

Eftirfarandi eru niðurstöður sendinefndar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins sem heimsótti Ísland dagana 20.-25. október sl.

1. Velheppnaðar kerfisumbætur síðasta áratuginn, upptaka verðbólguþröskuldráttar og verulegar umbætur á sviði fjármálaeftirlits hafa gert Ísland að einu sveigjanlegasta og kraftmesta hagkerfi heimsins. Þessi sveigjanleiki kom berlega í ljós þegar tiltölulega „mjúk“ aðlögun náðist 2001 og 2002 og ójafnvægið sem myndaðist í uppsveiflunni í lok síðasta áratugar gekk tilbaka. Ör umskipti til öflugs hagvaxtar árið 2003 er vitnisburður um kraft hagkerfisins. Jákvætt er að hagvöxturinn er aðallega drifinn áfram af stóriðjuframkvæmdum sem munu stuðla að fjölbreytni í þjóðarbúskapnum og auka útflutningsgetuna þegar til lengri tíma er litið. Áhrif framkvæmdanna á væntingar hafa kynt snögglega undir eftirspurn heimilanna sem hefur haldið áfram að vaxa á árinu 2004 og leitt til þess að ójafnvægi er byrjað að myndast á ný og kemur fram í verðbólgu, viðskiptahalla og erlendri skuldastöðu. Meginviðfangsefni yfirvalda peningamála og fjármála hins opinbera á næstu misserum felst í því að koma böndum á þetta ójafnvægi.

Horfur

2. Áætlað er að hagvöxtur verði ríflega 5% á árinu 2004 og búist er við áframhaldandi vexti nálægt 5% bæði 2005 og 2006. Spáð er að hagvöxtur verði einkum drifinn áfram af fjárfestingum í einkageiranum tengdum stóriðjuframkvæmdum og einkaneyslu. Gert er ráð fyrir miklum vexti innlendar eftirspurnar sem mun leiða til viðskiptahalla allt að 12% af VLF um það leyti sem fjárfestingaruppsveiflan 2006 stendur sem hæst, en þetta er rúmlega tvöfalt meiri halli en reiknað var með fyrir ári síðan. Aukinn innflutningur neysluvarnings sem og fjárfestingarvöru liggur einnig að baki viðskiptahallanum. Hraður vöxtur innlendar eftirspurnar mun einnig auka þrýsting á framleiðslugetuna sem samhliða háu olúverði mun stuðla að því að verðbólga verður yfir markmiði Seðlabankans.

3. Sendinefndin telur að til skamms tíma litið sé hagvöxtur vanmetinn en ofmetinn til lengri tíma. Þrír þættir benda til þess að einkaneysla og þar af leiðandi verðbólga verði meiri næstu tvö árin en spáð hefur verið. Í fyrsta lagi hefur nýleg innkoma viðskiptabankanna á húsnæðislánamarkaðinn fjölgað verulega þeim fjármögnunarleiðum sem standa heimilum til boða. Í öðru lagi getur rýmkun lánsmöguleika Íbúðalánasjóðs einnig hvatt til aukinnar eftirspurnar eftir húsnæði. Í þriðja lagi munu fyrirhugaðar tekjuskattslækkunar efla væntingar um hærri framtíðartekjur þótt oft geti verið erfitt að spá nákvæmlega fyrir um hver áhrifin verða af slíku. Það ýtir frekar undir áhættu varðandi verðbólgu að nýlega gerðir kjarasamningar til fjögurra ára verða mögulega uppsegjanlegir í nóvember 2005. Meginveikleikinn til lengri tíma litið er að talsverðar líkur eru á því að hagvöxtur gæti dregist verulega saman þegar undið verður ofan af ójafnvæginu sem skapast hefur á viðskiptajöfnuði og á milli innlands framboðs og eftirspurnar.

Fjármálamarkaðir

4. Undanfarin tvö ár hafa útlán bankanna bæði til heimila og fyrirtækja aukist hratt. Að hluta til hefur þessi aukning verið fjármögnuð með erlendum lánum, að talsverðu leyti til skamms tíma. Samhliða þessum öra vexti útlána hefur átt sér stað stórbrotinn uppgangur á hlutabréfamarkaði sem hefur leitt til þess að hagnaður bankanna hefur aukist og efnahagsreikningar þeirra styrkst. Það er ánægjulegt að Fjármálaeftirlitið hefur nýverið gefið út leiðbeinandi tilmæli um bestu framkvæmd við lausafjárstýringu gengisbundinna liða hjá fjármálafyrirtækjum. Fjölbreyttari starfsemi íslensku viðskiptabankanna með útrás þeirra á erlendum fjármálamörkuðum er jákvæð þróun sem ætti að stuðla að stöðugri tekjugrunni. Ennfremur benda álagspróf sem framkvæmd eru af Fjármálaeftirlitinu til þess að vegna hárrar eiginfjárstöðu bankanna ættu þeir að geta staðið af sér talsverða lækkun á verði hluta- og skuldabréfa og verulega aukningu vanskila. Á sama tíma verður Fjármálaeftirlitið að efla getu sína til að gera álagspróf á bönkunum sem meta endurfjármögnunar- og gengisáhættu þeirra, sérstaklega í ljósi þess að 20-30% gengisbundinna útlána eru endurlánuð til lánþega sem ekki hafa tekjur í erlendum gjaldeyri. Fjármálaeftirlitið ætti einnig að vera

viðbúið að bregðast fljótt við og beita heimild sinni sem það hefur til að tryggja að eiginfjárlutföll bankanna endurspegli áhættustig þeirra.

5. Innkoma viðskiptabankanna á húsnæðislánamarkaðinn er kærkomin þar sem hún gerir þeim kleift að styrkja efnahagsreikninga sína með því að auka vægi útlána með veði í fasteignum. Fjármálaeftirlitið þarf engu að síður að fylgjast náið með þróun efnahagsreikninga bankanna samhliða vaxandi sókn þeirra inn á húsnæðislánamarkaðinn til að tryggja að þessi framrás leiði ekki til ójafnvægis í meðallíftíma eigna og skulda, auki gengisáhættu eða dragi úr arðsemi bankanna. Mikilvægt er að stjórnvöld geri sér grein fyrir jákvæðum hliðum þess sem fylgja minni umsvifum Íbúðalánasjóðs á húsnæðislánamarkaðnum og að þau beiti sér fyrir umbótum sem miða að því að auka hæfni hans til að sinna félagslegu hlutverki sínu frekar en að efla getu hans til þess að keppa við bankana.

Peningastefna

6. Með hækkun stýrivaxta sinna brást Seðlabankinn rétt við hækkun verðbólgu yfir markmiði bankans. Þrátt fyrir slaka á vinnumarkaðnum endurspeglar nýleg verðbólguþróun alþjóðlega þróun olíuverðs og innlenda þætti, sérstaklega hækkunar á verði húsnæðis og opinberrar þjónustu. Enda þótt verðbólga af völdum skyndilegra verðhækkana á olíu krefjist hóflegra viðbragða peningayfirvalda sem einkum miða að því að hindra afleidd áhrif, þá krefst verðbólga af völdum innlends eftirspurnarþrýstings ákveðinna og tímanlegra viðbragða. Þetta er sérstaklega mikilvægt fyrir seðlabanka sem hefur haft verðbólguþrýsting í tiltölulega skamman tíma og er enn að byggja upp trúverðugleika sem er nauðsynleg forsenda þess að tryggja að verðbólguvæntingar til lengri tíma verði í samræmi við markmiðið. Launahækkanirnar sem nýverið var samið um til fjögurra ára á almennum vinnumarkaði benda til þess að verðbólguþrýsting Seðlabanka Íslands njóti talsverðs trausts. Hugsanleg endurskoðun á forsendum kjarasamninga í nóvember á næsta ári, eykur hins vegar þörfina á að festa verðbólguvæntingar til langs tíma.

7. Vaxandi eftirspurnarþrýstingur og versnandi verðbólguhorfur vegna hans benda til þess að enn frekar þurfi að herða aðhaldið í peningamálum á komandi tíð. Þar sem raunvextir á skammtímaskuldbindingum hafa aðeins nýverið byrjað að hækka frá stigi sem var undir því sem telja má hlutlaust gætu þeir þurft að hækka umtalsvert í viðbót. Nýleg þróun á markaði fasteignaveðlána sem leiðir nú til lækkunar á langtímahúsnæðisvöxtum eykur enn á þörfina fyrir hækkun skammtímavaxta. Að reiða sig á skammtímavexti eingöngu til að sporna gegn eftirspurnarþrýstingnum og ná verðbólguþröngun eykur hins vegar líkurnar á hækkun raungengis sem mun draga úr samkeppnishæfni og ýta enn frekar undir ójafnvægið í hagkerfinu. Því meira ójafnvægi sem myndast, þeim mun harkalegri gæti aðlögun orðið. Sérstaklega á þetta við þegar lýkur innflæði fjármagns tengdu stóriðjuframkvæmdum sem gæti leitt til snarprar lækkunar á gengi krónunnar og mikils samdráttar í hagkerfinu.
8. Stjórnvöld ættu að einbeita sér að því að hemja eftir föngum ójafnvægið sem virðist vera að byggjast upp til skemmri tíma litið. Í þessu tilliti mun nauðsynlegt hámark skammtímavaxta verða þeim mun lægra því fyrr sem Seðlabankinn bregst við. Vegna þessa er Seðlabankinn hvattur til þess að halda áfram að hækka skammtímavexti. Á sama tíma gæti það haft neikvæð áhrif til langs tíma að treysta of mikið eingöngu á peningamálastefnuna til að sporna gegn vaxandi eftirspurnarþrýstingi og því hvetur sendinefndin eindregið til að peningamálastefnu og stefnunni í ríkisfjármálum verði beitt í sameiningu til að herða aðhald.

Ríkisfjármál

9. Slakanum í ríkisfjármálum á árinu 2003 var eytt í ár. Fjárlagafrumvarpið fyrir árið 2005 boðar áfram aðhald í góðu samræmi við langtímaáætlun um raunvöxt útgjalda sem kynnt var í fjárlögnum 2004. Hins vegar má færa rök fyrir því að við núverandi efnahagsskilyrði ætti stefnan í ríkisfjármálum að vera aðhaldssamari en lagt er til í fjárlagafrumvarpinu. Sérstaklega ætti tekjuafgangur hins opinbera sem hlutfall af VLF að vera a.m.k. jafn stór og afgangurinn sem náðist árið 2000 þegar síðasta fjárfestingardrífna uppsveifla náði hátindi sínum, eða 2,5%.

10. Herða þyrfti aðhald ríkisfjármála bæði á skatta- og útgjaldahlið. Helst ætti að fresta öllum fyrirhuguðum skattalækkunum sem kynntar eru í fjárlagafrumvarpinu til ársins 2007, þ.e. til þess tíma þegar reiknað er með að fjárfestingar einkageirans dragist verulega saman. Að minnsta kosti ætti að fresta lækkunum sem fyrirhugaðar eru 2006 til ársins 2007. Á útgjaldahliðinni er hvatt til frekara aðhalds til að komist verði hjá því að opinber eftirspurn bætist við væntanlegan eftirspurnarþrýsting einkaaðila, sérstaklega ef skattalækkanirnar koma til framkvæmda. Fyrirhugaður 6% nafnvöxtur samneyslu er mikill, einkum vegna þess að viðmiðið á árinu 2004 felur í sér framúrkeyrslu útgjalda. Íhuga ætti að taka upp eða auka gjöld fyrir notkun á þjónustu- og/eða þáttökugjöld í mennta- og heilbrigðiskerfinu til þess að draga úr útgjaldavexti og bæta í heild skilvirkni í þessum málaflokkum. Þá er það lykilatriði að stjórnvöld sýni fordæmi í að hemja hækkun launa. Launhækkanir hjá hinu opinbera sem hafa þrálátlega verið meiri en hjá einkageiranum ættu að vera innan þeirra marka sem samið var um í nýlegum fjögurra ára kjarasamningi. Einnig ætti að koma til álita að fresta öllum viðbótar opinberum framkvæmdum þar til 2007.
11. Staða opinberra fjármála er traust, þar sem hlutfall skulda af VLF er lágt og fer lækkandi. Hins vegar er brýnt fyrir stjórnvöld að efla langtímaáætlun ríkisfjármála sem stuðst er við í fjárlagagerðinni. Útgjaldaviðmið opinbera geirans til lengri tíma myndu þannig ráðast af langtímamarkmiðum. Það myndi auka gagnsæi og auðvelda framkvæmd fjárlaga ef útgjaldaviðmið væru skilgreind út frá nafngildi. Að lögbinda viðmið um óbundin útgjöld myndi enn fremur sporna gegn framúrkeyrslum útgjalda sem ekki eru tengdar sjálfvirkri sveiflujöfnun.