

# Álit sendinefndar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins

*Sendinefnd Alþjóðagjaldeyrissjóðsins kynnti sér íslensk efnahagsmál á fundum með fulltrúum stjórnvalda og atvinnulífs dagana 8. maí – 15. maí. Á lokafundi nefndarinnar lagði formaður hennar fram álit og niðurstöður af viðræðum hennar og athugunum hér á landi. Hliðstæðar viðræður fara fram árlega við nánast öll aðildarríki sjóðsins, 184 að tölu. Niðurstöður sendinefndarinnar birtast hér.*

## Inngangur

1. Efnahagshorfur á Íslandi eru áfram öfundsverðar. Stofnanir eru öflugar og stefnumótunarumgjörð sterk. Markaðir eru opnir og sveigjanlegir, auk þess hefur verið faglega staðið að stjórnun á náttúruauðlindum landsins sem hefur aukið fjölbreytileika hagkerfisins og lagt sitt af mörkum til að tryggja sjálfbærni þess. Þetta umhverfi er einnig mótað af menningu sem einkennist af frumkvöðlakrafti sem leitt hefur til betri efnahagsárangurs en búast mætti við af svo smáu hagkerfi.
2. Hins vegar er vaxandi ójafnvægi í hagkerfinu áhyggjuefni um þessar mundir og við því þurfa stjórnvöld að bregðast tímanlega. Umframeftirspurn, mikil og vaxandi verðbólga, mikill viðskiptahalli og mjög skuldsett heimili og fyrirtæki – einkum bankar – valda ókyrrð á fjármálamörkuðum sem ógnar stöðugleika til skamms tíma. Ef litið er um öxl, hefði mátt bregðast við þessum kringumstæðum með betur samhæfðum aðgerðum, með aðhaldssamari ríkisfjármálum og umbreytingu á Íbúðalánasjóði.

## Horfur

3. Gert er ráð fyrir að hagvöxtur verði um það bil 4% árið 2006 en síðan hægi talsvert á vextinum árið 2007 og hagvöxtur verði þá nær 1%. Spáð er að fjárfestingar í áliðnaði og kröftug einkaneysla haldi uppi hagvexti í ár. Árið 2007 ætti minnkandi vöxtur einkaneyslu og snögg umskipti í fjárfestingum einkaaðila, sem marka lok stóriðjuframkvæmdanna, að leiða til nauðsynlegs samdráttar í innlendra eftirspurn. Búist er við að viðskiptahallinn dragist aðeins lítils háttar saman í ár, þar sem innlend eftirspurn er áfram mikil. Hins vegar er áætlað að mikil aukning útflutnings umfram innflutning og verulega minni eftirspurn innanlands muni minnka viðskiptahallann um u.þ.þ. helming árið 2007. Væntanlega verður verðbólguþrýstingur talsverður út árið vegna áhrifa ört hækkandi launa, mikilla umsvifa á húsnæðismarkaði og lækkunar á gengi krónunnar. Að því gefnu að kjarasamningar breytist ekki umtalsvert í nóvember á þessu ári, má gera ráð fyrir að verðbólga fari lækkandi út árið 2007 og nálgist verðbólgu-markmið Seðlabankans á ný.
4. Þessar horfur eru þó háðar því að gripið verði til aðgerða fljótt til að minnka innlenda eftirspurnarþrýsting, ná tökum á verðbólguvæntingum og eyða óvissu sem gæti grafið undan fjármálastöðugleika. Vegna vaxandi áhættu af snarpri aðlögun,

eru tímanlegar, margþættar og samræmdar aðgerðir stjórnvalda nauðsynlegar.

## Ríkisfjármál

5. Lág og lækkandi skuldastaða hins opinbera ber vitni um ábyrga stjórn ríkisfjármála og er lykilkþáttur í jákvæðum horfum íslensks þjóðarbúskapar til lengri tíma litið (e. medium-term). Breyting á fjárlögum er engu að síður nauðsynleg þar sem ójafnvægi í þjóðarbúskapnum er talsvert meira en vænst var við fjárlagagerð fyrir árið 2006. Vaxandi ójafnvægi hefur aukið hættuna á að hagkerfið verði fyrir snöggum og harkalegum samdrætti í kjölfar þess að skilyrði á alþjóðlegum fjármálamörkuðum versna fyrir Ísland.
6. Samkvæmt núverandi áætlunum mun afgangur af fjárlögum vera minni í ár heldur en árið 2005. Þar sem spáð er mikilli umfram eftirspurn á árinu 2006, er þörf á viðeigandi aðgerðum til að tryggja aðhald í fjármálum ríkis og sveitarfélaga. Þessu má ná fram með því að draga úr mikilli nafnaukningu á samneyslu þeirri sem gert er ráð fyrir í fjárlögum, ásamt því að fresta frekari fjárfestingum hins opinbera. Stjórnvöld ættu jafnframt að tilkynna að aukið aðhald verði í ríkisfjármálum árið 2007 ef ekki dragi úr innlendri eftirspurn eins og þörf er á. Mögulegar aðhaldsaðgerðir gætu tekið til fyrirhugaðra skattalækkana, fjárfestinga hins opinbera og samneyslu.
7. Litið fram á veginn þá er tímabært að styrkja enn frekar umgjörð ríkisfjármála með það að markmiði að draga úr sveiflum í efnahagslífinu á komandi árum. Tilkoma útgjaldamarkmiða til fleiri en eins árs í senn var fyrsta skrefið í átt að fjárlagaumgjörð sem byggir á fastmótuðum reglum. Næsta skref er að bæta og treysta fjárlagagerð og eftirfylgni útgjaldaáætlana til að tryggja að stefna í ríkisfjármálum veiti samræmt og verulegt mótvægi við breytileika í eftirspurn einkaaðila sem hefur valdið miklum hagsveiflum á Íslandi. Slík umgjörð ríkisfjármála yki áhrifamátt peningastefnunnar og drægi þannig úr sveiflum sem hafa skapað óvissu og erfiðleika í tímans rás.

## Peningastefnan

8. Þörf verður á meiri hækkun stýrivaxta því peningastefnan á fullt í fangi með að halda aftur af verðbólguvæntingum og færa verðbólguna að verðbólgu markmiðinu. Reiknað er með að hækkun á verði innflutnings og innlendra vara og þjónustu muni valda mikilli verðbólgu, þótt dregið hafi úr hækkunum á húsnæðisverði, en það hefur þrýst verðbólgunni talsvert yfir verðbólgu markmiðið að undanfögnu. Auk þess gæti launaþróun leitt til aukins verðbólguþrýstings. Launahækkunarir hafa verið talsvert meiri en samræmist verðbólgu markmiðinu miðað við framleiðni aukningu vinnuafis. Auk þess er hætta á enn meiri launahækkunum vegna hugsanlegrar endurskoðunar á kjarasamningum seinna á árinu. Allir aðilar vinnumarkaðarins þurfa að vera meðvitaðir um að peningastefnan verður að bregðast við launahækkunum sem gætu tafið það að verðbólgu markmiðið næðist.

9. Með tilliti til hættunnar á verðbólgu og hve mikið þarf að draga saman framleiðslu til að ná verðból gumarkmiðinu ef væntingar um áframhaldandi verðbólgu festast í sessi ætti Seðlabankinn að beita ströngu peningalegu aðhaldi. Samt sem áður eru jákvæð merki um að peningastefnan sé farin að hafa meiri áhrif á lánskjör heimila og fyrirtækja. Fylgjast þarf vandlega með þessari þróun til að tryggja hæfilegt aðhald frá peningastefnunni. Auk þess ætti að vera auðveldara að hemja verðbólguvæntingar eftir að byrjað var að tilkynna fyrirfram um dagsetningar vaxtaákvörðanafunda þar sem Seðlabankinn gefur út opinbera yfirlýsingu og skýringar á ákvörðun sinni. Opinskárrí umræða Seðlabankans um það vaxtaferli sem fylgja þarf til að ná verðból gumarkmiðinu ætti einnig að hafa jákvæð áhrif á verðbólguvæntingar.

## Fjármálakerfi

10. Fjármálakerfið virðist traust en vinna þarf áfram að því að draga úr veikleikum þess. Efnahagsreikningur íslenskra banka hefur þanist ótrúlega mikið út bæði heima og erlendis. Á alþjóðamörkuðum eru áhyggjur af því að þessi hraði vöxtur hafi dregið fram veikleika í íslenska fjármálakerfinu sem gætu grafið undan heilbrigði þess á meðan hagkerfið leitar jafnvægis á ný. Mögulegir veikleikar eru umtalsverð endurfjármögnunarpörf, gæði útlána, úthaldsgeta bankanna á innlendum húsnæðislánamarkaði og krosseignarhald á hlutafé.
11. Álagspróf, sem hafa verið gerð af Seðlabanka og Fjármálaeftirlitinu, gefa til kynna að eiginfjárstaða bankanna geti staðist mikil áföll. Verði mikil niðursveifla í hagkerfinu myndu áhrifin líklega koma fram í minni hagnaði vegna minni ábata af markaðsviðskiptum, hærri fjármögnunarkostnaðar og aukinna vanskila. Bankar hafa tekið mikilvæg skref til að mæta fjármögnunarpörf til skemmri tíma jafnvel þótt skilyrði á alþjóðamörkuðum versnuðu verulega. Yfirvöld hafa gert viðlagaáætlun sem leitast við að tryggja fjármálalegan stöðugleika, kæmi til kerfislægra vandamála. Vaxandi skilningur bankanna á þörf fyrir vandaða lausafjárstýringu ætti að draga úr hættunni á að svipaðir veikleikar komi fram í framtíðinni. Að auki hafa bankarnir byrjað að draga úr krosseign á hlutabréfum og þannig gert eignarhald gagnsærra en áður. Á þessum stað í hagsveiflunni er einnig mikilvægt að bankarnir séu vel á verði um gæði lánasafna. Í ljósi aðstæðna á alþjóðlegum fjármálamörkuðum þurfa bankarnir að gæta þess að þenja efnahagsreikninginn hægar út en þeir hafa gert að undanfögnu. Yfirvöld þurfa að tryggja að bankarnir haldi áfram að taka á öllum þessum veikleikum í starfsemi sinni.
12. Áframhaldandi styrking Fjármálaeftirlitsins er fagnaðarefni. Til dæmis ætti útvíkkun og kröfuharðari álagspróf að veita alþjóðlegum mörkuðum aukið öryggi sem og vilji bankanna til að birta opinberlega niðurstöðurnar fyrir hvern banka um sig. Til að bæta enn álagsprófin ætti Fjármálaeftirlitið að breyta vaxtaþættinum til að gera hann gagnsærri og að hann endurspegli betur líklegar

breytingar á vaxtaferlinum eftir því sem aðhald peningastefnunnar eykst.

13. Nauðsynlegt er að umbreyta Íbúðalánasjóði hið fyrsta. Umræða er hafin en henni ber að hraða eins og kostur er. Óheilbrigð samkeppni á milli bankanna og hins ríkisstyrkta Íbúðalánasjóðs hefur grafið undan áhrifamætti peningastefunnar, aukið ójafnvægið í hagkerfinu að nauðsynjalausum og ógnað fjármálastöðugleika. Í nútíma iðnvæddu hagkerfi eins og á Íslandi þar sem eru samkeppnisfær einkarekin fjármálafyrirtæki á heimsvísu er engin þörf fyrir viðamikla þátttöku hins opinbera á húsnæðislánamarkaði. Breyting Íbúðalánasjóðs í einkarekna heildsölufjármálastofnun myndi varðveita mikilvæga stærðarhagkvæmni í fjármögnun á húsnæðislánum. Reynslan erlendis frá hefur sýnt að mögulegt er að ná fram félagslegum markmiðum um tryggan aðgang að húsnæðislánum með skilvirkari og sértækari opinberum aðgerðum.
14. Íslensk stjórnvöld hafa sýnt að þau geti brugðist hæfilega við þegar efnahagslegar aðstæður kalla á. Núverandi staða krefst samskonar viðbragða til að tryggja að ójafnvægið í hagkerfinu minnki með skipulögðum hætti og fjármálastöðugleiki haldist.