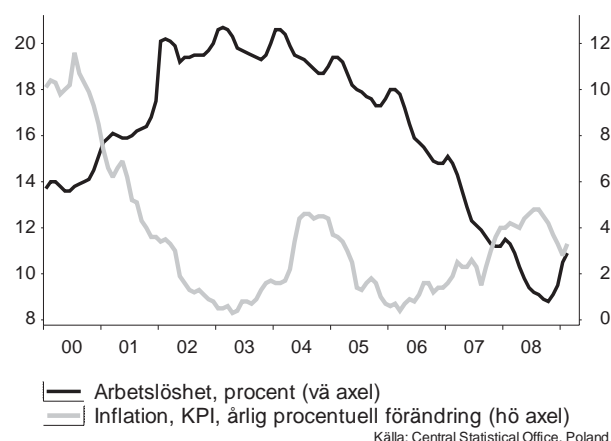
Samtidigt är det ingen tvekan om att avmattningen fortsätter. Konjunkturbarometrar överlag har sjunkit sedan sommaren 2008. De senaste månaderna har index för byggindustrin visat skarpa nedgångar medan det i likhet med omvärlden har skett en viss stabilisering på historiskt låg nivå i tillverkningsindustrin. Hushållens konfidensindikator har fortsatt att peka brant nedåt men låg ännu lägre de första åren på 2000-talet.

Industriproduktionen har fortsatt att gå ned, med cirka 15 procent i årstakt under januari och februari. Det speglar en fortsatt nedgång i exporten. Efterfrågan på viktiga marknader i Västeuropa (Tyskland utgör ungefär en fjärdedel av exporten) och Ryssland har sjunkit snabbt. Verkstadsexport som stål och bilar har pressats hårt. Först nästa år ljusnar förutsättningarna för exporten.

Konsumtionen dämpas kraftigt

Privat konsumtion och investeringar har på senare år blivit alltmer tongivande drivkrafter. Konsumtionen har gynnats av en snabb ökning i sysselsättning, reallöner och kreditexpansion.

Polen: Inflation och arbetslöshet



Nu och framgent blåser bistrare vindar mot hushållen. Arbetslösheten har vänt uppåt från botten 8,8 procent i oktober i fjol (lägsta sedan 1991) till 10,9 procent i januari. Den negativa trenden fortsätter. Antalet vakanser har minskat kraftigt senaste halvåret. Såväl industri- (framför allt) samt tjänsteföretagen planerar fortsatta personalneddragningar. Dessutom sätter hemvändande polacker efter de senaste årens emigrationsvåg där minst 1 miljon utvandrade för att ta i jobb i väst, i främst Storbritannien, press uppåt på arbets-

lösheten som fortsätter upp till i snitt 14 procent i år och 16 procent 2010. Detta dämpar den höga löneökningstakten.

Klart lägre inflationsutveckling gör dock att hushållen kan räkna med fortsatt hyggliga realinkomstökningar. Dessa får även stöd av sänkta brytpunkter på inkomstskatter samt höjda pensioner samt ersättning för förtidspension.

Under de senaste tre åren har konsumtionen vuxit stabilt i en genomsnittlig årstakt om 4,8 procent. Nu faller konsumtionsökningarna till 0,5-1,0 procent.

Inflationstakten sjönk kontinuerligt under andra halvan i fjol, från sommars topp på nära 5 procent till 3,3 procent i december – för första gången sedan 2007 låg inflationen därmed också inom centralbankens målintervall 2,5 procent +/- 1 procentenhet. På sistone har det funnits tendenser till stabilisering på denna nivå. Det berodde delvis på administrativa höjningar samt prishöjande effekter av den försvagade växelkursen bl a på den tunga indexposten livsmedel. Valutagenomslaget hämmas dock av en allt svagare efterfrågan. I kombination med lägre lönehöjningar innebär det att inflationstakten pressas ytterligare nedåt och hamnar på i genomsnitt 2,2 procent i år och 2,0 procent 2010.

Centralbanken har vid fem tillfällen sänkt styrräntan med 2,25 procentenheter till 3,75 procent sedan november då penningpolitiken lades om i mer expansiv riktning. Två rejäla sänkningar har vidtagits. På senare tid har dock takten återgått till mer normala kvartingar. Skälet är sannolikt att centralbanken velat hejda ytterligare zlotynedgång. Vår inflationsbana möjliggör fortsatta räntesänkningar till en botten på 2,5 procent i slutet av 2009.

Zlotyn slirar

En lång rad östvalutor – samt även vissa västvalutor som svenska kronan – har fallit kraftigt i värde sedan augusti fjol. Förklaringarna är främst minskad global riskaptit, ökat fokus på externa obalanser samt relativt aggressiva räntelättnader vilket sammantaget resulterat i sjunkande kapital- och investeringsflöden från utlandet.

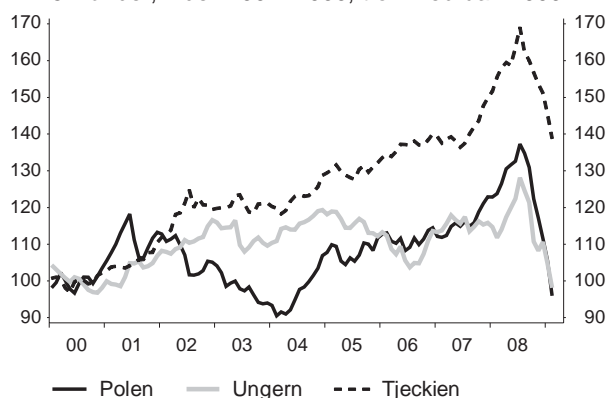
Zlotyn har rasat med 30 procent i effektiva termer i en ”superdepreciering” som landet ej upplevt på så kort tid de senaste 20 åren. Rörelsen har också varit klart större än i exempelvis Ungern och Tjeckien. Mot euron har zlotyn gått från 3,20 till som högst 4,90-nivån i februari. Detta stressade såväl regering som centralbank som genomförde muntliga interventioner. Premiärminister Donald Tusk satte 5 som en gräns. Och centralbanken deltog för första gången i samtida uttalanden från flera öststater (Rumänien, Tjeckien och Ungern) med budskapet ungefär: Nu får det vara

nog! Centralbankschef Skrzypek hävdade att ”makroekonomiska läget rättfärdigar ej en sådan omfattande zloty-försvagning” som varit.

Vår bedömning är att zlotyn – liksom många andra östvalutor - på kort sikt drabbas av nya bakslag efter senvinterns temporära återhämtning. Ett stort externt finansieringsbehov och fortsatta kraftiga nedrevideringar av tillväxtutsikterna driver EUR/PLN till 5 under hösten.

Handelsvägda växelkurser

52 länder, index 100 = 2000, t o m februari 2009



Källa: BIS

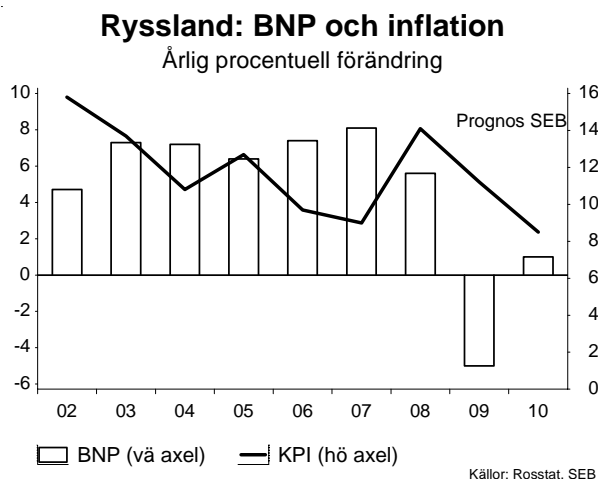
Den ekonomiska politiken allmänt präglas av regeringens mål att övergå till euro 2012. Det innebär bl a att Polen måste klara kravet om max 3 procent i budgetunderskott redan 2010. Därmed minskar utrymmet för att stimulera ekonomin när tillväxten nu mattas. Det är också symptomatiskt så att Polen är ett av få länder i Europa som ännu inte lagt fram något finanspolitisk stimulansprogram, utöver de stöd som i höstas riktades till banksystemet och kreditmarknaden. Vår bedömning är att det likväl kommer vissa krisinsatser men tills vidare försöker regeringen bl a att stötta investeringarna genom en bättre användning av EU-strukturfonder. Som en följd av konjunkturedgången ökar budgetunderskottet från fjolårets 2,5 procent av BNP till 4,5 respektive 4,0 procent 2009-2010.

Regeringen tvingas över tiden ställa om siktet om inträde i Euro-zonen till 2013 – vilket förmodligen skulle tas emot med varm hand av president Kaczynski som anser att regeringen stressar i eurofrågan. Regeringen har ännu inte övergivit planen om medlemskap i växelkursmekanismen ERM2 – där minst två års deltagande med stabil valuta är ett grundkrav inför eurokonvertering – första halvåret. Men med en fortsatt skakig zloty är en senareläggning att vänta, till tidigast i slutet av 2009.

Djup recession trots massiv stimulans

- BNP faller med 5 procent i år
- Stort budgetunderskott men låg skuld
- Inflationen faller långsamt
- Förnyad press på rubeln

Efter ett decennium av stark tillväxt har rysk ekonomi gått in i en djup recession. Kombinationen av ett dramatiskt råvaruprisfall, kraftigt försämrad riskapitet och en ökad utländsk misstro mot rysk politik har lett till stora kapitalutflöden och press på rubeln. Krisen har blottlagt strukturella svagheter i ekonomin som t ex ett bräckligt finansiellt system samtidigt som den privata sektorns stora utlandsupplåning lett till en betydande utsatthet för kollapsen på den globala kreditmarknaden.



Krisens effekter på den reala ekonomin har blivit allt tydligare. Indikatorer pekar på ett fall i BNP på i storleksordningen 7 procent under första kvartalet och arbetslösheten har stigit kraftigt. BNP faller i år med 5 procent. Därmed blir BNP-fallet i nivå med nedgången 1998. I övrigt är parallellerna inte så många med det sena 1990-talets kris. Ryssland är en helt annorlunda ekonomi nu med starka statsfinanser, fungerande institutioner och en helt annan ekonomisk och politisk stabilitet.

Även 2010 blir ett svagt år. Visserligen ger deprecieringen en viss draghjälp åt export och den importkonkurrerande delen av ekonomin. Samtidigt är den internationella efterfrågan fortfarande svag, finanspolitiken blir mer restriktiv och investeringarna fortsätter sjunka.

Höstens och vinterns händelseutveckling har än en gång visat hur beroende av oljepriset den ryska ekonomin är. Med 2/3 av exportintäkterna och hälften av

statens intäkter från olja och gas har förutsättningarna för den ryska ekonomin förändrats dramatiskt när oljepriset gått från 140-150 dollar/fat till den senaste tiden 45-50 dollar per fat. Prognoserna för bytesbalans och budget har fått revideras ned drastiskt, rubeln har deprecierat med mer än en tredjedel mot euro/dollarkorgen och framtidsförväntningarna bland hushåll och företag har sjunkit kraftigt.

Ändå kan det tyckas förvånande att kreditkrisen fått ett så pass stort genomslag på rysk ekonomi. Jämfört med de flesta andra tillväxtekonomier tycktes Ryssland ha mycket goda förutsättningar att hantera krisen. Stora överskott i budget och bytesbalans, en närmast obefintlig statsskuld och världens tredje största valutareserv talade i denna riktning. Rubeln sågs också länge som en säker hamn och de stora inflöden av utländsk valuta som blev följden av de väldiga exportinkomsterna från oljan förstärktes av ryska företags allt större aptit på utländska lån. Lättillgängliga krediter, en tro på fortsatt appreciering av rubeln och hög förväntad avkastning i den kraftigt expanderande inhemska ekonomin drev på utvecklingen. Liberaliseringen av kapitalbalansen sommaren 2006 gav en extra skjuts åt inflödena. Den ryska börsen steg till nya rekordnivåer och valutareserven svällde.

Från likviditetsboom till credit crunch

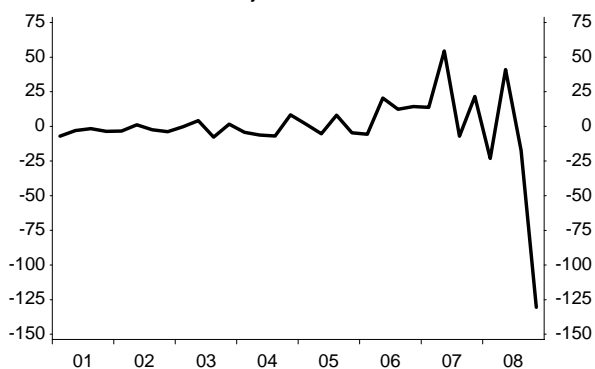
Centralbankens största huvudbry fram till sommaren 2008 var att motverka en alltför snabb appreciering genom att sälja rubel och samtidigt se till att denna likviditetsinjektion inte fick alltför stora inflationsdrivande effekter. Samtidigt genomfördes försiktiga räntehöjningar för att motverka överhettningen. Förutsättningarna för penningpolitiken ändrades drastiskt under sommaren. Politisk inblandning i näringslivet och kriget i Georgien innebar en tydlig omvärdering av den politiska risken i Ryssland. Samtidigt började oljepriset och börsen att falla. Vid tidpunkten för Lehman Brothers konkurs i september 2008 hade Moskvabörsen redan fallit med nästan 50 procent. Kapital flödade ur landet och rubeln sattes under press.

Läget i Ryssland gick därmed på kort tid från en likviditetsboom till en situation med infrusen likviditet. Likviditetskrisen föranledde omfattande motåtgärder från centralbanken och regeringen. Åtgärderna gick delvis ut på rena likviditetsstöd, lån och rekaptalisering av banker och företag, samt olika finanspolitiska lättnader. Förutom olika åtgärder för att stötta det finansiella systemet genomfördes massiva stödköp av rubeln. Centralbankens strategi blev att åstadkomma en kontrollerad gradvis depreciering av rubeln för att ge tid åt ekonomins aktörer att anpassa sig och för att undvika en förtroendekollaps. Detta skedde dock till priset av en kraftig dränering av valutareserven – från

närmare 600 miljarder dollar i augusti 2008 till 385 miljarder, inklusive stabilitetsfonden, i slutet av januari 2008. Vid denna tidpunkt signalerade centralbanken ett nytt band för euro/dollarkorgen och att man inte tänkte tolerera en ytterligare försvagning, såvida inte oljepriset försvagades tydligt.

Ryssland: Kapitalexport/-import

Miljarder dollar

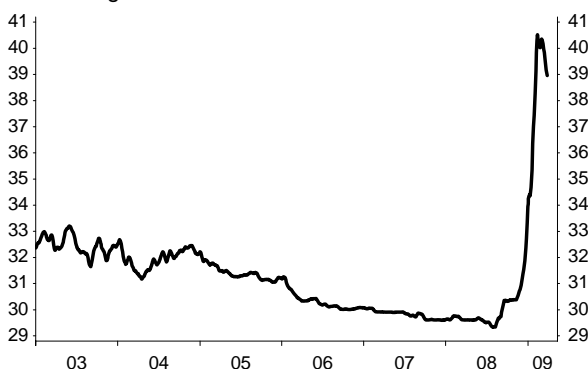


Källa: Ryska centralbanken

Sedan den nya penningpolitiska strategin infördes har rubeln varit stabil. Troligen kan detta tillskrivas stabiliseringen i råvarupriser samt att politiken backats upp med räntehöjningar. Försvaret av rubeln har därmed inneburit att räntepolitiken i Ryssland avvikit från de flesta länder där räntorna sänkts kraftigt. Rubelns framtida utveckling beror nu i hög grad på oljeprisets rörelser och centralbankens vilja att backa upp växelkursen med ytterligare räntehöjningar, och/eller interventioner.

Ryssland: Rubelns växelkurs

Korg bestående av 55% dollar och 45% euro



Källa: Reuters EcoWin

Vi räknar med att fler tillväxtbesvikelser i den globala ekonomin kan ge en förnyad nedgång i oljepriset. Givet att gaspriserna slår igenom med betydande eftersläpning i förhållande till den oljeprisen som varit är det dessutom troligt att bytesbalansen kommer att sättas under ytterligare press framöver. Till detta kommer att 140 miljarder dollar i utländska skulder ska omsättas under 2009. Priset för att försvara

rubeln i form av fler räntehöjningar och ytterligare dränering av valutareserven kan då synas bli för högt och en ytterligare depreciering är därför sannolik. Huvuddelen av rubelns anpassning till den dramatiska förändringen i omvärldsmiljön är dock troligen passerad.

I ett något längre perspektiv är målet fortfarande att låta rubeln flyta fritt och gå över till ett inflationsmål. Tidigare har 2011 nämnts som en tänkbar tidpunkt för detta. Centralbanken vill dock knappast genomföra detta i ett läge med stark press på rubeln.

Effekterna på den reala ekonomin av kreditkrisen var relativt små fram till och med tredje kvartalet i fjol då BNP fortfarande växte med drygt 6 procent. När den finansiella krisen fördjupades under hösten började dock inverkan på den reala ekonomin bli allt tydligare. I november föll industriproduktionen med 10 procent i årstakt och i början av 2009 var nedgången mer än 20 procent. De snabbaste och tydligaste effekterna kom på typiskt räntekänsliga delar av ekonomin som investeringar, byggande och inköp av varaktiga varor som t ex bilar. Däremot stod t ex detaljhandeln emot hyggligt till att börja med. Så sent som i oktober steg den fortfarande med över 12 procent i årstakt, men därefter har den fallit tillbaka kraftigt och i februari föll den med drygt 2 procent jämfört med för ett år sedan.

Hushållens konsumtion har varit en viktig drivkraft bakom de senaste årens starka tillväxt. Reallöneökningar på 10-15 procent per år har bidragit till att hålla konsumtionstillväxten stabil på tvåsiffrig nivå. Tydliga finanspolitiska stimulanser har också gynnat konsumtionen liksom en snabb kreditstillväxt. Hushållens skuldsättning är dock fortfarande låg i en internationell jämförelse. Kreditåttstramning, fallande tillgångspriser och framför allt en kraftig nedväxling av lönerna gör att hushållen nu har ett par kärva år framför sig. Vi räknar med att den privata konsumtionen faller i år och att återhämtningen blir blygsam 2010.

Kraftig uppgång i arbetslösheten

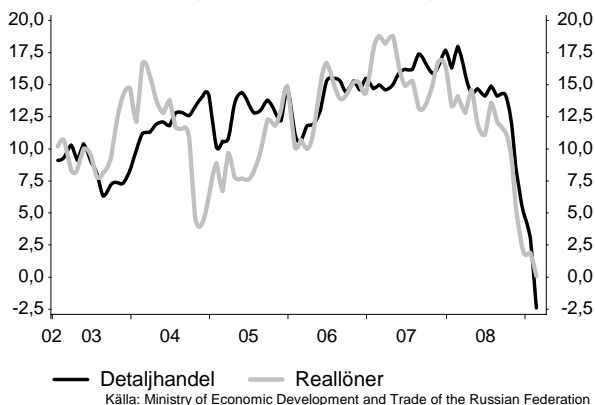
Inkomsterna pressas också av att nedgången i inflationen blir relativt trög. Till detta ska läggas effekterna av stigande arbetslöshet. I februari var arbetslösheten 8½ procent – den högsta nivån på fyra år och samtidigt steg antalet varsel kraftigt. Arbetslösheten kommer att stiga till i snitt 11-12 procent de närmaste åren. Förutom att arbetslösheten har ökat pressas inkomsterna också av minskad arbetstid och sänkta eller uteblivna löner i många hårt pressade företag. En viss lindring för hushållen kommer från finanspolitiken men stimulanserna kommer efterhand att klinga av i takt med att budgetläget blir allt sämre.

Det ansträngda kreditläget gör att investeringarna nu pressas hårt, inte minst byggandet. Fjärde kvartalet i fjol föll bostadspriserna för första gången sedan 2002

då mätningarna började. De högt uppdrivna bostadspriserna i framför allt Moskva-regionen står nu inför en tydlig nedgång. Kraftigt fallande kapacitetsutnyttjande och vinstras gör också att investeringsplaner inom industrin läggs på is. Ett ljus i mörkret är statliga satsningar inom infrastruktur som är ett fortsatt prioriterat område.

Ryssland: Reallöner och detaljhandel

Årlig procentuell förändring



Uppskjutna investeringsprojekt inom energisektorn innebär också att den svagt nedåtgående trenden i exporten av olja och gas förstärks framöver. Om inte oljepriserna återhämtar sig innebär dessa lägre volymer att exportinkomsterna från energisektorn minskar de närmaste åren. Samtidigt faller också importvolymerna kraftigt när investeringarna rasar och till exempel bilimporten kollapsar. Importfallet förstärks av rubelns depreciering och av att importtullarna skärpts. Inte minst har tullarna på bilar höjts och regeringen har infört stimulanser som endast gäller inköp av inhemskt producerade bilar. Åtgärderna komplicerar förhandlingarna kring ett framtida WTO-medlemskap som i dagsläget tycks ha relativt låg prioritet. Det kraftigt negativa omslaget i importen gör också att nettoexporten kommer att visa ett positivt tillväxtbidrag för första gången på sex år.

Bytesbalansen går från ett överskott på knappt 6 procent av BNP 2008 till ett underskott på i snitt 2 procent under 2009 och 2010.

Lägre inflationstryck

Flera faktorer bidrog till en hög inflation under 2008. Hög penningmängdstillväxt i spåren av stora kapitalinflöden, kraftiga prisökningar på mat och drivmedel, samt inte minst ett högt resursutnyttjande med låg arbetslöshet och höga löneökningar. Under hösten föll inflationen tillbaka från 15 procent till drygt 13 procent. De senaste månaderna har inflationstakten åter stigit något, i första hand beroende på högre importpriser i spåren av rubelförsvagningen. Det närmaste halvåret kommer en viss uppåtpress på importpriserna att bestå, men den svaga efterfrågan begränsar depre-

cieringens genomslag på importpriserna. Vidare är försvagningen av rubeln i handelsvägda termer bara hälften så stor, eller cirka 15 procent, som försvagningen mot euro/dollarkorgen. Samtidigt minskar inflationstrycket från löneökningarna som redan fallit tillbaka kraftigt. Sammantaget minskar inflationen från i snitt 14,1 procent i fjol till 11,5 procent i år.

Regeringens budgetförslag för 2009 indikerar stimulanser på i storleksordningen 3 procent av BNP, bl a i form av lägre företagsskatter. Till detta kommer stora insatser i form av lån och rekapitalisering av banker och företag. I takt med att behoven av kapitalinsatser ökat har regeringen signalerat att man nu koncentrerar sig på stöd till banksektorn medan räddningsaktioner till förmån för privata företag prioriteras ned. Det innebär också att regeringen kan acceptera ökat utländskt inflytande i rysk industri. Givet att banksystemet domineras av några få stora statskontrollerade banker och att staten har betydande finansiella resurser för att stötta dessa, tror vi att systemrisken för banksektorn är begränsad. Det utesluter dock inte en hel del turbulens när finanssektorn konsolideras. En rad mindre banker kommer att försvinna eller övertas av staten, vilket innebär en ytterligare statlig kontroll av banksektorn.

Den sammanlagda effekten av oljeprisnedgången, fallande BNP och nya stimulansåtgärder innebär att budgetunderskottet väntas uppgå till 8 procent av BNP i år. I slutet av förra året uppgick statens oljefond till 225 miljarder dollar, varav 142 miljarder låg i stabiliseringsfonden och resterande 78 miljarder i välfärdsfonden. Skulle hela budgetunderskottet täckas med uttag från stabiliseringsfonden innebär detta att 3/4 av fonden tas i anspråk i år. Det allt sämre budgetläget kan också leda till att regeringen ser över en del investeringsprojekt även om signalerna hittills är att beslutade utgifter inte kommer att dras tillbaka. För 2010 ser vi framför oss en väsentligt mer restriktiv finanspolitik. Underskotten till trots förblir den offentliga skulden låg.

Krisen ger ökade risker och möjligheter

Under åren 2003 till 2008 mer än fyrfaldigades BNP per capita från knappt 3 000 dollar till mer än 12 000 dollar, dvs långt mer än i någon av de andra BRIC-staterna. Politikerna kunde tack vare de stora oljeinkomsterna hålla väljarna på gott humör med stora utgiftsökningar, framför allt inför parlamentsvalet 2007 och presidentvalet 2008. Rysslands ekonomiska styrka bidrog också till ett alltmer självmedvetet agerande internationellt vilket gav inrikespolitiska poäng. Den ekonomiska krisen till trots åtnjuter den politiska ledningen fortfarande relativt stort förtroende och några omfattande missnöjesyttringar har hittills inte förekommit. Stödet för premiärminister Putin var i februari fortfarande runt 75 procent mot drygt 80 procent i september i fjol. Putins starka ställning har

varit en faktor som motverkat interna stridigheter inom makteliten. I takt med att den ekonomiska krisen blir mer kännbar kan det dock bli svårare för Putin att distansera sig från problemen i ekonomin, vilket dessutom var lättare att göra när han var president och inte hade det direkta regeringsansvaret. Detta kan leda till ökade fraktionsstrider inom Kreml. Olika syn mellan premiärministern och presidenten har också satt fokus på att maktindelningen mellan Putin och Medvedev inte är helt okomplicerad.

Om risken för ökad politisk instabilitet ökat kan också nedgången i oljeprisfallets kölvatten innebära en öppning för reformer och nytänkande när den mest akuta krisbekämpningen är avklarad. Sannolikt bidrog de stora oljeinkomsterna till att minska trycket på nya reformer. Tidigare kriser har t ex följts av stora poli-

tiska och ekonomiska förändringar. Oljeprisfallet och den ekonomiska krisen i slutet på 1980-talet banade vägen för kommunismens fall och krisen i slutet av 1990-talet följdes av stabilisering och en period av reformer. På det internationella planet har redan slagits an en mer försonlig ton mellan Ryssland och USA efter ett bottenläge i relationerna i samband med Georgienkriget.

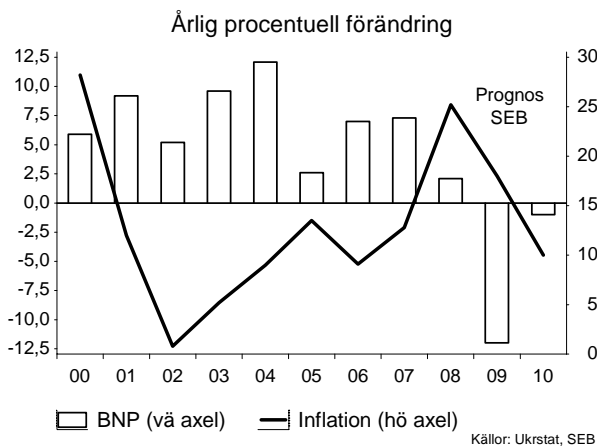
Fördjupad kris

- **Produktionen i fritt fall**
- **IMF-stöd återupptas . . .**
- **. . . men systemrisken kvarstår**
- **Ytterligare försvagning av hryvnian**

Ukraina utmärker sig som den mest utsatta ekonomin i hela östregionen. Hög extern upplåning, ensidigt beroende av några få cykliska exportvaror och betydande makroekonomiska obalanser gjorde landet extra sårbart när den globala kreditkrisen sköljde in. Ett politiskt system i en i det närmaste permanent kris förvärrade dessutom läget. BNP föll med nästan 12 procent fjärde kvartalet i fjol och nedgången accelererade under början av året.

Ett fullföljande av IMF:s stödpaket är centralt för att klara finansiella åtaganden och undvika en våg av konkurser och kollaps i det finansiella systemet. Detta kommer dock att ske till priset av en kraftig ekonomisk nedgång. Den inhemska efterfrågan rasar i spåren av valutadepreciering, kreditåstramning och kontraktiv finanspolitik. Samtidigt faller exporten kraftigt. Därmed minskar BNP med 12 procent i år. Fallet bromsar in nästa år när exporten återhämtar sig något, gynnad av den kraftiga deprecieringen av hryvnian och något bättre internationell efterfrågan. Nedgången i den inhemska ekonomin håller dock i sig och BNP faller med ytterligare 1 procent 2010.

Ukraina: BNP och inflation



Obalanserna i ekonomin blev allt tydligare under slutet av 2007 och inledningen av 2008. Inflationen klättrade till nya rekordnivåer, kredittillväxten fortsatte att stiga – inte minst via ökad upplåning i utländsk valuta och upprepade regeringskriser bidrog till att en nödvändig åstramning av finanspolitiken inte kom till stånd. Under sommaren inleddes också ett kraftigt prisfall på stål – som svarar för 40 procent av exporten, vilket tillsammans med överhettningen i den inhemska ekonomin bidrog till stigande underskott i bytesbalansen.

När den globala kreditkrisen slog till med full kraft i höstas befann sig ekonomin därmed i ett mycket utsatt läge. Ett stigande bytesbalansöverskott och accelererande kapitalutflöden medförde att växelkursen försvagades kraftigt trots interventioner från centralbanken. Med närmare 60 procent av utlåningen i utländsk valuta sattes banksystemet under hård press. Ukraina blev en av de första staterna som tvingades att vända sig till IMF för stöd.

I november 2008 blev en överenskommelse klar om ett lån på drygt 16 miljarder dollar (8 procent av BNP), varav 4,5 miljard betalades ut under hösten. De krav som var förknippade med IMF-programmet innefattade bl a en balanserad budget för 2009, en omstrukturering av banksektorn och ökad växelkursflexibilitet. När regeringen i slutet av året presenterade ett budgetförslag med ett underskott på 3 procent av BNP drog IMF in den utbetalning som var planerad för mitten av februari.

IMF-paketet ett måste

Givet att tillväxtutsikterna försämrats kraftigt jämfört med när IMF-planen lades fram i november tycks valutafonden ha släppt på kravet om en balanserad budget, så länge övriga krav uppfylls. Samtidigt har det framkommit att IMF kräver ytterligare inkomstförstärkningar motsvarande 2 procent av BNP. Dessutom har ställts krav på att de inskränkningar i centralbankens självständighet som föreslagit dras tillbaka.

Det allvarliga läget talar för att politikerna på den ukrainska sidan tar sig samman och att en kompromiss kommer till stånd, även om inget ska tas för givet när det gäller ukrainsk politik. Detta är av avgörande betydelse för att förbättra förtroendet för ekonomin och att få krediter från andra källor, inklusive utländska banker som kontrollerar närmare hälften av banksektorn. Så fort som IMF-programmet återupptas kommer ett stödpaket från världsbanken på 1,25 miljarder dollar betalas ut, innefattande 500 miljoner för att stärka statsbudgeten och 750 miljoner för att rekapitalisera bankerna. Förhandlingar pågår också om ett lån på 5 miljarder dollar från Ryssland.

Trots den senaste tidens mer försonliga tongångar är motsättningarna mellan president Jusjtjenko och premiärminister Tymosjenko fortfarande betydande. Regeringens ställning i parlamentet är mycket svag och det pågår redan en hel del positionerande inför presidentvalet i början av 2010. Dessutom fortsätter dragkampen mellan parlament och presidentmakt vilket bl a resulterade i en misstroendeomröstning mot presidenten i vintras. Jusjtjenkos ställning är kraftigt försvagad och valet kommer i första hand att stå mellan Tymosjenko och ledaren för det största oppositionspartiet Janukovitj. Nyligen genomförda regional-

val i västra Ukraina innebar ett kraftigt bakslag för Tymosjenko till förmån för radikala nationalistgrupper, vilket indikerar att den politiska ledningen nu får betala ett pris för den ekonomiska krisen.

Även om en överenskommelse med IMF troligen kommer till stånd är därför osäkerheten betydligt större kring den politiska förmågan att implementera impopulära åtstrammingsåtgärder under upptakten till presidentvalet. En stor osäkerhet är också hur myndigheterna kommer att lyckas med rekapitaliseringen av det bräckliga banksystemet. IMF har beräknat denna kostnad till 4,5 procent av BNP, medan andra bedömare tror att kostnaden kommer att överstiga 10 procent av BNP.

Hittills har regeringen angett privatiseringar, införande av utsläppsrätter och bilaterala lån som finansieringskällor för att täcka budgetunderskottet. För närvarande pågår också diskussioner om skattehöjningar på alkohol och tobak och åtgärder för att täcka underskottet i pensionssystemet. Detta kommer dock knappast att vara tillräckligt givet det kraftiga BNP-fallet vi ser framför oss. Vi räknar med att det offentliga underskottet i år kommer att uppgå till 5,0 procent av BNP. Statsskulden förblir dock förhållandevis låg och statens externa refinansieringsbehov uppgår bara till 2 miljarder dollar under 2009. Troligen kan staten, till skillnad från vad marknadsprissättningen indikerar, undgå betalningsinställelse till skillnad från många aktörer inom den privata sektorn.

Brett fall

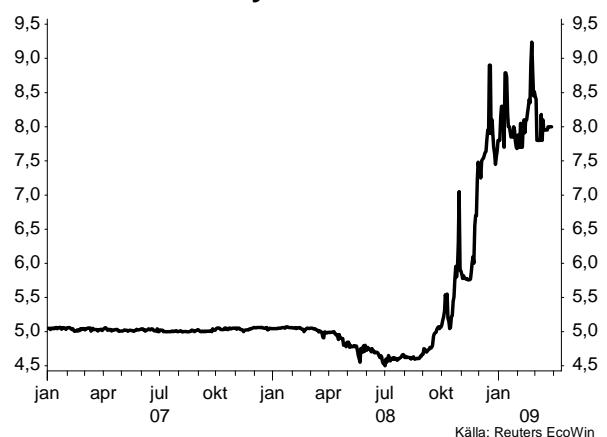
Nedgången i ekonomin sker nu på bred front. Hittills har tillbakagången varit tydligast inom industrin, vilket speglar kollapsen i exportefterfrågan. I början av året sjönk industriproduktionen med 40 procent i årstakt. Snabbt försämrad efterfrågan på viktiga marknader som Ryssland, Turkiet och Tyskland innebär ett fortsatt pressat läge för exporten under resten av året. Exportens tydligt cykliska inriktning förstärker nedgången. Först under 2010 sker en viss försiktig återhämtning när den internationella konjunkturen stabiliseras och hryvniens depreciering ger viss draghjälp.

De kraftiga prisfallen på stål innebär en tydlig försvagning av terms of trade under 2009. Denna förstärks under inledningen av året av det senaste gasavtalet med Ryssland som ger en fördubbling av gaspriset under första kvartalet jämfört med snittpriset under 2008. Tack vare nedgången i oljepriset kommer dock gaspriset att justeras ned kraftigt från och med andra kvartalet. Detta kommer efter hand att dämpa uppgången i bytesbalansunderskottet som bedöms gå från ett underskott på 6½ procent av BNP 2008 till ett överskott på 1 procent 2009. Till denna utveckling bidrar också den kollaps som vi ser framför oss i den inhemska efterfrågan och därmed importen.

Inte minst investeringarna rasar kraftigt. Stora fall i industrins kapacitetsutnyttjande minskar investeringsbehoven drastiskt, samtidigt som bristen på krediter förstärker nedgången inom byggsektorn och andra delar av den inhemska inriktade ekonomin. Kreditåstramningen slår även hårt på hushållens konsumtion som varit den starkast drivande kraften i efterfrågan de senaste åren. Den privata konsumtionen som de senaste åren ökat med drygt 15 procent i snitt bedöms nu falla med tvåsiffriga tal. Deprecieringen av hryvni sänker hushållens köpkraft och utlandslånen fördyras kraftigt. Samtidigt ökar nu arbetslösheten i snabb takt, medan ett allt större antal företag genomför lönesänkningar eller slutar betala ut löner. I början av året föll reallönerna med 12 procent i årstakt.

Den djupa recessionen innebär att det underliggande inflationstrycket nu kommer att falla tillbaka rejält. Det innebär också att genomslaget från deprecieringen av hryvni troligen kommer att bli förhållandevis svagt. En osäkerhetsfaktor är utvecklingen av olika typer av administrativt satta priser och indirekta skatter. Å ena sidan kommer budgetläget att kräva inkomstförstärkningar, å andra sidan kommer politikerna att i det längsta försöka undvika sådana åtgärder före valet. Sammantaget räknar vi med att inflationen faller tillbaka från i snitt drygt 25 procent i fjol till 18 procent i år.

Ukraina: Hryvni mot dollarn



Efter hryvniens kraftiga försvagning under hösten och vintern har en stabilisering skett senaste månaden. Detta har dock skett till priset av dagliga interventioner och höga räntor. Stora återbetalningar av utländska lån – knappt 40 miljarder dollar ska omsättas under 2009 att jämföras med valutaservens på drygt 26 miljarder dollar – och förnyad oro kring banksystemet talar för att deprecieringstrycket kommer tillbaka. Givet att valutaservens närmast sig de nivåer som IMF angett som golv och att centralbanken troligen inte heller vill fortsätta att backa upp växelkursen med höga räntor kommer då hryvni att försvagas igen. Vår riktkurs mot dollarn är 10,50 i slutet av 2009, att jämföras med dagens nivå på 8,0.

ESTLAND

	2003	2004	2005	2006	2007	2008(p)	2009(p)	2010(p)
BNP, %	7,1	7,5	9,2	10,4	6,3	-3,6	-12,0	-2,3
Inflation, årsgenomsnitt, %	1,4	3,0	4,1	4,4	6,6	10,4	0,7	1,5
Arbetslöshet, %	10,0	9,7	7,9	5,9	4,7	5,5	12,0	13,0
Bytesbalans, % av BNP	-11,3	-11,5	-10,0	-16,7	-18,1	-9,2	-3,9	-3,0
Fin sparande, off sektor, % av BNP	2,0	2,3	2,3	3,8	2,9	-3,0	-3,0	-2,8
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	5,7	5,2	4,4	4,3	3,5	4,0	6,0	7,0
EUR/EEK, årets slut	15,60	15,60	15,60	15,60	15,60	15,60	15,60	15,60
3-månaders ränta, årets slut	2,60	2,40	2,60	3,90	7,30	7,90	7,80	7,60

LETTLAND

	2003	2004	2005	2006	2007	2008(p)	2009(p)	2010(p)
BNP, %	7,2	8,7	10,6	12,2	10,0	-4,6	-12,0	-3,0
Inflation, årsgenomsnitt, %	2,9	6,2	6,9	6,6	10,1	15,3	3,0	-2,5
Arbetslöshet, %	10,6	10,4	8,7	6,8	6,0	7,5	15,0	13,0
Bytesbalans, % av BNP	-8,2	-12,8	-12,5	-22,5	-22,5	-12,6	-6,8	-4,0
Fin sparande, off sektor % av BNP	-1,6	-1,0	-0,4	-0,2	0,1	-3,5	-7,5	-5,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	14,6	14,9	12,4	10,7	16,8	29,0	35,0	37,0
EUR/LVL, årets slut	0,67	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
Styrränta, årets slut	3,00	3,50	4,00	5,00	6,50	6,00	5,50	5,50
5-års ränta, årets slut	4,60	4,00	3,20	4,90	7,50	10,00	11,00	11,00

LITAUEN

	2003	2004	2005	2006	2007	2008(p)	2009(p)	2010(p)
BNP, %	10,2	7,4	7,8	7,8	8,9	3,1	-9,0	-3,5
Inflation, årsgenomsnitt, %	-1,1	1,2	2,7	3,8	5,8	11,1	5,0	2,0
Arbetslöshet, %	12,4	11,4	8,3	5,6	4,3	5,8	11,0	14,0
Bytesbalans, % av BNP	-6,8	-7,7	-7,1	-10,6	-14,6	-11,6	-6,5	-5,0
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-1,3	-1,5	-0,5	-0,4	-1,2	-2,9	-4,5	-5,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	21,1	19,4	18,4	18,0	17,0	15,6	19,9	24,8
EUR/LTL, årets slut	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45
3-månaders ränta, årets slut	2,70	2,60	2,50	3,80	6,70	9,90	6,50	5,00
5-års ränta, årets slut	3,60	3,00	3,10	3,90	4,50	12,00	10,00	6,00

(p) = prognos

Nyckeltal

Eastern European Outlook - April 2009

POLEN

	2003	2004	2005	2006	2007	2008(p)	2009(p)	2010(p)
BNP, %	3,9	5,3	3,6	6,2	6,7	4,8	-2,5	1,0
Inflation, årsgenomsnitt, %	0,8	3,6	2,1	1,0	2,5	4,2	2,2	2,0
Arbetslöshet, %	20,0	19,0	17,6	14,8	11,2	9,5	14,0	16,0
Bytesbalans, % av BNP	-2,1	-3,9	-1,2	-2,7	-4,7	-5,3	-4,0	-3,5
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-6,3	-5,7	-4,3	-3,8	-2,0	-2,5	-4,5	-4,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	47,1	45,7	47,1	47,6	44,9	45,5	49,0	50,0
EUR/PLN, årets slut	4,71	4,08	3,86	3,83	3,60	4,12	5,00	4,00
Styrränta, årets slut	5,25	6,50	4,50	4,00	5,00	5,00	2,50	3,00
5-års ränta, årets slut	6,70	6,20	5,00	4,98	6,13	5,34	5,60	6,00

RYSSLAND

	2003	2004	2005	2006	2007	2008(p)	2009(p)	2010(p)
BNP, %	7,3	7,2	6,4	7,4	8,1	5,6	-5,0	1,0
Inflation, årsgenomsnitt, %	13,7	10,8	12,7	9,7	9,0	14,1	11,5	8,5
Arbetslöshet, %	8,6	8,2	7,6	7,2	6,1	6,4	10,8	11,9
Bytesbalans, % av BNP	8,2	9,9	11,0	9,8	6,1	5,8	-2,5	-1,5
Fin sparande, off sektor, % av BNP	1,4	4,9	7,7	8,4	6,1	4,8	-8,0	-5,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	29,60	22,30	14,80	10,40	8,60	7,20	8,00	10,50
USD/RUB, årets slut	29,50	27,70	28,70	26,30	24,50	30,52	41,00	35,00
Rubeln mot eurodollarkorg	32,50	32,20	31,20	30,10	29,60	34,00	44,70	41,30

UKRAINA

	2003	2004	2005	2006	2007	2008(p)	2009(p)	2010(p)
BNP, %	9,6	12,1	2,6	7,0	7,3	2,1	-12,0	-1,0
Inflation, årsgenomsnitt, %	5,2	9,0	13,5	9,1	12,8	25,2	18,0	10,0
Arbetslöshet, %	9,1	8,6	7,2	6,8	6,6	6,7	9,5	11,5
Bytesbalans, % av BNP	5,8	10,6	2,9	-1,4	-4,1	-6,7	1,0	1,5
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-0,2	-3,2	-1,8	-0,7	-1,1	-1,5	-5,0	-3,7
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	24,7	19,6	16,1	13,1	10,4	12,4	18,5	20,5
USD/UAH, årets slut	5,33	5,31	5,05	5,05	5,05	7,80	10,50	9,50

(p) = prognos

Ekonomisk Analys tillgänglig på Internet

Nordic Outlook finns också tillgänglig på Internet: <http://www.seb.se> under Analyser & kommentarer och Ekonomiska rapporter. Den sidan är öppen för alla.

För att få tillgång även till övrig ekonomisk analys och tradingrekommendationer för Merchant Bankings kunder, på <http://www.mb.seb.se>, krävs ett lösenord som är exklusivt för dessa kunder. Om ni önskar tillgång till denna sida, kontakta Merchant Bankings kundansvariga för att få lösenordet.

Tekniska krav

Merparten av vår analys publiceras i PDF-format (Portable Document Format).

Mjukvaran Adobe Acrobat, som kan läsa PDF-dokument, kan hämtas gratis från Adobes hemsida: <http://www.adobe.com>.



SEB är en nordeuropeisk finansiell koncern som betjänar 400 000 företag, institutioner och 5 miljoner privatpersoner. SEB erbjuder universalbankstjänster i Sverige, Tyskland och de tre baltiska länderna Estland Lettland och Litauen. Banken har också lokal närvaro i övriga Norden, Polen, Ukraina och Ryssland och har genom sitt internationella nätverk global närvaro i ytterligare tio länder. Den 31 december 2008 uppgick koncernens balansomslutning till 2 511 miljarder kronor och förvaltat kapital till 1 201 miljarder kronor. Koncernen har cirka 22 000 anställda. Läs mer om SEB på www.sebgroup.com.

Med kapital, kunskap och erfarenhet skapar vi värde åt våra kunder – ett arbete där vi har stor nytta av vår analysverksamhet.

De makroekonomiska bedömningarna görs av enheten Ekonomisk Analys. Utifrån konjunkturläge, 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 Central- och Östeuropa samt Ryssland. Den utkommer en gång i halvåret.