

# Swedbank Economic Outlook

Swedbank analyserar den svenska och de baltiska ekonomierna

24 april, 2012

## Knagglig väg mot återhämtning

### Innehåll:

Introduktion: En skakig omvärld – men vändningen är nära	2
Globalt: Glanslös global tillväxt	4
Sverige: Återhämtning efter förra årets tvärstopp	7
Estonia: Growth prospects improve	12
Latvia: Better outlook, but caution is still necessary	16
Lithuania: Rosy developments stained with oil	20

### Global utveckling

- Den globala ekonomiska utvecklingen har varit blandad under inledningen av 2012. Vi står dock fast vid vår globala BNP-prognos på 3,1 % i år, men har reviderat upp den till 3,4 % från 3,1 % för 2013 eftersom hanka sig fram-scenariot i euroområdet nu tycks realiseras.
- Vårt huvudscenario har en sannolikhet på 60 % medan sannolikheten för ett bättre och ett sämre scenario är 30 % respektive 10 %. De största negativa riskerna är ett högre oljepris, en ny kris i euroområdet om även Spanien och Italien skulle behöva ansöka om ekonomiskt stöd, en kinesisk hårdlandning och en långsammare återhämtning i USA.

### Sverige

- Den svenska ekonomin krympte kraftigt under det sista kvartalet 2011 på grund av minskad export men hushållens konsumtion hölls uppe. Sammantaget ledde detta till en årlig tillväxt på 4,0 %. Början av 2012 antyder att nedgången har nått botten och att en återhämtning är på väg.
- Även om ekonomin repar sig under 2012 kommer arbetslösheten att förbli hög. Penningpolitiken kommer inte att ge ytterligare stöd och finanspolitiken befinner sig i ett avvaktande läge. Krisen i euro-området dämpar den externa efterfrågan och BNP-tillväxten för 2012 och 2013 är 0,5 % respektive 2,2 %.

### Estland

- Efter tre kvartal med en tillväxt på närmare 9 % i årstakt mattades BNP-tillväxten under fjolårets sista kvartal och den årliga tillväxten uppgick till 7,6 %. Exporten steg med hela 25 % trots en nedgång i slutet av året. Sysselsättningen ökade med 6,7 %, vilket stärkte hushållens förtroende och konsumtion.
- Vi står fast vid en prognos för BNP-tillväxten på 2,7 % för i år men reviderar upp den något för 2013, från 4,0 % till 4,2 % i spåren av bättre utsikter för en ökad utländsk efterfrågan. Inflationen bromsar in från 5 % 2011 till 3,8 % 2012 för att sedermera sjunka ned till 3,2 % 2013. Trots budgetunderskottet är de offentliga finanserna fortsatt stabila.

### Lettland

- Ekonomin växte med 5,5 % 2011. Investeringar bidrog mest till BNP-tillväxten, men även den privata konsumtionen. Tillväxten i BNP har trots att den mattats av varit fortsatt stark under inledningen av 2012 tack vare att de lettiska exportföretagen har hanterat situationen väl.
- Vi höjer tillväxtutsikterna till 2,5 % för 2012 och till 3,5 % för 2013 pga de senaste månadernas starkare ekonomi och bättre utsikter för Lettlands handelspartners. Inflationen väntas falla från 2,8 % i år till 2,5 % 2013. Införandet av euron 2014 är fortfarande möjligt, även om det är en allt större utmaning.

### Litauen

- Ekonomin växte i långsammare takt i slutet av förra året främst som ett resultat av företagets kraftiga lagerminskningar. Trots ett allt svagare förtroende var hushållskonsumtionen och investeringarna alltså starka under det sista kvartalet 2011. I slutet av året föll arbetslösheten under 14 % och real-löneökningarna steg.
- Vi räknar med att BNP-tillväxten ökar till 4,3 % nästa år efter en mer måttfull tillväxt på 3,3 % under 2012. Inflationen kommer att vara något högre än vi tidigare förutsåg, och med en nivå på 2,8 % hamnar Litauen sannolikt högre än vad Maastrichtkriteriet föreskriver. Under 2013 sjunker dock inflationen till 2,5 % och arbetslösheten till 11 %.

## En skakig omvärld – men vändningen är nära

Den ekonomiska utvecklingen i Sverige och de baltiska länderna mattades av rejält i slutet av förra året och fortsatte trevande efter vår januariprognos. Den ekonomiska statistiken har varit blandad och totalt sett lämnar vi den globala prognosen för innevarande år oförändrad. Utsikterna för en återhämtning under 2013 har dock förbättrats, eftersom hanka-sig-fram-scenariot i euroområdet verkar ha realiserats.

Utsikterna för Sverige och de baltiska länderna under 2012 har inte förändrats särskilt mycket från vår januariprognos, men för 2013 har de reviderats upp. I Sverige väntas BNP växa med 0,5% 2012 och med 2,1% 2013. I de baltiska länderna kommer BNP-tillväxten att variera mellan 2,5% och 3,3% i år, och mellan 3,5% och 4,3% nästa år.

Det är de externa faktorerna som kan äventyra utsikterna för Sverige och Baltikum såsom instabiliteten i euroområdet, till exempel om Spanien och Italien skulle behöva nödlån och om recessionen i euroområdet fördjupades. Andra externa risker är ett högre (eller lägre) oljepris, en hårdlandning i Kina och andra tillväxtländer samt en långsammare (eller snabbare) återhämtning i USA. Inhemsk risker är i första hand förknippade med privat konsumtion eftersom stämningläget bland hushållen kan förändras om arbetsmarknaderna förbättras eller försämras mer än väntat. Ytterligare en riskfaktor är

statistiska osäkerheter eftersom revideringar av BNP och sysselsättning har försvårat sikten både bakåt och framåt.

Vår huvudscenario, som viger en sannolikhet på 60%, ger en global tillväxttakt på 3,1% 2012 med en svag ökning till 3,4% 2013. Detta är dock fortfarande lägre än under 2011 då BNP-tillväxten uppgick till 3,5%. USA:s ekonomi drivs av en starkare industrikonjunktur och investeringar. Tillväxten har förvisso stigit, men de gynnsamma effekterna motverkas av det högre oljepriset. Därmed görs endast en marginell upp revidering av BNP-tillväxten till 2,1% i år och till 2,3% nästa år.

Recessionen i euroområdet väntas bli djupare i krisländerna, medan såväl Tyskland som Frankrike tar sig ur recessionen andra halvåret 2012. Det värsta antas vara över när det gäller kris hanteringen, då medlemsländerna undviker nya räddningspaket. Den Europeiska centralbanken (ECB) förutses dock ge ytterligare likviditetsstöd om situationen kräver det. I Storbritannien och de nordiska länderna växer ekonomin under sin potential. I synnerhet i den brittiska och den danska ekonomin är effekterna från finanskrisen fortfarande kännbara.

På tillväxtmarknaderna har överhettningens problemen minskat och avmattningen kompenseras delvis med stimulanser. Tillväxten kommer att

avta något i de oljeimporterande länderna, medan den stärks i de råvarubaserade ryska och brasilianska ekonomierna. Den kinesiska tillväxten sjunker till närmare 8% i år och nästa år till följd av att fastighetssektorn kyls av och exportindustrin tappar fart. Japan påverkas i sin tur av den kinesiska avmattningen, men investeringarna ökar efter förra årets tsunamikatastrof och kärnkraftsolycka.

I motsats till våra antaganden i januari förutses råvarupriserna stiga under prognosperioden. Oljepriset väntas uppgå till i genomsnitt 119 dollar per fat i år vilket betyder att det sjunker under det andra halvåret när oron för en konflikt i Mellanöstern minskar. Nästa år kommer oljepriset att ligga på i genomsnitt 113 dollar per fat och trycket på konsumentpriserna från råvarumarknaderna dämpas, vilket får inflationen att falla under 2012 och 2013. Penningpolitiken förblir expansiv i de avancerade ekonomierna (centralbankernas styrräntor ligger kvar nära noll medan nya kvantitativa lättnader antas genomföras främst i Japan och Storbritannien). På tillväxtmarknaderna blir penningpolitiken mindre åtstramande, medan finanspolitiken stramas åt i större delen av Europa. Effekterna av penningpolitiken samt av en svagare euro mot dollarn kommer inte att kunna motverka de negativa effekter som minskade offentliga utgifter och högre skatter har på tillväxten. Om tillväxten försvagas kan det bli fråga om ytterligare budgetkonsolidering. Arbetslösheten är redan nära 11% och fortsätter att stiga i euroområdet. Det är den högsta nivån på femton år medan det motsatta gäller för Tyskland, där arbetslösheten på 6,7% är den lägsta på tjugo år.

I vårt sämre scenario, som vi ger en sannolikhet på 30%, förvärras krisen i euroområdet när Spanien begär nödlån för att undvika en kollaps – en situation som även påverkar Italien negativt. Recessionen fördjupas, samtidigt som den politiska och sociala instabiliteten förvärras. Utvecklingen på finansmarknaden blir volatil, med nya förmögenhetsförluster som drar ned förtroendet. Dessutom stiger oljepriset än

### Makroekonomiska indikatorer, 2010- 2013

	2010	2011	2012f	2013f
Real BNP tillväxt, årlig förändring i %				
Sverige (kalenderkorrigerad)	5,8	4,0	0,5	2,1
Estland	2,3	7,6	2,7	4,2
Lettland	-0,3	5,5	2,5	3,5
Litauen	1,4	5,9	3,3	4,3
Arbetslöshetsnivå, % av arbetskraften				
Sverige	8,4	7,5	7,8	7,8
Estland	16,9	12,5	10,5	8,6
Lettland	18,7	15,4	13,6	11,9
Litauen	17,8	15,4	13,0	11,0
Inflation (KPI), årlig förändring i %				
Sverige	1,2	3,0	1,5	1,9
Estland	3,0	5,0	3,8	3,2
Lettland	-1,1	4,4	2,8	2,5
Litauen	1,3	4,1	2,8	2,5
Bytesbalansen, % av BNP				
Sverige	6,8	7,2	6,9	7,1
Estland	7,2	6,7	5,9	5,5
Lettland	3,0	-1,2	-1,8	-2,6
Litauen	1,5	-1,6	-2,5	-2,7

Källor: Nationell statistik och Swedbank.

högre och en hårdare inbromsning i Kina medför en tillväxt under 6–7% i år och nästa år. Om det inte blir någon förlängning av Bushs skattesänkningar i USA kan tillväxten dämpas av den åtstramande finanspolitiken. När den globala tillväxten faller under 2% innebär det att världsekonomin hamnat i recession.

Ett bättre tillväxtscenario, med en sannolikhet på 10%, är möjligt att realisera om oljepriset faller, om recessionen i euroområdet visar sig bli kortvarig, om återhämtningen i USA stärks samt om tillväxten på tillväxtmarknaderna stiger till högre men ändå hållbara nivåer.

Sveriges ekonomiska statistik har reviderats. Under 2011 växte BNP med 4%, jämfört med förväntade 4,5%, medan tillväxten för 2010 reviderades upp till nästan 6%. Under det sista kvartalet 2011 sjönk BNP till följd av en kraftig nedgång i exporten medan den privata konsumtionen höll sig uppe. Sedan dess har inköpschefsindex visat på enbart en marginell förbättring och ingången av nya order är fortfarande svag. BNP väntas öka med 0,5% i år (efter ett negativt sista kvartal 2011 förutses årets första kvartal visa en mindre nedgång som följs av en återhämtning av andra halvåret). Arbetslösheten närmar sig 8% i början av nästa år för att sedan långsamt falla tillbaka. Det är i linje med den högre BNP-tillväxt på 2,1% under 2013 vi förutser då hushållskonsumtionen stiger mer än vi räknade med i januari. Riksbanken förväntas behålla styrräntan på 1,5% under 2012 för att höja den två gånger under nästa år. Regeringens budget är försiktig, men ger utrymme för ökade

satsningar nästa år, vilket sker först när ekonomin börjat förbättras.

Estlands ekonomi växte med hela 7,6% i fjol. Vi håller fast vid januariprognosen som innebär en BNP-tillväxt på 2,7% för 2012. Detta är en följd av att den globala efterfrågan tappade fart och bidrog till negativ kvartalstillväxt i slutet av förra året. Under 2013 förutses BNP växa med 4,2% vilket är en försiktig upprevidering från januari i ljuset av något bättre globala utsikter. Inflationen ökar också på grund av högre globala råvarupriser vilket leder till fallande reallöner, ett försvagat ställningsläge och en svagare uppgång i privat konsumtion. Den största inhemska risken är arbetsmarknaden, där bristen på kvalificerad arbetskraft i vissa sektorer blir ett allt större problem samtidigt som långtidsarbetslösheten förblir hög. Dessutom kan utflyttningen äventyra konkurrenskraften framöver. Estland har den lägsta offentliga skuldkvoten i Europa, men bidragen till lånen via stödfonden EFSF innebär en ökning av bruttoskuldkvoten från 6% till 10% av BNP under 2013. Trots det är de offentliga finanserna solida och budgetunderskotten under prognosperioden är endast tillfälliga.

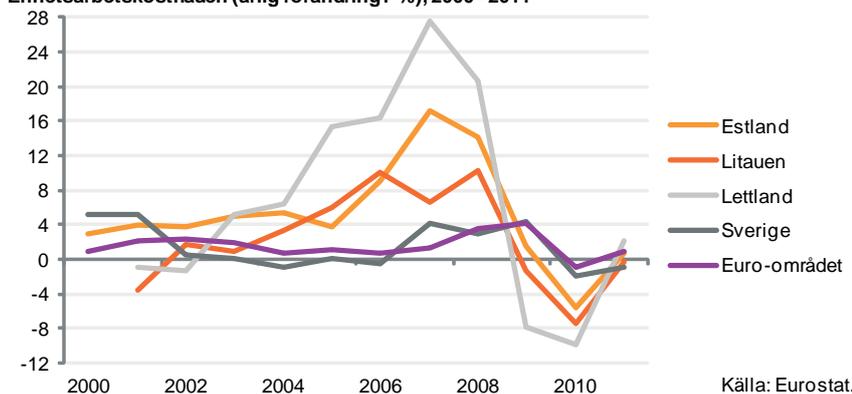
Lettlands BNP ökade med 5,5% under 2011, det första helåret med tillväxt efter recessionen. Återhämtningen drevs av exporten och EU-medel, som gav skjuts åt investeringarna. Ett ökat förtroende bland hushållen ledde också till högre konsumtion. Vi förutser att BNP-tillväxten minskar till 2,5% under 2012 i takt med att omvärldskonjunkturen dämpas (upp från januariprognosens 2% till följd av en starkare inhemska efterfrågan). Den externa konkurren-

skraften har förbättrats, vilket stärker marknadsandelsutvecklingen och exporten på en generellt svag exportmarknad. Dessutom är Lettlands exportpartner alltfjämt starka jämfört med krisländerna. Under 2013, då de globala utsikterna ljusnar något och lagren ger ett positivt bidrag till tillväxten, får vi se en ökning av BNP-tillväxten till 3,5%. Arbetslösheten väntas i sin tur sjunka till under 12% nästa år. I takt med att budgetunderskottet krymper i enlighet med EU:s regler öppnas möjligheter för ett EMU-inträde även om inflationen på 2,5% nästa år är en utmaning, inte minst med tanke på den osäkra inflationsutvecklingen i andra EU-länder. Dessutom är det oklart i vilken utsträckning euroländerna faktiskt kommer att vilja anta nya medlemmar i det rådande läget.

Litauens BNP-tillväxt har mattats av även om den alltfjämt var positiv i kvartalstakt i slutet av förra året. Detta ledde till en lägre än väntat men ändå hög tillväxt på 5,9% för 2011. Orsaken till det svagare resultatet var lagercykeln, medan exporten och den inhemska efterfrågan klarade sig hygieniskt. BNP-tillväxten förutses minska till 3,3% i år för att sedan uppgå till 4,3% nästa år när export- och investeringsefterfrågan ökar. Under 2013 väntas arbetslösheten minska till i genomsnitt 11% medan inflationsutsikterna faller till 2,5%. De offentliga finanserna är mindre ansträngda men risker kvarstår eftersom politikernas motioner kan leda till en mer expansiv finanspolitik inför årets val. Utsikterna för ett EMU-medlemskap är därför försiktigt positiva sett till de inhemska riskerna, men där särskilt inflationen innebär en utmaning. Det är fortsatt osäkert hur beslutsfattarna i euroområdet tänker agera i frågan om nya medlemmar.

Utsikterna för Sverige och de baltiska länderna har förbättrats marginellt för nästa år men risken för en svagare utgång är stor. Därför gäller det att fortsätta att hantera risker och genomföra reformer för att stärka konkurrenskraften i de fyra länderna och på så sätt öka motståndskraften om det värsta scenariot skulle slå in.

Enhetsarbetskostnaden (årlig förändring i %), 2000 - 2011



Cecilia Hermansson

# Glanslös global tillväxt

Sedan vår januariprognos har den ekonomiska utvecklingen varit svagt positiv, om än alltmer varierande i takt med att effekterna av centralbankernas likviditetsinjektioner avtar. Återhämtningen i USA har förvisso stärkts men är fortfarande försiktig. Samtidigt blir recessionen i de krisande euroländerna allt tydligare medan kärnländerna har stagnerat. För tillfället är troligen det värsta över när det gäller krishantering och regionen har återgått till att hanka sig fram. Den ekonomiska tillväxten på tillväxtmarknaderna, särskilt i Kina och Indien, har avtagit. Högre energikostnader för oljeimporterande länder gör också att den globala ekonomin kommer att växa i måttlig takt, strax över 3% i år innan den 2013 återgår till fjolårets tillväxt på närmare 3,5% – vilket är en modest upprevidering från januari.

Världsekonomin präglas av en fortsatt återhämtning men med vissa blandade signaler. Priserna på råvaror och aktier har stigit och inköpschefsindex och konfidensindikatorerna har stärkts något. BNP-tillväxten under det sista kvartalet 2011 visar att återhämtningen har stärkts i USA men att den tagit en paus i euroområdet, Storbritannien och

Japan samt tappat fart i flera av tillväxtekonomierna.

I euroområdet har den europeiska centralbanken (ECB) injicerat ny likviditet. I februari lånade ECB ut 530 miljarder euro, vilket kan adderas till tilldelningen i december som uppgick till 489 miljarder euro. Visserligen avtar påfrestningarna på finansmarknaderna, men de är fortfarande betydande då bankerna krymper sina balansräkningar samtidigt som kreditåstramningen försvagar tillväxten i regionen. Beslutet att bevilja Grekland ett andra stödpaket i utbyte mot att landet genomför reformer, samt kravet att privata långgivare ska skriva ned sina fordringar, har gett Grekland mer tid. Men inför det grekiska valet i maj ökar nu spänningarna i landet och leder till förväntningar på att man antingen kommer att be om ytterligare stöd eller, mindre troligt, att man beslutar att överge euron. I syfte att stärka krishantering kan de två räddningsfonderna EFSF och ESM nu löpa parallellt med ökad finansiering, och därutöver kommer finansiering från IMF stärka brandväggarna. På senare tid har dock fokus förflyttats till Italien och särskilt till Spanien, där riskpremierna på statsobligationer återigen stiger trots ECB:s insatser. Det finns tvivel om att den spanska regeringens insatser kommer att räcka för att minska budgetunderskottet till överenskomna 5,3% av BNP i år och 3% nästa år.

Trots detta har stämningen bland investerare, företag och hushåll förbättrats till följd både av den ökade likviditeten i euroområdet och av den något starkare återhämtningen i USA. I USA signalerar inköpscheferna om en ökad tillverkningsaktivitet, och aktiemarknaden fortsätter att repa sig även om volatiliteten och bräckligheten kvarstår. Nya besvikelser har uppkommit såsom att sysselsättningstillväxten återigen avtar och att oljepriset på grund av utbudsoro i spåren av geopolitiska spänningar återvänt till de höga nivåer vi senast såg i samband med katastrofen i Japan för ett år sedan.

Bakgrunden till att den globala ekonomiska återhämtningen tappat fart under de senaste två kvartalen är förutom eurokrisen den avtagande tillväxten på tillväxtmarknaderna. Sedan beslutsfattarna minskat problemen med överhettning genom att dra tillbaka stimulanser har den inhemska aktiviteten försämrats samtidigt som den globala efterfrågan vuxit långsammare. Särskilt i Kina har fastighetsmarknaden och bilförsäljningen kylts av och spätt på förväntningarna om en hårdlandning. Tillväxten i tillverkningsindustrin har dämpats, och orderingången hos exportföretagen är betydligt svagare än för ett år sedan. Inflationen har sjunkit men eftersom den fortfarande utgör ett orosmoln är utrymmet för att genomföra nya stimulanser något begränsat.

**Förväntningar på måttlig tillväxt i vårt huvudscenario**

Vårt huvudscenario, som vi ger en sannolikhet på 60 %, innebär att den globala produktionstillväxten i bästa fall blir hygglig men glanslös. Tillväxten i världsekonomin är för närvarande strax under 3% i köpkraftsjusterade termer, men förutses öka mot slutet av året och uppgå till i genomsnitt 3,1% i år och 3,4% 2013. För en fördjupning om des-

## Global real BNP-prognos, 2011 - 2013 (årlig tillväxt i procent)<sup>1/</sup>

	Utfall	April 2012		Januari 2012		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
USA	1,7	2,1	2,3	1,8	2,0	2,2
EMU	1,4	-0,5	0,4	1,6	-0,3	0,2
Tyskland	3,1	0,5	1,3	3,0	0,4	0,9
Frankrike	1,7	0,3	0,6	1,6	0,2	0,5
Italien	0,4	-1,8	-0,3	0,5	-1,3	-0,8
Spanien	0,7	-2,0	-0,8	0,6	-1,0	-0,5
Finland	2,9	0,8	1,7	2,9	0,4	1,5
Storbritannien	0,7	0,5	1,0	0,9	0,5	0,5
Danmark	1,0	0,5	1,0	1,0	0,7	1,3
Norge	1,7	2,0	2,5	1,7	2,0	2,3
Japan	-0,7	1,5	1,2	-0,5	1,7	0,9
Kina	9,2	8,1	8,0	9,3	8,2	7,8
Indien	7,2	6,7	7,3	7,3	6,7	7,0
Brasilien	2,7	3,1	3,5	3,0	2,7	2,2
Ryssland	4,3	4,1	3,9	4,2	3,9	3,7
Global BNP (PPP)	3,5	3,1	3,4	3,6	3,1	3,1
Global BNP (US dollar)	2,5	2,2	2,6	2,7	2,3	2,3

Källor: Nationell statistik och Swedbank.

<sup>1/</sup> Länder som representerar ca. 70 % av världsekonomin Världsbankens vikter från 2010 används.

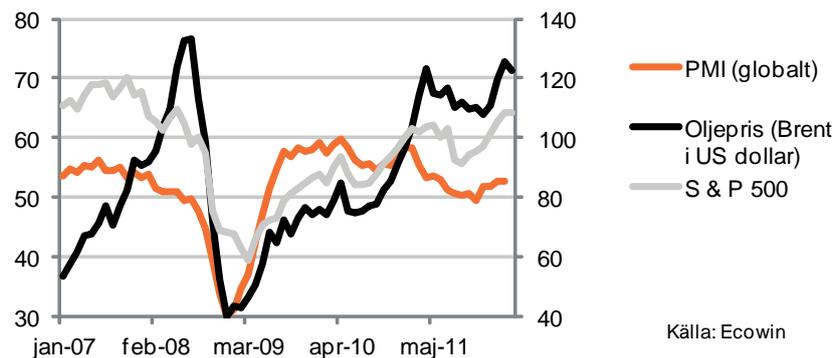
sa utsikter, ser Swedbanks konjunkturrapport Global Economic Outlook som publiceras den 24 april.

Jämfört med vår januariprognos har tillväxten i USA endast reviderats upp marginellt eftersom det starkare momentum som utvecklats delvis kommer att motverkas av högre energipriser. Tillväxten i euroområdet har reviderats ned för 2012, men under 2013 ser vi möjligheter till en starkare aktivitet i kärnländer som Tyskland i takt med att export- och investeringsefterfrågan stärks andra halvåret i år. Tekniskt sett väntas Tyskland vara i recession, men den underliggande styrkan i ekonomin är alltså god. Recessionen i södra Europa fördjupas däremot i år, och vi kan fortfarande inte se att tillväxten återkommer förrän efter prognosperioden. Investeringarna i Japan ökar efter tsunamikatastrofen, men våra tillväxtförväntningar hålls tillbaka av den starka yenen, de höga energikostnader och den svagare efterfrågan från Kina.

Vår prognos för tillväxtmarknaderna är så gott som oförändrad och vi står fast vid vår syn i januari att tillväxten kommer att mattas av under 2012 för att sedan återhämta sig något under 2013. Tillväxten i oljeproducerande länder som Ryssland och Brasilien tycks starkare än i vår januariprognos medan Indien och Kina kommer att försöka undvika allt för stora negativa effekter på tillväxten genom att föra en mer expansiv ekonomisk politik. En svalare kinesisk fastighetsmarknad dämpar tillväxten men en hårdlandning kan undvikas.

I västvärlden bromsas tillväxten av finanspolitiska åtstramningar och hushållen har fullt upp med att betala av sina skulder. Detta innebär ett ökat sparande

PMI (globalt), S & P 500 (index) och oljepris (Brent), jan 2007 - apr 2012



Källa: Ecwin

och en försiktig konsumtion. Penningpolitiken förblir visserligen expansiv, men det räcker inte för att motverka de negativa effekterna av en restriktiv finanspolitik. Styrräntorna ligger kvar nära noll i de flesta mogna ekonomier och vi väntar oss fler centralbanksinsatser för att tillföra likviditet i olika former. Detta gäller framför allt i Storbritannien och Japan, och i mindre utsträckning i USA och särskilt i euroområdet där kritiken hårdnar och kraven på exitstrategier växer, bland annat från Bundesbank.

Dollarn fortsätter att stärkas då återhämtningen i USA väntas bli starkare än i euroområdet, och även än i Japan, som kommer att bli lättat över att se yenen försvagas. Renminbins appreciering mot dollarn fortsätter med närmare 4 procent per år. Spänningarna kring växelkurserna växer, inte minst på grund av att Brasilien och andra tillväxtländer försöker förhindra att deras industrier förlorar konkurrenskraft.

För oljeimporterande länder, som svarar för omkring 80% av världens produktion, dämpar det höga oljepriset tillväxten medan det ökar inflationen. Den globala inflationen kommer dock inte

vara något större problem när det gäller konsument- och råvarupriser under prognosperioden. Kapacitetsutnyttjandet är fortfarande lågt, och produktionsgapet (vid antagandet om en potentiell global tillväxt på ungefär 4 %) kommer trots att det krymper att slutas först om några år. Vidare kommer arbetskraftskostnaderna att stagnera eller stiga svagt då arbetstagarnas förhandlingsutrymme förblir litet.

Den globala tillväxten är också alltför svag för att ge kraft åt ett nytt uppsving på råvarumarknaderna. Ändå kommer råvarupriserna att förbli höga en tid framöver tills oljepriset faller i takt med att förväntningarna på ett krig mellan Iran och Israel avtar. Priset på flertalet andra råvaror förblir också högt med stöd av den globala återhämtningen, hög likviditet och låga räntor. Våra antaganden om oljepriset har reviderats upp till 119 dollar per fat för 2012 och till 113 dollar per fat för 2013 (upp från 102 och 96 dollar fatet i januari). Metall- och livsmedelspriserna, som redan är höga, fortsätter i sin tur sakta uppåt under 2012 och 2013.

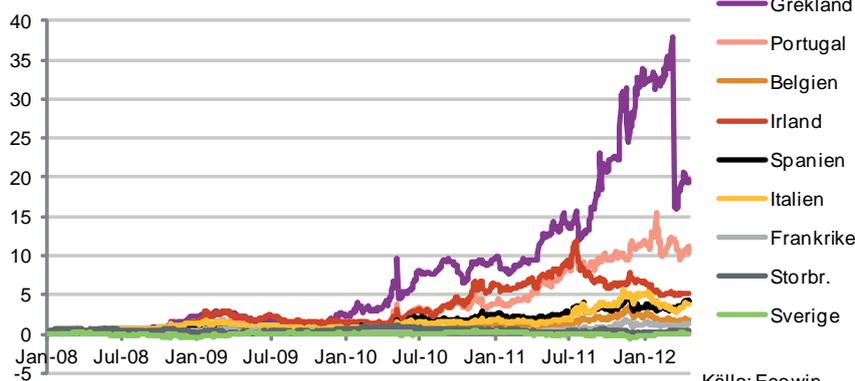
Den grundläggande drivkraften för råvarupriserna är tillväxtmarknaderna, där viljan att uppnå samma levnadsstandard som i rikare länder och öka produktiviteten gynnar efterfrågan på råvaror. Dessa upplever visserligen en avmattning på grund av problemen i den utvecklade världen, men har inte samma behov av skuldavveckling och finanspolitiska åtstramningar. Höga råvarupriser har hittills hanterats genom en mer restriktiv ekonomisk politik och flertalet överhettningssproblem kommer därmed ha övervunnits under prognosperioden.

#### Ränte- och valutaantagande

#### Utfall Prognos

	20 Apr 2012	30 Jun 2012	31 Dec 2012	30 Jun 2013	31 Dec 2013
<b>Styrräntor</b>					
Federal Reserve, USA	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
European Central Bank	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Bank of England	0,50	0,50	0,50	0,75	1,00
Bank of Japan	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
<b>Valutor</b>					
EUR/USD	1,32	1,28	1,26	1,23	1,20
EUR/GBP	0,82	0,81	0,81	0,81	0,80
RMB/USD	6,30	6,18	6,05	5,94	5,82
USD/JPY	82	85	87	90	95

Ränteskillnader mot tysk 10-årig statsobligation, jan 2008 - apr 2012 (procentenheter)



Källa: Ecowin

I vår januariprognos begränsade vi vår diskussion om scenarier till euroområdet. Då innebar huvudscenariot små men viktiga steg för att dämpa krisen. Nästan lika stor sannolikhet gav vi ett svagare scenario – som liknar den kräftgång vi såg under 2011 – och ett krisscenario enligt vilket en kollaps av euroområdet hade en liten men inte försumbar sannolikhet. I april inkluderar vi vårt huvudscenario för euroområdet i det övergripande globala huvudscenariot och ser en fortsättning på den så kallade "hanka-sig-fram-politiken". Det finanspolitiska samarbetet stärks och räddningsfonderna görs större, om än möjligen inte tillräckligt stora. Politiken går alltjämt ut på att balansera krisstödet med åtgärder för att undvika risken för oansvarigt beteende (moral hazard) och därmed tvinga krisländerna att påskynda sina reformer. Även om stämningen på finansmarknaderna förbättrades efter ECB:s fasträntelån finns det problem med kreditåtstramning. På grund av detta och den finanspolitiska åtstramningen befinner sig regionen i recession.

I vårt huvudscenario kommer recessionen i euroområdet att avta under andra halvåret främst till följd av en starkare tillväxt i kärnländerna. En svagare euro, huvudsakligen i förhållande till dollarn, innebär en viss lättnad. Arbetslösheten förblir hög i krisländerna under och långt efter prognosperioden, vilket kan få allvarliga sociala, ekonomiska och politiska konsekvenser.

**Asymmetriska risker – ett sämre scenario är mer sannolikt än ett bättre**

Det finns många negativa risker i vår

prognos. Risksynen är asymmetrisk eftersom sannolikheten för ett sämre scenario, som vi bedömer har 30% sannolikhet, är högre än sannolikheten för ett bättre scenario som vi bara ger 10%.

De faktorer som påverkar det bättre scenariot – mot en potentiell tillväxt på omkring 4% – är oväntat stora stimulanser på tillväxtmarknaderna som gynnar tillväxten, samt ett lägre oljepris eller att den nuvarande nivån får en mindre negativ effekt. Ytterligare en faktor är ett starkt förtroende till följd av krishantering i mogna ekonomier, främst i USA och euroområdet, vilket skulle innebära ökad konsumtion och investeringar.

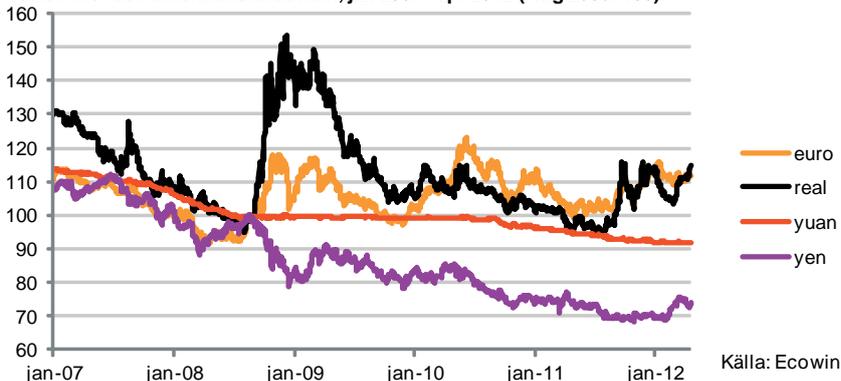
Ett sämre scenario – med en global tillväxt på 2% eller mindre – skulle kunna slå in om oljepriset fortsätter att stiga på grund av geopolitiska spänningar samtidigt som utbudet minskar. I euroområdet finns en risk att den politiska och sociala oron ökar på grund av en allt större osäkerhet inför vårens val i Grekland och Frankrike, samt inför

valet i Italien och Tyskland nästa år. Det kan också komma bakslag i krishantering i euroområdet vilket skulle kunna få ett eller flera länder att lämna valutaunionen. Den största risken i USA är, förutom att energipriserna ska gräva stora hål i konsumenternas plånböcker, att dödläget i kongressen fortsätter efter höstens presidentval. Om skattelättnaderna tas bort kan finanspolitiken bli mer restriktiv vilket skulle dämpa tillväxten. Svårigheterna att besluta om skuldtak, skatte- och utgiftspolitik och sjukvårdsreformer kan tillta och leda till att den amerikanska återhämtningen kommer av sig vilket ökar spänningarna på de globala finansmarknaderna. En annan negativ risk är en hårdlandning i Kina där fallande fastighetspriser kan dämpa den lokala och regionala aktiviteten samt försvaga finanssektorn.

På längre sikt, det vill säga efter prognosperioden, återstår många utmaningar för världsekonomin. Mer detaljer kring detta beskrivs i Swedbanks konjunkturrapport Global Economic Outlook. I den diskuterar vi ett antal långsiktiga frågor utifrån bland annat skuldskrisens effekter, penningpolitiken och euroområdets institutioner. En måttlig återhämtning på kort sikt är en sak. Växande utmaningar för världsekonomin på medellång och lång sikt är en helt annan.

*Cecilia Hermansson*

Den japanska yenen, den kinesiska yuanen, euron and den brasilianska realen mot den amerikanska dollarn, jan 2007 - apr 2012 (Aug 2008=100)



Källa: Ecowin

# Sverige: Återhämtning efter förra årets tvärstopp

Tillväxten drogs ned av ett kraftigt fall i exporten under det sista kvartalet 2011. Efter en oväntat stark utveckling under de tre första kvartalen 2011 krympte BNP med mer än 1 % i säsongsjusterade termer, vilket sänkte tillväxten för helåret till 4,0 % jämfört med vår prognos på 4,5 %. Till de positiva tecknen hörde en överraskande stark privatkonsumtion som ökade med 2,1 % i årstakt och stod därmed emot den tilltagande oron på de globala marknaderna.

Statistikflödet i år ger en blandad bild. Exporttillväxten har repat sig något, arbetsmarknadsutvecklingen är inte så dålig som väntat och stämningläget har stärkts. Industriproduktionen sjönk dock kraftigt i februari – även om statistiken för en enskild månad ska tolkas med försiktighet – och inköpschefsindexet (PMI) tyder inte på någon snabb återhämtning vare sig inom tillverkning eller tjänster. Dessutom har osäkerheten om den internationella utvecklingen ökat med något svagare statistik från både Europa och USA i slutet av det första kvartalet. På årsbasis sänker vi vår tillväxtprognos för svensk ekonomi för 2012 från 0,6 % till 0,5 %, men bakom dessa siffror döljer sig en starkare återhämtning under den andra halvan av året. Vi väntar oss därmed att den nedåtgående tillväxttenden som vi sett sedan mitten av

2011 kommer att vända. Under 2013 fortsätter återhämtningen, om än i långsammare kvartalstakt, och den årliga tillväxten uppgår till 2,2 %. På grund av den svaga externa miljön är tillväxten fortfarande under trend och den främsta tillväxtmotorn kommer att vara den inhemska efterfrågan, i synnerhet den privata konsumtionen.

De betydande revideringarna i samband med publiceringen av BNP-statistiken för 2011 har ändrat riktningen och dynamiken i den svenska ekonomin efter finanskrisen 2008–2009. BNP-tillväxten för 2010 reviderades upp medan expansionstakten för de tre första kvartalen 2011 sänktes. Återhämtningen var därmed snabbare under 2010, varefter den ekonomiska utvecklingen varit mer måttlig. Dessutom var antalet arbetade timmar betydligt högre än vad som tidigare rapporterats. Det innebär att produktiviteten i den svenska ekonomin har utvecklats långsammare än vad man antagit, och i kombination med stigande enhetsarbetskostnader har konkurrenskraften blivit mindre fördelaktig.

De främsta riskerna för prognosen, och för den svenska ekonomin, är som tidigare i första hand externa. Enligt vår bedömning har dock de negativa riskerna minskat medan möjligheterna

till en mer positiv utveckling har ökat något. Åtgärderna för att lösa den grekiska krisen har tillsammans med den Europeiska centralbankens (ECB:s) ökade utlåning till banker stabiliserat de europeiska ekonomierna. En negativ skulddynamik i Spanien och Italien skulle däremot kunna dra ned tillväxten i Europa. Även tillväxtekonomierna och USA riskerar att dämpas i synnerhet av de stigande energipriserna. Vi anser att de negativa riskerna har minskat på hemmaplan, där lägre bostadsräntor ger stöd åt fastighetsmarknaden och arbetslösheten ökar i långsammare takt jämfört med vår januariprognos.

## Exporten repar sig efter kraftigt fall

Den svenska exportvolymen minskade betydligt mer än väntat under det fjärde kvartalet i fjol efter ett ordentligt uppsving under de tre föregående kvartalen. Nedgången berodde på en svagare global efterfråga och ökad osäkerhet kring den statsfinansiella krisen i euroområdet och dess inverkan på den globala ekonomin. Svenska exportörer av investerings- och insatsvaror påverkades av uppskjutna investeringsplaner i Europa, som är den svenska industrins största exportmarknad. På årsbasis ökade dock den totala exportvolymen med 6,8 % under 2011 till följd av den starka tillväxten under de tre första kvartalen. Exporten av varor steg med 8,5 % medan exporten av tjänster ökade 2,9 %.

Världsmarknadstillväxten för svenska exportföretag kommer att vara lägre än den långsiktiga trenden under prognosperioden, främst på grund av en långsam tillväxttakt i OECD-länderna. Sedan 2000 har den årliga världsmarknadstillväxten för svenska företag ökat med 6–6,5 %. Under 2012 förutses vi en tillväxt på ca. 3,5–4 %, vilket är oförändrat från vår januariprognos. Euro-området kommer att växa långsammast medan tillväxten förblir relativt hög på tillväxtmarknaderna. Nästa år förutses vi en något starkare marknadstillväxt även om den alltså blir svagare än den långsiktiga trenden. Ett lågt kapacitetsutnyttjande i

## Makroekonomiska indikatorer, 2010 - 2013 <sup>1/</sup>

	2010	2011	2012f	2013f
Real BNP (kalenderkorrigerad)	5,8	4,0	0,5	2,2
Industriproduktion	19,8	6,7	-3,5	2,0
KPI, årsgenomsnitt	1,2	3,0	1,5	1,9
KPI, dec-dec	2,3	2,3	1,3	2,0
KPIF, årsgenomsnitt <sup>2/</sup>	2,0	1,4	1,3	1,6
KPIF, dec-dec <sup>2/</sup>	2,3	0,5	1,7	1,6
Arbetskraften	1,1	1,2	0,2	0,3
Arbetslöshet,% av arbetskraften	8,4	7,5	7,8	7,9
Antalet sysselsatta	1,0	2,1	-0,1	0,2
Nominella timlöner, totalt	2,5	2,7	3,2	3,1
Nominella timlöner, industri	2,8	2,4	3,1	3,0
Sparkvot, nivå	8,5	9,7	10,3	10,1
Real disponibelinkomst <sup>3/</sup>	1,2	3,3	2,2	1,8
Bytesbalans,% av BNP	6,8	7,2	6,9	7,1
Finansiellt sparande i offentlig sektor,% av BNP	-0,1	0,2	-0,3	0,2
Offentliga sektorns skuld (Maastricht),% av BNP	39,4	36,5	35,8	33,5

Källor: SCB och Swedbank

<sup>1/</sup> Årlig procentuell förändring om inte annat anges

<sup>2/</sup> Konsumentprisindex med fasta räntor

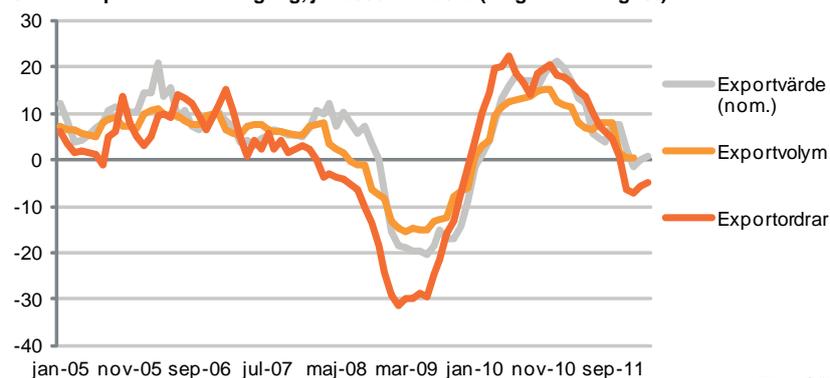
<sup>3/</sup> Baserat på konjunkturlönestatistiken

näringslivet och budgetkonsolideringar i flera OECD-länder innebär att den globala investeringsaktiviteten blir måttlig de kommande åren.

På kort sikt finns det dock tecken på en ljusning inom svensk exportindustri efter den kraftiga nedgången i slutet av 2011. Orderingsgången är på väg upp, om än från låga nivåer, och exportvärdet för de två första månaderna visar enbart en mindre nedgång från fjolårets sista månader, Swedbanks inköpschefsindex (PMI) för tillverkningssektorn steg också marginellt under det första kvartalet 2012. Även om vi förväntar oss en försiktig återhämtning för den svenska exporten under den andra halvan av 2012 kommer den genomsnittliga exportvolymen att vara 1,3 % lägre än under 2011.

Sveriges exportmöjligheter begränsas i synnerhet av den svaga investeringsaktiviteten i OECD-länderna. De globala utsikterna för t.ex. tunga lastbilar försämras troligen under 2012. Detta gäller framför allt på de mogna marknaderna men efterfrågan blir sannolikt mindre expansiv även på tillväxtmarknaderna. Den svenska exportutvecklingen hålls också tillbaka av en lägre exportefterfrågan från i synnerhet Tyskland, mottagare av närmare 10 % av Sveriges export. I takt med att den globala efterfrågan ökar räknar vi med en exportvolymtillväxt på 2,5–3 % under 2013. Efter två år av växande marknadsandelar kommer svensk industri sannolikt att tappa marknadsandelar 2012–2013 på grund av en mindre fördelaktig efterfrågesamman-

Svensk export och orderingsgång, jan 2005 - feb 2012 (årlig förändring i %)



Källa: SCB

sättning och en svagare konkurrenskraft. Enhetsarbetskostnaderna pressas uppåt av en lägre produktivitetstillväxt och högre löneökningar än vi förväntade i vår januariprognos.

### Investeringarna läggs på is

De fasta bruttoinvesteringarna ökade med 5,8 % i volymtermer under 2011 vilket var i linje med våra förväntningar. Även om investeringarna har ökat sedan 2010, med en total investeringstillväxt på 16 %, är den sammanlagda investeringsvolymen ännu inte tillbaka till de nivåer som rådde före krisen 2008. Dessutom skiljer sig investeringstrenderna mellan olika sektorer. Den största förändringen har skett på fastighetsområdet. Efter två år av stark tillväxt minskade bostadsinvesteringarna med 7,3 % i säsongsjusterade termer mellan det tredje och det fjärde kvartalet i fjol. Trots den betydande nedgången blev investeringarna i bostäder 12,8 % högre under 2011 än under 2010. Investeringsaktiviteten i den privata sektorn (utom bostäder)

fortsatte att öka även om produktionstillväxten avtog och affärsutsikterna blev allt mer osäkra. Den starkaste investeringsutvecklingen noterades i tjänstesektorn medan transportmedelsindustrin och energisektorn visade den största avmattningen.

En måttlig global efterfrågan och ett lägre kapacitetsutnyttjande håller tillbaka de privata investeringarna under 2012. Inom svensk industri minskade kapacitetsutnyttjandet till 82,8 % under det första kvartalet 2012 från 86 % under samma period förra året. I Statistiska centralbyråns (SCB:s) investeringsöversikt i februari 2012 rapporteras det att industrin planerar att öka sin investeringsvolym med 5 %, vilket verkar optimistiskt med tanke på de måttliga exportutsikterna och det låga kapacitetsutnyttjandet. I tjänstesektorn, som svarar för drygt en tredjedel av de totala investeringarna, förutser vi en fortsatt ökning av investeringarna, i synnerhet för hushållsrelaterade branscher. De offentliga investeringarna, som började minska i slutet av 2011, väntas fortsätta att krympa under 2012 främst till följd av färre infrastrukturinvesteringar. Det är första gången sedan 2003 som investeringarna i den offentliga sektorn förväntas minska.

Den främsta nedrevideringen från januariprognosen gäller bygginvesteringarna. Den kraftiga nedgången i antalet påbörjade bostäder i slutet av förra året kommer att ha negativ inverkan på investeringstillväxten i år. Även om husrenoveringar stimuleras av fortsatta skattereduktioner kommer ökningstakten att minska om än från en hög nivå. Sedan december 2008 när dessa skattereduktioner infördes

### Swedbank's BNP prognos – Sverige<sup>1/</sup>

Procent volymförändring	2010	2011 <sup>1/</sup>	2012f <sup>1/</sup>	2013f
Hushållens konsumtionsutgifter	3,7	2,1 (1,4)	1,3 (0,2)	2,5 (2,1)
Offentliga konsumtionsutgifter	1,9	1,8 (1,7)	0,6 (0,7)	0,9 (0,9)
Fasta bruttoinvesteringar	7,7	5,8 (5,8)	0,1 (1,5)	2,6 (2,5)
näringsliv exkl. bostäder	5,7	5,0 (2,9)	2,6 (2,7)	4,0 (4,3)
offentliga myndigheter	6,2	1,6 (6,6)	-1,8 (-0,8)	0,4 (0,4)
bostäder	17,2	12,8 (15,4)	-6,2 (-0,5)	-0,2 (-1,5)
Lagerinvesteringar <sup>2/</sup>	2,1	0,7 (0,6)	-0,4 (-0,5)	-0,1 (0,2)
Export av varor och tjänster	11,7	6,8 (8,4)	-1,3 (-1,1)	2,6 (1,7)
Import av varor och tjänster	12,7	6,1 (5,9)	-1,1 (-1,7)	2,0 (2,2)
BNP	6,1	3,9 (4,5)	0,2 (0,3)	2,2 (1,8)
BNP, kalenderkorrigerad	5,8	4,0 (4,5)	0,5 (0,6)	2,2 (1,8)
Inhemsk slutlig användning <sup>2/</sup>	3,7	2,6 (2,2)	0,8 (0,5)	1,9 (1,7)
Nettoexport <sup>2/</sup>	0,3	0,7 (1,6)	-0,2 (0,2)	0,4 (-0,1)

Källor: SCB och Swedbank

1/ Siffrorna från vår senaste prognos i januari 2012 finns inom parentes.

2/ Bidrag till BNP-tillväxten.

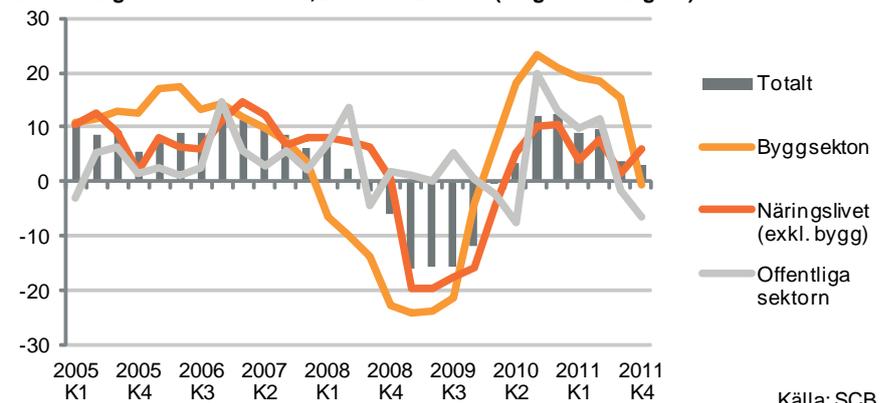
har investeringarna i ombyggnation ökat med 50 %. Totalt sett förutser vi att bostadsinvesteringarna sjunker med 6 % under 2012, vilket innebär att bostadsinvesteringarna minskar som andel av de totala investeringarna. Dock finns det fortfarande ett behov av mer bostadsinvesteringar. Den växande befolkningen, framför allt i städerna, och bostadsbristen i 60 % av Sveriges kommuner betyder att det finns en stor underliggande efterfrågan på nya bostäder. Sett till bostadsinvesteringar per invånare ligger Sverige lägst bland de nordiska länderna.

Vi förutser, sammantaget, att investeringstillväxten under 2012 kommer att vara svagare än vi bedömde i vår januariprognos och de fasta bruttoinvesteringarna väntas öka med enbart 0,1 % i år. Den totala investeringsvolymen förväntas stiga med 2,6 % under 2013 till följd av en starkare investeringsaktivitet i den privata sektorn och en återhämtning på fastighetsmarknaden.

### Arbetslösheten på väg upp och konkurrenskraften blir en utmaning

Även om arbetsmarknaden tappar fart håller den emot något bättre än vad vi väntade oss tidigare i år. Arbetslösheten var 7,5 % i februari i säsongsjusterade termer, vilket i princip är samma nivå som i januari och december. Under de två första månaderna 2012 var i genomsnitt 390 000 personer registrerade öppet arbetslösa jämfört med 400 000 under samma period 2011. Men arbetsmarknadsdeltagandet minskar. Detta är ett resultat av reformerna av sjukförsäkringen. Många som tidigare var registrerade som

Investeringar i olika branscher, 2005 K1 - 2011 K4 (årlig förändring i %)



Källa: SCB

arbetslösa lämnar nu arbetskraften och återvänder till sjukförsäkringen, vilket reducerar arbetslösheten.

Kortsiktiga indikatorer visar att arbetslösheten kommer att stiga under det närmaste halvåret. Antalet varsel mer än fördubblades i början av 2012 jämfört med 2011 samtidigt som antalet registrerade jobbsökande på arbetsförmedlingen ökade. Positivt är dock att antalet lediga jobb också ökar. Statistiken över arbetade timmar ser bättre ut än väntat. Det tyder på att arbetsgivarna inte ser något akut behov av att dra ned på arbetskraften.

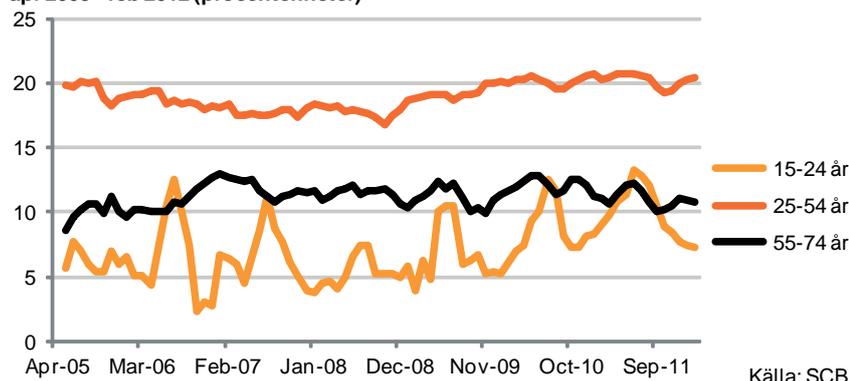
Mot bakgrund av att försämringen på den svenska arbetsmarknaden blivit mindre än förväntat samtidigt som vi förutser att det finns bättre förutsättningar för att konjunkturen nu vänder upp reviderar vi ned vår arbetslöshetsprognos för 2012 och 2013. Vi står dock fast vid att arbetslösheten fortsätter att öka en bra bit in i nästa år. Den genomsnittliga arbetslösheten förutses bli 7,8 % under 2012 vilket är i linje med vår januariprognos för att sedan stiga till 7,9 % under 2013, jämfört med 8,0 % i ja-

nuariprognosen. Vi bedömer att arbetslösheten inte kommer att överstiga 8 % i säsongsjusterade termer. Nästa år stiger efterfrågan på arbetskraft vilket leder till ett ökat arbetskraftdeltagande men också till att nedgången i arbetslösheten blir långsammare. Med en tillväxtprognos under den potentiella tillväxten, förväntar vi inte en större nedgång av arbetslösheten under prognosperioden.

Utfallet från löneförhandlingarna som inleddes förra året väntas öka kostnadstrycket för företagen, vilket kan dämpa den svenska konkurrenskraften. På grund av omfattande revideringar i statistiken över antalet arbetade timmar har produktiviteten i den svenska ekonomin blivit betydligt lägre under 2010 och 2011 än vad man tidigare trott. Det betyder också att enhetsarbetskostnaderna ökar snabbare. Därför bedömer vi att företagen kommer att få det tuffare på exportmarknaderna och att produktivitetstillväxten fortsätter att släpa efter lönekostnadsutvecklingen de närmaste två åren.

Tillväxtåterhämtningen under den andra halvan av 2012 förväntas ge skjuts åt sysselsättningen. Vi förutser dock att jobbtillväxten blir ojämnt fördelad mellan olika grupper på arbetsmarknaden. En lång period av relativt hög arbetslöshet har ökat den strukturella arbetslösheten, dvs. långtidsarbetslösa med lite arbetslivserfarenhet de senaste åren kommer att få det svårt att komma tillbaka till arbetsmarknaden. Särskilt tufft blir det för ungdomar och för arbetssökande födda utomlands. I följd minskade sysselsättningen inom dessa grupper, och på grund av bristfäll-

Sysselsättningsgraden: Skillnanden mellan inrikes och utrikes födda, apr 2005 - feb 2012 (procentenheter)



Källa: SCB

lig arbetslivserfarenhet och få kontakter på arbetsmarknaden är det nödvändigt att intensifiera insatserna för att minska arbetslösheten bland dessa grupper. I åldersgruppen 25–54 år har skillnaden mellan de som är födda i Sverige och de som är födda utomlands ökat trots att arbetsmarknaden förbättrats sedan mitten av 2009. För personer i åldern 15–24 varierar sysselsättningen över året. Svenskfödda ungdomar har lättare att få tillfälliga säsongrelaterade arbeten, vilket också stärker deras ställning på den framtida arbetsmarknaden.

### Hushållen – den främsta tillväxtmotorn

Hushållskonsumtionen repade sig snabbt under det fjärde kvartalet förra året efter det tredje kvartalets branta nedgång. Sett över helåret steg dock konsumtionen med 2,1 % jämfört med 3,6 % under 2010. Trots en kraftig ökning av de reala disponibelinkomsterna ökade hushållen sitt sparande delvis på grund av den osäkra omvärldskonjunkturen. Sparkvoten steg till 9,7 % av disponibelinkomsten jämfört med 8,5 % 2010. Dessutom dämpades kreditexpansionen ytterligare i början av 2012 vilket höll tillbaka ökningen i hushållens skuldsättning. Det bör noteras att sparandet har reviderats ned betydligt sedan hushållens icke vinstdrivande organisationer har exkluderats från statistiken. Detta påverkar dock inte förändringen i sparkvoten.

Den totala konsumtionen fortsatte att utvecklas starkt under de första månaderna 2012. Såväl varaktiga som icke-varaktiga konsumtionsvaror ökade snabbare medan hushållsförtroendet steg från låga nivåer. En viss

osäkerhet kvarstår dock om styrkan i den privata konsumtionen. Bland annat minskade nyregistreringen av bilar med nästan 4 % under det första kvartalet 2012 jämfört med samma kvartal 2011. Sammantaget bedömer vi att den privata konsumtionen växer något snabbare jämfört med utvecklingen i slutet av förra året.

Hushållens ekonomiska situation har gynnats av ökade inkomster samtidigt som stigande räntekostnader och hög skuldsättning visar på sårbarheten för förändringar i tillgångspriser och sysselsättning. Den reala disponibelinkomsten steg med 3,3 % under 2011, vilket var mer än en fördubbling av tillväxttakten från 2010. Samtidigt ökade konsumtionen med 2,1 % i reala termer, dvs sparkvoten steg. Att konsumtionen ökade i lägre takt än disponibelinkomsten förklaras inte bara av det försämrade förtroendet utan också av en minskning av hushållens tillgångar, den s.k. förmögenhetseffekten. Hushållen tenderar att öka sitt buffertsparande då deras förmögenhet sjunker. Totalt sett krympte hushållens nettotillgångar som andel av den disponibla inkomsten 2011. Inte minst gällde detta hushållens aktieinnehav som sjönk i värde med omkring 10 % medan värdet på bostadstillgångar var så gott som oförändrat. Detta skulle innebära en minskning av den nominella konsumtionstillväxten med ungefär 1 procentenhet, enligt skattningar från Statistiska centralbyrån (2006). Effekten av en motsvarande minskning i bostadspriserna skulle ha varit omkring 3 procentenheter.

Sammantaget reviderar vi upp prognosen för konsumtionstillväxten till

1,3 % för 2012 och till 2,5 % för 2013. Den underliggande tillväxttakten under 2012 förväntas bli betydligt högre än i vår januariprognos. Skälen är en något bättre arbetsmarknad med gradvis stigande sysselsättning i kombination med stabila tillgångspriser och något ljusare globala tillväxtutsikter. De förbättrade förutsättningarna för hushållen innebär att sparkvoten inte stiger i samma utsträckning som i vår januariprognos utan förväntats hamna på omkring 10 % av disponibelinkomsten. Under 2013 stärks arbetsmarknaden ytterligare samtidigt som hushållens förväntningar stiger i takt med att situationen i Europa förbättras. Då dessutom finanspolitiken ger stöd åt hushållens ekonomi genom skattesänkningar, förväntar vi att konsumtionstillväxten ökar och att sparkvoten sjunker till 9,8 %.

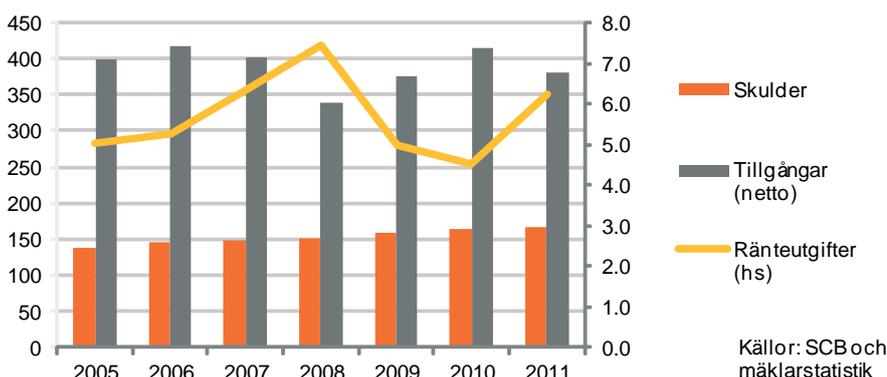
### Slut på penningpolitiska lättnader

Riksbanken lämnade reporäntan oförändrad på 1,50 % den 17 april och gav tydliga signaler om att det inte blir några fler sänkningar om inte ekonomin försämras väsentligt. Marknadens förväntningar på en räntesänkning har avtagit och Riksbankens reporänta förväntas bli högre än vad vi förutsåg i vår januariprognos. Samtidigt presenterar Riksbanken något sämre ekonomiska utsikter, vilket får oss att tro att den nu lägger större vikt vid finansiell stabilitet och hushållens skuldsättning.

Inflationstrycket har dämpats men med tanke på det högre oljepriset förutser vi att inflationen kommer att stiga. Enligt vår aktuella prognos kommer dock KPIF, där bostadsräntorna hålls oförändrade, att hamna klart under Riksbankens inflationsmål på 2 % i slutet av prognosperioden. Vid utgången av 2013 förutses den totala inflationen vara 2,0 % medan KPIF väntas ligga på 1,6 %. Det finns med andra ord utrymme för en mer expansiv penningpolitik på kort sikt.

Trots exportfallet i slutet av förra året har den svenska kronan stärkts, framför allt mot euron. Dessutom väntas den svenska ekonomins positiva utveckling i kombination med dess växande status som en relativt säker placering med

Hushållens balansräkning, 2005 - 2011 (% av disponibelinkomsten)



solida interna och externa balanser (budget- och bytesbalansen) leda till att kronan stärks. I förhållande till den amerikanska dollarn förutser vi inte någon större förändring under prognosperioden medan euron däremot kommer att depreciera gentemot kronan. En starkare svensk krona tillsammans med ökade lönekostnader och en avtagande produktivitetstillväxt kommer att sätta ytterligare press på näringslivets konkurrenskraft, och kampen om exportmarknadsandelarna hårdnar.

Vi förutser att Riksbanken låter reporäntan ligga kvar på 1,50 % under resten av året för att sedan höja den vid två tillfällen under 2013. Vår bedömning är att penningpolitiken skulle kunna vara mer expansiv för att bidra till en minskad arbetslöshet. Vi argumenterar därför för ytterligare ett par reporäntesänkningar och att den finansiella stabiliteten också hanteras på andra sätt, främst genom finansinspektionen och finanspolitiska reformer.

### Åter mot budgetunderskott

Överskottet i de offentliga finanserna motsvarade 0,2 % av BNP 2011 enligt preliminära beräkningar vilket är en förbättring med 0,3 procentenheter jämfört med föregående år. Medan pensionssystemet (0,5 % av BNP) hade ett överskott, fortsatte kommuner och landsting att visa underskott (0,3 % av BNP). Dessutom minskade både offentlig konsumtion och investeringar som andel av BNP. Den offentliga sektorns skuld sjönk med nästan 3 procentenheter av BNP (enligt med Maastrichtkriterierna) till följd av överskottet i de offentliga finanserna och fjolårets starka ekonomiska tillväxt samt försäljningen av statliga tillgångar (främst

### Ränte- och valutaantagande

	Utfall Prognos				
	2012 20 Apr	2012 30 Jun	2012 31 Dec	2013 30 Jun	2013 31 Dec
Räntor					
Svensk reporänta	1,50	1,50	1,50	1,75	2,00
10 årig statsobligationsränta	1,80	2,10	2,60	2,90	3,10
Valutor					
EUR/SEK	8,84	8,70	8,65	8,60	8,60
USD/SEK	6,68	6,80	6,87	6,94	6,85
TCW (SEK)	121,8	120,3	119,8	119,5	119,1

Källor: Reuters Ecowin och Swedbank

Nordea-aktier).

Avmattningen i tillväxten och ofinansierade reformer på motsvarande 0,4 % av BNP väntas dock leda till ett underskott i de offentliga finanserna 2012. En dämpad arbetsmarknad begränsar skatteintäkterna från hushållen och innebär att kommunerna och landstingen kommer att ha fortsatta finansiella underskott under det närmaste året. I vårbudgeten för 2012 presenterade regeringen reformer för att öka flexibiliteten på bostadsmarknaden. Det kommer att ha liten påverkan på budgeten 2012 och endast en begränsad effekt de närmaste åren (1,6 miljarder SEK).

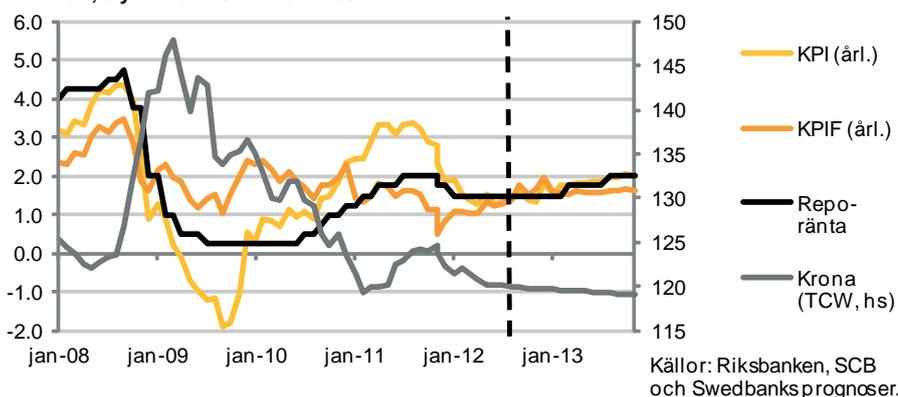
I takt med att tillväxten repar sig och arbetslösheten långsamt börjar sjunka förväntar vi att de offentliga finanserna stärks under 2013. Arbetsrelaterade skatter och vinstskatter stiger och vi förutser ett marginellt överskott i de offentliga finanserna, motsvarande 0,2 % av BNP under nästa år. Vi förutser dessutom ytterligare finanspolitiska stimulansåtgärder på 15 miljarder kronor där merparten hamnar på utgiftssidan. Regeringen har flaggat för ytterligare insatser för att få ned ar-

betslösheten, och vi räknar med fler riktade åtgärder för att få ungdomar och utlandsfödda i sysselsättning. Dessutom väntas fler infrastruktursatsningar. Effekterna på ekonomin kommer dock till viss del att dämpas av kommunernas strävan att konsolidera sina finanser genom utgiftsbegränsningar och skattehöjningar.

Utrymmet för en expansiv finanspolitik är begränsat. Nedrevideringen av produktivitetstillväxten kan ha inneburit att den potentiella BNP-tillväxten har varit något lägre än tidigare beräknat. I kombination med den snabba BNP-tillväxt vi sett under de två senaste åren kan detta ha lett till ett minskat konjunkturjusterat sparandet. Budgetunderskottet, beräknad över ett rullande tidsintervall på sju år, pekar dessutom mot ett minskat utrymme för en expansiv finanspolitik och utgiftstaken begränsar ökningen av permanenta utgifter till omkring 18 miljarder svenska kronor (0,5 % av BNP 2011). Vår bedömning är dock att det fortfarande vore lämpligt med finanspolitiska stimulanser på kort sikt, särskilt mot bakgrund av den höga arbetslösheten. Under nästa år anser vi att det förutom riktade initiativ för att minska arbetslösheten även behövs reformer på skatteområdet som främjar tillväxten. Svårigheten för regeringen är att utarbeta reformer som kan få stöd av en riksdagsmajoritet.

Magnus Alvesson  
Jörgen Kennemar

### Inflation, styrräntan och växelkursen



## Estonia: Growth prospects improve

During 2011, the Estonian economy showed strong 7.6% growth in real terms (during the first three quarters, the average growth was approximately 9% but slowed considerably during the last quarter). Strong export growth, together with recovering domestic demand, brought along employment growth, which, in turn, increased households' willingness to spend. In addition, solid foreign demand, despite hazy outlooks for many of Estonia's export partners, encouraged investment growth. This growth, however, slowed in the last quarter of 2011 as uncertainties, already elevated for a long time, forced entrepreneurs to use a wait-and-see strategy in making investments.

Growth in 2011 was a bit slower than we expected in January, as export growth in the fourth quarter was weaker than envisaged and GDP fell in quarterly terms. Nevertheless, domestic demand, especially private consumption, showed solid growth rates. Slowing export growth was mainly caused by the slowing of export sales in the machinery and equipment sector.

For a small and very open economy, the main risks continue to be external – the slowdown of the main export partners' economies will affect the further growth of the Estonian economy. Nevertheless, as economic developments have so far been more balanced than during the boom years, a recession – should it occur – would be considerably smaller

than the one seen during 2009-2010. All in all, a global recession or stagnation would affect the Estonian economy through foreign demand, which, in turn, would reduce the need for investments and lowers job creation. This lowering would have its impact on private consumption as well. At the same time, the risks in the global markets are also upside, which might indicate that our forecast is too conservative – the better-than-expected growth in the export markets might raise foreign demand, which, together with stronger confidence, would induce the growth of investments (the inflow of foreign as well as locally available funds).

In addition, Estonia's economic development is affected by the perception of market participants about not only the global outlook but that for the Baltic states. If the global slowdown is not followed by a rapid increase in investors' perception of uncertainty and nervousness, the overall negative effect might be even smaller than described above.

Adverse developments in the global commodity markets pose a risk for the Estonian economy as well. Higher-than-forecast inflation would harm the purchasing power of households, increasing the number of budget-constrained households; hence, private consumption growth might be considerably lower.

Internally, the biggest risk continues to be structural unemployment and the lack of qualified labour – many sectors are facing difficulties in hiring new employees as not enough qualified labour is available. This means that, in the near future, another wage rally might develop for certain occupational groups (e.g., ICT sector specialists, engineers, health care workers, etc.), as was seen in the mid-2000s. In addition to the skills mismatch, emigration continues to pose a threat to competitiveness, as during the crisis years the trend of pendulum migration was on the increase. Those residents who continue to work abroad might eventually emigrate, which, in a country with a decreasing and ageing population, will pose a long-term risk in the form of labour shortages. This, in turn, might affect investment decisions of foreign investors (e.g., regarding small-scale production).

### Better outlook for trade partners supports export growth

In 2011, exports of goods and services grew by 24.9%, which were by and large in line with our expectations. For 2012, we revised export growth marginally up to 3.1% (from 2.7%) as we forecast a slightly better outlook for the main export markets. The year 2013 will be even better for exporting companies, as economic activity will increase even more, especially in Europe. In addition, in our previous outlook, we projected the economies of Estonia's main export partners to slow this year, but, in our current view, the slowdown will be smaller. According to our main scenario, the economy will slow only moderately during the first half of this year.

In 2011, the main contributor to export growth was the electronics sector, viz., machinery and equipment. Growth in this sector will slow (growth rates might even turn negative in some quarters), but other sectors – e.g., the manufacture of wood and wood products, the food industry and the metal industry – will contribute more this year and the next.

#### Key Economic Indicators, 2010 - 2013 <sup>1/</sup>

	2010	2011	2012f	2013f
Real GDP	2.3	7.6	2.7	4.2
Nominal GDP, billion euro	14.3	16.0	16.9	18.1
Consumer prices (average)	3.0	5.0	3.8	3.2
Unemployment rate, % <sup>2/</sup>	16.9	12.5	10.5	8.6
Real gross monthly wage	-2.0	0.5	1.6	2.0
Exports of goods and services (nominal)	25.5	27.4	9.2	10.3
Imports of goods and services (nominal)	24.8	34.0	9.2	11.1
Balance of goods and services, % of GDP	7.4	3.8	4.0	3.4
Current account balance, % of GDP	7.2	6.7	5.9	5.5
FDI inflow, % of GDP	8.1	8.0	9.9	10.8
Gross external debt, % of GDP	115.2	98.0	91.4	90.8
General government budget balance, % of GDP <sup>3/</sup>	0.3	1.0	-1.8	-0.6
General government debt, % of GDP	6.7	6.0	7.7	10.0

Sources: Statistics Estonia, Bank of Estonia and Swedbank projections.

<sup>1/</sup> Annual percentage change unless otherwise indicated.

<sup>2/</sup> According to labour force survey.

<sup>3/</sup> According to Maastricht criterion.

Exports of goods and services will be highly dependent on developments in the neighbouring countries of Sweden, Finland, Russia, Latvia, and Lithuania. As 2011 showed, Estonian companies' sales seemed to have been quite resilient to the global slowdown, which might indicate that their price competitiveness allowed them to increase their market share in the destination markets, as well as to find new markets and thus avoid too high a level of concentration. Exchange rate developments have also favoured Estonian companies' competitiveness.

The share of machinery and equipment will be smaller in 2012 and going forward – overall manufacturing in the machinery and electronics sector will be growing at a modest rate. Other sectors' contributions will increase. The beginning of 2012 has already witnessed a strong development in the chemicals and metal industry, as well as the food industry. Therefore, we expect exports to grow by 3.1% this year and 7.1% the next. In exports of wood and wood products, the change in selection in products is also present – higher-value-added products are being sold abroad (i.e., the share of unprocessed wood is decreasing).

The growth in services exports will be supported by the growth in travel and other business services. Transport services (the most important branch in services exports), on the other hand, will grow more slowly, as the need to ensure trade flows is somewhat smaller. The share of IT-related services in services exports is quite small, but increasing rapidly.

#### Swedbank's GDP Forecast – Estonia

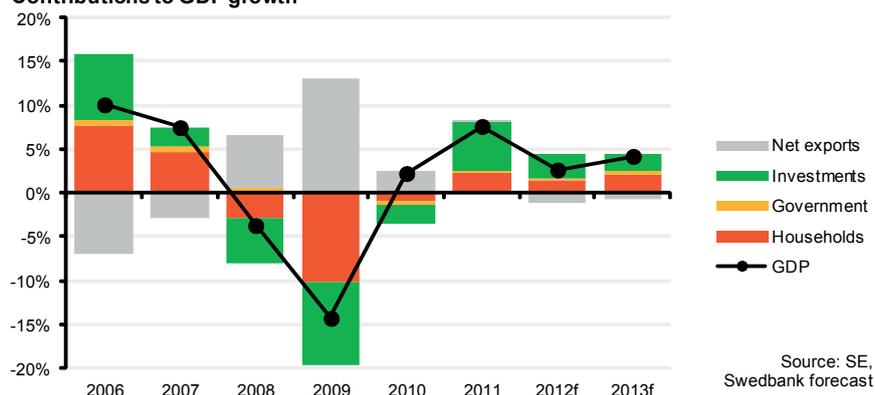
Changes in volume, %	2010	2011 <sup>1/</sup>	2012f <sup>1/</sup>	2013f
Household consumption	-1.7	4.2 (4.3)	2.7 (3.0)	4.2 (5.6)
General government consumption	-1.1	1.6 (2.6)	1.8 (3.0)	1.7 (2.0)
Gross fixed capital formation	-9.1	26.8 (20.2)	11.5 (7.1)	7.4 (9.8)
Inventories <sup>2/</sup>	4.2	-0.7 (0.0)	-0.8 (-1.0)	0.6 (-0.1)
Exports of goods and services	22.5	24.9 (25.8)	3.1 (2.7)	7.1 (6.7)
Imports of goods and services	20.6	27.0 (27.0)	4.6 (2.9)	8.4 (8.9)
GDP	2.3	7.6 (8.0)	2.7 (2.7)	4.2 (4.0)
Domestic demand (excl. inventories) <sup>2/</sup>	-3.4	8.1 (7.0)	4.5 (3.7)	4.4 (5.6)
Net export <sup>2/</sup>	2.5	0.3 (1.0)	-1.1 (0.0)	-0.8 (-1.6)

Sources: Statistics Estonia and Swedbank.

<sup>1/</sup> The figures from our forecast in January are given in brackets.

<sup>2/</sup> Contribution to GDP growth

Contributions to GDP growth



Import growth will be supported by rising domestic demand, especially private consumption, as well as by exports, because many production inputs are imported. Therefore, the import growth rate will decelerate as well, but at a slower rate than exports, as the share of consumer goods in imports will increase. At the same time, we expect private consumption to grow less than expected in January due to the more rapid price increase; this, in turn, means that the increase in imports of consumer goods might be smaller. We expect imports to grow 4.6% this year and 8.4% the next (in real terms). All in all, this means that the trade balance will worsen.

#### The government spurs investment growth

In 2011, investment grew by 26.8%, supported by investments in machinery and equipment. This rapid growth rate was also supported by growing demand, causing many enterprises to face their limits in capacity utilisation. Many firms have been facing elevated demand already since 2010 and have incurred the need for investments in

order to improve and/or enlarge their production processes. In addition, large investment projects were observed in the energy sector (renewable energy-related projects).

Compared with the January forecast, we revised the expectation of investment growth upwards due to a more favourable market, supported by strengthening confidence as well as by the abolishment of local governments' lending limits. We expect investment to grow 11.5% this year and 7.4% the next. As mentioned in the previous outlook, the main contributor to the increasing investment activity is the government sector – there is an obligation to invest revenues from the CO2 quota trade, as well as to use structural funds as the programming period ends next year. In addition to the central government, local authorities are expected to increase their investments, as there is a need to renovate publicly owned houses like kindergartens, schools etc; the government abolished the temporary limitations for local governments' on-lending this year – if their debt level is less than 60% of their annual budget, they are not obliged to ask permission for additional lending from the Ministry of Finance.

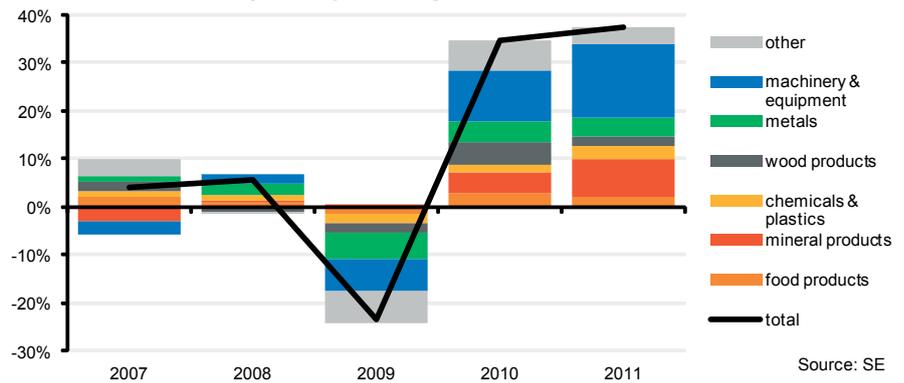
The contribution of the private sector will increase in 2013 – we believe that, throughout most of this year, entrepreneurs will tend to be more cautious and not resume their investment activity until the end of 2012. Corporate sector investments will increase considerably during the next year when the uncertainties will have substantially lessened. Public sector investments will be more modest next year.

We expect activity in the residential housing market to increase this year – activity in the housing market started to grow already at the end of 2011. At the same time, despite the rising number of building permits, we are of the opinion that the number of new construction works in 2012 will be modest as construction prices are, according to real estate developers, too high due to the elevated investment activity in the public sector. Nevertheless, we expect residential construction works to increase more next year.

Residential investment activity during this year will be mainly directed towards increasing the energy efficiency of dwellings – energy prices have increased considerably and, according to our main global scenario, we expect oil prices to remain elevated, which, in turn, will affect heating and electricity prices. The latter will also be affected by the opening of the electricity market in Estonia. The initiative to increase the energy efficiency of apartment houses is also supported by a state-owned institution (KredEx).

In addition, the number of purchase-sales contracts has been increasing; this, however, depends on the location and quality of the real estate. All in all, buyers are more demanding: real estate that is still in the market but has poor infrastructure, together with a less-in-demand location, will not find buyers so easily and will remain on the market for a while. On the other hand, there are cases in which apartment houses have found buyers even before construction has started. It is worth noting, however, that many of these purchases have been fi-

Contributions to export growth by product groups



nanced by households' own funds; loan demand will be modest, especially this year, as many households prefer to pay back their old loans and avoid taking on new ones because they still remember the hardships of the past crisis. Next year, loan demand will grow modestly as overall economic development will encourage households to improve their living conditions; average square meter per household member in Estonia is still below average in Europe (30.1 in Estonia compared with 45.2 in Germany and Austria).

### Unemployment will continue to decline

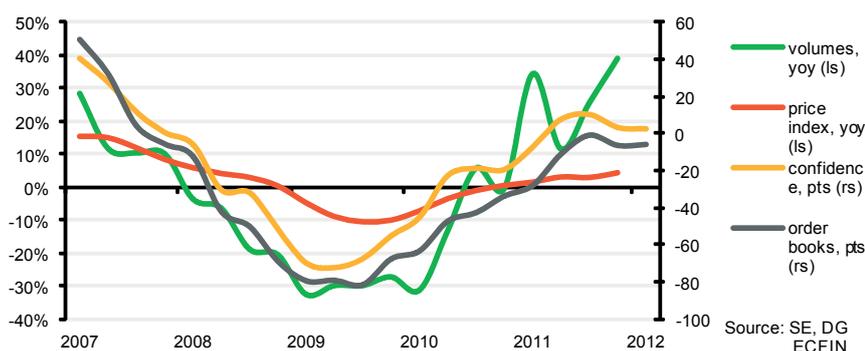
Employment growth was remarkable in 2011 – on average, 6.7% more people were working in 2011 than in 2010 (more than 38,000 people). On one hand, this rapid employment growth was supported by increasing foreign demand, which induced an increase in both investments and the number of employees. On the other, the large inflow of tourists was feeding the services sector and, therefore, created the need for additional workers in the retail, housing and accommodation, and recreation sectors, as well as restaurants

and cafes. The latter jobs tended to be more seasonal by nature – at the end of the year, employment decreased a bit. In addition to the above-mentioned sectors, one of the largest increases in the number of employees was observed in the construction sector, where the number of workers increased more than 20% on average.

The unemployment rate fell to 12.5% in 2011 and is expected to fall further and reached 10.5% this year. Due to the rise of job creation and somewhat declining participation rate (see the reasoning in previous Outlook), the unemployment rate will fall even farther next year, to 8.6%. Nevertheless, even though developments in the labour market continue to be encouraging, the problem of structural unemployment remains: if the young people (aged 15-24) remain in the labour market instead of studying, the skills mismatch will worsen in the medium to long run. It is already a problem in certain sectors – e.g., health care, ICT related, electronics, and energy. If immigration policies do not change, shortages of qualified labour may be the main obstacle to the sustainable growth of the Estonian economy.

The trend of pendulum migration continues to pose a risk to the Estonian economy, as there is a chance that those residents employed abroad might emigrate; in a country with an ageing and decreasing population and a lack of qualified workers, this might be the main obstacle to further growth, together with the additional pressure this migration puts on the social system. This is especially true in the case of transportation and construction sector work-

Construction sector



ers, as well as of medical staff (both health care and veterinary). In addition, the labour shortage might in the medium run spark another wage rally similar to that seen in 2006-2007; this, in turn, would jeopardise the competitiveness of local producers/service providers.

Real wage growth in 2011 turned positive only in the third quarter (we expected an increase in purchasing power already by the second quarter) after almost three years of decrease; on average, real wages grew by 0.5% compared with the previous year. We expect wages to grow by 1.6% this year and 2% the next. Compared with the previous forecast, we downgraded this year's wage expectations as the price increase will not slow as much as was expected in January. Real wage growth will be supported by an increase in labour shortages. This is especially true in the case of the construction sector – real estate developers and construction firms have to compete with firms in Finland for construction workers, and, to attract them, might have to raise wages quite rapidly.

### Oil prices to lower households' willingness to spend

Household spending showed strong growth rates already at the end of 2010, and, in 2011, consumer spending grew by 4.2%. Strong employment growth, together with favourable developments in the labour market, increased households' disposable income which, in turn, gave them more assurance about future developments. This increase in confidence resulted in an increase in spending on durables and semi-durables – purchases that had been postponed during the crisis years, when

uncertainty about maintaining jobs and income ran high. For this year, we expect consumer spending to increase by 2.7% – a bit lower rate than was projected in January. The main reason behind such a downgrade is our expectation of faster inflation, due to oil price developments in the world markets: the average consumer basket will be 3.8% more expensive in 2012 than in 2011. Inflation will slow somewhat next year, reaching a growth rate of 3.2%. This faster inflation in 2012 will induce households to spend less as budgets will be even tighter and fixed costs will be higher. Households might even increase their savings on a rational basis – expecting higher housing costs during the winter months, they might not spend as freely during the spring and summer months.

In 2013, households will remain cautious – we expect household spending to increase by 4.2%. In addition to the accelerating inflation, the other factor affecting consumer spending is wage growth – as mentioned above, real wage growth will be rather modest during the forecast period, and not all workers will be able to enjoy the increase in wages – wage growth will be uneven among sectors and will be led by the occupations where the lack of labour is more pronounced (e.g., ICT-related sectors, energy sector, and construction).

### Public debt will increase from a low level

The general government budget reached a surplus for the second year in a row in 2011, at 1% of GDP. This was mainly supported by revenues from CO2 quota sales (the total impact

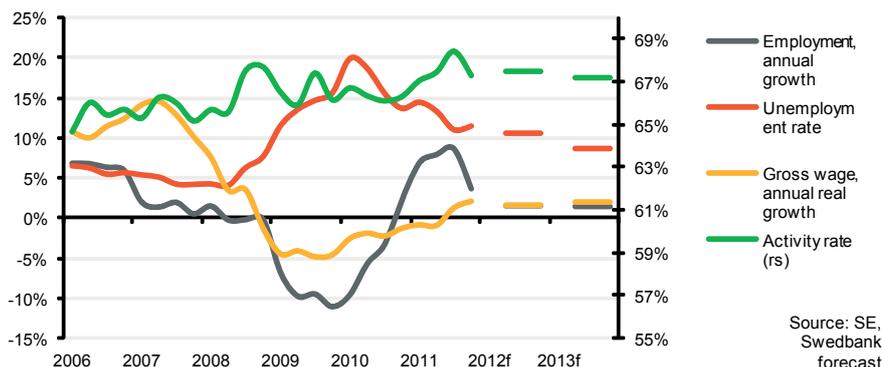
reached 1.2% of GDP), but also by a 7% increase in tax revenues as economic growth and the labour market recovered strongly. This year and the next, however, budget deficits will resume. In 2012, we forecast the deficit to reach 1.8% of GDP due to several temporary factors – e.g., mandatory investments from the quota sales (total impact 1.5% of GDP) and full restoration of the pension pillar payment system. The temporary factors' disappearance will lessen the deficit to 0.6% of GDP in 2013.

Major tax changes that will affect the budget position, besides regular tobacco and alcohol excise increases, include lowering the unemployment insurance tax from 4.2% to 3% in 2013 (which decreases the Social Security Fund's surplus) and reducing the highest allowable deduction from taxable income by 40% (which increases total tax collection).

General government debt was measured at a very low level – 6% of GDP – in 2011; this will increase to 10% of GDP by 2013. The main factor increasing the debt level during our forecast period are the loan payments by the European Financial Stability Facility (EFSF) (3% of GDP), which are reflected as an increase in the debt level; other factors include down payments to the European Stability Mechanism (ESM), investments to raise Eesti Energia's equity capital, the abolishment of temporary debt ceilings for the local governments, and partial coverage of current budget deficits. These factors will weigh on the public finances and might require additional liquidity purchases, as net public debt is set to turn negative during the forecast period. Nevertheless, the situation of the overall public finances is solid, the budget deficits are considered temporary (as the government is fully committed to restoring surpluses as soon as possible), and the growth of the debt is sustainable.

Annika Paabut  
Elina Allikalt

Labour market indicators



## Latvia: Better outlook, but caution still necessary

The Latvian economy expanded by 5.5% in 2011, with developments in the fourth quarter a bit better than expected. The underlying drivers last year remained exports and EU funds, which boosted investments (both in fixed assets and inventories) and confidence, thereby also promoting consumption. At the same time, since exports and investments are import intensive, rapid import growth resulted in a negative net exports' contribution to GDP growth. The first months of 2012 have brought an anticipated slowdown in industry and export growth, but retail trade has been still surprisingly strong with positive sentiments.

Rising business and consumer confidence in the first quarter of this year and, thus, a somewhat better external environment improve the growth prospects for Latvia. Exporters have so far been more resilient to the global slowdown than we presumed in our January outlook. Furthermore, we have slightly revised upward the outlook for Latvia's main trading partners. Overall, we now see somewhat better opportunities for Latvian exports and a friendlier investment environment. Still, global growth is expected to be slower this year than in 2011 before picking up again next year.

As a result, we are revising our GDP growth forecast to 2.5% in 2012 (2% before) and 3.5% in 2013 (3.2%

before). We are also raising the forecast for average consumer price growth from 2.4% to 2.8% in 2012, in order to account for higher-than-expected global oil prices in the beginning of the year. The inflation outlook for 2013 stays unchanged for now, at 2.5%.

The target of introducing the euro in 2014 remains on the agenda, and we believe that it is still feasible. Still, fulfilling the inflation criterion has become more challenging.

The outlook for the labour market is a tad brighter. The unemployment rate is forecast to continue retreating and the participation rate to rise slowly. Employment growth will be slower than last year, though. The unemployment rate based on the current Labour Force Survey data (to be revised according to 2011 population census results) is expected to fall to under 12% in 2013 from 15.4% in 2011.

The current account deficit is anticipated to widen gradually, but will remain under 3% of GDP and to be fully covered with EU funds and foreign direct investment (FDI) inflows.

This is our base scenario. There are both positive and negative risks to it. The main uncertainties come from abroad. One is the global oil price, which may rise further if conflict in the Middle East intensifies. In such a case, inflation in Latvia is likely to be higher in

both 2012 and 2013. At the same time, if higher oil prices slow global growth, Latvia's economic development will be more sluggish. A backlash in the euro area is possible, especially if the situation worsen in Spain and Italy worsen. This would hinder Latvian exports and investments, and spill over to slower consumption growth. Lastly, while the current EU sanctions against Belarus will have only a marginal negative effect on Latvian trade, political risks remain. On the positive side, better-than-expected global growth would provide better opportunities for Latvian exports.

Local risks stem mainly from the labour market, where overheating pressures in certain market segments may start to appear already in 2013 if policy action is not taken to reduce structural unemployment and increase the participation rate. Skills and regional mismatches, as well as emigration, could push wages up more than productivity and fuel inflation pressures.

### Better export outlook, but growth to continue slowing

We are revising the export outlook upwards for 2012 and 2013, owing to somewhat better growth in Latvia's main trading partners (e.g., Germany and Russia) and the increased flexibility of Latvian exporters (e.g., in finding new markets). The export market shares of Latvian manufacturers continue to rise – e.g., publishing companies are outcompeting publishers in the Nordics. External competitiveness remains sound, even though wages are rising – unit labour costs have risen marginally in manufacturing and continued to decline in transport and tourism in 2011. Research by the Bank of Latvia shows that, accounting also for nonprice factors (e.g., quality and complexity of products), Latvia's external competitiveness is stronger than the unit labour costs suggest.

Food exporters are continuing to penetrate the Russian market, benefitting also from the new Russian investors in Latvia's industry. The political risks

### Key Economic Indicators, 2010 - 2013 <sup>1/</sup>

	2010	2011	2012f	2013f
Real GDP	-0.3	5.5	2.5	3.5
Nominal GDP, billion euro	18.0	20.0	21.3	22.8
Consumer prices (average)	-1.1	4.4	2.8	2.5
Unemployment rate, % <sup>2/</sup>	18.7	15.4	13.6	11.9
Real net monthly wage	-6.3	0.1	1.2	2.9
Exports of goods and services (nominal)	20.3	22.5	9.5	10.9
Imports of goods and services (nominal)	19.4	27.2	9.6	11.8
Balance of goods and services, % of GDP	-1.0	-3.4	-3.5	-4.2
Current account balance, % of GDP	3.0	-1.2	-1.8	-2.6
Current and capital account balance, % of GDP	4.9	0.9	-0.4	-1.1
FDI inflow, % of GDP	1.6	5.5	3.5	3.9
Gross external debt, % of GDP	165	146	140	135
General government budget balance, % of GDP <sup>3/</sup>	-8.1	-3.5	-2.2	-1.0
General government debt, % of GDP	44.7	42.6	41.3	38.9

Sources: CSBL, Bank of Latvia and Swedbank.

<sup>1/</sup> Annual percentage change unless otherwise indicated.

<sup>2/</sup> According to labour force survey.

<sup>3/</sup> According to Maastricht criterion.

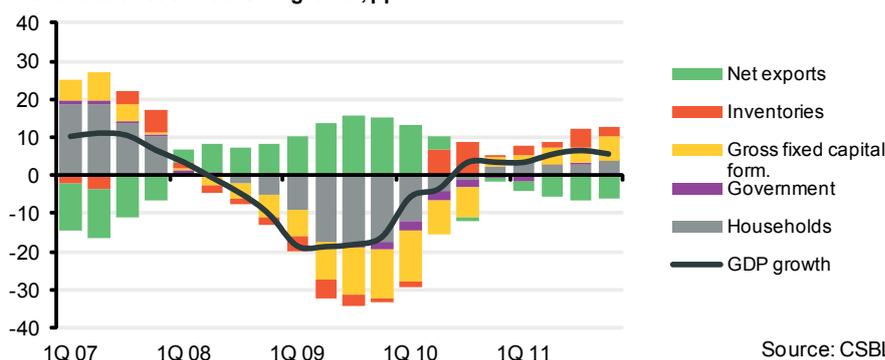
remain high, and the economic environment in Russia is unpredictable (e.g., the ban it imposed on pigs' imports from the EU as of March 2012). Still, Latvian food manufacturers and farmers are taking advantage of this rapidly growing market. Metal and machinery processing-related companies are also expanding in the CIS. Investments made in this industry last year are slowly starting to be transformed into higher output.

At the same time, capacity constraints are acute in some sectors. For instance, capacity utilisation in wood manufacturing, the manufacturing of leather products, and base metals is already higher than in the pre-crisis years. The railway sector is experiencing bottlenecks of freight transit in the east-west direction. Exporters are continuing to invest in production facilities (see the next section for more details), but the effect on output will not be immediate. The EU sanctions against Belarus will have a marginal negative effect on Latvian trade. However, risks for the future export outlook remain, especially for transportation by railway, which is highly dependent on freight transit coming to or from Belarus.

Overall, external demand will rise slower in 2012 than in 2011, hindering Latvian export growth. A quarter with negative quarterly growth of export volumes is possible this year, although overall export volumes are anticipated to rise by about 4.7% in the whole year. Demand is expected to pick up in 2013, and, together with improved production capacity locally, this will boost exports by 5.6%.

Investments, exports, and, to a smaller extent, consumption will continue to

Contribution to annual GDP growth, pp



drive imports. One of the large investment projects boosting imports is the purchase of passenger trains (41 trains costing LVL 144 million during next three years, which is 1% of 2012 GDP), most of which will be imports. In 2012, imports for this project are still likely to be low, as the bulk of imports will be new machinery and equipment for Rīgas Vagonu Rūpnīca (RVR), the local subcontractor of the Spanish supplier, CAF. It is planned that the first trains fully made in Spain (6 in total) will start arriving in the middle of 2013; in 2014-2015, parts of the trains and materials will be imported, since the production will be gradually taken over by the RVR locally. The largest boost to imports will thus be in 2013-2014.

The goods and services trade deficit in 2012 is to remain close to that of 2011 (about 3.5% of GDP) and rise somewhat next year. The deficits will be fully covered with EU funds and FDI inflows. The current and capital account deficit is forecast to stay close to zero in 2012 and rise to 1.1% in 2013.

### Better confidence supports investments

The investment outlook has been

revised upwards somewhat. Pessimism in Europe has abated somewhat and stress in financial markets is declining, with interbank interest rates diminishing. This could support foreign investments. The prospects of a better situation in Germany and other important export markets have improved the confidence of Latvian exporters, who plan to continue boosting their investments in production facilities, taking advantage of EU funds.

Contracts are still not signed for LVL 430 million of EU funds (13% of the total for the planning period 2007-2013), of which LVL 100 million is likely to be allocated for the train purchase project mentioned above. Only 45% of total EU funds have been paid out so far. The profit margins of companies were quite good in 2011, and, despite a strong investment rebound in 2011, deposits of nonfinancial institutions have continued to rise, while liabilities have diminished notably. Businesses can actually start increasing leverage to finance their investments, although they are still cautious about doing so.

Among large public projects, the purchase of new passenger trains (see the previous section) would add on average 1.5 percentage points to the growth of gross fixed capital formation each year in 2012-2014. There will be fewer investments in 2012 – mostly new machinery and equipment for the RVR (under LVL 12 million) – but this will pick up in 2013 when the first trains start arriving.

Still, investment growth in the coming years will be slower than during the 2011 rebound. Investments in residen-

### Swedbank's GDP Forecast – Latvia

Changes in volume, %	2010	2011	2012f <sup>1/</sup>	2013f
Household consumption	0.4	4.4 (4.4)	2.5 (1.7)	3.0 (2.7)
General government consumption	-9.7	1.3 (-0.9)	2.0 (0.5)	2.3 (2.4)
Gross fixed capital formation	-12.2	24.6 (25.7)	7.8 (7.0)	8.0 (3.5)
Inventories <sup>2/</sup>	4.5	2.1 (0.9)	-0.9 (-0.3)	0.8 (0.3)
Exports of goods and services	11.5	12.6 (12.9)	4.7 (3.3)	5.6 (4.6)
Imports of goods and services	11.5	20.7 (18.9)	4.9 (4.0)	7.5 (4.2)
GDP	-0.3	5.5 (5.4)	2.5 (2.0)	3.5 (3.2)
Domestic demand (excl. inventories) <sup>2/</sup>	-4.4	8.6 (8.5)	4.0 (3.0)	4.5 (3.1)
Net export <sup>2/</sup>	-0.5	-5.2 (-4.0)	-0.5 (-0.7)	-1.8 (-0.2)

Sources: CSBL and Swedbank.

1/ The figures from our forecast in January are given in brackets.

2/ Contribution to GDP growth

tial real estate will remain weak, as the existing stock is large and local demand feeble. FDI inflows into real estate will also diminish (19% of total FDI inflows in 2011), as the repossession of real estate through banks' daughter asset-management companies will shrink. We forecast about an 8% growth of gross fixed capital formation in 2012-2013. The share of gross fixed capital formation will reach 25-26% of GDP in 2013, the same as in 2003-2004 (before the real estate boom started).

### Labour market pressures may intensify already in 2013

The rebound in employment will slow in 2012. Manufacturers are continuing to optimise their production processes, and some of them are also shedding labour. Not much new hiring is expected for the public sector. On the other hand, expanding production facilities requires more labour, as does a pickup in services' activities.

Employment expectations in industry and services have grown in the beginning of this year. Our labour market outlook is a bit brighter now, with slightly more new job creation expected for 2012-2013, but it is still slower than last year. Using the current Labour Force Survey data (still to be revised according to the 2011 population census results), the unemployment rate is expected to fall gradually to under 12% in 2013.

Businesses are cautious about raising wages since they are still focusing on costs. Although wage pressures in the public sector are starting to mount, they are expected to result in actual increases at the earliest in the second

half of this year (and only for part of the employees). In the private sector, companies are trying to balance wage and productivity growth by motivating employees with bonus systems and other benefits and are raising base wages only for selected employees.

We forecast net average nominal wages to rise by 4% this year and 5.5% next year, but there are upward risks to this forecast. Labour market pressures are mounting and could heat up already in 2013. The registered unemployment rate in Riga is already below 8% and is approaching the level where wage pressure could arise. Unless policy action is undertaken to reduce structural unemployment and push discouraged persons back into the labour market (especially in the regions), skills and regional mismatches will expand. This might again result in wage growth exceeding productivity growth in the nearest future.

During the recession, labour taxes have been increased; the labour tax wedge (the share of taxes in employers' labour costs) in Latvia is wider than in neighbouring countries and in the EU on average. Labour tax cuts are being discussed. These would increase the purchasing power of households, allowing businesses to contain increases in gross remuneration. However, taking into account that these cuts could worsen the budget situation and increase inflation pressures, they are unlikely to occur in the forecast period – the earliest possible opportunity is the second half of 2013, but 2014 is more likely. The size of the cuts is still uncertain as well.

### Inflation recedes, but upward risks exist

Following the unexpected sharp rise in global oil prices in the beginning of this year, we are revising our inflation outlook upwards for 2012. We expect consumer prices to rise by 2.8% on average (2.4% before). Elevated oil prices and a weaker euro have not only resulted in higher gasoline prices, but will also feed into gas and heating tariffs and later into the prices of other goods and services.

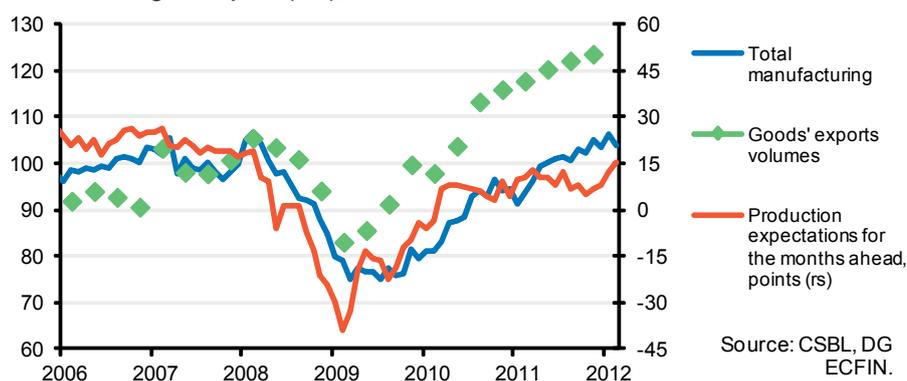
Still, if global oil prices do not rise higher and start retreating slowly in the second half of the year (which is assumed in our outlook), price pressures will recede in the second half of 2012. Global food prices are anticipated to remain largely stable this year. The average inflation forecast for 2013 remains unchanged, at 2.5%.

Risks to the forecast come mainly from abroad, i.e., oil prices. However, from 2013 onwards, there are also local risks, as the strengthening labour market may make it easier for companies to raise prices for their products.

We consider fulfilling the Maastricht inflation criterion in early 2013 to be feasible, but more challenging than it appeared before. First, Latvia's inflation outlook has worsened mainly due to higher global commodity prices, and possibly more so than in three countries with the lowest inflation; thus making it more difficult to fulfil the Maastricht inflation criterion. Second, due to the recession and the debt crisis in the euro area, the ability and willingness to accept new members in the currency union is unclear.

Irrespective of whether Latvia joins the euro area, price stability must be maintained to safeguard consumer purchasing power and external competitiveness. Such structural measures as strengthening competition and improving energy efficiency to lessen the influence of rising global oil prices are fundamental for sustainable growth.

Manufacturing and exports (s.a.), 2007=100



## Higher confidence fuels private consumption

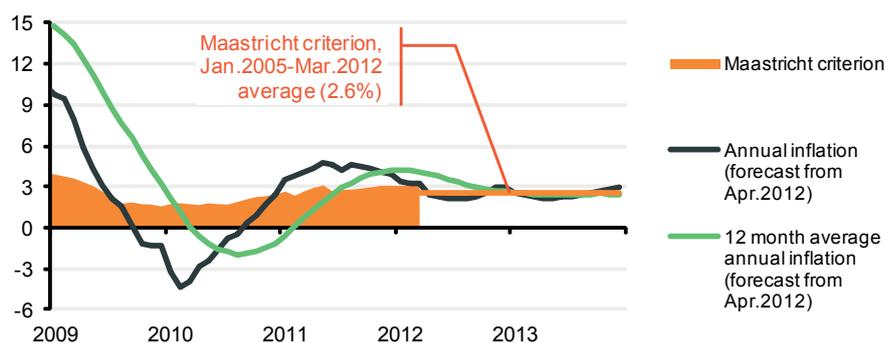
We are raising the private consumption forecast a bit for 2012-2013. This year, the increase is largely due to the surprisingly strong consumer optimism and retail trade growth early in the year. Next year, stronger exports are anticipated to spill over into higher confidence and, thus, consumption.

Household consumption in 2011 rose swifter than the total wage and pension bill, and the same is expected for 2012. Wealthier households, which contribute significantly to overall private consumption growth, often earn capital income. The good business profitability last year encouraged wealthier consumers to spend more. Net transfers by private persons to Latvia (including also emigrant remittances) amounted to about 4% of GDP in 2010-2011 (about 6% of private consumption). Another factor that might have supported consumption is tax evasion.

Household savings rates declined in 2011, but there are indications that lower- and medium-income households started increasing their savings in early 2012. This behaviour is appreciated for reasons of prudence. Total household deposits remain largely stable, though, since wealthier households are shrinking their deposits, most likely shifting to more profitable asset classes (given the current historically low deposit interest rates).

Households have reduced their debt burden (credit stock has declined and interest rates have fallen), and new lending is growing slowly. Still, the deleveraging of households will continue over the forecast horizon, as new

Latvian HICP inflation and Maastricht criterion, %



Source: Eurostat,

loans will not be able to compensate for the amortisation of the boom-years' credit stock.

## Be careful with budget spending!

The government budget situation is better than anticipated. Tax revenues exceeded the plan by about 10% in the first quarter; they were 17% higher than a year ago, since economic activity in the beginning of the year was still quite strong. In the first quarter, the central government budget deficit was about 0.9% of annual forecast GDP (1.6% a year ago).

Spending pressures are increasing, but the government should be very careful with increasing expenditures, especially taking into account the wide range of risks to the economic outlook. We believe that this year it will still be possible to contain spending pressures, and the budget deficit will be marginally above 2%. We revised the government consumption forecast for 2012 upwards, though, because of the higher-than-expected outcome for 2011.

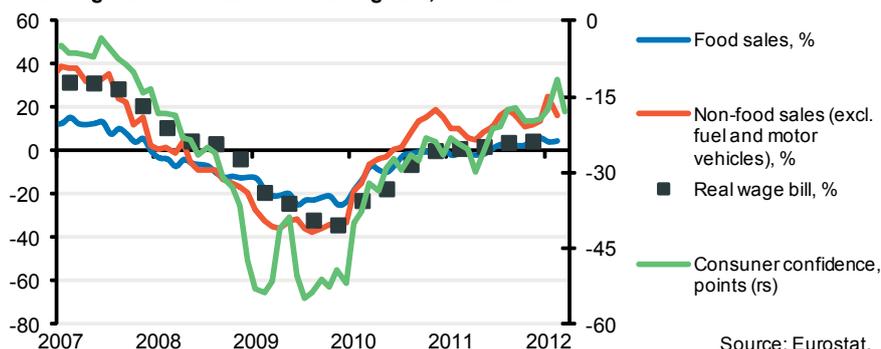
We anticipate government spending to pick up next year, when the budget situation allows for it. The budget deficit is forecast to continue declining in line with the new fiscal rules adopted in the EU. We thus expect the authorities to comfortably meet the Maastricht budget deficit criterion.

Although active discussions on reforms in education, health care, the social security system, tax policy, and regional policy are continuing, so far little has been done. It is vital to keep going and increase the speed of reform implementation to exploit the current window of opportunities (municipalities' elections are scheduled for the summer of 2013 and parliamentary elections for the autumn of 2014).

We urge the authorities to look at these reforms through the prism of the labour market – to reduce overheating pressures, structural unemployment should be lowered, the participation rate raised, and regional imbalances addressed.

*Lija Strašuna  
Mārtiņš Kazāks  
Dainis Stikuts*

Annual growth of retail trade and wage bill, consumer confidence



Source: Eurostat.

# Lithuania: Rosy developments stained with oil

The tension and concerns at the end of 2011 have taken their toll on the economy, which expanded by 5.9%, slightly less than we forecast. Annual growth in the final quarter of last year slowed sharply to 4.4%. However, the only reason for this slowdown was a severe contraction in inventories – gross capital formation in the final quarter was 13.5% lower than a year ago, although growth in gross fixed capital formation accelerated to 10.4%. At current prices, inventories in the final quarter contracted by almost LTL 1.2 billion, or 4.2% of GDP in that quarter. Similar trends were observed at the onset of the global financial crisis and deep recession at the end of 2008 – companies, wary of a possible contraction in domestic and foreign demand, cut the production and stocks of final and intermediate goods.

Households, however, shrugged off the negative sentiment, and, in the fourth quarter of 2011, annual consumption growth was 8.1%, almost two times faster than in the previous quarter. Consumer resilience was supported by rapidly declining unemployment, which dropped to 13.9%, and by healthy growth in real net wages, which were 2.1% higher than in the previous quarter. Furthermore, emigrant remittances last year reached a record LTL 4.8 billion (4.6%

of GDP) and made up almost one-fifth of household disposable income.

Developments at the beginning of this year were in line with our January forecasts; thus, we keep our growth forecast for this year unchanged. However, the economy is expected to grow faster in 2013 – at 4.3%. As the global economy and main Lithuanian export markets are expected to grow faster next year, so will Lithuanian exports. However, the main drivers of growth will remain household consumption and investments, which are expected to increase somewhat faster than previous forecast, by 3.7% and 10.0%, respectively. We also raise our forecast for inflation this year to 2.8%, up from 2.5%. This is mainly due to frothy oil markets, but some domestic factors play a role as well.

## Internal and external risks

The external risk related to the euro area debt crisis has subsided. Although Europe, especially the periphery, remains in the grips of recession, the probability of chaotic defaults and break-up is lower. Admittedly, the risk related to worse developments in Italy and, especially, Spain can further worsen European woes and, in turn, Lithuanian prospects for export-driven growth. A more immediate risk is related to tensions in the Middle East and the dangerously high oil price. If supply from Iran and other countries in the

region were to be disrupted and cause a further increase in the oil price, this would have painful direct and indirect effects on the Lithuanian economy.

The Lithuanian government nearly collapsed (or so it seemed) at the beginning of this year, and there were calls for early elections. However, despite the real tensions between members of the coalition, we believe that this government will continue working until parliamentary elections in October. The number of politicians' propositions related to tax cuts and spending is increasing and will probably continue to do so. However, the biggest risk is related not to the decisions taken before the October elections, but to the composition of the incoming government and its willingness to continue fiscal austerity and long-term economic policy, especially related to energy projects (the nuclear power plant and liquefied natural gas terminal).

Admittedly, there are tangible positive risks to our forecasts this year – consumers can become less cautious and lower their savings rate, whereas companies may emerge from a three-year-long lethargy and increase their investments at a faster pace (as they have the means to do so).

## Exports are likely to shift eastwards somewhat

Lithuanian export volumes of goods and services increased by 13.7% last year and exceeded their previous peak by 13%. As imports started growing much slower than exports in the second half of last year, the foreign trade deficit was only 1.3% of GDP in 2011, below our forecast of 3.0%. This, at least partially, was caused by the above-mentioned decision to cut inventories.

Although the recession in the euro area is worsening Lithuanian export perspectives in that region, the weaker euro has pushed the Lithuanian real effective exchange rate downwards in recent months. Both the Polish zloty and the Russian rouble have appreciated some 8 percent versus the euro since the beginning of this year. As this

## Key Economic Indicators, 2010 - 2013 <sup>1/</sup>

	2010	2011	2012f	2013f
Real GDP	1.4	5.9	3.3	4.3
Nominal GDP, billion euro	27.5	30.7	32.2	34.6
Consumer prices (average)	1.3	4.1	2.8	2.5
Unemployment rate, % <sup>2/</sup>	17.8	15.4	13.0	11.0
Real net monthly wage	-4.3	-2.0	1.4	2.0
Exports of goods and services (nominal)	29.8	27.5	10.0	8.0
Imports of goods and services (nominal)	28.9	27.6	10.8	8.0
Balance of goods and services, % of GDP	-1.1	-1.3	-2.0	-2.0
Current account balance, % of GDP	1.5	-1.6	-2.5	-2.7
Current and capital account balance, % of GDP	4.2	0.9	0.5	-0.7
Net FDI, % of GDP	2.1	2.8	4.0	4.0
Gross external debt, % of GDP	87.4	80.8	79.5	76.5
General government budget balance, % of GDP <sup>3/</sup>	-7.2	-5.5	-3.0	-2.0
General government debt, % of GDP	38.0	38.5	40.0	39.0

Sources: LCD, Bank of Lithuania and Swedbank.  
 1/ Annual percentage change unless otherwise indicated.  
 2/ According to labour force survey.  
 3/ According to Maastricht criterion.

improves Lithuanian manufacturers' competitiveness in these countries, it is likely that exports will grow, mainly to neighbouring and CIS countries.

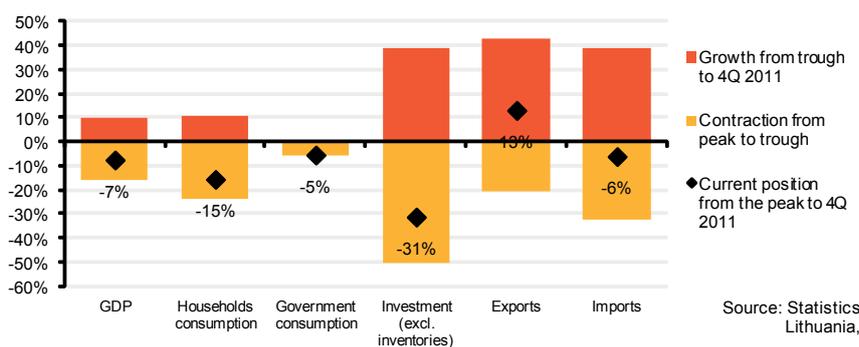
The Belarusian rouble lost around two-thirds of its value last year, but only around 1% of exports of Lithuanian origin are sold in this country. Despite massive devaluations, exports of goods of Lithuanian origin to Belarus were stable throughout last year and trended downwards only during the first two months of this year. If the EU decided to impose stricter sanctions on Belarus, the transport sector would sustain a severe blow – last year, out of 36.6 million tonnes transported through the Klaipeda port, 11.5 million tonnes, or 31.4%, were Belarus transit goods. The Lithuanian Confederation of Industrialists calculate that the shutdown of all trade with Belarus would cause LTL 2.5 billion (2.3% of GDP) in losses to the transport and storage sectors. However, we do not think that such a scenario is very likely.

### Low investments to recover strongly

Annual growth of gross fixed capital formation slowed to 9.2% in the second half of last year, but we expect it to accelerate somewhat and grow by 11.0% this year. Although capacity utilisation has been hovering around 70% for the past year and remains below its optimal level and pre-crisis average of 75%, a more rapid growth in investments is overdue.

Investments in fixed assets picked up from the bottom last year, when they increased by 21.6%. However, as a percentage of GDP (13.2%) they are

GDP dynamics by expenditures, %



still below the 1997 level of 13.5% and almost two times below the pre-crisis peak of 23.5% in 2007. Admittedly, investments in pre-crisis years were driven by the real estate sector, but the acquisition of equipment, machinery, and transport vehicles also stagnated during the past three years and made up on average only 4.0% of GDP. This is an all-time low and more than two times lower than the 8.5% recorded in 2007.

We expect gross fixed capital formation to continue growing rapidly in 2013 and increase by 10.0%, slightly faster than in our January forecast. The slowdown in investments must have been temporary and caused by jitters in the euro area. As we have argued before, companies have multiple funding sources of investments. Last year, corporate profits before tax reached LTL 12.7 billion, 20.2% above the 2010 level, although they remain below the pre-crisis highs. Outstanding loans to nonfinancial corporations stopped contracting and are expected to start increasing again this year.

Currently, already-signed contracts for funding from EU structural funds amount to EUR 6.0 billion, of which only

EUR 3.4 billion has been paid out. The total allocated amount for the period from 2007 until 2013 amounts to EUR 7.4 billion. This means that the majority of the funds will be paid out this year and the next, and will remain important source of investments. Furthermore, until the end of 2013, companies can still benefit from investments in technological renewal, which can lower taxable profit by up to 50%.

### Improvements in the labour market to continue

Unemployment declined slightly faster than anticipated and, at the end of last year, was below 14% for the first time since mid-2009. However, this is still well above the comfort zone. Unemployment is expected to decline to 12.5% at the end of this year and 10.1% at the end of 2013, slightly lower than we forecast before.

Registered unemployment has edged up at the beginning of this year – there were 244,000 unemployed registered at the Labour Exchange at the end of March. However, employers recently became more active and registered 19,300 new vacant jobs during March, 44.3% more than in February.

A return to the natural level of unemployment of around 6% is still beyond our forecasting period. Before the crisis, 30% of all the jobs were in the manufacturing and construction sectors; at the end of last year, there were 142,600 fewer jobs in these two sectors. If manufacturing and construction recovered all lost jobs, unemployment would drop to some 5%. However, we forecast that only 29,000 jobs will be created in all the sectors this year.

### Swedbank's GDP Forecast – Lithuania

Changes in volume, %	2010	2011	2012f <sup>1/</sup>	2013f
Household consumption	-4.9	6.1 (5.5)	3.5 (3.0)	3.7 (3.5)
General government consumption	-3.3	0.4 (1.7)	-3.0 (-3.0)	1.0 (1.0)
Gross fixed capital formation	1.0	17.1 (20.0)	11.0 (11.0)	10.0 (8.0)
Inventories <sup>2/</sup>	4.9	-1.9 (0.4)	0.0 (-0.2)	0.0 (0.0)
Exports of goods and services	17.4	13.7 (14.0)	4.0 (4.0)	5.0 (4.8)
Imports of goods and services	17.3	12.7 (15.2)	4.8 (4.2)	5.5 (5.0)
GDP	1.4	5.9 (6.3)	3.3 (3.3)	4.3 (4.0)
Domestic demand (excl. inventories) <sup>2/</sup>	-3.7	8.5 (6.6)	3.4 (3.6)	4.5 (4.2)
Net export <sup>2/</sup>	0.2	-0.7 (-0.7)	-0.1 (-0.1)	-0.2 (-0.2)

Sources: CSBL and Swedbank.

<sup>1/</sup> The figures from our forecast in January are given in brackets.

<sup>2/</sup> Contribution to GDP growth

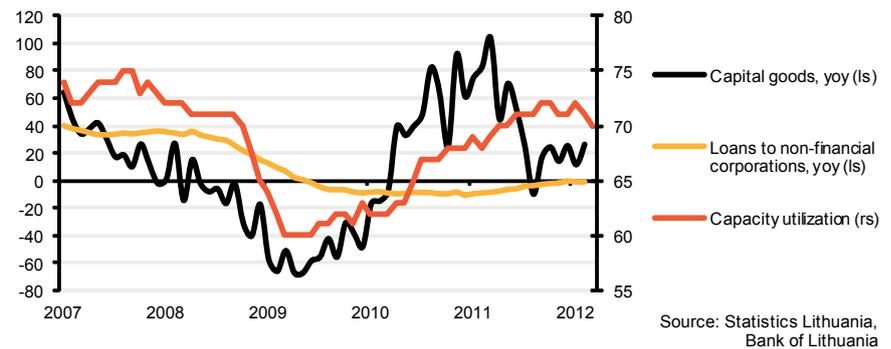
Nominal wages will increase by 4.3% this year, considerably faster than last year's 2.6% rate. Since nominal wage growth will outpace inflation this year and the next, real net wage growth will be positive for the first time since 2008 and will increase by 1.4% and 2.0% this year and the next, respectively. Competitiveness will not be lost, as labour productivity during the same period is expected to increase by 1.2% and 2.5%.

### Household consumption will grow at a sustainable rate

Retail trade has been relatively unscathed by the falling consumer confidence – annual growth increased throughout last year and eased only in February this year, when it was 7.3% higher than a year ago. Although consumer confidence has recovered somewhat, we expect annual retail trade growth to trend down towards 5%.

Brighter developments in the labour market and ebbing concerns about the euro area breakup will have a positive impact on consumer confidence and domestic demand; thus, we increased our household consumption growth forecast this year and in 2013 to 3.5% and 3.7%, respectively. Consumption will grow in line with the real wage bill, which is expected to increase by 3.6% and 3.7%, respectively. The household consumption growth is markedly lower than that in 2011, when it expanded by 6.1%, despite the stagnating wage bill, which increased only by 0.5% (in real terms). But households were relatively happy last year and put aside a much smaller fraction of their income

**Growth of capital goods import, production capacity utilization level and loans to non-financial corporations**



for savings. We do not expect the savings rate, which is already well below the EU average, to decline further, let alone turn negative, like it did in 2007 and 2008.

As the real growth of wages and decline in unemployment are expected to remain modest, there are few other sources of household consumption growth. During the past three years, households have undergone a deleveraging process and reduced their debt from LTL 30 billion at the end of 2008 to LTL 26 billion. At 23.4% of GDP, Lithuanian household debt is among the lowest in the EU, and there is room to stimulate growth with credit. However, as consumers remain wary and banks are embracing a more sustainable model of growth, one should not expect that household credit will grow by 80% a year, as it did, on average, between 2004 and 2008.

### Oil dampens the prospects of euro adoption

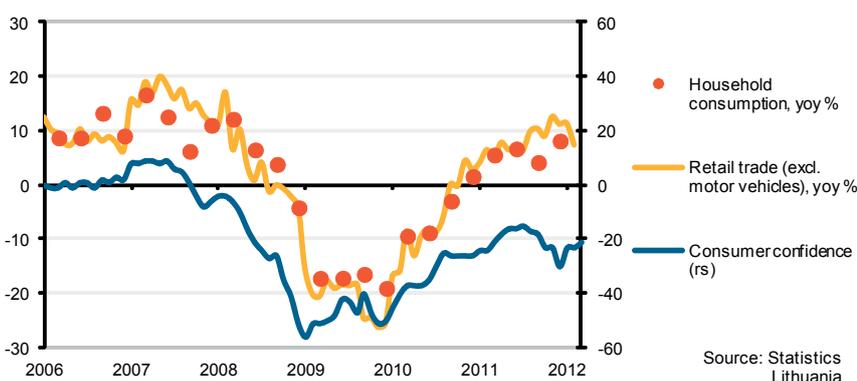
The higher-than-anticipated price of oil, more expensive electricity and heating,

and larger excise duties on tobacco all have contributed significantly towards higher inflation at the beginning of this year. In January, we were forecasting the oil price to ease and average US\$102 per barrel in 2012. However, continued tensions and supply disruptions in the Middle East have pushed the oil price towards US\$125 early this year. We now forecast that the average annual price of Brent oil will be US\$119.5 this year and US\$113.5 in 2013. Furthermore, we forecast a slower decline in global food prices – they are expected to fall by 8.4% this year, compared with our previous forecast of a 12.2% decline. The weakening euro is creating additional inflationary pressure.

We are increasing our forecast of inflation this year to 2.8%, up from our January forecast of 2.5%. Price growth is still lower than last year's 4.1%, but this may not be enough to meet the Maastricht criterion of the three lowest inflation rates in the EU plus 1.5 percentage points. Currently, the threshold is at 3.1% but is likely to decline during the year.

As the oil price is expected to ease somewhat in 2013, so is inflation in Lithuania – we have lowered our forecast of consumer price growth to 2.5% next year. This means that Lithuania is a lot less likely to meet the Maastricht inflation criterion this year; however it seems that, considering the lower inflation and smaller budget deficit, the odds are good of meeting the criteria next year and adopting the euro at the beginning of 2015. However, uncertainty related to price developments and Europe's readiness remains.

**Consumer confidence index and consumption**



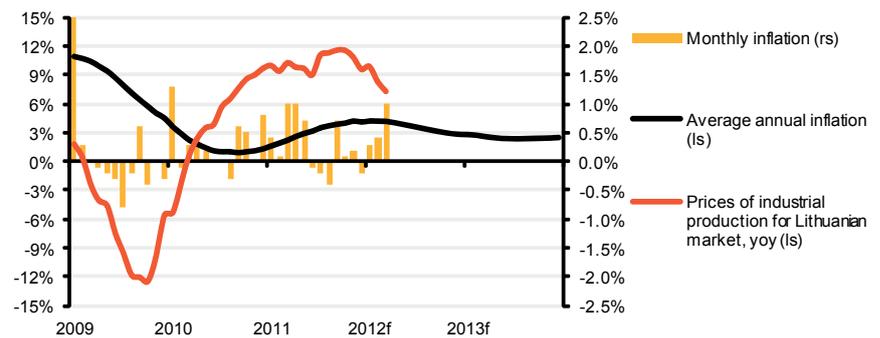
## Public finances are less strained, but risks remain

This year's government budget is based on an assumption of GDP growth of 2.5% and average annual inflation of 2.7% – below our forecast of, respectively, 3.3% and 2.8%. Thus, although fears were expressed during confirmation of the budget, it is very likely that there will be no need to revise the budget in the middle of this year. This is also confirmed by state budget revenues during the first quarter, which were well above the revenues during the same period last year and 3.6% above the plan.

However, we still forecast that the government budget deficit will be close to 3% of GDP this year, not lower as suggested by the currently positive trends in government revenues. The reason being is that, as parliamentary elections approach, more and more propositions related to tax cuts and additional government spending will emerge. For example, as oil and fuel prices at gas stations reached all-time highs, some parliament members proposed to cut the excise duty on fuel to the minimum level allowed by the EU (the duty is currently some 20% above that level).

Other politicians are proposing to apply a reduced value-added tax (VAT) to food products. However, although we think that lower taxes might stimulate domestic demand and possibly reduce smuggling, we do not believe that such propositions are timely, since the above-mentioned tax cuts would undermine government revenues and significantly worsen public finances. A cut in the excise duty would lower

## Consumer and Producer Prices



Source: Statistics Lithuania

government revenues by LTL 100 million (about 0.1% GDP), whereas a reduction in the VAT on all food products could amount to government losses of up to LTL 1 billion (about 0.9% of GDP).

We think that this government will survive until the elections in October of this year and will be, despite its huge unpopularity, the longest-serving government since Lithuania regained independence in 1990. As we forecast in our January Swedbank Economic Outlook, it is likely that the government will decide to increase the minimum monthly wage this summer by 12.5%, to LTL 900 (EUR 261) and perhaps make other popular and demand-stimulating decisions. Thus, we think the economy will grow somewhat faster in the second half of this year. However, the government retains a strong determination to meet the Maastricht criteria this year and have a budget deficit at or below 3% of GDP.

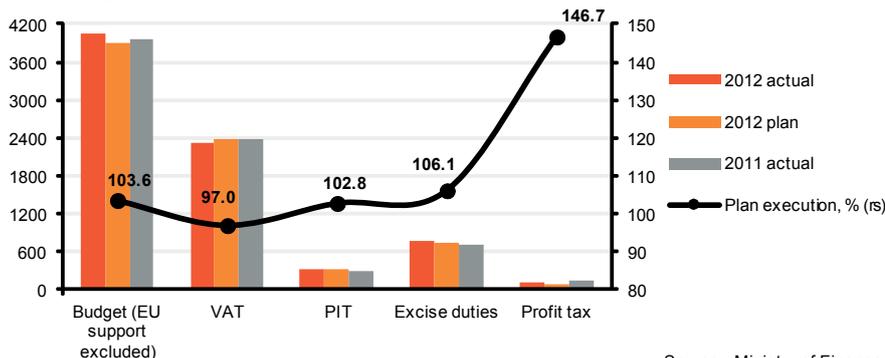
Public finances are set to improve next year, when the budget deficit is expected to decline to 2% of GDP. Overall, current economic trends are favourable

and will enable the government to balance the budget in 2014. However, we think that the pre-election promises will prevent this dream from coming true.

There is another risk that could significantly spoil public finances in the coming years. After the bankruptcy of the Snoras bank, the government gave a six-year loan of LTL 3.3 billion (EUR 0.96 billion, or 3% of this year's GDP) to the Deposit and Investment Insurance Fund to help meet its obligations to the depositors (some of the debt was already repaid, current outstanding Fund's debt amounts to LTL 2.4 billion). In theory, this sum should be recovered after Snoras' assets are liquidated; however, creditors of Snoras are seeking to dispute the fund's priority rights at the constitutional court. If the court rules in their favour, Lithuania may have to count this loan as an expenditure and face a one-off spike in public deficit.

*Nerijus Mačiulis  
Lina Vrubliauskiene  
Vaiva Šečkutė*

## State budget revenues in 1Q 2012, m LTL



Source: Ministry of Finance

---

## Economic Research Department

### Sweden

<b>Cecilia Hermansson</b> Group Chief Economist Chief Economist, Sweden	+46 8 5859 7720	cecilia.hermansson@swedbank.se
<b>Magnus Alvesson</b> Head of Economic Forecasting	+46 8 5859 3341	magnus.alvesson@swedbank.se
<b>Jörgen Kennemar</b> Senior Economist	+46 8 5859 7730	jorgen.kennemar@swedbank.se
<b>Anna Ibegbulem</b> Assistent	+46 8 5859 7740	anna.ibegbulem@swedbank.se

### Estonia

<b>Annika Paabut</b> Chief Economist, Estonia	+372 888 5440	annika.paabut@swedbank.ee
<b>Elina Allikalt</b> Senior Economist	+372 888 1989	elina.allikalt@swedbank.ee

### Latvia

<b>Mārtiņš Kazāks</b> Deputy Group Chief Economist Chief Economist, Latvia	+371 67 445 859	martins.kazaks@swedbank.lv
<b>Dainis Stikuts</b> Senior Economist	+371 67 445 844	dainis.stikuts@swedbank.lv
<b>Lija Strašuna</b> Senior Economist	+371 67 445 875	lija.strasuna@swedbank.lv

### Lithuania

<b>Nerijus Mačiulis</b> Chief Economist, Lithuania	+370 5 258 2237	nerijus.maciulis@swedbank.lt
<b>Lina Vrubliauskienė</b> Senior Economist	+370 5 258 2275	lina.vrubliauskiene@swedbank.lt
<b>Vaiva Šečkutė</b> Senior Economist	+370 5 258 2156	vaiva.seckute@swedbank.lt

## Disclaimer

This research report has been prepared by economists of Swedbank's Economic Research Department. The Economic Research Department consists of research units in Estonia, Latvia, Lithuania and Sweden, is independent of other departments of Swedbank AB (publ) ("Swedbank") and responsible for preparing reports on global and home market economic developments. The activities of this research department differ from the activities of other departments of Swedbank and therefore the opinions expressed in the reports are independent from interests and opinions that might be expressed by other employees of Swedbank.

This report is based on information available to the public, which is deemed to be reliable, and reflects the economists' personal and professional opinions of such information. It reflects the economists' best understanding of the information at the moment the research was prepared and due to change of circumstances such understanding might change accordingly.

This report has been prepared pursuant to the best skills of the economists and with respect to their best knowledge this report is correct and accurate, however neither Swedbank or any enterprise belonging to Swedbank or Swedbank's directors, officers or other employees or affiliates shall be liable for any loss or damage, direct or indirect, based on any flaws or faults within this report. Enterprises belonging to Swedbank might have holdings in the enterprises mentioned in this report and provide financial services (issue loans, among others) to them. Aforementioned circumstances might influence the economic activities of such companies and the prices of securities issued by them.

The research presented to you is of informative nature. This report should in no way be interpreted as a promise or confirmation of Swedbank or any of its directors, officers or employees that the events described in the report shall take place or that the forecasts turn out to be accurate. This report is not a recommendation to invest into securities or in any other way enter into any financial transactions based on the report. Swedbank and its directors, officers or employees shall not be liable for any loss that you may suffer as a result of relying on this report.

We stress that forecasting the developments of the economic environment is somewhat speculative of nature and the real situation might turn out different from what this report presumes.

**IF YOU DECIDE TO OPERATE ON THE BASIS OF THIS REPORT THEN YOU ACT SOLELY ON YOUR OWN RISK AND ARE OBLIGED TO VERIFY AND ESTIMATE THE ECONOMIC REASONABILITY AND THE RISKS OF SUCH ACTION INDEPENDENTLY.**