



Eastern European Outlook

Haltande återhämtning, budgettätstramning, kreditgivning tinar sakta upp



SEB Ekonomisk Analys

Eastern European Outlook - Oktober 2009

Eastern European Outlook utkommer två gånger per år. Denna rapport publicerades den 7 oktober 2009. Rapporten skrevs av Mikael Johansson (chefredaktör), Ruta Arumäe, Mattias Bruér, Dainis Gaspuitis, Tomas Lindström och Vilija Tauraite.

Robert Bergqvist, chefekonom robert.bergqvist@seb.se	+46 8 50623016
Håkan Frisén, chef för Ekonomisk Analys hakan.frisen@seb.se	7638067
Mattias Bruér, ekonom mattias.bruer@seb.se	8506
Susanne Eliasson, analytiker privatekonomi susanne.eliaasson@seb.se	6588
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
Johanna Wahlsten, analytiker företagarekonom johanna.wahlsten@seb.se	8072

Fax nr +46 8 763 9300

SEB, Ekonomisk Analys, KA3, SE-106 40 STOCKHOLM

Ruta Arumäe, ekonom, SEB ruta.arumae@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 Nauseda, chefekonom, SEB gitanas.nauseda@seb.lt	+370 5 2682517
Vilija Tauraite, ekonom, SEB vilija.tauraite@seb.lt	+370 5 2682521

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 drabbats hårdast av den globala kreditkrisen och recessionen. Det beror i hög grad på en relativt stor exponering i utlandslån. Under sommaren har dock konjunkturen bottnat även i Östeuropa. Men återhämtningen i de sex länder som denna rapport täcker blir vacklande och ojämn. Skälen är främst budgetkonsolidering samt en kreditåtstramning som bara tinar upp långsamt.

Exporten förstärks gradvis. Inhemsk efterfrågan förblir dock svag även det närmaste året; hushållen pressas av svag löneutveckling och stigande arbetslöshet, medan företagens investeringar hämmas av stor ledig produktionskapacitet och försiktig kreditgivning.

Polen startar som enda EU-land återhämtningen på plus, och fortsatt gradvis starkare tillväxt väntas 2010-2011. Ryssland repar sig bara i måttlig takt från det historiska BNP-fallet första halvåret i år; detta trots stöd av höjda råvarupriser. Ukrainas ekonomi vänder bara till ett svagt plus 2010. Av de baltiska länderna ligger Estland bäst till för en återhämtning och BNP hamnar runt noll 2010 för att stiga året därpå. I Lettland och Litauen fortsätter BNP att krympa 2010, om än måttligt. Först 2011 återfår dessa länder tillväxt mätt som årsgenomsnitt.

Positivt i Östeuropa är att några centrala obalanser raderats ut. Tidigare stora bytesbalansunderskott har i spåren av importtras förbytt i överskott; fortsatt måttliga överskott och i något fall underskott väntas. Pristrycket förblir svagt i Baltikum, måttligt i Polen men relativt högt i Ryssland och Ukraina. Kvarstående utmaningar är nödvändig budgetkorrigering efter att budgetunderskotten i många länder blir mycket stora i år, högre än i Euro-zonen. Hårt pressade Lettland och Ukraina väntas med fortsatt internationellt lånestöd undvika betalningsinställelser.

I Baltikum kvarstår de depressiva ekonomiska krafterna nästa år. Stålbadspolitiken fortsätter med ytterligare lönesänkningar för att återställa förlorad konkurrenskraft. De politiska spänningarna har ökat i främst Lettland och Estland. Redan i höst riskerar växelkursoro åter att blossa upp, men vårt huvudscenario är att de fasta euro-kopplingarna håller. Det är fortfarande en öppen fråga om Estland klarar det centrala budgetkravet inför en önskad euro-anlutning 2011. Underskottet får vara max 3 procent av BNP såväl 2009 som 2010.

Haltande återhämtning

- **Kreditkrisen lättar även i Östeuropa**
- **Polens ekonomi bäst positionerad**
- **Djup nedgång i Baltikum, men peggarna håller**

Världsekonomin har under sommaren påbörjat en försiktig återhämtning efter att tidigare ha varit i det närmaste i fritt fall. Den i hög grad synkroniserade globala krispolitiken har bidragit till mer normala förhållanden på finansmarknaderna. Räntespreadar i utlåningen banker sinsemellan – interbankmarknaden – har gått tillbaka till de nivåer som gällde före kreditkrisens utbrott sommaren 2007. Samtidigt har den globala värdepappersmarknaden börjat fungera igen, vilket resulterat i minskande kreditspreadar och ökade emissionsvolymerna för företagsobligationer. Den ökade finansiella riskkapiteten sedan i våras har gått hand i hand med en uppgång i företagens och hushållens framtidstro. Förutsättningar har därmed skapats för en rekyl uppåt i den ekonomiska aktiviteten, även om uppgången i orderingång och produktion hittills varit mycket begränsad.

Den globala recessionen är således över – men återhämtningen blir inte rätlinjig. Avklingande stimulanseffekter från den expansiva ekonomiska politiken kommer inte fullt ut att kunna ersättas av självbärande tillväxtkraft. Lågt kapacitetsutnyttjande och fortsatt stigande arbetslöshet även nästa år hämmar konsumtion och investeringar. Samtidigt fortsätter anpassningen av skuldstockar och balansräkningar: Amerikanska hushåll fortsätter t ex att öka sitt sparande och mycket återstår när det gäller konsolideringen av den finansiella sektorns balansräkningar.

Globala nyckeltal

BNP, årlig procentuell förändring

	2008	2009	2010	2011
USA	0,4	-2,5	1,8	2,3
Euro-zonen	0,6	-3,9	1,2	1,8
Världen	3,1	-0,9	3,4	4,1
Oljepris USD/fat	97,2	61,0	70,0	70,0
EUR/USD, dec	1,40	1,40	1,30	1,25

Källa: SEB

Sammantaget leder detta till slutsatsen att BNP-tillväxten i OECD ökar men ligger under något under trenden (2-2,5 procent) även 2011. Den prognosen gäller även för Euro-zonen som är en tung exportmarknad för många östeuropeiska ekonomier, inte minst de i Centraleuropa. Mot denna bakgrund förblir arbetsmarknaden svag och inflationen låg. Under nästa år kommer centralbankerna likväl att påbörja en serie räntehöjningar som ett led i en normalisering och för

att förhindra överdrivet risktagande samt risker för nya finansiella bubblor. Samtidigt slår finanspolitiken på global nivå om från ett positivt tillväxtbidrag i år till åtstramning nästa år.

Exportledd återhämtning i Östeuropa

Östeuropa är den region som drabbats värst av den internationella kreditkrisen, till stor del på grund av den tidigare kraftiga låneexpansion i utländsk valuta. Men även där finns nu tecken på konjunkturvändning, främst koncentrerade till industrin. De flesta länder nådde troligen sitt bottenmärke i BNP-utvecklingen under andra kvartalet, mätt i årstakt.

Återhämtningen i Östeuropa blir dock i många fall trög. Det dröjer ännu ett tag innan kreditvillkor tinar upp tillräckligt mycket för att stödja tillväxten. I Polen t ex, där bankerna enligt IMF anses vara i relativt gott skick, visade centralbankens senaste banklånenkät att avmattningen i kreditillväxten fortsatte under andra kvartalet. Bankerna var därtill inställda på ytterligare kreditåtstramning till såväl företag som hushåll inför tredje kvartalet.

Dessutom faller ännu reallönerna i många länder; en process som pågått sedan början av året. Med tanke på de svaga arbetsmarknaderna dröjer det något år innan hushållen köpkraft åter vänder uppåt. Fortsatt finanspolitisk åtstramning bromsar därtill inhemsk efterfrågan i bl a Baltikum och Ungern. Vi räknar med att också Polen, Ryssland och Ukraina nästa år i viss mån tvingas lägga om finanspolitiken i stramare riktning.

Offentliga finanser

Procent av BNP

	2008	2009	2010	2011
Estland	-2,7	-3,0	-3,0	-2,8
Lettland	-4,0	-9,0	-8,5	-5,0
Litauen	-3,2	-10,0	-8,0	-4,0
Polen	-3,9	-5,5	-5,0	-4,0
Ryssland	4,2	-8,0	-5,0	-4,0
Ukraina	-3,2	-8,8	-7,0	-3,0
Euro-zonen	-1,9	-5,1	-5,9	-4,9

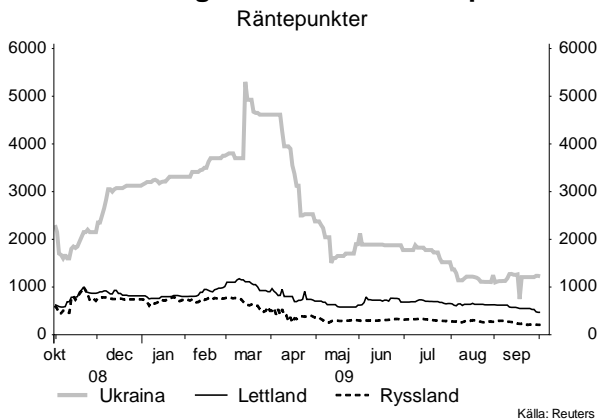
Källa: Eurostat, SEB

Vår slutsats är att Östeuropas återhämtning blir exportledd och att den i hög grad är beroende av en uppgång i omvärldens efterfrågan. Polen är, tillsammans med Tjeckien, bäst positionerat att dra fördelar av en gryende uppgång i Euro-zonen och världsekonomin. I dessa länder var fundamenta relativt goda då den globala krisen bröt ut; andelen lån i utländsk valuta var t ex måttlig.

Trenden med förstärkta bytesbalanser fortsätter i en miljö där exporten återhämtar sig i högre grad än den inhemska efterfrågan. Det bidrar i sin tur till att många valutor i Östeuropa, däribland polska zlotyn, över tiden fortsätter att appreciera, med risk för bakslag om den globala riskaptiten sviktar.

En stabilisering av kreditmarknader i Väst har också återspeglats i den finansiella utvecklingen i Östeuropa. En ökad riskaptit har lett till att kreditspreadar fallit på de flesta tillväxtmarknader. BIS senaste Quarterly Review (september) indikerar också en gradvis ökning av utgivningen av företagsobligationer i "Emerging Europe"-området. Vår sammanställning av CDS-kontrakt (försäkring mot statliga betalningsinställelser) för enskilda länder visar också på minskad oro för statsfinansiell kollaps i de östeuropeiska länderna.

Femåriga credit default swaps



Segdragen återhämtning i Baltikum

Den djupa ekonomiska krisen i Baltikum fortsätter. Den ekonomisk-politiska strategin att återställa förlorad konkurrenskraft med interndevalveringar, d v s att sänka löner och priser, i stället för en valutanedskrivning innebär stora påfrestningar. Valutorna har förstärkts konkurrensvägt, vilket hämmar exporten. Men framför allt har den inhemska efterfrågan rasat, bl a som en följd av den kraftiga finanspolitiska åtstramning som nu genomförs för att undvika exploderande budgetunderskott.

Detta innebär att BNP-nedgången blir betydligt djupare än i Östeuropa som helhet. Mätt i årstakt har BNP-fallet troligen kulminerat, men den deflationistiska miljön biter sig fast även nästa år. Estlands tillväxt hamnar runt noll 2010, medan BNP-fallet fortsätter i Lettland och Litauen. 2011 förutser vi en BNP-tillväxt för de tre länderna runt 3-4 procent; fortfarande en bit under potentiell tillväxttakt.

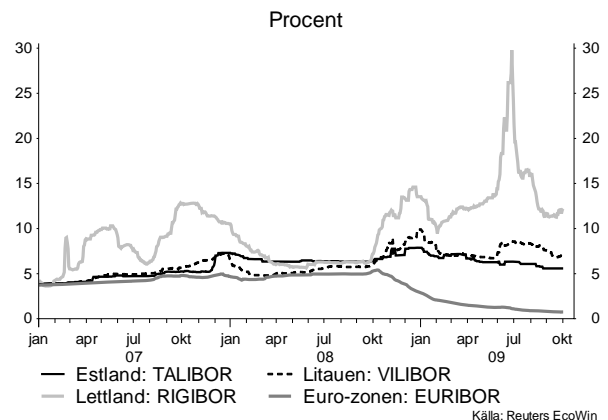
Nedgången i inhemsk efterfrågan har dock resulterat i en drastisk förbättring när det gäller två centrala obalanser – importdrivna stora bytesbalansunderskott samt lönedriven inflation. Framöver ligger externbalanserna nära jämvikt eller blir svagt positiva. Vår

bedömning är att löneanpassningen har kommit längre än vad den officiella statistiken visar. Ett betydande inslag av grå ekonomi innebär att lönesänkningarna i år väntas uppgå till ca 15-20 procent i stället för runt 10 procent enligt den officiella statistiken. Lönerna fortsätter troligen att falla nästa år, både i privat och offentlig sektor, vilket medför att inflationstrycket förblir lågt.

Anpassningen har förbättrat utsikterna för att den ekonomisk-politiska strategin ska lyckas. Viktigare för att dämpa devalveringsoron på kort sikt har dock varit att EU och IMF gett klartecken för fortsatta utbetalningar till Lettland från det tidigare nedfrysta lånepaketet. Centralbanken, som intervenerade tungt med stödköp i våras och i juni, har t o m tidvis tvingats sälja lats för att hålla valutan stabil. Centralbankens valutareserver har också återställts och tangerar toppnivåer (på drygt sex miljarder USD) som gällde första halvåret 2008.

Tremånaders interbankräntor i Lettland har fallit från 30 till 12 procent. De baltiska interbankräntorna är dock ännu höga och har inte alls sjunkit lika djupt som t ex euroräntorna. Detta speglar en kvarhängande växelkursoro på marknaden. På sistone har också den lettiska valutan försvagats på nytt.

3 månaders interbankräntor



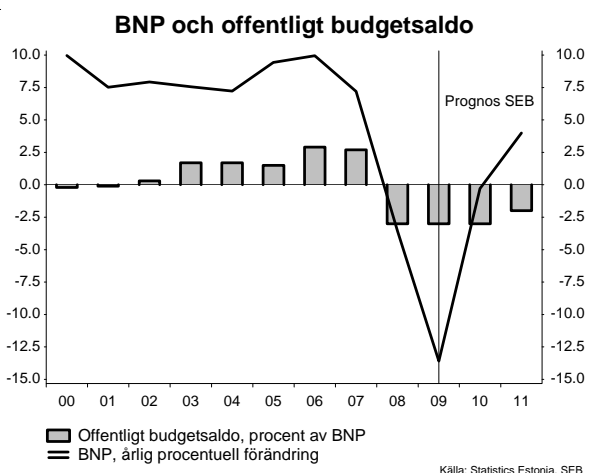
Den akuta valutaoron riskerar att komma tillbaka ganska snart om någon regering skulle spricka under trycket av de påfrestningar som åtstramningspolitiken för med sig. Det finns starka motsättningar i främst den lettiska regeringskoalitionen, där det inom kort också blir en utmaning att få parlamentet att godkänna de löften som bl a getts till IMF om ytterligare åtstramning. I en miljö med snabbt växande arbetslöshet kan vidare på sikt folkliga missnöjesaktioner åter blosa upp och testa stabiliteten i regeringarna. Vårt bas-scenariö är fortfarande att de baltiska valutapeggarna håller.

Euro 2011 ännu möjligt

- Skumpar fram på botten
- Budgetnedskärningar nödvändiga även 2010
- Fortsatt interndevalvering

Den estniska ekonomin har stabiliserats och troligen nått botten, men den kommer att förbli där under en utdragen period. Risker för tillväxt och för valutan kan ännu torna upp sig. Exportutsikterna har redan förbättrats. Men inhemsk efterfrågan hålls tillbaka ytterligare ett år, av växande arbetslöshet, fortsatt finanspolitisk åtstramning och lönesänkningar. Vi räknar med att BNP krymper med 13,6 procent 2009 och med 0,3 procent 2010. Under 2011 ökar BNP med 4 procent. Estland har fortfarande en realistisk chans att inträda i Euro-zonen som planerat 2011. Det offentliga budgetunderskottet, som är den huvudsakliga utmaningen när det gäller att uppnå kriterierna för euro-anslutning, är ännu ej komfortabelt under 3 procent av BNP för 2009. Men prognoser är i denna närhet. De största riskerna gäller de kommunala underskotten och utfallet av planerade inkomstökningar sent under året.

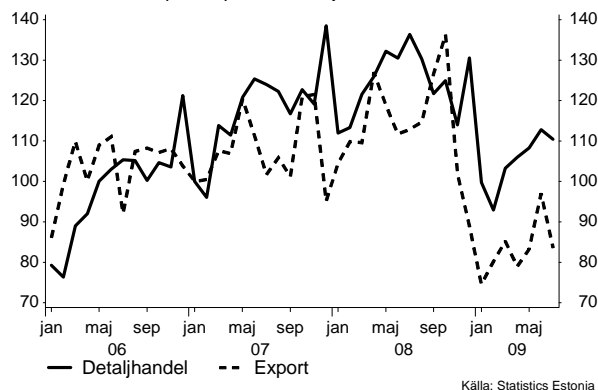
Ett medlemskap i Euro-zonen skulle förstärka investeringar men sannolikt inte öka konsumtionen så mycket. BNP-tillväxten skulle kunna nå 5 procent 2011 om euro-anslutningen blir av.



Indikatorerna har visat tecken på stabilisering, och en global återhämtning förbättrar utsikterna för de exportorienterade industrierna. Detaljhandelns försäljning har också stabiliserats till följd av återvändande konsumentförtroende och högre sparande. Återhämtningen kommer dock inte att bli bredbaserad 2010. Sektorer som är knutna till inhemsk efterfrågan kommer att vara pressade en längre tid. Detaljhandelns försäljning väntas minska med 12,4 procent 2009 och med 1,6 procent 2010, på grund av fallande inkomster. Huspriserna har rasat med 50 procent sedan toppen 2007 och prisnivåerna börjar bli attraktiva. Transaktionsvolymerna återhämtar sig och priserna är nära botten.

Export och detaljhandel

Löpande priser, index jan 2007 = 100

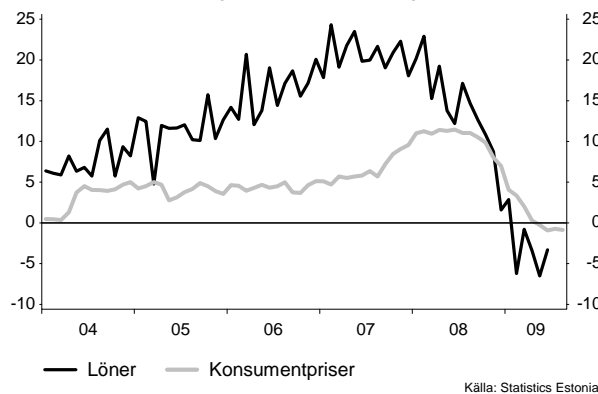


Hushållens finansiella situation har förbättrats av lägre kostnader för skulderna, sjunkande konsumentpriser och ackumulerat sparande. Å andra sidan faller lönerna och förväntas göra så långt in i nästa år. När oron för att mista jobbet minskar kommer konsumentförtroendet att återhämta sig – och detta har redan börjat ske.

Interndevalveringen är väl på väg. Under det andra kvartalet 2009 hade lönerna fallit med 4,4 procent mätt i årstakt. Lönesänkningarna är troligen större i den grå sektorn, vilket främst märks i byggsektorn och detaljhandeln. I byggsektorn har också de officiella lönerna fallit med 15 procent i årstakt. Det är i denna sektor som de största obalanserna och korrigeringsbehovet finns. Klart är att löneanpassningen allmänt sett ännu bara har kommit mindre än halvvägs. Gapet mellan reallöner och produktivitet är 21 procent, vilket innebär att löneddragningarna måste fortsätta. Samtidigt börjar produktiviteten återhämta sig och väntas konvergera med lönerna någon gång sent nästa år. Vår prognos för lönesänkningarna under 2009 är 8 procent och för 2010 ytterligare 4 procent. Sänkta löner innebär också fortsatt deflation, även om högre uppvärmningskostnader börjar motverka denna.

Priser och löner

Årlig procentuell förändring



Löneanpassning har gjort det möjligt för arbetsgivare att rädda jobb i viss utsträckning. Företag har mötts av en hård nedgång i produktion och försäljningsvolym och ett stort behov av att trimma arbetskraftskostnader. Många anställda har blivit satta på deltidsschema så att de har kunnat behålla jobben. På en så liten arbetsmarknad är det ofta svårt att finna och träna upp arbetskraft. Arbetslösheten steg till 13,5 procent under det andra kvartalet 2009 och stiger fortfarande. Nästa år kommer arbetslösheten att uppgå till i genomsnitt 16,4 procent.

Efterfrågan på investeringar förblir svag under nästa år, som ett resultat av ledig produktionskapacitet och fortsatt försiktighet från bankernas sida när det gäller utlåning. Fastighetsinvesteringar väntas heller inte återhämta sig till följd av ett bestående överutbud.

De externa obalanserna har försvunnit snabbt som en konsekvens av mycket svag inhemsk efterfrågan. Under det andra kvartalet 2009 var det ett rejält bytesbalansöverskott på 4,9 procent av BNP. I ljuset av de bättre utsikterna för export än import kommer detta överskott sannolikt att fortsätta växa.

Euro-anslutning 2011 ännu på agendan

Regeringens mål är eurokonvertering 2011, något som kräver ett budgetunderskott under 3 procent av BNP både 2009 och 2010. Under 2009 har regeringen tagit flera steg för att möta detta kriterium, både genom kostnadsnedskärningar och inkomstförstärkningar. För närvarande framstår det som möjligt att uppfylla målet.

Regeringens kostnadsnedskärningar har hittills framför allt inriktats på löpande utgifter och offentliga löner etc. Sociala förmåner, som är den enskilt största kostnadsposten, har inte blivit neddragna. Investeringar har upprätthållits i den utsträckning det varit möjligt för att inte skada ekonomin alltför mycket. Möjligheterna att skära kostnader är nu uttömda för 2009 och regeringen siktar nu in sig på inkomstförstärkande möjligheter, dock ej via skatter.

Minoritetsregeringen försöker att återvinna en del av sin förlorade popularitet efter massiva kostnadsbesparingar. Den deklarerar att inga sociala förmåner ska sänkas vare sig 2009 eller 2010. Under 2009 stiger pensioner och de totala sociala utbetalningarna jämfört med 2008. Under 2010 ska förmånerna vara oförändrade, lovar regeringen. Men då utbetalningarna för arbetslöshetsersättning är tidbegränsade kommer de totala förmånerna att minska. Löner fortsätter att sjunka, vilket innebär en allmänt negativ utsikt för konsumtion.

I en nära framtid kommer regeringens beslut att inte skära i sociala förmåner att lägga ett starkt tryck på den att finna alternativa icke skattehöjande inkomster

för att täcka gapet. Ser man längre bortåt i tiden innebär denna strategi också att sociala förmåner inte kan höjas på flera år.

Att inte skära i socialförsäkringssystemen är en väg att över tiden utjämna inkomsterna för målsatta grupper och därmed mjuka upp inverkan från den ekonomiska nedgången. I ljuset av att lokalval närmar sig 2009 och parlamentsval 2011 möjliggör detta för de regerande partierna att minimera politisk skada. Fortfarande finns utrymme att förbättra effektiviteten i socialförsäkringssystemen.

När det gäller att uppnå Euro-zonens 3-procentiga krav är denna hållning relativt riskfylld, då sociala förmåner utgör lejonparten av budgetens kostnader och också innebär en långsiktig risk för obalanser. För att möta kriteriet krävs också att de kommunala underskotten inte är alltför stora samt att regeringen kan lyckas sälja flera offentliga tillgångar. För närvarande har den sålt bara 21 procent av den planerade summan. Regeringens tänker genomdriva de flesta av försäljningarna denna höst.

Tillgångar som är aktuella inkluderar fastigheter och aktier i Eesti Telekom. Dessa privatiseringar kommer att förstärka budgetbalansen 2009 och de kommande åren, samtidigt som de möjliggör för regeringen att bygga upp reserver. De är också en källa till inflöde av utländska direktinvesteringar och hjälper till att åter få fart på den inhemska ekonomin.

Regeringens strävan att 2010 hålla det offentliga underskottet under 3 procent av BNP är också uppnåelig, då nedgången i skatteinkomster väntas bli mycket mindre än under 2009. Men extraordinära inkomster blir mycket svårare att finna, och kostnadsnedskärningar blir politiskt svårare nästa år. Regeringen har föreslagit ytterligare en runda av höjningar av moms och konsumtionsavgifter.

Efter deflation mätt i årstakt i augusti väntas inflationen troligen förbli låg och därmed möta detta Maastrichtkrav. Vad gäller Maastrichts räntekriterium är detta öppet för olika tolkningar genom att en s k benchmark-ränta saknas i Estland och att det inte finns någon bra tillgänglig indikator. Hittills har bedömningarna från EU om detta kriterium varit gynnsamma för Estland, och räntor ska sålunda inte utgöra något hinder för euro-anslutning.

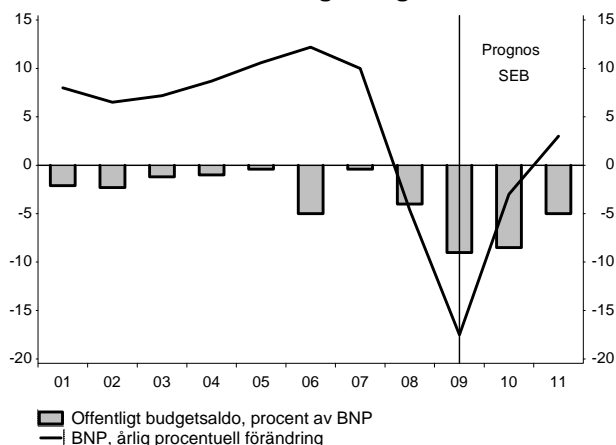
Budgeten hindrar bred återhämtning

- Stabilisering på låg nivå
- Kraftiga budgetåtstramningar även 2010
- Bytesbalansen uppvisar stora överskott

Efter att ha genomgått den djupaste recessionen i EU, kan man nu spåra vissa tecken på en stabilisering i Lettlands ekonomi, främst i exporten. Underskottet i bytesbalansen har eliminerats som en följd av en kollaps i importen. Inflationen har sjunkit tillbaka och mot slutet av 2009 är årstakten i KPI under noll. Investeringar och konsumtion förblir dock svaga även 2010 som en följd av den finanspolitiska åtstramning som nu genomförs för att tygla exploderande budgetunderskott. Vi räknar med att regeringen fortsätter med kraftiga nedskärningar på utgiftssidan med bl a lönesänkningar i linje med villkoren för det stora stödpaketet från EU och IMF. En sådan interndevalvering syftar till att säkra att Lettland kan täcka sin stora utlandsskuld. Återhämtningen kommer att bli gradvis och i hög grad beroende av den globala ekonomins utveckling. BNP minskar med 17,5 procent i år och med 3 procent nästa år. Det innebär att ekonomin under recessionen minskar med en fjärdedel jämfört med toppnivån under 2007. År 2011 räknar vi med en tillväxt på 3 procent.

BNP föll med 18 procent första kvartalet, mätt i årstakt, och 18,7 procent under andra kvartalet. De dramatiska talen beror delvis på att en del verksamhet övergick till grå sektor. Den enda sektor som undgick en nedgång var transithandeln i hamnarna. De senaste trenderna i ekonomin talar för en viss förbättring andra halvåret. Budgetkonsolideringen kommer dock att påverka BNP genom lägre offentlig konsumtion och investeringar. Exporten förbättras troligen under fjärde kvartalet 2009; en trend som förstärks 2010 och 2011. Den privata konsumtionen påbörjar troligen inte återhämtningen förrän mot slutet av nästa år.

BNP och offentligt budgetsaldo



Recessionen har medfört att skatteinkomsterna rasat ihop, vilket tvingar regeringen att hitta olika vägar för att reducera budgetunderskottet. Uppgörelserna med IMF och EU i juni innebar att Lettland var tvungen att genomföra en budgetnedskärning på 3 procent av BNP i år. Regeringen har implementerat breda utgiftsnedskärningar med bland annat lägre ålderspensioner och ytterligare sänkningar av de offentliganställdas löner. Den senaste IMF-förhandlingen resulterade i en avsiktsförklaring undertecknad av alla koalitionsparter i regeringen. Detta var nödvändigt för att IMF skulle fortsätta utbetalningarna av lånet. Hittills har Lettland tagit emot 3 miljarder euro från IMF och EU av de 7,5 miljarder euro som räddningspaketet totalt består av.

Regeringen har kommit överens om en budgetnedskärning på totalt 500 miljoner lats eller 4 procent av BNP i budgeten för 2010 och samtidigt matcha sitt skuldmål som andel av BNP. Den beslutade om utgiftsnedskärningar på 225 miljoner lats och ytterligare 100 miljoner i ökade skatteinkomster. Samtidigt uppskattas effekterna från 2009 års beslut ge 175 miljoner. Lettland behöver godkännande från IMF, som redan indikerat att man inte godtar regeringens siffror. Finansdepartementet delar IMF:s skeptiska syn och hävdar att de redan beslutade åtstramningsåtgärderna leder till långt mindre sparbelopp och att regeringens föreslagna utgiftsnedskärningar är otillräckliga.

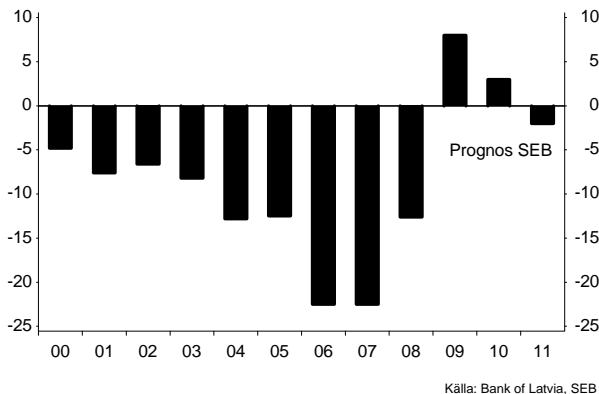
Regeringen måste troligen genomföra mer budgetnedskärningar, men motståndet inom koalitionen växer nu mot att gå vidare med sänkta pensioner och sociala förmåner. Näringslivet vädjar samtidigt till regeringen att inte höja skatterna så mycket som avtalats. Det är svårt att förutse hur det slutgiltiga utfallet blir, men regeringen måste nu göra någon form av balansering av de motstridiga kraven. Parlamentet väntas besluta om en ny åtstramningsbudget i början av december, med målet att begränsa budgetunderskottet till 8,5 procent av BNP år 2010 och sedan pressa ned det till 3 procent 2012.

Regeringen arbetar även med en ny fastighetsskatt och kapitalinkomstskatt. Lettland har lovat IMF att det ska introducera en progressiv inkomstskatt och höja momsen om de statsfinansiella målen inte uppnås. Detta kommer till stor del att bli beroende av den politiska beslutsamheten i att genomföra strukturella reformer. En annan fråga är svårigheten att genomföra utgiftsnedskärningar utan att det utlöser sociala oro-tendenser. Samtidigt kan man notera att ökningen i budgetunderskottet mattades under sommaren. Om denna trend fortsätter kan regeringen uppnå det överenskomna målet om ett budgetunderskott på 10 procent av BNP i år. Nästa IMF-genomgång väntas i mitten på november.

Internationella lån stöttar valutan

Sedan det internationella låneprogrammet återupptagits har valutan varit relativt stabil och oron för landets betalningsförmåga har gått tillbaka. Latsen hade hamnat under press under rykten om en nära förestående devalvering men har stärkts sedan mitten av juli. På sistone har latsen på nytt deprecierat. Vår syn är att en devalvering bara skulle ge en viss stimulans för exporten och inte skulle vara värd det kaos som den skulle kunna orsaka. Vi räknar med att centralbanken lyckas bevara latsen inom det smala bandet mot euron, med externt stöd från IMF-programmet. Samtidigt är risken mycket stor att politisk obeslutsamhet i att genomföra strukturella reformer och balansera de offentliga finanserna kan återväcka spekulatören om en möjlig devalvering på sikt om tillväxten inte repar sig.

Bytesbalans
Procent av BNP



Bytesbalansunderskottet har försvunnit efter att importen rasat och lett till ett mindre handelsunderskott. Den snabba importnedgången i var en följd av ett avsevärt fall i inhemsk efterfrågan. En annan central faktor bakom den förbättrade bytesbalansen har varit snabbt växande inkomster efter att banker gjort avskrivningar för dåliga lån. I juni överskred överskottet i tjänstebalansen ett underskott i varuhandeln. Under de första sju månaderna uppgick bytesbalansöverskottet till 581 miljoner lats, jämfört med ett underskott på 1,42 miljarder motsvarande period i fjol. Denna trend fortsätter och ger överskott på 8 procent av BNP 2009 och 3 procent 2010.

Arbetslösheten mer än fördubblades till nästan 17 procent från mitten av 2008 till andra kvartalet 2009. Antalet sysselsatta krympte till 2002 års nivå. Arbetslösheten i privat sektor har börjat stabiliseras, medan pågående strukturella reformer i den offentliga sektorn väntas höja den totala arbetslösheten till 20 procent i slutet av året. Under 2010 sjunker arbetslösheten något. Samtidigt fortsätter lönesänkningarna i både offentlig och privat sektor. Lönepressen var i realiteten klart större än den årliga nedgång på bara 1 procent som officiell statistik visade för andra kvartalet. Detta berodde såväl på bristande statistik från privat sektor

som att utbetalningar till avskedade höjde totala löner. Statistiken i slutet av året väntas ge en mer korrekt bild. Lönefallet beräknas i år hamna runt 10 procent i privat sektor och runt 20 procent i offentlig sektor. Inkomsterna fortsätter att falla under 2010.

Arbetslöshet



Lägre priser och inkomster är en del i Lettlands strategi att återställa sin konkurrenskraft. Inflationstakten kommer att falla brant till följd av lägre administrativt satta priser och svag efterfrågan till dess den övergår i negativ takt på grund av ytterligare sänkta uppvärmningskostnader. Ändå förhindrar höga jämförelsetal att den genomsnittliga inflationen 2009 faller under 3,5 procent. Vi räknar med deflation på 2,5 procent 2010 och inflation på 1,5 procent 2011.

Ökad politisk risk inför valet

IMF har gjort hård finanspolitisk åtstramning till ett nyckelkrav för att Lettland ska få stöd. Men varje beslut om stor utgiftsminskning sätter ytterligare press på fempartikoalitionen. Mindre än två veckor efter att regeringen överkommit interna meningsskiljaktigheter för att säkerställa en utbetalning från IMF-stödet klagade det största partiet över hur det hade blivit behandlat. Det ifrågasatte koalitionen möjligheter att driva igenom tuffa budgetnedskärningar och införa nya skatter då det inte fanns någon enighet om hur beslutade åtgärder skulle forceras. Planerna på en ny fastighetsskatt hade redan förstärkt spänningarna i koalitionen, som möter ett val i oktober nästa år. För tillfället verkar det som att det politiska tvistandet lagt sig, men efter att 2010-budgeten har godkänts kan uppbyggda spänningar och politiskt manövrerande leda till ytterligare ombildningar. Då vintern närmar sig och regeringens åtstramning börjar bita kommer troligen medborgarnas stämningsslag att försämrats och politikerna får ett tufft jobb i att förhindra att konflikter utbryter.

Få tecken på återhämtning

- Arbetslösheten ökar sannolikt fortfarande
- Ytterligare finanspolitisk åtstramning
- Svaga skatteinkomster

Litauen brottas men en allvarlig ekonomisk nedgång och framför allt med en nedgång på hemmamarknaden. Indikatorerna på ekonomisk aktivitet kan redan ha bottnat under andra kvartalet 2009, men levnadsstandarderna kommer att försämrats ytterligare och arbetslösheten väntas stiga fram till 2011, från 14,0 procent till en topp på 16,0 procent. En av landets viktiga styrkor i den rådande situationen är en mycket beslutsam regering som är beredd att hantera recessionen och budgetkorrigeringen. Den relativt nyvalda presidenten Dalia Grybauskaitė tillför sitt ekonomisk-politiska kunnande till Litauens politiska liv och, mest sannolikt, en ansevärd röst i det framtida beslutsfattandet.

Rasande inhemsk efterfrågan

BNP gick tillbaka med 17,0 procent under det första halvåret 2009. Det var en av de största nedgångarna i EU och ett 17-årsrekord. Sektorer riktade mot inhemsk efterfrågan var de mest utsatta.

Landet genomled en investeringskollaps på nästan 40 procent i årstakt. Nedgången i privat konsumtion var bara hälften så stor, medan den offentliga konsumtionen till och med ökade med 1 procent. Trots ett väldigt ras i importen var nettoexporten fortfarande negativ. En massiv försvagning i växelkurserna för polska zlotyn och både den ryska och vitryska rubeln urholkade Litauens konkurrenskraft förra vintern, men ett stort fall i producentpriser under loppet av 2009 bidrog åtminstone delvis till att återställa denna.

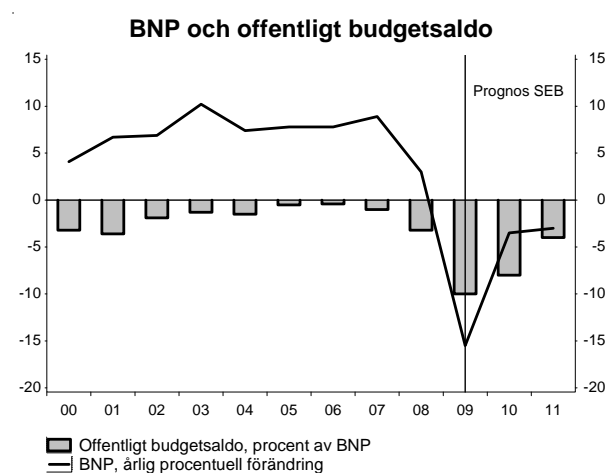
Trots mycket svaga utfall under det första halvåret i år, visade industriproduktion och transporter vissa förbättringar i juli och augusti. Dessutom kommer statistiska baseffekter att spela en positiv roll under det andra halvåret. Vår BNP-prognos är sålunda en nedgång med 15,5 procent i år, ytterligare 3,5 procent nedgång 2010 och en ökning med 3,0 procent 2011. Inhemsk efterfrågan förblir nedpressad för ännu ett år. En långsam ekonomisk återhämtning bör starta under det andra halvåret 2010, inledningsvis via starkare utländsk efterfrågan och något mindre restriktiv utlåning.

Regeringen antog en stimulansplan under våren, men på grund av byråkratisk tröghet har hittills bara en liten del av de anslagna fonderna nyttjats i ekonomin. En av de främst kvarstående utmaningarna blir att omstrukturera energisektorn och minska beroendet av ryska energiresurser. Den senare processen är också mycket långsam och trevande.

Tuff finanspolitisk åtstramning

Till skillnad mot de flesta europeiska länder påbörjades budgetåtstramningen i Litauen så tidigt som i slutet av 2008 och fortsatte under loppet av innevarande år.

Den ursprungliga budgetplanen har reviderats två gånger under 2009, genom att minska utgifterna med 1,5 miljarder litas (6 procent) och inkomsterna med 4,8 miljarder litas (19 procent). I och med att dessa nedskärningar var asymmetriska tilläts ett större budgetunderskott.



En rad konsolideringsåtgärder för budgeten implementerades så tidigt som i januari 2009 (höjd moms, skatt på företagsvinster, konsumtionsavgifter mm). Med start i september höjde regeringen på nytt den allmänna momsen, från 19 till 21 procent, men sänkte avgiften på diesel från augusti. Myndigheterna återkallade tidigare löften om lönehöjningar för lärare, sänkte löner för statstjänstemän och bantade antalet anställda i offentlig sektor. I september beslutade regeringen om neddragningar i Litauens pensioner samt generösa stöd till föräldrar.

Det offentliga budgetunderskottet uppgick till 10,2 procent av BNP under det första halvåret 2009. Statliga budgetinkomster minskade med 19 procent i årstakt, medan nominell BNP föll med 15 procent. Det senare gapet tydde på att den högre skattebördan och den svåra ekonomiska situationen förmådde viss verksamhet att gå in i den grå ekonomin, även om det är omöjligt att kvantifiera omfattningen i denna process. Krympande vinster och löner, lägre konsumtion och stigande arbetslöshet kommer att allvarligt hämma skatteinkomsterna.

Staten har fortsatt att finansiera underskottet via att låna från privata källor, främst via euro-obligation-emissioner. Som en följd av detta ökade statsskulden till 23 procent av BNP i slutet av juni 2009 och väntas nå 28-29 procent vid årets slut.

Statens upplåning detta år har varit dyr (t ex utgivningen av euro-obligation i juni såld till en ränta på

9,375 procent), vilket kommer att öka den framtida betalningsbördan på skulden och refinansieringsbehoven. Under hösten har obligationsräntorna sjunkit tillbaka en del, reflekterandes ett bättre stämningsläge på finansmarknaderna. Men statsskuldväxlar såldes ännu till en ränta på 6-7 procent på den inhemska marknaden i september. Denna hösts euro-obligationemission kommer sannolikt att bli framgångsrik, något som ytterligare minskar sannolikheten för att Litauen ska ansöka om IMF-stöd.

Budgetunderskottet väntas uppgå till 10 procent av BNP i år, 8 procent 2010 och 4 procent 2011. Högst troligt fortsätter den finanspolitiska åtstramningen nästa år, främst på utgiftssidan. Höjda skatter, såsom på momsen, kan inte uteslutas.

Interdevalvering fortsätter

Under det andra kvartalet 2009 sjönk de nominella lönerna i en årstakt med 6 procent i den privata sektorn men var ännu 1 procent upp i offentlig sektor. Vår bedömning är att den officiella totala lönestatistiken kommer att visa en accelererande nedgång till 13 procent under fjärde kvartalet men sakta in till 5 procent i slutet av 2010. I slutet av 2011 väntas lönerna öka med 2,5 procent. Även om arbetsgivare använder olika strategier för att skära i arbetskraftskostnaderna (reducera snittlöner, säga upp anställda, erbjuda kortare arbetstid, betala "under bordet") så är den mest utbredda metoden att banta personalstyrkan. Det är uppenbart när man jämför den genomsnittliga lönesänkningen med den totala lönedgången under andra kvartalet: 23 procent i privata företag och 1 procent i offentlig verksamhet.

Korrigeringen i producentpriser är också stor, och nådde nästan 20 procent i årstakt under det tredje kvartalet. De allra senaste uppskattningarna av elprishöjningar efter att kärnkraftverket i Ignalina stängts ned i början av 2010 är 20-30 procent. Samtidigt sjunker dock värmekostnaderna med 16 procent i vinter.

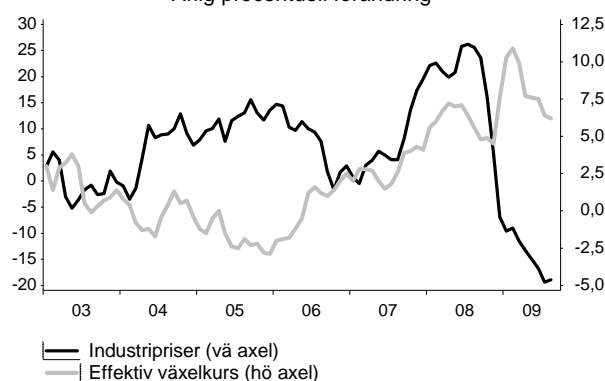
Sålunda sker en allmän kostnadssänkning på 20-30 procent och det är grovt sett tillräckligt för att reparera exportens konkurrenskraft. Högre elpriser, med start i januari 2010, gör att processen med interdevalvering fortgår längre, åtminstone under hela nästa år.

Inflationen faller snabbt till följd av den förlorade köpkraften, en högre sparbenägenhet och ökad försiktighet bland både hushåll och företag. Ändå väntas konsumentpriserna öka både under 2009 och 2010, främst beroende på högre moms och konsumtionsavgifter samt stigande energikostnader. HIKP-inflationen blir i genomsnitt 5,0 procent 2009, 2,0 procent 2010 och 2,5 procent 2011.

De externa obalanserna har raderats ut mycket snabbt i spåren av den djupa recessionen. Under det första halvåret 2009 visade bytesbalansen ett överskott på 0,1 procent av BNP, efter ett underskott på 11,9 procent 2008. Anpassningen kan främst hänföras till en brant nedgång i handelsunderskottet, men förbättringar i inkomst- och tjänstebalanser bidrog också betydande. Bytesbalansen är i jämvikt 2009 och når överskott på motsvarande 0,5 procent av BNP respektive 1,0 procent 2010-2011.

Industripriser och effektiv växelkurs

Årlig procentuell förändring



Källa: Statistics Lithuania, BIS, SEB

Stämningen på finansmarknaderna har förbättrats och ryktena om valutadevalvering har lättat under hösten, jämfört med februari-mars och början av sommaren. De första tecknen på en makroekonomisk botten och ökad klarhet om grannen Lettlands situation har dämpat devalveringsoron. Om man väger in det något bättre exportmarknadsläget och den stora nedgången i producentpriser, blir vår syn att litas reala effektiva växelkurs kommer att depreciera ytterligare i en nära framtid.

Litauen är fortfarande starkt inriktat på att gå med i Euro-zonen så snart som möjligt. Det stora budgetunderskottet gör det dockorealistiskt före 2014.

Den regerande koalitionen håller samman trots den svåra ekonomiska situationen. Ett byte av talman i parlamentet nyligen har gynnat koalitionen och stärkt dess chanser för framgång. Presidenten är också mån om att den nuvarande regeringen sitter kvar. Oppositionen erbjuder inga seriösa alternativ för att förbättra det ekonomiska läget. Vi förutser därför inga stora förändringar i koalitionen, åtminstone inte det närmaste året. Spänningar kommer säkert att öka om de ekonomiska problemen blir svårare. Regeringens sammanhållning kan också försvagas när lokalvalen närmar sig 2011 och parlamentsvalet 2012.

Goda fundamenta betalar sig

- **Ökad statsskuld kräver åtgärder**
- **Motståndskraftiga hushåll**
- **Räntan har bottnat**

Polen har stått emot den globala krisen bättre än de flesta andra länder. Konjunkturedgången har varit förhållandevis mild. Som enda EU-land har Polen undgått recession. Huvudförklaringen är relativt goda fundamenta, inkluderande banksystemet. Detta bäddar också för en annalkande återhämtning som främst får näring av en uppgång i Euro-zonen. En växande offentlig skuld – om än måttlig i ett internationellt perspektiv – kräver dock av konstitutionella skäl att finanspolitiken läggs om i åtstramande riktning. Detta gör att konjunkturuppgången blir gradvis men starkare än rådande konsensus. Vår prognos är att BNP ökar med 1,5 procent i år och 3,0 respektive 4,0 procent de kommande åren.

Flera faktorer talar för att Polen är ett av de länder i Östeuropa som är bäst positionerat för en uppgång. De berör export, konsumtion och finansiering:

- Valutafallet har varit större än på andra håll, undantaget Ukraina. Zlotyn föll med 30 procent mellan juli 2008 och februari 2009. Detta i en ”superdepreciering” som landet aldrig skådat på så kort tid de senaste 20 åren. Inräknat återhämtningen sedan dess är fallet ännu 20 procent. Mätt i reala effektiva termer är nedgången 18 procent. Detta gör polsk export mer konkurrenskraftig – ett Polen som i sig under de senaste fem åren strukturellt kommit till rätta med tidigare konkurrensproblem som berodde på höga lönekostnader. För det närmaste året räknar vi med en fortsatt appreciering.

Effektiv växelkurs

58 länder, index 100 = 2005



Källa: Reuters EcoWin

- Reallönepressen mot hushållen har varit mindre i Polen. Först i somras gick reallöneutvecklingen ned mot noll, vilket kan ställas mot fallande reallöner sedan en längre tid i flera andra länder. Vår bedöm-

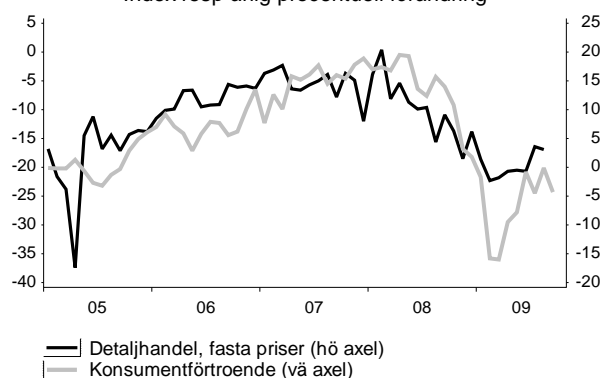
ning är att reallönerna kommer att öka det närmaste året, om än svagt som en konsekvens av fortsatt försvagning på arbetsmarknaden.

- Exponeringen i utländska valutalån är moderat, sett i ett östperspektiv. Runt en tredjedel av lånen ligger i annan valuta. Det kan jämföras med 50-75 procent i länder som Ukraina, Bulgarien, Rumänien, Ungern och Litauen. Och mer än så i Estland och Lettland. Den polska låneställningen har varit till fördel då många östvalutor, inklusive zlotyn, tidigare fallit. Kreditexpansionen har heller inte kommit så långt i Polen.
- Kvarvarande anpassning i polska bankers balansräkningar är troligen mindre än på en del andra håll. Bankerna är, enligt IMF:s studier i somras, väl kapitaliserade och fondens stresstester har visat att de är motståndskraftiga. Ändå räknar vi på kort sikt med fortsatt kreditåtstramning även på nationell nivå.

Ekonomi har också bromsat in under ordnade former, i en successiv dämpning som startade före den mest akuta delen av den globala finanskrisen. Nu syns tecken på stabilisering. Mätt i årstakt ökade BNP med 0,8 procent under första kvartalet och med 1,1 procent under det andra. Första halvårets tillväxt drevs främst av nettoexport, som följde av importtraset. Men även privata konsumtionen växte, om än långsammare än tidigare, delvis med stöd av finanspolitiska stimulanser. Investeringarna – som under åren dessförinnan spelat en central roll för dynamiken i ekonomin – var dock nedtryckta.

Konsumentförtroende och detaljhandel

Index resp årlig procentuell förändring



Källa: Reuters EcoWin

Sedan i våras har exporten bottnat och detaljhandeln har repat sig något även om bilförsäljningen förblivit svag. Konjunkturbarometrar har stabiliserats över hela linjen. Hushållsmätningarna visar till och med en tydlig återhämtning i förtroendet.

De kommande åren blir tillväxtkrafterna mer balanserade; export och investeringar ökar åter – de senare dock bara svagt nästa år – samtidigt som konsumtionen fortsätter att växa i måttlig takt. Det betyder i sin

tur att bytesbalansen ligger kvar nära jämvikt; att bara små underskott väntas. Bytesbalansen har, främst på en svag import, förstärkts snabbare än väntat, från minus 5,3 procent av BNP i fjol till nära noll i år. Första halvårets överskott var det första sedan mitten av 1990-talet.

Hushållens konsumtion bromsas av att arbetslösheten fortsätter att stiga en bra bit in i 2010 och på sikt av vissa finanspolitiska åtstrammingsåtgärder. Antalet lediga platser har stigit något i år men är alltså på låga nivåer jämfört med åren 2006-2008. Färre industriföretag planerar nedskärningar än i början av året med de som tänker dra ned är alltså tydlig majoritet. Vad som riskerar att spä på arbetslösheten är hemvändande polacker efter de senaste årens emigrationsvåg till väst dit ett par miljoner sökte sig för att ta jobb. Anekdotiska rapporter säger att vågen tillbaka i och för sig inte varit så stark. Sammanvägt väntas arbetslösheten toppa på 13 procent.

Arbetslöshet

Procent



Källa: Reuters EcoWin

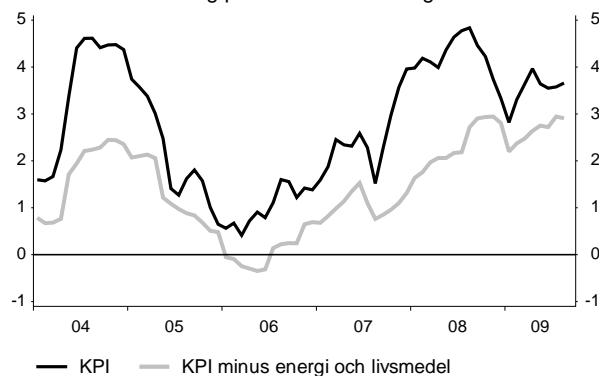
KPI-inflationen har sedan i våras pendlat mellan 4,0 och 3,5 procent, vilket är något över centralbankens mål på 2,5 +/-1 procentenhet. Något oroande har även kärninflationen (KPI exkluderande energi och livsmedel) fortsatt sin trendmässiga klättring till 3,0 procent. På senare tid har skatthöjningar påverkat priser uppåt. Kommande budgetbesparingar kan också komma att innehålla förändringar i skatter och avgifter vilket håller uppe inflationen. Men sett till den ökade mängden lediga resurser i ekonomin, samt att tillväxten inte kommer tillbaka till trend förrän under 2011, bedömer vi att inflationstrycket i stället lugnar ned sig. Apprecieringen av zlotyn bidrar även i samma prisdämpande riktning, även om historiska erfarenheter visar att genomslaget från förändringar, åt båda hållen, är beskedligt. Vi förutspår i genomsnitt 3 procents inflation per år 2010-2011.

Centralbanken har sänkt räntan i sex steg sedan slutet av 2009, från 6 procent till historiskt låga 3,5 procent i juni. Svag tillväxt och försvagad arbetsmarknad skulle kunna motivera ytterligare viss sänkning. Men centralbanksledningen ser troligen med oro på att KPI-

målet inte riktigt uppfylls. Vår slutsats är att räntan har nått botten och att en gradvis uppjustering inleds under första halvåret 2010.

KPI-inflation

Årlig procentuell förändring



Källa: Reuters EcoWin

Finanspolitiken har varit relativt konservativ. Den offentliga budgeten slutade på minus 4 procent i fjol och är på väg mot 6 procent i år, vilket är över regeringens antagande på 4,6 procent. EU har inlett en process för bantat offentligt underskott. Samtidigt var Polen ett av fem östländer i EU som i somras gavs respit att konsolidera budgeten de närmaste åren, i Polens fall max 3 procent underskott till 2012. Men detta kräver åtstramning på minst 1,25 procent av BNP per år med start 2010, fastslog EU.

I takt med ett svällande budgetunderskott har offentliga skulden också ökat. Den låg på 47 procent av BNP i fjol och är på väg mot den kritiska gränsen 55 procent nästa år. Enligt det polska ekonomisk-politiska ramverket måste då underskottet krympas. Vi räknar mot denna bakgrund med att regeringen nästa år lägger om kursen och stramar åt finanspolitiken. Som ett led i att stärka statsfinanserna försöker den också på nytt få liv i sina ambitiösa privatiseringsplaner. Vår bedömning är att regeringen därför startar relativt mjukt med sin åtstramning. President- och parlamentsval 2010 respektive 2011 talar också för att åtstramningen inte blir hård.

När det gäller regeringens EMU-mål 2012 ansåg vi redan i vårens EEO-rapport att det framstod som alltför ambitiöst. Målet är ännu ej officiellt övergivet. Vår syn är att euro-anslutningen sker 2014.

Måttlig återhämtning efter rekordras

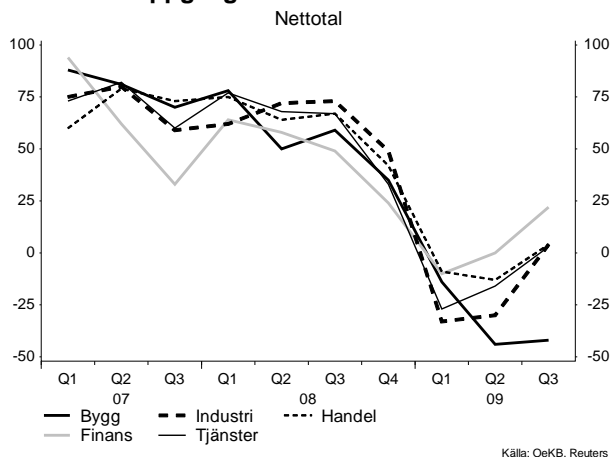
- Konjunkturen bottenade andra kvartalet
- Arbetslösheten vänder upp i vinter, svag reallöneutveckling
- Stigande budgetunderskott, lägre styrränta – mindre politisk risk

Ryska konjunkturen bottenade andra kvartalet, men återhämtningen blir långsam. BNP-tillväxten hamnar på -7,7 procent i år, 4,1 procent 2010 och 5,5 procent 2011. Prognosen bygger på ett oljepris på 70 dollar per fat 2010-2011, vilket kan jämföras med regeringens egen prognos på 60 dollar. Arbetslösheten vänder upp till 9,3 procent i december i år, uppgår till 10 procent i genomsnitt 2010 och 8,5 procent 2011. Budgetunderskottet hamnar på 8 procent av BNP i år, faller sedan till 5 procent 2010 och något lägre 2011.

Återhämtning nästa år

Ryssland har drabbats hårt av den globala recessionen. Kombinationen av globalt exportstopp, kollapsen i oljepriset i slutet på förra året och kapitalutflöden på mer än 175 miljarder dollar sedan halvårsskiftet i fjol har bidragit till ett nytt bottenrekord för rysk BNP-tillväxt. BNP föll med -9,8 procent första kvartalet på årsbasis, 10,9 procent det andra – största uppmätta nedgången i landets historia. Den exportberoende tillverkningsindustrin har drabbats hårdast i hela Central- och Östeuropa, vilket bidrog till att nettobidraget från utrikeshandeln i hela ekonomin hamnade på -2 procentenheter andra kvartalet.

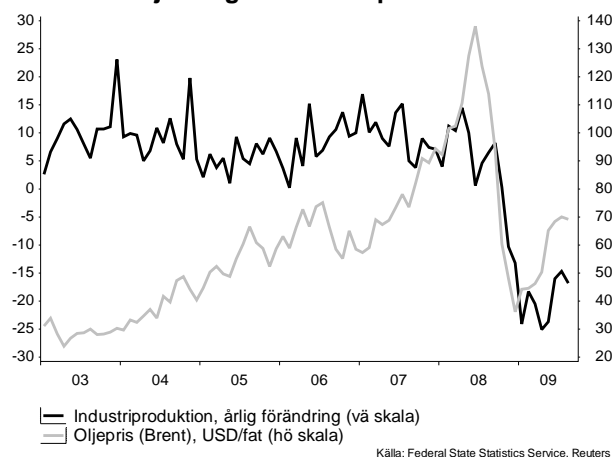
Uppgång i ledande indikatorer



På senare tid har det dock kommit en del tecken på stabilisering; oljepriset har klättrat tillbaka över 70 dollar per fat, preliminära siffror indikerar ett visst inflöde av kapital igen och regeringen sjösatte ännu ett stimulanspaket i tilläggsbudgeten i april på ytterligare

ca 5 procent av BNP som bl a innefattar lägre företagsskatter samt bank- och likviditetsstöd. Den samlade finanspolitiska stimulansen hamnar på närmare 10 procent av BNP. Till detta ska läggas att ledande indikatorer för finans-, handel-, industri- och tjänstesektorn har vänt upp. De ligger nu kring, eller strax över, noll, vilket indikerar nolltillväxt eller svagt positiv tillväxt. Byggsektorn släpar efter.

Viss ljusning för industriproduktionen



Industrisektorn vacklar dock fortfarande; produktionen steg oväntat med nästan 10 procent mellan maj och juni, ytterligare 5 procent i juli, men föll sedan med drygt 4 procent i augusti. Den backade med hela 17 procent i augusti på årsbasis. Vi spår ett produktionsfall på ca 15 procent i år, en ökning på 3-4 procent 2010 och ytterligare 5-7 procent 2011.

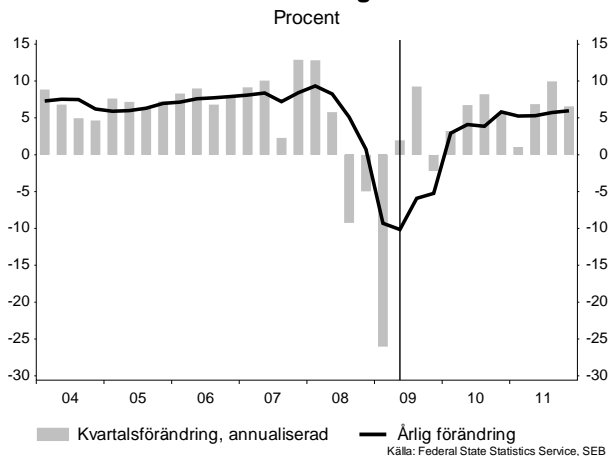
Positiva konjunktursignaler har fått politiker, med president Dmitrij Medvedev och premiärminister Vladimir Putin i spetsen, att börja tro på positiv tillväxt igen. Men det blir ingen snabb återhämtning: inköpschefsindex (PMI) signalerar fortsatt svag tillväxt i år, även om det har stigit något snabbare än väntat de senaste månaderna. Tillverkningsindustrin steg till 52,0 i september från 49,6 i augusti, en liten bit över 50 som är brytpunkten mellan kontraktion och expansion (anses dock ibland ligga så högt som 55). PMI-index för tjänstesektorn steg till 53,0 från 52,2 i augusti, vilket indikerar att tjänstesektorn leder återhämtningen.

Kopplingen mellan BNP och PMI är dock långt ifrån perfekt, vilket framför allt beror på att indexet exkluderar bygg-, gruv- och jordbrukssektorerna som tillsammans utgör ca 20 procent av förädlingsvärdet i den ryska ekonomin, men också på att säsongmönstret i BNP-siffrorna är svårt att uppskatta (finns inga officiella säsongrensade BNP-siffror).

Vår egen säsongrensning ger vid handen att BNP steg med måttfulla 0,5 procent mellan första och andra kvartalet – det är glädjande, men kompenserar inte på långa vägar fallet på 7 procent första kvartalet. Vi

räknar med att säsongrensad BNP stiger med drygt 2 procent mellan andra och tredje kvartalet tack vare finanspolitiska stimulanser som har försenats något, men backar tillbaka något i slutet på året när de omedelbara stimulans effekterna klingar av. Därefter tar tillväxten återigen fart i takt med att den globala ekonomin fortsätter upp och den finanspolitiska expansionen för 2010 börjar verka. Säsongrensad BNP tar därmed formen av ett W. Tillväxten hamnar på -7,7 procent i år, 4,1 procent 2010 och 5,5 procent 2011 – något över konsensus, men under trend. Privata konsumtionen minskar med knappt 5 procent i år, ökar igen med ca 4 procent 2010 och något mer 2011. Investeringarna minskar med 15 procent i år, stiger sedan med ca 5 procent per år 2010-2011. Exporten minskar med 1,5 procent i år, återhämtar sig därefter med 2-3 procent 2010 och ca 5 procent 2011.

BNP återhämtar sig nästa år



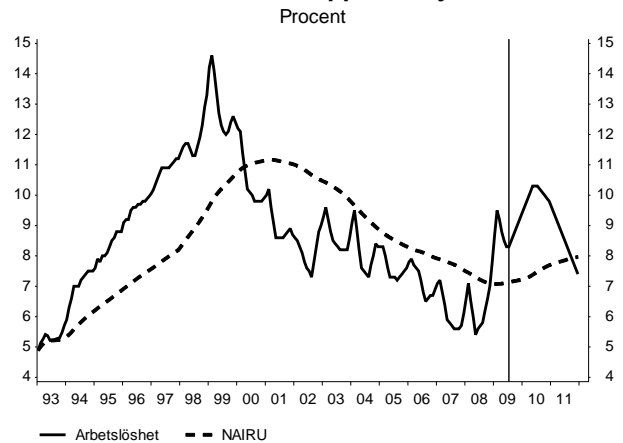
BNP-fallet blir djupare i år än nedgången 1998, men en bättre fungerande ekonomi i dagsläget – bl a genom bättre fungerande institutioner, större ekonomisk och politisk stabilitet, starkare budget och bytesbalans och liten statsskuld i utgångsläget – gör ändå att svackan blir kortare. Rubelns försvagning på ca 30 procent mot dollarn sedan juli i fjol ger visst stöd i återhämtningen även om den har börjat stärkas igen. Bytesbalansen minskar till 3,5 procent i år, 3 procent 2010 och 2,5 procent 2011.

Arbetslösheten stiger i höst

Arbetslösheten har trotsat recessionskrafterna hittills i år; finans- och kreditkrisen och den globala tvärniten drev snabbt upp arbetslösheten till 9,5 procent i februari i år, men därefter har den fallit tillbaka successivt till 8,3 procent i juli. Orsaken till den gynnsamma utvecklingen, som bryter det internationella mönstret, är en kombination av säsongeffekter, den positiva börsutvecklingen och att det högre oljepriset har stimulerat den ryska industrin. Kanske har den också att göra med mätproblem kopplade till den stora informella/svarta sektorn i landet. Vi räknar med att arbetslösheten stiger igen framöver och hamnar på 9,3 procent

i december i år. Den toppar på 10,3 procent under andra kvartalet nästa år. Arbetslösheten hamnar på 8,8 procent i genomsnitt i år, 10 procent nästa år och 8,5 procent 2011. Den ligger därmed tydligt över jämvikt-sarbetslösheten (NAIRU) under nästan hela prognosperioden, vilket pressar ned löne- och prisinflationstrycket.

Arbetslösheten toppar i maj 2010



Den svaga reallöneutvecklingen hittills i år (-14 procent) är oroande, inte minst med tanke på de senaste årens höga ökning kring 3 procent. Hushållen fortsätter att hålla igen på konsumtionen, vilket bl a återspeglas i nedväxling i detaljhandels omsättning (-0.2 procent på årsbasis i augusti). Inget talar för att den privata konsumtionen tar över som tillväxtmotor i ekonomin på kort eller medellång sikt, vilket gör återhämtningen sårbar för svängningar i den globala efterfrågan och oljepriset. Det är förstas en stor osäkerhetsfaktor, inte minst då konsumtionen har varit en viktig drivkraft bakom de senaste årens starka tillväxt. Låg skuldsättning i dagsläget innebär visserligen att hushållen kan lånefinansiera sina utgifter, men återhållsam kreditgivning och stor ekonomisk osäkerhet talar ändå för att den privata konsumtionen kommer att utvecklas relativt svagt.

Lågre inflation nästa år

Lågt resursutnyttjande i ekonomin under prognosperioden innebär att det underliggande inflationstrycket dämpas. Inflationen är dock hög i dagsläget, uppdriven av hög penningmängdstillväxt i spåren av stora kapitalinflöden innan krisen bröt ut, kraftiga prisökningar på driv- och livsmedel, högt resursutnyttjande (innan krisen) med stora reallöneökningar och höga importpriser p g a rubelförsvagningen. Kärninflationen, som låg på 11,7 procent i augusti i år, beräknas falla tillbaka och hamnar på 9 procent i genomsnitt nästa år och 6 procent 2011. KPI-inflationen, i sin tur, rör sig mer ryckigt, vilket beror på energi- och oljeprissvängningar. Vi räknar med att KPI-inflationen, som låg på 11,6 procent i augusti, ligger på 9 procent i

december – mätt som årsgenomsnitt hamnar den på 11,7 procent i år, 9 procent 2010 och 8 procent 2011.

Budgetunderskott 2009-2011

Regeringens budgetförslag från april adderade stimulansåtgärder på ytterligare ca 5 procent av BNP uppdelat på bl a diskretionära satsningar på försvar och säkerhet, lägre företagsskatter och lån till och rekapitalisering av bank- och finanssektorn. Den samlade finanspolitiska stimulansen hamnar då på omkring 10 procent av BNP. Givet att banksystemet domineras av några få stora statskontrollerade banker och att staten har betydande finansiella resurser för att stötta dessa, är systemrisken för banksektorn liten.

Den sammanlagda effekten av recessionen, nedgången i oljepriset i slutet på förra året och stimulansåtgärderna är att statsbudgeten går från ett överskott på 4,2 procent av BNP i fjol till ett underskott på 8 procent i år, 5 procent 2010 och 4 procent 2011. Att underskottet inte blir större beror på att tillväxten tar fart igen och en kursomläggning i politiken som blir mindre expansiv. Dessutom återupptar regeringen privatiseringen av upp till 5 500 företag inom flyg, frakt, hamn och olja, vilket stärker offentliga finanserna.

I slutet av förra året uppgick värdet på statens oljefond till 225 miljarder dollar, varav 142 miljarder i stabiliseringsfonden och resterande 78 miljarder i välfärdsfonden. Underskottet i år motsvarar ca 75 procent av stabiliseringsfonden. En större del av underskottet nästa år kommer därför att lånefinansieras.

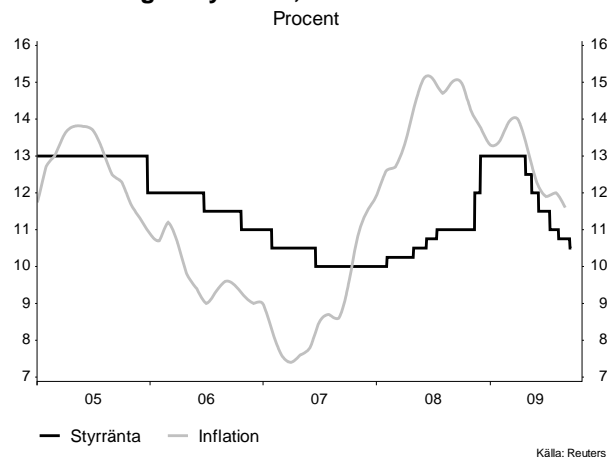
Lägre styrränta

Den 14 september sänkte rysslands centralbank styrräntan med ytterligare 25 räntepunkter till 10,5 procent, overnight-repan till 9,5 procent samt signalerade att det kan komma fler räntesänkningar framöver. Det finns ett starkt politiskt tryck för en mer expansiv penningpolitik, såväl vad gäller lägre styrränta som mer utlåning till kommersiella banker för att få fart på kreditgivningen. Utlåningsräntan till företag och hushåll har visserligen, enligt centralbankens egna uppgifter, börjat falla tillbaka något bl a som en följd av trycket från Kreml, men det har även kreditvolymerna – och med tanke på att arbetslösheten spås stiga det närmaste halvåret finns det en påtaglig risk att bankerna inte kommer att öka sin kreditgivning i någon större utsträckning. Centralbanken har en svår situation; å ena sidan behöver ekonomin stimuleras, å andra sidan måste banken försöka få ned den höga inflationen.

Rubeln stärks något under resten av året och nästa år, mot bakgrund av stabilare konjunktur och ökad global riskaptit. Den ligger dock kvar runt 30 USD/RUB de kommande två åren, men EUR/RUB stärks till 39,5 i december 2010 och 37,6 i december 2011. Mot valutakorgen, som sedan februari 2007 består av 55 pro-

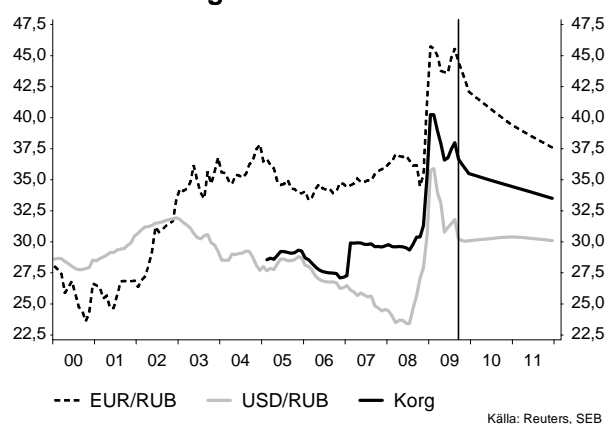
cent USD och 45 procent EUR, stärks euron till 33,5 i december 2011. Starkare rubel än så är det inte troligt att centralbanken tillåter.

Lägre styrränta, fallande inflation



Den politiska risken påverkas i hög grad av den real-ekonomiska utvecklingen. I takt med att ekonomin återhämtar sig i vinter och början på nästa år förväntar vi oss att risken, i synnerhet den som avser politisk förutsägbarhet och samhällsstabilitet, fortsätter ned. Stödet för Medvedev och Putin är fortsatt stort, och steg t o m lite i somras (70 procent av ryssarna ger för närvarande dem godkänt). Även stödet till regeringspartiet har gått upp något; 57 procent säger sig nu stödja partiet. Sannolikheten för nyval har därför minskat – och vi räknar inte heller med några stora förändringar i vare sig politiken eller det institutionella ramverket på kort eller medellång sikt. Mycket talar för att Putin planerar att återvända till presidentposten 2012, men inte heller det kommer i så fall ändra politiken i någon större utsträckning.

Något starkare rubel



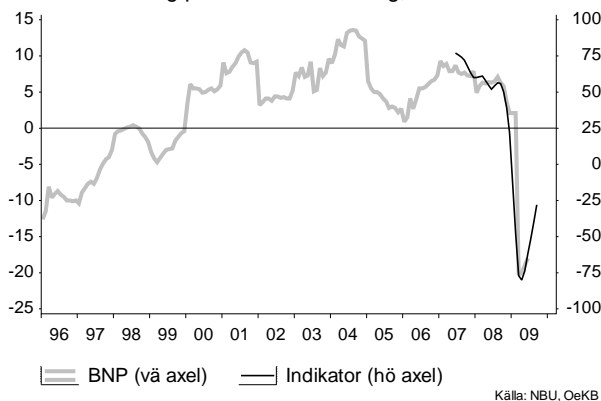
Små ljus i mörkret

- **Industrikonjunkturen stabiliseras...**
- **...men valuta- och bankkrisen fortsätter**
- **Politisk turbulens och fortsatt IMF-stöd**

Recessionen i Ukraina är djupast i hela östregionen. Ekonomin föll fritt under första halvåret – BNP-nedgången blev 19 procent i årstakt. De politiska stridigheterna fortsätter samtidigt som banksystemet är satt under hård press och kreditläget blir allt stramare. Stöd från IMF är fortfarande nödvändigt för att upprätthålla finansiell stabilitet. Till ljusglimtar hör en enorm valutadepreciering som i kombination med ett litet uppsving i industrikonjunkturen hjälper exportsektorn. Baksidan är att såväl banker som hushåll drabbas hårt av valutakrisen – närmare 50 procent av hushållens lån är i hårdvaluta och de dåliga lånen stiger snabbt. Dessutom eroderas köpkraften och mått i dollar halveras nästan BNP per capita i år.

BNP faller med 15 procent i år och växer med 1,5 procent 2010. Såväl hushållens konsumtion som investeringar håller tillbaka uppgången och först 2011 närmar sig tillväxten den trendmässiga. Som jämförelse räknar ekonomiministern med en tillväxt strax under 4 procent nästa år.

BNP-fallet har bottnat
Årlig procentuell förändring, index



Industriproduktionen föll som mest med över 30 procent i årstakt men en återhämtning har inletts, om än från djupt nedpressade nivåer. Stål svarar för 40 procent av exporten så att stålpriserna slutat falla är positivt. Men efterfrågan från de viktigaste handelsparterna, Euro-zonen och Ryssland, är svag vilket håller tillbaka uppgången. Industriproduktionen faller 17 procent i år och stiger 2 procent nästa år.

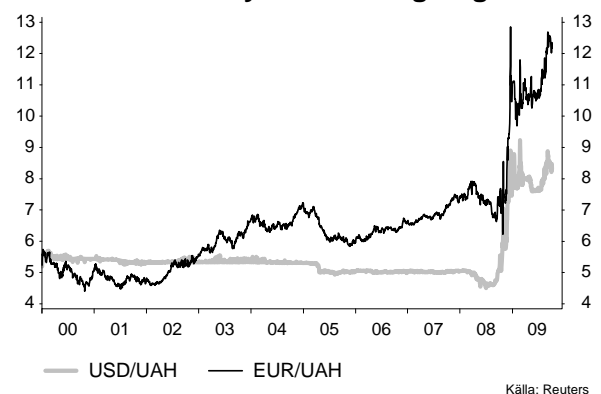
Under det första halvåret föll utländska direktinvesteringar med 66 procent i årstakt (till 2,4 miljarder USD). Ett ogynnsamt läge för en investeringsledd uppgång således. Ukraina och Polen arrangerar fotbolls-EM 2012, men finansieringen på 9,8 miljarder UAH är en het potatis i parlamentet och planeringen

ligger långt efter tidtabellen. Såväl byggkonjunktur som infrastruktur skulle få ett välbehövligt uppsving om man hittar en lösning. Men det börjar bli bråttom och sannolikheten ökar att Polen tar över hela arrangementet. Storskaliga investeringsprojekt rinner i så fall ut i sanden och tillväxtsiffrorna blir sämre 2010 och 2011.

Kreditexpansionen fram till i fjol, inte minst via ökad upplåning i utländsk valuta, låg bakom en betydande del av investerings- och konsumtionsuppgången och obalanserna i ekonomin. När nu kreditgivningen i stället faller med drygt 10 procent i år, och rimligen fortsätter ner 2010, slår detta hårt mot hushållens konsumtion. Dessutom har arbetslösheten fördubblats på ett halvår och reallönerna faller med tvåsiffriga tal. Hushållens konsumtion pressas hårt och detaljhandeln har fallit med 16 procent i årstakt hittills i år.

Accelererande kapitalutflöden och stora underskott i bytesbalansen – förra året var underskottet 7,1 procent av BNP – bidrog till en mycket kraftig valutadepreciering när kreditkrisen slog till för ett år sedan. Interveneringar från centralbanken (NBU) och kapitalkontrollen bidrog till en stabilisering i våras, men på senare tid har deprecieringen tagit ny fart. Valutaförsvagningen fortsätter i år och hryvnian stabiliseras sedan på 9 mot USD. Effekten på inflationen motverkas dock av den djupa recessionen, och inflationen fortsätter ner till 9 procent 2011.

Jättelik hryvnia-försvagning



Exporten faller med närmare 50 procent i årstakt, men underskotten i bytesbalansen har reverserats och ser ut att hamna på plus i år. Förbättringen avspeglar en ännu större importkollaps. Bytesbalansen uppvisar nya underskott 2010, delvis på grund av ökade energikostnader när Ryssland fortsätter marknadsanpassa gaspriserna.

Ukraina fick hösten 2008 ett stödpaket från IMF om 16,4 miljarder dollar eller 8 procent av BNP, som utbetalas i omgångar. Drygt 11 miljarder har redan utbetalats och en fjärde utbetalning om 3,7 miljarder planeras till den 15 november om vissa villkor uppfylls. Grundkravet var att budgeten skulle balanseras

2009, men i takt med att realekonomin förvärrats har budgetkravet luckrats upp. Jämfört med exempelvis Lettland har Ukraina fått en mer pragmatisk behandling. Men om IMF väljer att fördröja utbetalningen kan resultatet bli ytterligare en våg av finans- och växelkursoro.

Det senaste budet är att ett underskott i statsfinanserna på 6 procent av BNP tillåts, men budgetunderskottet beräknas bli betydligt större än så såväl i år som nästa år. Kraven på reformering av banksystemet, skattehöjningar och utgiftssänkningar kvarstår, vilket också bidragit till den politiska turbulensen. Kraven lägger en hämsko på tillväxutsiktorna flera år framåt. Men om reformerna ros i hamn skapas förutsättningar för varaktig tillväxt på sikt.

Lås offentlig skuld

En positiv faktor är den låga offentliga utlandsskulden som skapar utrymme för den kanske största policyutmaningen – reformeringen av banksystemet. Notan kan komma att landa på 5-10 procent av BNP, men trots detta målar IMF upp en ganska optimistisk bild av statsfinanserna på sikt. Den offentliga utlandsskulden väntas understiga 20 procent av BNP 2012. Det är lägre än de flesta andra länder i regionen. Den totala skulden stiger dock snabbt och når 50 procent av BNP nästa år, vilket fortfarande inte är alarmerande. I det senaste budgetförslaget för 2010 räknade regeringen med ett underskott på 1 miljard USD 2010. Men mycket talar för att statens externa refinansieringsbehov kan bli högre än så och uppgå till omkring 5 miljarder USD 2010. I ett läge med högre global riskaptit och IMF i ryggen är bedömningen att underskottet ändå kan finansieras, via obligationsmarknaden, bilaterala lån och internationella finansiella organisationer. En osäkerhetsfaktor är det skuldtyngda gasbolaget Naftogaz vars obligationer inte garanteras av staten, men som är så stort att villkoren för statens upplåning sannolikt påverkas av en eventuell skuldrekonstruktion.

Enligt NBU låg andelen dåliga lån (NPL:s) på knappt 5 procent i somras. I praktiken är läget betydligt värre och en rimligare siffra är nog fyra gånger så stor; högst i regionen. Enligt S&P's kan andelen dåliga lån vara så hög som 40-45 procent. De nationella bankerna har mycket låg kreditvärdighet enligt ratinginstitutet.

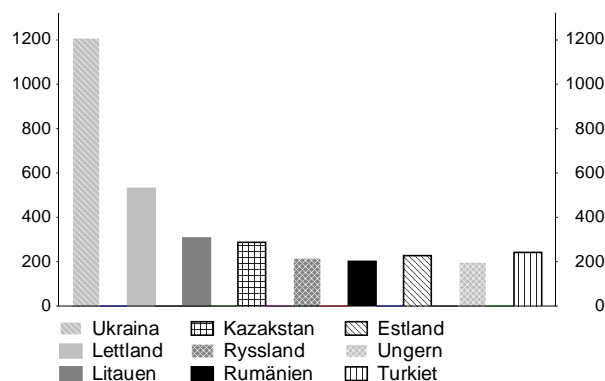
En hög andel av kreditgivningen, 55 procent, är i euro och dollar, vilket fördyrar amorteringar och räntebetalningar när växelkursen försvagas. I kombination med fortsatta tillväxttapp talar därmed mycket för att andelen dåliga lån fortsätter upp. I syfte att motverka en konkursvåg i banksystemet har 44 miljarder UAH – 4,8 procent av BNP – anslagits till rekapitalisering av de nationella bankerna. Men det politiska dödläget har medfört att implementeringen går långsamt och hittills

har endast tre banker rekapitaliserats (Rodovid Bank, Ukrgazbank och Bank Kyiv). Under tiden fortsätter bankerna strama åt kreditvillkoren. Insättningsgarantin ligger på 18 000 USD per konto, men kapitalutflödet har fortsatt.

Risken för att staten ska ställa in betalningarna de närmaste åren ligger omkring 50 procent enligt marknadsprissättningen – men det är en märkbar förbättring jämfört i våras när sannolikheten låg vid 90 procent. Samtidigt är avkastningen hög för den riskvillige investeraren. Ukrainska CDS:er ligger mer än 700 räntepunkter över lettiska motsvarigheter – hög kompensation för den politiska risken.

Högst avkastning på ukrainska CDS

5-års CDS, räntepunkter



De politiska stridigheterna inför presidentvalet i januari 2010 har nästan lamslagit parlamentet, samtidigt som påstådd "valuta-korruption" kastat ner centralbanken i smutsen. Opinionsundersökningar ger presidenten Jusjtjenko urusla siffror. Huvudkandidaterna är i stället premiärminister Timosjenko, vars popularitet också dalat, och ledaren för det största oppositionspartiet Janukovitj. Förhoppningen är den nya politiska miljön efter valet medger ett mer resolut beslutsfattande och implementering av såväl stabiliserings- som strukturpolitik.

ESTLAND

	2004	2005	2006	2007	2008	2009(p)	2010(p)	2011(p)
BNP, %	7,5	9,2	10,4	6,3	-3,6	-13,6	-0,3	4,0
Inflation, årsgenomsnitt, %	3,0	4,1	4,4	6,6	10,4	-0,1	1,0	2,4
Arbetslöshet, %	9,7	7,9	5,9	4,7	5,5	14,2	16,4	12,5
Bytesbalans, % av BNP	-11,5	-10,0	-16,7	-18,1	-9,4	2,6	6,0	5,0
Fin sparande, off sektor, % av BNP	2,3	2,3	3,8	2,9	-2,7	-3,0	-3,0	-2,8
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	5,2	4,4	4,3	3,5	4,6	7,3	7,6	7,5
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	2,40	2,60	3,90	7,30	7,90	5,30	6,00	5,80

LETTLAND

	2004	2005	2006	2007	2008	2009(p)	2010(p)	2011(p)
BNP, %	8,7	10,6	12,2	10,0	-4,6	-17,5	-3,0	3,0
Inflation, årsgenomsnitt, %	6,2	6,9	6,6	10,1	15,3	3,5	-2,5	1,5
Arbetslöshet, %	10,4	8,7	6,8	6,0	7,6	18,0	17,0	14,0
Bytesbalans, % av BNP	-12,8	-12,5	-22,5	-22,5	-12,6	8,0	3,0	-2,0
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-1,0	-0,4	-0,5	-0,4	-4,0	-9,0	-8,5	-5,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	14,9	12,4	10,7	9,0	19,6	34,0	38,0	41,0
EUR/LVL, årets slut	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Styrränta, årets slut	3,50	4,00	5,00	6,50	6,00	4,00	5,00	6,00
5-års ränta, årets slut	4,00	3,20	4,90	7,50	10,00	11,00	11,00	9,00

LITAUEN

	2004	2005	2006	2007	2008	2009(p)	2010(p)	2011(p)
BNP, %	7,4	7,8	7,8	8,9	3,0	-15,5	-3,5	3,0
Inflation, årsgenomsnitt, %	1,2	2,7	3,8	5,8	11,1	5,0	2,0	2,5
Arbetslöshet, %	11,4	8,3	5,6	4,3	5,8	14,0	15,5	16,0
Bytesbalans, % av BNP	-7,7	-7,1	-10,6	-14,6	-11,9	0,0	0,5	1,0
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-1,5	-0,5	-0,4	-1,0	-3,2	-10,0	-8,0	-4,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	19,4	18,4	18,0	17,0	15,6	22,0	35,0	39,0
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	2,60	2,50	3,8	6,7	9,9	6,5	5,5	5,0
5-års ränta, årets slut	3,00	3,10	3,9	4,5	12,00	7,50	6,5	5,5

(p) = prognos

Nyckeltal

Eastern European Outlook - Oktober 2009

POLEN

	2004	2005	2006	2007	2008	2009(p)	2010(p)	2011(p)
BNP, %	5,3	3,6	6,2	6,8	4,9	1,5	3,0	4,0
Inflation, årsgenomsnitt, %	3,6	2,1	1,0	2,5	4,2	3,5	3,0	3,0
Arbetslöshet, %	19,0	17,8	13,9	9,6	7,1	10,5	12,5	11,0
Bytesbalans, % av BNP	-3,9	-1,2	-2,7	-4,7	-5,5	0,0	-1,5	-2,0
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-5,7	-4,3	-3,8	-2,0	-3,9	-5,5	-5,0	-4,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	45,7	47,1	47,7	44,8	47,0	50,0	55,0	54,0
EUR/PLN, årets slut	4,08	3,86	3,83	3,60	4,12	3,90	3,50	3,40
Styrränta, årets slut	6,50	4,50	4,00	5,00	5,00	3,50	4,50	5,00
5-års ränta, årets slut	6,20	5,00	4,98	6,13	5,34	5,00	4,80	4,70

RYSSLAND

	2004	2005	2006	2007	2008	2009(p)	2010(p)	2011(p)
BNP, %	7,2	6,3	7,6	8,1	5,9	-7,7	4,1	5,5
Inflation, årsgenomsnitt, %	10,9	12,7	9,7	9,0	14,1	11,7	9,0	8,0
Arbetslöshet, %	8,2	7,6	7,2	6,1	6,4	8,8	10,0	8,5
Bytesbalans, % av BNP	10,1	11	9,5	5,9	6,1	3,5	3,0	2,5
Fin sparande, off sektor, % av BNP	4,4	7,9	7,9	5,9	4,2	-8,0	-5,0	-4,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	20,30	14,10	9,10	7,40	6,50	7,30	8,90	8,10
USD/RUB, årets slut	27,70	28,70	26,30	24,60	30,50	30,10	30,40	30,10
Rubeln mot eurodollarkorg	-	29,30	27,20	29,70	35,40	35,50	34,50	33,50

UKRAINA

	2004	2005	2006	2007	2008	2009 (p)	2010 (p)	2011 (p)
BNP, %	12,1	2,7	7,1	7,6	2,1	-15,0	1,5	4,0
Inflation, årsgenomsnitt, %	9,0	13,6	9,1	12,8	25,2	16,8	12,0	9,0
Arbetslöshet, %	8,6	7,2	6,8	7,2	6,9	12,0	13,0	12,5
Bytesbalans, % av BNP	10,6	3,0	-1,5	-4,2	-7,1	2,0	-0,5	2,0
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-4,4	-2,3	-1,4	-2,0	-3,2	-8,8	-7,0	-3,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	24,7	17,7	15,7	12,8	19,9	40,0	50,0	48,0
USD/UAH, årets slut	5,31	5,00	5,02	5,05	7,80	9,30	9,00	9,00

(p) = prognos

Ekonomisk Analys tillgänglig på Internet

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

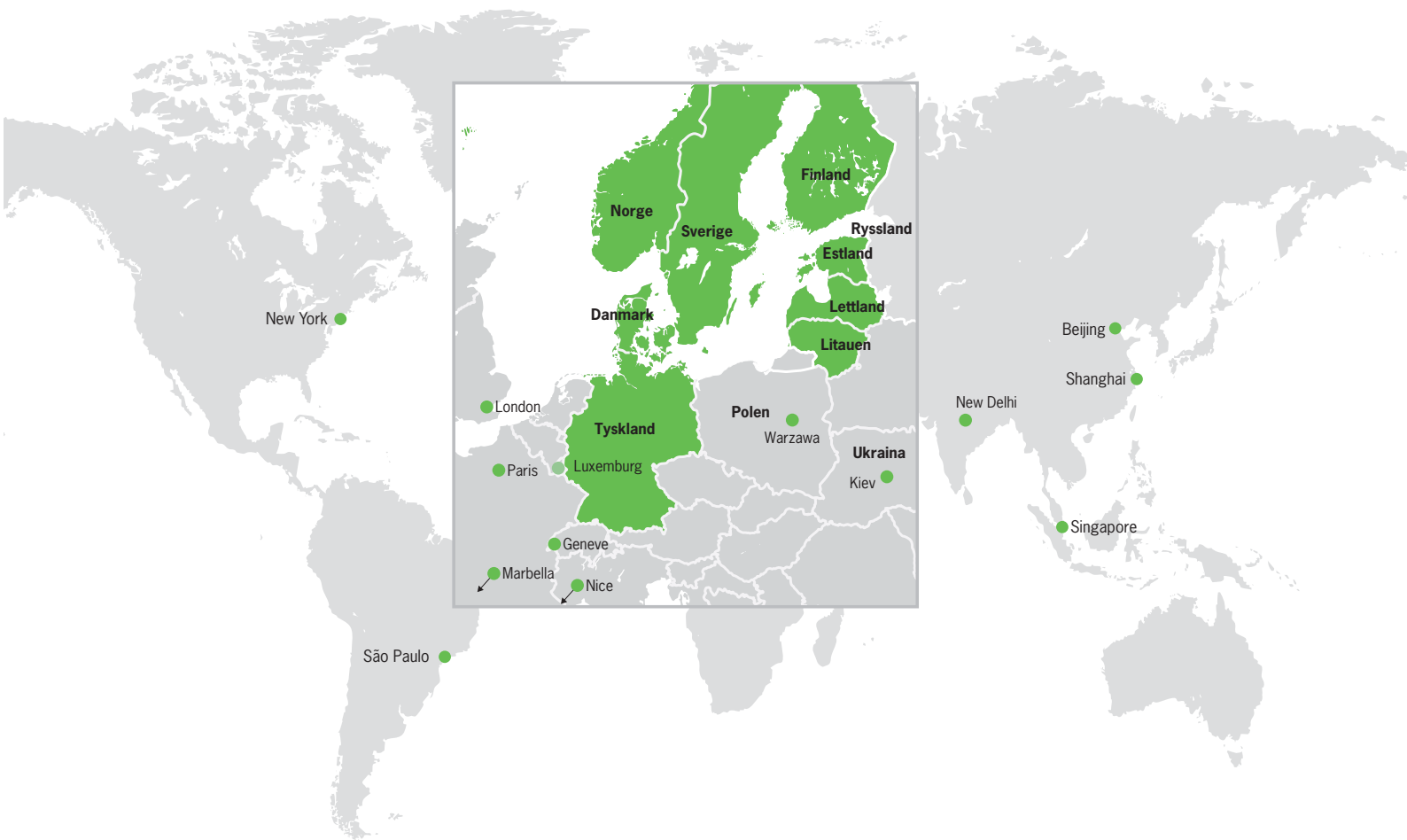
För att få tillgång till övrig ekonomisk analys och tradingrekommendationer för Merchant Bankings kunder gå in på www.seb.se/research. Här krävs ett lösenord som är exklusivt för dessa kunder.

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

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: 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 ledande finansiella centra. Den 30 juni 2009 uppgick koncernens balansomslutning till 2 374 miljarder kronor och förvaltad kapital till 1 267 miljarder kronor. Koncernen har cirka 20 500 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.