



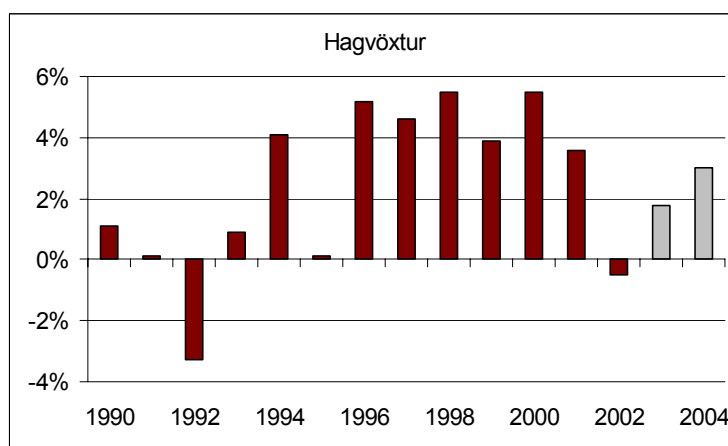
## Efnahagsmál

Greiningardeild Landsbankans

27. mars 2003

### Helstu atriði

- Mat Greiningardeildar er að slaki í þjóðarbúskapnum sé minni en margir hafa haldið fram. Atvinnuleysi hefur aukist en það er nú nálægt jafnvægisatvinnuleysi. Stýrivextir eru nú undir jafnvægisvöxtum, gengi krónunnar hefur styrkst og afgangur er á viðskiptum við útlönd.
- Vegna framkvæmda við Reyðarál og Kárahnjúkavirkjun má búast við að þensla myndist í þjóðarbúskapnum. Í ljósi áforma um atvinnuskapandi aðgerðir stjórnvalda ásamt stækkun Norðuráls og byggingu Norðlingaölduveitu er hugsanlegt að þenslu gæti strax á næsta ári.
- Búast má við að stýrivextir hækki fyrr en áður var ætlað, jafnvel á síðari hluta þessa árs.
- Til að tryggja stöðugleika á fjármálamörkuðum er mikilvægt að hagstjórnaraðilar tilkynni með góðum fyrirvara með hvaða hætti verði brugðist við þenslu komandi ára.



Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Helstu atriði	1
Þjóðhagsyfirlit 2002	2
Peningamál	3
Verðlag	3
Laun og vinnumarkaður	5
Viðskipti við útlönd	7
Áhrif álversframkvæmda	8
Mótvægisáðgerðir	8

Höfundur:

Katrín Ólafsdóttir 560 3129

[Katrín.olafsdottir@landsbanki.is](mailto:Katrín.olafsdottir@landsbanki.is)

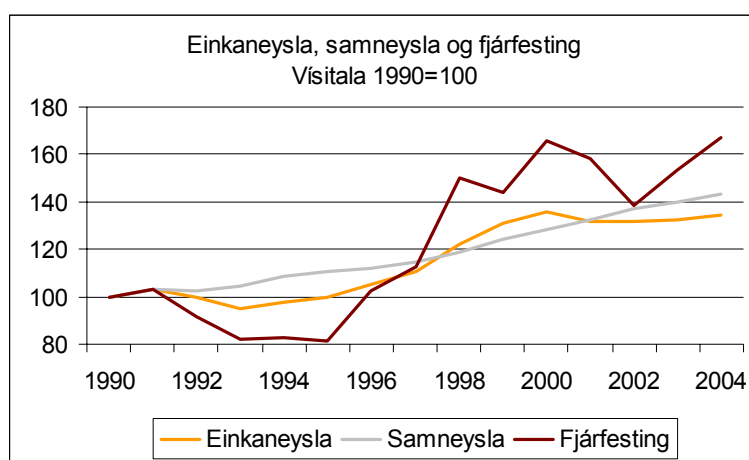
Ábyrgðarmaður:

Ársæll Valfells 560 3127

[Arvall.valfells@landsbanki.is](mailto:Arvall.valfells@landsbanki.is)

## Þjóðhagsyfirlit 2002

Enn hægði á umsvifum í þjóðarbúskapnum á árinu 2002. Eftir langt hagvaxtarskeið sem hófst á árinu 1995 tók að hægja á í þjóðarbúskapnum á árinu 2001 og mældist samdráttur í landsframleiðslu á árinu 2002. Hið mikla ójafnvægi í þjóðarbúskapnum sem náði hámarki á árinu 2000 þegar viðskiptahalli fór yfir 10% af landsframleiðslu hefur nú gengið til baka. Þessi aukni slaki í þjóðarbúskapnum hefur komið fram á vinnu- markaði þar sem launaskrið hefur minnkað og atvinnuleysi aukist. Útlit er fyrir að hagvöxtur taki að glæðast að nýju á þessu ári þegar hafist verður handa við stóriðjuframkvæmdir og hafa spár um hagvöxt verið á bilinu 1½-2%.



Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Á árinu 2002 drógust þjóðarútgjöld saman um 2,5%. Einkaneysla dróst saman um 1,2% á meðan samneysla jókst um 3,1%. Fjárfesting dróst á hinn bóginn saman um 12,4%. Útflutningur jókst um 2,9% á meðan innflutningur dróst saman um 2,4%. Því varð samdráttur í landsframleiðslu minni en samdráttur þjóðarútgjalda, eða 0,5%.

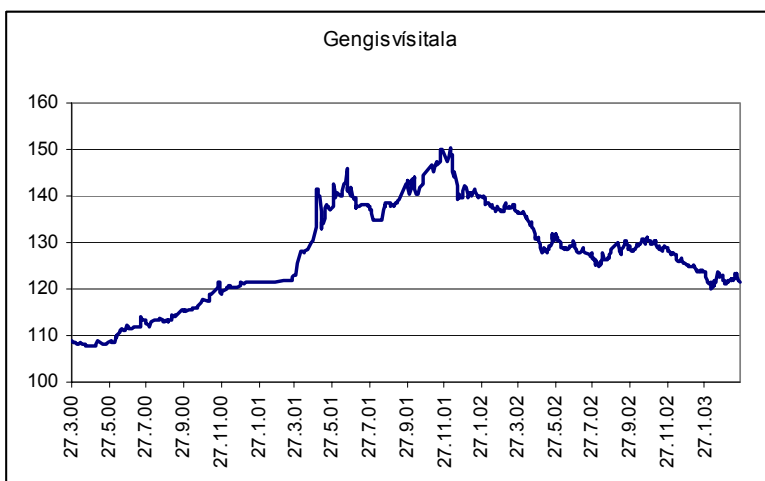
Nokkurn viðsnúning má greina á síðari hluta ársins 2002. Þannig jukust þjóðarútgjöld á fjórða ársfjórðungi eftir samdrátt næstu sex ársfjórðunga á undan. Mestu munar um að einkaneysla tók að vaxa á síðari hluta ársins eftir samdrátt næstu fimm ársfjórðunga á undan. Þá gættir einnig viðsnúnings í utanríkisviðskiptum, en útflutningur dróst saman á fjórða ársfjórðungi eftir aukningu næstu tíu ársfjórðunga á undan. Á móti vegur að innflutningur jókst á fjórða ársfjórðungi, en samdráttar hefur gætt í fimm af næstu sex ársfjórðungum á undan.

Útlit er fyrir að hagvöxtur aukist að nýju á þessu ári vegna stóriðjuframkvæmda.

## Peningamál

Í byrjun árs 2002 voru stýrivextir Seðlabankans 10,1%. Seðlabankinn lækkaði stýrivexti 10 sinnum á árinu og voru þeir í lok árs komnir í 5,8%. Í febrúar 2003 var síðan tilkynnt um 0,5% lækkun stýrivaxta og eru þeir nú 5,3%. Raunstýrivextir eru því komnir í 2¼% sem er lægra en mat Seðlabankans á jafnvægisraunstýrivöxtum. Litlar líkur eru á því að Seðlabankinn lækki vexti á næstunni, þvert á móti má búast við að vaxtahækkunarferli hefjist á síðari hluta þessa árs.

Í kjölfar þess að Seðlabankinn breytti markmiði sínu úr gengismarkmiði í verðbólgu markmið í mars 2001 veiktist krónan töluvert. Þessi þróun snerist við í lok nóvember 2001 og á árinu 2002 styrktist krónan um 13,5% frá upphafi til loka ársins og hefur þessi þróun haldið áfram það sem af er ári 2003.



Heimild: Reuters.

Raugengi hefur hækkað að undanfögnu eftir að hafa náð lágmarki á fjórða ársfjórðungi 2001 og í lok árs er gert ráð fyrir að það verði 20% hærra en í árslok 2001. Þrátt fyrir þessa hækkun er áætlað raugengi á árinu 2003 svipað og það var að meðaltali á árunum 1980-1999.

## Verðlag

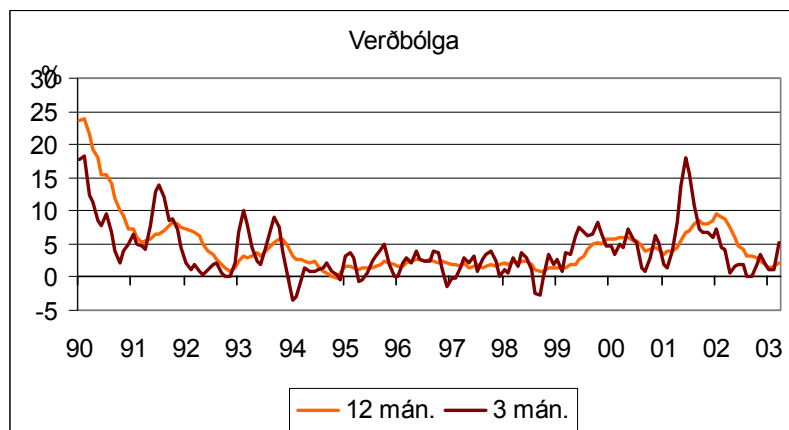
Vísitala neysliverðs hækkaði um 1,4% innan ársins 2002 samanborið við 9,4% hækkun innan ársins 2001. Verðbólgan var því í byrjun árs komin töluvert undir verðbólgu markmið Seðlabankans sem er 2½% og nálægt neðri þolmörkum sem er 1%. Hækkun kjarnavísitölunnar á árinu 2002 er

Búast má við að vaxtahækkunarferli hefjist á síðari hluta þessa árs.

Raugengi 2003 er svipað og það var að meðaltali á árunum 1980-1999.

Hækkun kjarnavísitölunnar bendir til þess að verðbólguþrýstingur sé meiri en vísitala neysliverðs mælir.

heldur meiri þar sem kjarnavísitala 1 hækkaði um 1,9% og kjarnavísitala 2 um 1,6%. Þetta bendir til þess að verðbólguþrýstingur sé heldur meiri en vísitala neysluverðs mælir.



Heimild: Hagstofa Íslands.

Verðbreyting einstakra liða vísitölunnar á árinu 2002 var mjög mismunandi. Þannig lækkaði verð á mat og drykkjarvörum um 4,9% frá upphafi til loka ársins 2002. Sömu sögu má segja um verð á fötum og skóm sem lækkuðu um 5,5%. Á hinn bóginn hækkaði verð á áfengi og tóbaki um 7,0%. Húsnæði, hiti og rafmagn hækkuðu um 6,6% innan ársins á meðan húsgögn og heimilisbúnaður hækkuðu um 0,5%, ferðir og flutningar um 0,8% og tómstundir og menning um 0,7%. Liðirnir heilsugæsla og menntun hækkuðu töluvert meira eða um 5,8% og 13,6% hvor um sig.

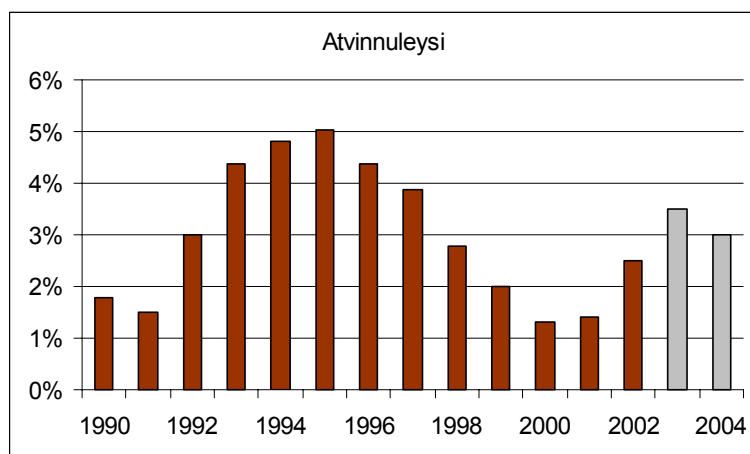
Innlendar vörur lækkuðu um 2,3% á árinu 2002 á meðan innfluttar vörur lækkuðu um 1,7%. Á móti hækkaði þjónusta um tæplega 5%. Hækkun vísitölu neysluverðs milli meðaltala áranna 2001 og 2002 var 4,8%. Sambærileg hækkun var 6,7% árið 2001 og 5,0% árið 2000. Á þessu ári er spáð um 2-2½% verðbólgu, bæði milli meðaltala og innan ársins og svipaða sögu má segja um árið 2004.

Fyrstu þrjú mánuði ársins hefur vísitala neysluverðs hækkað um 1,3% og er tólf mánaða hækkun vísitölunnar nú 2,2%. Tólf mánaða hækkun kjarnavísitölunnar er 2,6% og 2,3%. Samræmd vísitala neysluverðs mældist 1,1% á Íslandi í febrúar síðastliðnum sem er lægsta verðbólga EES-ríkjanna. Til samanburðar var hún 2,3% að meðaltali í ríkjum EES.

Spáð er 2-2½% verðbólgu, bæði milli meðaltala og innan ársins á árunum 2003 og 2004.

## Laun og vinnumarkaður

Atvinnuleysi á árinu 2002 mældist 2,5% af vinnuafli, sem er töluverð hækkun frá fyrra ári þegar atvinnuleysið mældist einungis 1,4%. Þessi þróun endurspeglar aukinn slaka í þjóðarbúskapnum og jókst atvinnuleysi eftir því sem líða tók á árið. Þannig var árstíðaleiðrétt atvinnuleysi 1,8% í byrjun árs en var komið í 3% í lok ársins.



Heimild: Vinnumálastofnun, Seðlabanki Íslands.

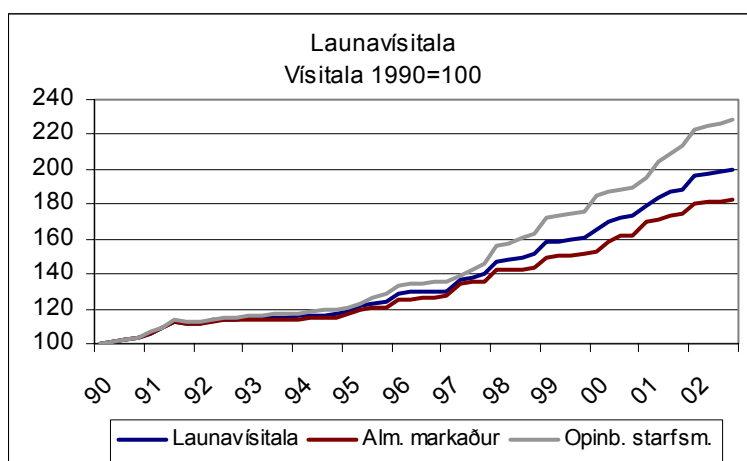
Atvinnuleysi meðal karla mældist 2,1% á árinu 2002 samanborið við 3,0% atvinnuleysi kvenna. Atvinnuleysi var einnig töluvert mismunandi eftir landssvæðum. Þannig var það hæst 2,7% á höfuðborgarsvæðinu, en lægst 1,3-1,4% á Vestfjörðum og Norðurlandi vestra. Atvinnuleysi hækkar að jafnaði yfir vetrarmánuðina og mældist það 3,8% í janúar 2003 og 4,1% í febrúar. Atvinnuleysi meðal karla í febrúar var 4,0% á meðan atvinnuleysi meðal kvenna var 4,3%. Fyrir árið í heild er spáð 3,5% atvinnuleysi. Í ljósi aðgerða ríkisstjórnarinnar til að sporna við auknu atvinnuleysi má búast við að atvinnuleysi verði eitthvað lægra á þessu ári. Á næsta ári var spáð 3% atvinnuleysi og má búast við að það sé ofmat.

Nýjum atvinnuleyfum sem veitt hafa verið að undanförunu hefur fækkað verulega. Flest leyfi voru veitt í september 2000, eða 319. Að jafnaði voru veitt 194 atvinnuleyfi í mánuði á því ári. Á árinu 2001 voru veitt að jafnaði 117 atvinnuleyfi í mánuði, en fjöldi leyfa var kominn niður í 42 að jafnaði á árinu 2002. Í janúar síðastliðnum voru veitt 23 ný atvinnuleyfi og 14 í febrúar. Á hinn bóginn fjölgar þeim stöðugt sem fá framlengd atvinnuleyfi.

Spáð er 3,5% atvinnuleysi 2003, en vegna aðgerða hins opinbera má búast við að atvinnuleysi verði heldur minna.

Þau voru 143 að jafnaði á árinu 2001 og 150 að jafnaði í mánuði á árinu 2002. Í janúar voru framlengd leyfi 122 og 96 í febrúar.

Hækkun launavísitölu á árinu 2002 var heldur minni en á árinu 2001 og endurspeglar bæði minni taxtahækkunir sem og minna launaskrið. Hækkunin milli ára var 7,2% samanborið við 8,8% á árinu 2001. Þar af hækkuðu laun á almennum markaði um 5,4% á meðan laun opinberra starfsmanna og bankamanna hækkuðu um 9,9% milli árána 2001 og 2002. Innan ársins 2002 hækkaði launavísitalan um 5,4% en um 9,6% á árinu 2001. Á sama tíma hækkaði vísitala neysluverðs um 1,4% og því hækkaði kaupmáttur launa um nálægt 4% innan ársins 2002. Með minni verðbólgu hækkaði kaupmáttur launa og þrátt fyrir aukið atvinnuleysi er gert ráð fyrir að kaupmáttur ráðstöfunartekna hafi aukist um 1% á árinu 2002 og er það áttunda árið í röð sem kaupmáttur ráðstöfunartekna eykst.



Heimild: Hagstofa Íslands.

Launavísitalan hækkaði um 3,6% í janúar sem er nokkuð umfram taxtahækkunir en flestir kjarasamningar hækkuðu um 3% eða 3,4% um áramót. Hækkunin í febrúar var 0,2% og hefur launavísitalan hækkað um 5,6% síðustu tólf mánuði. Kaupmáttur launa hefur hækkað um 3,3% á sama tíma.

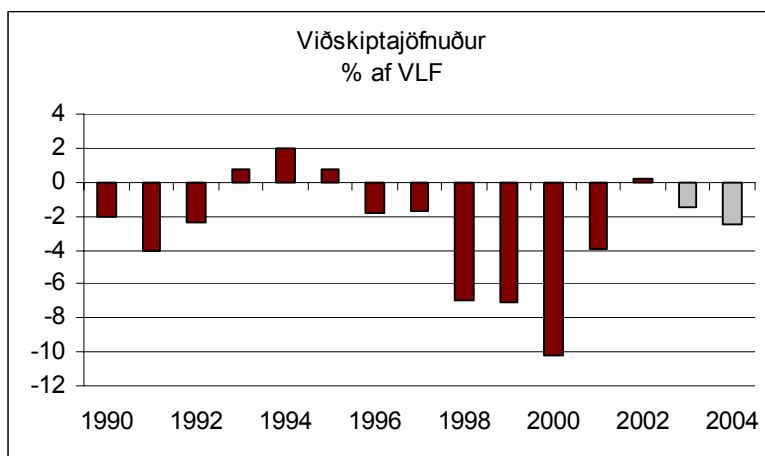
Yfirstandandi samningstímabili fer nú að ljúka þar sem fyrstu kjarasamningar eru lausir í september á þessu ári. Því ríkir nokkur óvissa um launaþróun undir lok þessa árs og á því næsta. Búast má við að stéttarfélag liti annars vegar til þess að atvinnuleysi hefur aukist töluvert að undanfögnu og hins að framundan eru miklar framkvæmdir í stóriðju.

Kaupmáttur launa hækkaði um 4% í fyrra.

Fyrstu kjarasamningar þessa samningstímabils renna út í lok þessa árs.

## Viðskipti við útlönd

Sá viðsnúningur í inn- og útflutningi sem kom fram á árinu 2001 hélt áfram á árinu 2002. Vöxtur útflutnings vöru og þjónustu hélt áfram og var 2,9% á síðasta ári á föstu verði. Á sama tíma dróst innflutningur saman um 2,4%. Í stað halla á viðskiptum með vöru og þjónustu var 13,9 milljarða króna afgangur.



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Viðskiptajöfnuður hefur batnað verulega frá síðasta ári, en 1,8 milljarða króna afgangur var á viðskiptum okkar við útlönd á árinu 2002. Á sama tímabili í fyrra var hallinn á viðskiptum við útlönd 29 milljarðar króna og nemur viðsnúningurinn því nálægt 31 milljarði króna. Útflutningur vöru og þjónustu er 3,7 milljörðum meiri en í fyrra og innflutningur vöru og þjónustu er 13,8 milljörðum minni og jöfnuður á viðskiptum með vöru og þjónustu því 17,5 milljörðum betri. Þá er halli á þáttatekjum 13,3 milljörðum minni en í fyrra. Fyrir árið allt er því afgangur á viðskiptajöfnuði sem nemur 1,8 milljörðum króna, sem samsvarar 0,2% af landsframleiðslu.

Á þessu ári er gert ráð fyrir að innflutningur vöru og þjónustu taki að vaxa að nýju eftir samdrátt síðustu tvö ár og aukist um 6%. Þessa þróun má rekja til innflutnings fjárfestingarvara vegna uppbyggingu stóriðju sem og sterkara gengi krónunnar. Þá er gert ráð fyrir áframhaldandi vexti útflutnings og reiknað með 3% vexti á þessu ári. Í kjölfarið snýst viðskiptajöfnuður úr afgangi í halla og spáð er að hann nemi 1½% af landsfram-

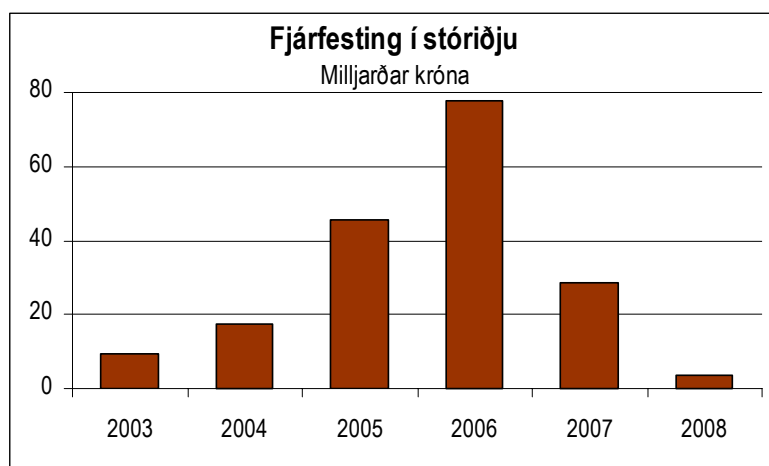
Afgangur var á viðskiptum við útlönd á árinu 2002, í fyrsta sinn síðan 1995.

Á árunum 2003 og 2004 er gert ráð fyrir halla á viðskiptajöfnuði.

leiðslu á þessu ári. Á árinu 2004 er gert ráð fyrir 2½% halla á viðskiptajöfnuði. Erlendar skuldir þjóðarinnar nema nú 100% af landsframleiðslu og hrein staða þjóðarbúsins er neikvæð um 75% af landsframleiðslu og hafa þessar stærðir lækkað heldur í hlutfalli af landsframleiðslu frá fyrra ári.

## Áhrif álversframkvæmda

Gert er ráð fyrir að fjárfesting vegna byggingar álvers Alcoa og framkvæmda við Kárahnjúkavirkjun nemi á bilinu 180-190 milljörðum króna á árunum 2003-2007. Kostnaðurinn dreifist hins vegar ekki jafnt yfir framkvæmdatímabilið. Stærstur hluti fjárfestingarinnar fellur til á árunum 2005 og 2006, eða 65% af áætluðum heildarkostnaði. Bættist stækkun Norðuráls við má búast við að hún krefjist fjárfestingar sem nemur 90-100 milljörðum króna til viðbótar.



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Bæði fjármálaráðuneyti og Seðlabanki hafa lagt mat á þjóðhagsleg áhrif stóriðju- og virkjanaframkvæmda. Niðurstöðurnar eru hliðstæðar þeim sem áður hafa verið birtar og sýna að þjóðarframleiðsla verður meiri en ella en á móti kemur að viðskiptajöfnuður versnar á framkvæmdatíma og verðbólga eykst. Mikilvægt er að hafa í huga að í þessum dæmum eru framkvæmdir mjög miklar í hlutfalli við stærð þjóðarbúsins og því væntanlega utan þess sem þjóðhagslíkan getur metið af nákvæmni og ber því að taka niðurstöðum með fyrirvara. Áhrifin eru mest á árunum 2005 og 2006 og komi ekki til mótvægisáðgerða má búast við því að hagvöxtur verði 6-7% á árinu 2005. Þá er reiknað með að verðbólga á verði hæst 6-7% á árinu 2006.

Stærstur hluti fjárfestingarinnar fellur til á árunum 2005 og 2006, eða 65% af áætluðum heildarkostnaði.

Nauðsynlegt er að bæði stjórn peningamála og stjórn ríkisfjármála beiti sér af festu til að draga úr þensluáhrifum á árunum 2004-2008.

## Mótvægisáðgerðir

Mikilvægt er að gripið verði til mótvægisáðgerða til að draga úr vaxandi ójafnvægi í þjóðarbúskapnum og tryggja að verðbólguþröskur náist. Fyrirhugað stóriðjuverkefni í Reyðarfirði er stærra en sem nemur fjárfestingu eins árs eða 180-200 milljarðar króna, en heildarfjárfesting þjóðarbúsins á nýliðnu ári er metin hafa verið 150 milljarðar króna. Um það bil helmingur þeirrar upphæðar er sú fjárfesting sem áætluð er á árinu 2006. Það er ljóst að ef bæta á nær 50% við fjárfestingu eins árs auk meiri fjárfestingar árin á undan og eftir, þurfa hagstjórnaraðilar að bregðast við til að draga úr þensluáhrifum.

Ljóst er að án mótvægisáðgerða stjórnvalda, er mikil hættu á að þensla myndist á næstu árum og í ljósi þeirra áðgerða sem stjórnvöld hafa tilkynnt ásamt hugsanlegri stækkun Norðurlágs má búast við því að það gerist fyrr en ella, jafnvel strax á næsta ári. Þá hafa stjórnvöld viðrað hugmyndir um skattalækkunir á næsta kjörtímabili sem eru þensluhvetjandi, nema samsvarandi lækkun útgjalda vegi á móti. Ef ekkert er að gert mun skapast ójafnvægi sem ekki verður minna en á árinu 2000. Ekki er hægt að reiða sig á að ytri skilyrði verði eins hagstæð og þá og því gæti orðið mikil dýfa í þjóðarbúskapnum á árinu 2007. Nauðsynlegt er að bæði stjórn peningamála og stjórn ríkisfjármála beiti sér af festu til að draga úr þensluáhrifum á árunum 2004-2008.

Hugsanlegt er að gengisáðlögun hjálpi til, en í útreikningum um áhrif framkvæmdanna er gert ráð fyrir óbreyttu gengi. Þegar kemur að mótvægisáðgerðum er annað hvort um að ræða áðgerðir Seðlabanka í peningamálum, eða áðgerðir hins opinbera í fjármálum. Áhrif mótvægisáðgerðanna byggjast síðan á samsetningu þessara áðgerða og tíma-  
setningu þeirra.

Seðlabankinn hefur lýst því yfir að hann muni beita vöxtum til að vinna að því að verðbólguþröskur haldi. Muni stjórn opinberra fjármála ekki grípa til áðgerða leggst enn meiri ábyrgð á Seðlabanka og stýrivextir verða hærri en ella. Því er nauðsynlegt að hið opinbera grípi einnig til áðgerða og tilkynni fyrirfram hvernig það hyggist mæta þessari fjárfestingu. Ólíklegt er að sveitarfélög beiti sér í þessu máli, þar sem hæpið er að sveitarfélög á Vestur- eða Norðurlandi dragi úr umsvifum vegna byggingar álvers á Austurlandi. Sveitarfélög á Austurlandi þurfa væntanlega að bregðast við auknum umsvifum þar.

Muni stjórn opinberra fjármála ekki grípa til áðgerða leggst enn meiri ábyrgð á Seðlabanka og stýrivextir verða hærri en ella.

---

En til hvaða aðgerða getur ríkisstjórn gripið? Nærtækast er að draga úr fjárfestingu, en þar sem fjárfestingin er einungis 17 milljarðar á ári vegur það ekki þungt gagnvart 200 milljarða heildarfjárfestingu. Með góðum fyrirvara getur ríkisstjórn dregið úr rekstrarkostnaði, t.d. með því að takmarka launahækkanir ríkisstarfsmanna, endurskoða rekstur stofnana, sameina þær eða leggja niður. Ríkisfjármálastefnan er ákveðin í fjárlögum hvers árs og því þarf að liggja fyrir á þessu ári hvernig ríkið hyggist bregðast við fjárfestingu vegna stóriðju á árunum 2004-2007.

---

#### Fyrirvarar greiningardeildar LÍ

Innihald og framsetning skjals þessa er unnið af starfsfólki Greiningardeildar Landsbanka Íslands hf. Landsbankinn styðst við gögn úr upplýsingaveitum sem taldar eru áreiðanlegar og öll álit og greiningar sem hér eru settar fram eru byggðar á opinberum upplýsingum sem fyrir hendi eru á þeim tíma sem skjal þetta er unnið. Greining og álit sem fram koma í skjali þessu er eingöngu ætlað að veita lesendum upplýsingar en í þeim felst ekki skuldbinding af hálfu Landsbankans eða tilboð um kaup eða sölu verðbréfa eða önnur viðskipti.

Öll álit og greiningar sem settar eru fram í þessu skjali eru skoðanir Landsbanka Íslands hf. á því augnabliki sem þær eru skrifaðar og settar fram en geta breyst án fyrirvara. Landsbanki Íslands hf. og starfsfólk hans taka hvorki ábyrgð á þeim upplýsingum og skoðunum sem hér eru settar fram né á viðskiptum byggðum á þeim. Landsbankinn leggur áherslu á að viðskipti með verðbréf eru í eðli sínu áhættusöm og eru lesendur því hvattir til þess að leita sér frekari ráðgjafar við ákvarðanir um slíkar fjárfestingar.

Vakin er athygli á því að Landsbanki Íslands hf., dótturfélög hans, starfsmenn, bankaráðsmenn eða aðilar tengdir Landsbankanum kunna á hverjum tíma að eiga beinna eða óbeinna hagsmuna að gæta í einstaka félögum og sjóðum sem greiningar Greiningardeildar Landsbankans varða hverju sinni. Hagsmunir geta t.d. verið vegna fjárfestinga þessara aðila eða fjárfestinga í nafni viðskiptavina bankans, vegna tengsla bankans við einstök félög sem lánardrottinn eða sem þjónustuaðili. Álit og greiningar eru engu að síður unnar sjálfstætt af Greiningardeild bankans og innan bankans eru í gildi reglur um aðskilnað starfssviða (kinamúrar).