

# Álit sendinefndar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins

*Sendinefnd Alþjóðagjaldeyrissjóðsins kynnti sér íslensk efnahagsmál á fundum með fulltrúum stjórnvalda dagana 18.–27. mars sl. 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 182 að tölu. Niðurstöður sendinefndarinnar fylgja hér með í lauslegri íslenskri þýðingu.*

## ALÞJÓÐAGJALDEYRISJÓÐURINN

*Álit sendinefndar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins í lok viðræðna við fulltrúa íslenskra stjórnvalda 27. mars 2002*

1. Á síðasta áratug var mjög eftirtektarverður vöxtur í íslenska hagkerfinu. Framleiðsla jókst um 38% á árabílinu 1992-2001 og landsframleiðsla á mann (mælt með tilliti til kaupgetu – ppp) náði 29.000 Bandaríkjadöllum á árinu 2001 sem er með því hæsta sem þekktist í OECD-ríkjunum. Þessa frammistöðu má að miklu leyti þakka stefnu stjórnvalda í eflingu markaðsbúskapar, hagræðingu í opinberum rekstri, einkavæðingu og öðrum umbótum sem hafa stuðlað að auknu frumkvæði einstaklinga, fjárfestingu og hagvexti. Góður árangur í að vinna bug á verðbólgu á fyrri hluta síðasta áratugar og hagstjórn sem miðaði að stöðugleika og festu lögðu grunn að hagvaxtarskeiðinu. Mikilvæg í því sambandi var sú framsýni stjórnvalda og staðfesta við að ná tökum á fjármálum hins opinbera og snúa fjárlagahalla fyrri ára í afgang, lækkun á nettóskuldum ríkisins og greiðslur til þess að mæta framtíðarskuldbindingum opinbera lífeyriskerfisins.
2. Hinn mikli vöxtur á seinni hluta síðasta áratugar leiddi þó til ofþenslu og innra sem ytra ójafnvægis í hagkerfinu. Vöxturinn hófst með mikilli

fjárfestingu sem leiddi til mikillar aukningar í einkaneyslu er knúin var áfram af hröðum vexti útlána. Aukning þjóðarútgjalda langt umfram þjóðartekjur leiddi til aukins viðskiptahalla sem náði hámarki á árinu 2000 í 10% af landsframleiðslu og aukinnar verðbólgu. Ennfremur skapaði mikil útlánaaukning bankanna, sem að stórum hluta var fjármögnuð með erlendum lánnum, aukna áhættu og lakari rekstrarstöðu í banka-kerfinu.

3. Þróun efnahagsmála frá því snemma árs 2001 hefur einkennst af nokkrum árangri í glímu við sum þessara vandamála. Henni er þó ekki lokið; verðbólga jókst, hún er enn mikil og felur í sér ógn við stöðugleika. Væntingar efnahagslífsins snerust við, m.a. vegna samdráttar í hagvexti erlendis. Innstreymi lánsfjár minnkaði og gengi krónunnar tók að laga sig betur að undirliggjandi efnahagsaðstæðum. Gengið lækkaði hratt þar til síðla árs 2001 en hefur síðan rétt nokkuð úr kútnum. Í kjölfar gengislækkunarinnar er að komast á betra jafnvægi milli ytri og innri geira hagkerfisins. Hagvöxtur minnkaði úr 5½% á árinu 2000 í 3% á árinu 2001 sem er nær raunhæfu langtímahagvaxtarstigi. Ennfremur færðist eftirspurn hratt frá neyslu og annarri innlendri eftirspurn til nettóútflutnings sem lagði 6 prósentur til hagvaxtar 2001 bæði vegna mikils samdráttar í innflutningi og drjúgs útflutnings. Í kjölfarið minnkaði viðskiptahallinn

niður í u.þ.b. 4½% af landsframleiðslu. Samtímis jókst 12 mánaða verðbólga þó verulega og var yfir efri þolmörkum verðból gumarkmiðs Seðlabankans allt frá júní 2001 og stóð í 8,7% í mars 2002. Meginorsakir verðbólgunnar eru verðhækkunarir í kjölfar gengislækkunarinnar. Aukna verðbólgu má hins vegar einnig rekja til launahækkana sem hafa að meðaltali verið meiri en verðbólgan og til þensluáhrifa ríkissjóðs á árinu 2001, að mestu vegna hækkunar launa opinberra starfsmanna og annarra rekstrarútgjalda umfram áætlanir.

4. Ný þjóðhagsspá frá 19. mars bendir til að enn hægi á hagvexti á árinu 2002 og að verg landsframleiðsla dragist saman um ½%. Landsframleiðsla verður þá nálægt eða rétt undir framleiðslugetu. Gert er ráð fyrir að aðlögun eftirspurnar og efnahagsstarfsemi almennt í átt að útflutningsgreinunum haldi áfram þar sem heimili og fyrirtæki, sem nú eru mjög skuldsett, leitist við að laga stöðu sína. Ætlað er að viðskiptahallinn minnki í kjölfarið í 2% af landsframleiðslu. Áætluð aukning sparnaðar og minnkun viðskiptahalla eru forsendur sjálfbærs hagvaxtar til lengri tíma. Líkurnar á því að sjálfbær hagvöxtur taki við af núverandi aðlögun ráðast af því hvernig til tekst með hagstjórnina.
5. Sendinefndin styður markmið Seðlabankans um að ná 12 mánaða verðbólgu undir efri þolmörk verðból gumarkmiðsins, þ.e. undir 4%, í ársbyrjun 2003 og nálægt 2½% markmiðinu í lok þess árs. Sendinefndin telur hins vegar hætt við að verðbólga verði ofan við þennan feril. Tölfræðileg greining sögulegra gagna gefur til kynna að marktækur hluti áhrifa gengislækkunar krónunnar eigi enn eftir að koma fram og muni þrýsta á verðbólgu á næstu mánuðum. Verðból guspá Seðlabankans byggist á tiltölulega hóflegum forsendum um launabreytingar. Þær gætu orðið meiri vegna mikils launaskriðs og þess að verðlagsmarkmið aðila vinnumarkaðarins (6,3%) haldi ekki í maí. Verðbólguvæntingar eru miklar, samanber nýlegar skoðanakannanir; þær gætu fest rætur og haft áhrif á kjaraviðræður og verðákvarðanir. Verðból guspá Seðlabankans var ennfremur byggð á minni hagvexti á árinu 2001

en nú er ætlað. Að lokum má nefna að vöxtur endurhverfra viðskipta Seðlabankans og tilsvareandi vöxtur peningastærða benda til offramboðs á lausafé sem gæti unnið gegn hjóðnun verðbólgu í átt að settu marki.

6. Með þetta í huga telur sendinefndin að vaxtalækkunin hinn 26. mars hafi verið misráðin. Sendinefndin telur að peningamálaaðhald sé ónógt og gæti stuðlað að of miklu lausafé og meiri raunverulegri og væntri verðbólgu. Peningastefna sem byggist á verðból gumarkmiði felur ennfremur í sér að ákvarðanir um vexti taki mið af að samræmi sé á milli verðból guspár og yfirlýsts verðból gumarkmiðs. Í þessu ljósi telur sendinefndin að ekki sé samræmi á milli vaxtalækkunarinnar og síðustu opinberu verðból guspár Seðlabankans sem fól í sér að verðbólga yrði 3% eftir tvö ár (½% yfir verðból gumarkmiðinu) og yfir efri þolmörkum í ár miðað við núverandi verðbólgu og þá verðbólgu sem spáð er.
7. Litið fram á veg hvetur sendinefndin stjórnvöld peningamála til þess að hika ekki við að hækka vexti sjáist þess merki að verðbólga sé ekki á undanhaldi eða virðist ekki ætla að nást undir 4% þolmörkin snemma árs 2003. Stjórnvöld ættu að vera á varðbergi gagnvart vísbendingum um aukinn verðbólguþrýsting, svo sem frá samspili launa og verðlags, áframhaldandi offramboði á lausafé eða ef þrýstingur myndast á ný til lækkunar á gengi krónunnar. Allt þetta myndi kalla á vaxtahækkun. Sendinefndin leggur áherslu á að viðleitni Seðlabankans til að verja gengi krónunnar með inngripum á gjaldeyrismarkaði í stað vaxtahækkunar vinnur gegn verðból gumarkmiðinu og að inngripin eru gagnslítill til lengri tíma litið.
8. Endurhverf viðskipti Seðlabankans hafa aukist mjög og eru nú útistandandi um það bil 90 milljarðar króna. Þau hafa í vaxandi mæli komið í stað venjubundinnar fjármögnunar banka og hefur núverandi umfang þeirra brenglað starfsemi á peningamarkaði. Þau kunna einnig að hvetja til aukinnar áhættu og skammtímastöðutöku. Við leggjum til endurskoðun á endur-

- hverfum viðskiptum Seðlabankans til að bæta stýringu bankans á lausafé. Viðvarandi eftirspurn eftir lausafé sem ekki samrýmist verðbólgu-markmiðinu bendir til að stýrivextir séu of lágir og að þá ætti að hækka.
9. Hlúa verður að trúverðugleika verðbólgu-markmiðsstefnunnar sem kynnt var í mars 2001 á upphafsskeiði hennar. Fyrst og fremst verður það gert með því að fylgja peningastefnu sem dregur hratt úr verðbólgu niður í verðbólgu-markmiðið eins og gert er ráð fyrir í verðbólguþá Seðlabankans. Í þessu sambandi er mikilvægt að Seðlabankinn sé frjálst að því að nýta nýfengið sjálfstæði í beitingu stjórnækja sinna til þess að fylgja aðhaldssamri peningastefnu án þrýstings frá öðrum stofnunum hins opinbera. Því til viðbótar myndi gagnsæi, fyrirsjáanleiki og trúverðugleiki peningamálastefnunnar eflast ef bankastjórn Seðlabankans héldi reglulega vaxta-ákvörðunarfundi og gæfi í kjölfar þeirra út yfirlýsingu þar sem greint yrði ítarlega frá forsendum ákvörðunar hennar. Slíkt fyrirkomulag tíðkast í mörgum ríkjum sem fylgja verðbólgu-markmiði.
  10. Þrátt fyrir verulegan óróa á skuldabréfa- og gjalddeyrismarkaði var bankarekstur arðsamur og eiginfjárstaða banka styrktist. Árið 2001 jókst hagnaður viðskiptabankanna, meðal annars vegna meiri vaxtamunar, hagræðingar og hagstæðra áhrifa verðbólgu á efnahagsreikning banka. Hins vegar var afkoma sparissjóða lakari vegna meiri tapaðra útlána og seinvirkari hagræðingaraðgerða. Vanskil jukust umtalsvert árið 2001 vegna áhrifa minnkandi eftirspurnar á neyslu- og smásölumarkaði og öðrum heimgreinum. Bankarnir brugðust við með því að leggja meira á afskriftareikning útlána en enn eru reglur um afskriftaframlög lakari en best gerist erlendis.
  11. Líta þarf til ýmissa áhættuþátta sem varða fjármálastöðugleika. Reiknað er með að gæði lána-safna versni enn á árinu 2002 vegna minni efnahagssumsvifa. Nauðsynlegt er að fylgjast með veðum og framlagi í varissjóði, sérstaklega vegna raunlækkunar fasteignaverðs. Sé litið út fyrir bankakerfið geta lán lífeyrissjóða á skuldabréfum myndað lánaáhættu sem ekki er nægilega fylgst með. Lán á skuldabréfum til tengdra fjármálastofna ekkert hagsmunatengsl og gæti valdið freistnivanda sem kynni að hindra markvissa innri áhættustjórnun. Ef verðbólga og lækkun fasteignaverðs fara saman um lengri tíma gæti áhætta Íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóða vaxið vegna þess að greiðslubyrði verðtryggðra veðlána og annarra skulda eykst.
  12. Stjórnvöld hafa náð verulegum árangri við að taka á veikleikum í reglum sem varða starfsemi og eftirlit á fjármálamarkaði sem bent var á í svonefndri FSSA-skýrslu (e. Financial System Stability Assessment) árið 2001. Fjármálaeftirlitið lagði sérstaka áherslu á að bankar ykju eigið fé sitt. Viðleitni stjórnvalda hefur þegar skilað betri rekstrar- og þjóðhagsvísibendingum sem notaðar eru til að meta fjármálastöðugleika og einnig bættri stjórn fjármálastofnana. Sendinefnd sjóðsins fagnar því að regluverk og eftirlit með fjármálastofnunum hefur verið eflt. Einnig fagnar sendinefndin frumkvæði sem gætt hefur í starfi Fjármálaeftirlitsins. Í framhaldi af þessu leggur nefndin til að hert verði ákvæði um lágmarksstaðla fyrir áhættuflokkun útlána, framlög í afskriftareikning og veðmat. Einnig er mælt til að oftast verði framkvæmd athugun á staðnum hjá fjármálastofnunum og fylgst verði náið með ört vaxandi lánum á skuldabréfum og á fjárfestingarbankastarfsemi. Leggja ber áherslu á samþykkt og framkvæmd laga sem eru í undirbúningi. Gera má ráð fyrir að þau geri kleift að hafa betra eftirlit með innbyrðis tengdri fjármálastarfsemi, opni fyrir eftirlit á samstæðu-grundvelli með vensluðum fyrirtækjum og leggi til reglur sem miða að því að eiginfjárreglur banka taki mið af áhættu í starfsemi þeirra. Sendinefndin fagnar þeirri ákvörðun stjórnvalda að fylgja eftir athugun sjóðsins á fjármálastöðugleika frá árinu 2001 með framhaldsúttekt.
  13. Viðleitni til að styrkja ríkissjóðin hefur skilað sterkri stöðu ríkissjóðs og sendinefndin telur það skynsamlegt langtímamarkmið hjá stjórnvöldum að stefna að sveiflujöfnuðum afgangi sem nemur að meðaltali 1% af VLF. Þetta myndi stuðla að

meiri þjóðhagslegum sparnaði og tryggja hinu litla opna íslenska hagkerfi nauðsynlegt borð fyrir báru gegn ytri áföllum. Halli á fjármálum hins opinbera árið 2002 er áætlaður um ½% af VLF sem er nokkru meira en hallinn árið 2001. Samt stuðla fjárlög ársins 2002 að samdrætti ef leiðrétt er fyrir hagsveiflunni. Sendinefndin er sammála stjórnvöldum að þetta sé nauðsynlegt til að bæta fyrir umframeyðslu síðustu ára. Einnig stuðlar þetta að styrkari ytri stöðu og leiðréttingu í átt að markmiðinu um hallalaus ríkisfjármál. Samt sem áður væri það æskilegra í ljósi þarfárinna á að efla hagvöxt og framleiðni að sparnaðaraðgerðir sneru að rekstrargjöldum fremur en fjárfestingu eins og nú er stefnt að. Vöxtur rekstrargjalda á kostnað fjárfestingar er ekki sjálfbær stefna og gæti leitt til útgjaldaþenslu í framtíðinni. Í þessu sambandi hvetur sendinefndin stjórnvöld til að auka aga í fjármálum ríkissjóðs og bæta skipulagningu í fjárlagagerð. Það er einnig álit nefndarinnar að horfa skuli til lengri tíma í fjármálum ríkissjóðs og gera þau gagnsærri með því að taka upp áætlanir til nokkurra ára þar sem tekinn er upp ákveðinn útgjaldarammi og markmið um hagsveifluleiðréttan rekstrarafgang. Jafnframt að auka umfang fjárlagaumsýslu og skýrslugerðar þannig að hún taki til allra opinberra aðila samkvæmt skilgreiningu á grundvelli þjóðhagsreikninga.

14. Umfangsmiklar skipulagsumbætur stjórnvalda í því skyni að auka skilvirkni og vaxtarmöguleika hagkerfisins eru lofsverðar. Skattabreytingar sem tóku gildi árið 2002 endurbæta skattheimtu af tekjum, einkum vegna sparnaðar og fjárfestingar, og færa íslenska skattaumhverfið nær því sem gerist á alþjóðavettvangi. Sendinefndin fagnar ákvörðuninni um veiðigjald sem er ætlað að ná til þeirrar rentu sem lykilauðlind þjóðarinnar gefur af sér. Sendinefndin lítur einnig til þeirrar ætlunar að halda áfram að lækka skuldir hins opinbera með einkavæðingu margra ríkisfyrirtækja sem var frestað árið 2001 vegna markaðsaðstæðna. Í þessu samhengi hvetur sendinefndin stjórnvöld til að huga að því að auka hlutverk einkarekstrar í þjónustugreinum sem nú eru reknar af hinu opinbera svo sem á sviði heilsugæslu og menntunar. Skref í þessa átt gætu bætt þjónustuna og létt á útgjaldabyrði hins opinbera. Sendinefndin leggur einnig til að hugað verði að aðgerðum til að auka frjálsræði á vinnu- markaði svo sem að leyfa meiri breytileika í launahækkunum til að endurspegla betur framleiðnimismun á milli atvinnugreina og fyrirtækja. Það myndi stuðla að tilfærslu og hagkvæmri nýtingu vinnuafls og framleiðslutækja.