

Ísland: Álit sendinefndar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins í kjölfar úttektar á íslensku atvinnulífi árið 2023 (e. Article IV Mission)

9. maí 2023: Lausleg þýðing á álit sendinefndar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Frumtextinn er á ensku og gildir hann ef um blæbrigðamun er að ræða milli hans og meðfylgjandi lauslegrar þýðingar.

Ísland hefur sýnt mikinn viðnámsþrótt gegn röð ytri áfalla síðan 2019. Hagvaxtarhorfur eru fremur jákvæðar en þeim fylgir ójafnvægi og áhætta er töluverð. Hún felur m.a. í sér þrálátari verðbólgu, spennu í tengslum við næstu kjaraviðræður og þrengri alþjóðleg fjármálaskilyrði.

Við skilyrði ofpenslu og verðbólgu vel yfir markmiði er nauðsynlegt að auka aðhald í efnahagsstjórninni en samtímis að verja stöðu þeirra sem lakast standa. Kerfisumbætur ættu að greiða fyrir aukinni fjölbreytni og stuðla að sjálfbærni og framleiðni í hefðbundnum útflutningsgreinum, meðal annars í ferðaþjónustu. Komandi kjaraviðræður veita tækifæri til þess tengja betur raunlaun og framleiðnivöxt.

Þjóðarbúskapurinn rétti hratt úr kútnum eftir áföll síðustu ára og hagvöxtur 2022 var hinn mesti frá 2007. Á árinu 2022 náði hagvöxturinn 6,4%, drifinn áfram af viðsnúningi í ferðaþjónustu og kröftugri innlendri eftirspurn auk tekjuauka vegna bættra viðskiptakjara. Töluverð framleiðsluspenna ásamt háu verði á innflutningi og háu húsnæðisverði hefur þrýst verðbólgu verulega upp fyrir markmið og leitt til ytra ójafnvægis.

Þess er vænst að minnkandi vöxtur innletrar eftirspurnar dragi úr ójafnvægi og góðar hagvaxtarhorfur næstu árin gefa til kynna að efnahagslegur skaði af völdum heimsfaraldursins verði lítill. Spáð er 3% hagvexti 2023 og að verðbólga hjaðni nokkuð, í um 7%. Vaxandi aðhald efnahagsstefnunnar ásamt versnandi viðskiptakjörum mun hægja á innlendri eftirspurn og draga úr ójafnvægi. Þó er gert ráð fyrir að þróttur verði áfram í einkaneyslu með því að heimili haldi áfram að ganga á sparnað sinn og vegna vaxandi atvinnuframboðs og innflutnings fólks erlendis frá. Lítið fram á veg mun útflutningur knýja hagvöxt um leið og aukið aðhald efnahagsstefnunnar beinir innlendri eftirspurn á sjálfbært stig. Því er spáð að aukið aðhald leiði til minni verðbólgu og að hún muni nálgast markmið í lok árs 2025. Viðskiptajöfnuðurinn við útlönd mun styrkjast jafnt og þétt vegna lægra innflutningsverðs og aukins aðhalds og afgangur verður á ný í viðskiptum við útlönd innan meðallangs tíma.

Hagvöxtur gæti orðið minni og verðbólga meiri en nú er útlit fyrir. Þrengri alþjóðleg fjármálaskilyrði gætu leitt til hærri fjármögnunarkostnaðar íslenskra banka sem reiða sig á alþjóðlega fjármögnun. Brestir í peningastefnu seðlabanka í iðnríkjum gætu leitt til áframhaldi mikillar innfluttrar verðbólgu sem myndi gefa tilefni til að herða taumhaldið hér. Innlend áhætta tengist m.a. mögulegri frekari spennu á vinnumarkaði sem gæti raskað framvindu efnahagsmála og leitt til kjarasamninga sem auka verðbólguþrýsting. Árásir á stafræna fjármálainnviði gætu haft áhrif á fjármálastöðugleika og efnahagssumsvif, og óskipuleg leiðrétting á húsnæðismarkaði gæti leitt til samdráttar í innlendri eftirspurn og álags á fjármálafyrirtæki. Innleiðing Evrópusambandsins á "FIT for 55" án viðunandi aðlögunar, gæti haft áhrif á flugfargjöld og framboð flugs til Íslands og þar með haft neikvæð áhrif á ferðaþjónustu og aðrar útflutningsgreinar. Hins vegar gætu orðið búhnykkir með uppgötvunum í lyfjaiðnaði og öðrum óhefðbundnum greinum og í markaðssetningu á tækni sem mildar áhrif loftslagsbreytinga.

Stefna í efnahagsmálum: Tryggja örugga lendingu og auka viðnámsþrótt

Aðhaldssamari og vel samhæfð efnahagsstefna ætti að hafa að markmiði að beina innlendri eftirspurn á sjálfbært stig og minnka verðbólgu að markmiði, draga úr ytra ójafnvægi og lágmarka hættu á að fjármálastöðugleika verði raskað. Kerfisumbætur ættu að greiða fyrir aukinni fjölbreytni í efnahagslífi ásamt því að styrkja samkeppnisstöðu og sjálfbærni hefðbundinna útflutningsgreina.

Stefna í opinberum fjármálum: Tilefni til hraðari afkomubata

Halli á heildarafkomu hins opinbera 2023 sem nemur 1,7% af landsframleiðslu samkvæmt framlagðri fjármálaáætlun er hæfilegur en bæta þarf afkomu meira á næstu árum til þess að draga hraðar úr verðbólgu og byggja að nýju upp viðnámsþrótt.

Lækkun hallans um 2,4% af VLF árið 2023 samkvæmt framlagðri fjármálaáætlun hjálpar til við að draga úr þjóðhagslegu ójafnvægi og draga úr verðbólgu og styður þannig við peningastefnuna. Ef tekjur verða minni en samkvæmt fjármálaáætlun, eins og spá AGS bendir til, þarf meira aðhald í opinberum fjármálum þótt gæta verði að því að verja viðkvæma hópa gagnvart áhrifum þess. Eftir 2023 væri varfærið að hraða bata í afkomu hins opinbera frekar með því að ná jafnvægi í afkomu ríkissjóðs og láta fjármálareglur taka aftur gildi árið 2025, einu ári fyrir en stefnt er að. Með því væru send skýr skilaboð um staðfestu stjórnvalda gagnvart ábyrgð í opinberum fjármálum og byggður upp viðnámsþróttur gagnvart áföllum framtíðar. Í því skyni þyrfti líklega aðhald í opinberum fjármálum sem nemur alls 1-2% af VLF á næstu tveimur árum eins og er að hluta til boðað með fjármálaáætlun en hefur ekki enn verið lögfest. Í því skyni ættu stjórnvöld einnig að íhuga að: i) draga til baka 3-6% raunaukningu útgjalda í samanburði við síðustu fjármálaáætlun, ii) fækka flokkum í lægra þrepi virðisaukaskatts og iii) endurskoða aðra skattstyrki.

Góð stýring á eignum og skuldbindingum hins opinbera getur hjálpað til við að draga úr opinberum skuldum. Sala á eftirstandandi eignarhlut ríkisins í Íslandsbanka mun hjálpa til við að byggja upp svigrúm í opinberum fjármálum en ljúka þarf henni með þeim hætti að mikilvægi gæða eigenda sé virt. Viðleitni til þess að skýra skuldbindingar ríkissjóðs vegna skuldabréfa sem voru útgefin af Íbúðalánasjóði og eru nú á efnahagsreikningi ríkisins þarf að fela í sér að trú fjárfesta á lánshæfi ríkissjóðs sé ekki rýrð.

Peningastefna: Haldi sínu striki

Seðlabanki Íslands ætti að viðhalda þröngu taumhaldi peningastefnunnar þar til að bankinn sér skýr ummerki um að verðbólga muni hjaðna á ný, og verðbólguvæntingar hafa aftur náð kjölfestu, í 2,5% verðbólgu markmiði. Til að ná þessu markmiði gætu meginvextir þurft að hækka enn frekar frá því sem nú er og raunvextir gætu þurft að vera yfir hlutlausu stigi eins lengi og nauðsynlegt er til að ná verðbólgu í verðbólgu markmið, sér í lagi við skilyrði ofpenslu og þrálátari verðbólgu á breiðum grunni. Vegna mikillar óvissu ætti Seðlabankinn engu að síður að vera reiðubúinn til að endurmeta taumhaldið ef áföll raungerast sem gætu breytt verulega verðbólguhorfum.

Viðhalda kröftugu fjármálakerfi

FSAP (e. Financial Sector Assessment Program) er heildstæð úttekt á íslenska fjármálakerfinu sem gefur til kynna að fjármálakerfið búi yfir nægilegum viðnámsþrótti en úttektin leiddi einnig í ljós einhverja veikleika. FSAP álagspróf á greiðslufærni bankanna leiddi í ljós að sterk eiginfjárstaða þeirra ætti að gera þá vel í stakk búna til að mæta miklum en mögulegum áföllum (e. severe but plausible). Álagspróf á lausafjárstöðu bankanna

sýndi að lausafjárstaða þeirra væri fullnægjandi en gaf til kynna að erlend fjármögnun bankanna gæti verið mögulegur veikleiki. Þá gæti stór hópur innlendra fagfjárfesta með miklar erlendar eignir og rúmur gjaldeyrisforði dregið að hluta til úr þessum veikleika. Regluverk á fjármálamarkaði og fjármálaeftirlit eru á heildina litið fullnægjandi, þó ætti að styrkja regluverk hvað varðar lífeyrissjóði og þörf er á að veita bönkunum leiðbeiningar sem hæfa íslenskum markaði hvað ákveðna áhættuþætti varðar.

Þjóðhagsvarúðarstefna er heilt á litið viðeigandi, en Seðlabankinn ætti að fylgjast vel með ef kerfisáhætta skyldi raungerast. Hert lánþegaskilyrði og hækkun sveiflujöfnunaraukans hafa aukið viðnámsþrótt gagnvart leiðréttingum á íbúðamarkaði og hertum fjármálaskilyrðum. Fylgjast ætti vel með þróun á atvinnuhúsnæðismarkaði, þar sem atvinnuhúsnæðisfélög eru viðkvæm fyrir vaxtahækkunum ásamt því að bankarnir hafa veitt talsvert af lánum til geirans. Stjórnvöld ættu einnig að íhuga að bæta í verkfærakassa sinn bæði tímabundnum lágmarks áhættuvogum og áhættuvogum fyrir áhættuskuldbindingar sem snúa að atvinnuhúsnæði og lánþegaskilyrðum fyrir mikið skuldsett atvinnuhúsnæðisfélög. Eftirlitsaðilar ættu að vera reiðubúnir að endurskoða þjóðhagsvarúðarstefnu ef kerfisáhætta skyldi raungerast.

FSAP-úttektin gefur til kynna að hægt væri að bæta viðnámsþrótt enn frekar með því að tryggja eftirlitsstofnunum nægileg völd, aðföng og sjálfstæði.

- Seðlabanki Íslands ætti að hafa fullt vald til að taka ákvarðanir í fjármálaeftirliti. Sjálfstæði fjármálaeftirlitsnefndar til ákvörðunartöku væri aukið og dregið úr mögulegum hagsmunaárekstrum án setu starfsmanna fjármála- og efnahagsráðuneytis í nefndinni. Formfesting framsalsheimilda vegna ákvarðana í fjármálaeftirliti innan Seðlabankans myndi tryggja betri ábyrgðarskil og skilvirkni. Einnig þarf að veita starfsfólki Seðlabankans fullnægjandi skaðleysi í störfum sínum.
- Til að standa vörð um sjálfstæði Seðlabankans og skilvirkni í eftirliti með fjármálamarkaðnum, er þörf á nýju sjálfstæðu fyrirkomulagi við ákvörðun eftirlitsgjalds til að tryggja að fjárförf vegna fjármálaeftirlits Seðlabankans sé ætíð mætt. Þörf er á fleiri stöðugildum til að bæta áhættumiðað eftirlit í nokkrum lykil áhættuþáttum, til að mynda rekstraráhættu, áhættu vegna netöryggis, og eftirliti með loftslagstengdri fjárhagsáhættu.
- Bæta þarf stjórnarhætti lífeyrissjóða og auka eftirlit með lífeyrissjóðum vegna kerfislegs mikilvægis þeirra á fjármálamarkaði. Styrkja mætti enn frekar regluverk tengt stjórnskipulagi (sérstaklega skipun stjórnarmanna og yfirsýn með þeim) og innra eftirlit lífeyrissjóða. Einnig ætti að auka eftirlits- og viðurlagaheimildir Seðlabankans með lífeyrissjóðum. Grænbókin, sem er í vinnslu hjá vinnuhópi um lífeyrissjóðskerfið, gæti verið tækifæri til að hefja ferlið við að mæta þessum áskorunum.

Betrumbæta mætti ramma um krísustjórnun, öryggisnet og skilavald. Umbætur á kerfislegri lausafjárstýringu, þar með talið þróun markaðar fyrir endurhverf verðbréfavíðskipti, gæti dregið úr þrýstingi á Seðlabankann til inngripa, einnig á krísutímum. Styrkja ætti Tryggingarsjóð innstæðueigenda og fjárfesta í samræmi við alþjóðlega staðla (e. *International Association of Deposit Insurers Core Principles*). Þörf er á fleiri stöðugildum til að bæta getu skilavaldsins. Innleiðingu ákvarðana í skilavaldi mætti styrkja með stofnun samhæfingarhóps milli Seðlabanka og fjármála- og efnahagsráðuneytis, en samtímis skal sjálfstæði skilavaldsins tryggt. Þróun innlendar óháðrar smágreiðslumiðlunar myndi draga úr fjármálaóstöðugleika ef truflanir yrðu í greiðslukerfum.

Kerfisbreytingar: tíminn er núna

Af skiljanlegum ástæðum hægði á kerfisbreytingum á meðan á faraldrinum stóð en nú ætti að taka til við þær að nýju. Fyrri aðgerðir til að styðja við nýja geira eru farnar að sýna árangur, að létta á reglugerðarbyrði og auka samkeppni er lykilatriði til að auka fjölbreytni efnahagslífsins. Raunhæfur fjöldi atvinnugeira sem ná að blómstra takmarkast þó af stærð landsins. Endurbætur sem miða að því að auka framleiðni og sjálfbærni hefðbundinna útflutningsgeira þar sem Ísland hefur náttúrulega yfirburði ættu því að eiga sér stað samhliða átaki til að auka fjölbreytni atvinnulífs. Til dæmis í ferðamannaiðnaði er viðeigandi að stjórnvöld hafa einbeitt sér að því að hámarka virðisaukningu fyrir hvern ferðamann á sjálfbæran hátt, sem verndar náttúruauðlindir landsins og dregur úr neikvæðum smitáhrifum á innlent samfélag.

Setja þarf aukinn þunga í stefnumótun til að ná metnaðarfullum loftslagsmarkmiðum Íslands. Stjórnvöld hafa innleitt aðgerðir á breiðum grunni til að draga úr útblæstri. Ísland hefur líka náð markverðum árangri þegar kemur að bindingu og geymslu koltvísýrings og þróun hreinna orkugjafa auk þess að vera í forystu þegar kemur að notkun rafmagnsbíla. Samt sem áður er endurskoðun á aðgerðaráætlun í loftslagsmálum tækifæri til að vinna að stefnumótun sem hraðar umbreytingunni í átt að lágkolefnahagkerfi í ljósi þess að samdráttur í útblæstri koltvísýrings er undir markmiðum. Slík stefnumótun gæti falið í sér að auka við kolefnisskatta í hagkerfinu.

Þær kjaraviðræður sem framundan eru veita tækifæri til að tengja betur saman laun og framleiðnivöxt. Íslenskir kjarasamningar hafa verið árangursríkir hvað varðar að stuðla að þátttöku og draga úr fátækt, en síður þegar kemur að því að tryggja að launahækkunarir setji ekki á þrýsting til aukningar verðbólgu eða dragi úr samkeppnishæfi landsins. Til að ná fram betri tengingu á milli raunlauna og framleiðnivaxtar ætti í kjaraviðræðum síðar á þessu ári að endurskoða framsetningu hagvaxtaraukans sem var innifalinn í samningunum 2019-22, meðal annars með því að tengja hagvaxtaraukann við aukna framleiðni vinnuafls miðað við upphaf samningsins. Einnig ætti að styrkja leiðir til að leysa úr langvarandi deilum meðal annars með því að tryggja að ríkissáttasemjari geti leitt samningsaðila saman og gert tillögur sem miða að því að leysa deilur.

The IMF team thanks the authorities and other interlocutors for their generous hospitality and constructive dialogue.

Table 1. Iceland: Selected Economic Indicators, 2017–28

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
						Prel.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.
(Percentage change unless otherwise indicated)												
National Accounts (constant prices)												
Gross domestic product	4.2	4.9	1.8	-7.2	4.3	6.4	3.2	1.9	2.1	2.1	2.1	2.2
Total domestic demand	7.6	4.5	0.5	-1.1	6.3	6.4	1.2	0.9	1.1	1.2	1.4	1.6
Private consumption	8.0	4.8	1.7	-3.4	7.0	8.6	1.8	0.9	1.1	1.2	1.5	1.7
Public consumption	2.9	4.7	3.9	5.1	2.4	1.6	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Gross fixed investment	10.6	2.3	-4.1	-7.4	9.8	6.9	2.6	1.6	1.6	1.6	1.7	1.8
Net exports (contribution to growth)	-2.9	0.7	1.5	-6.1	-2.1	-0.2	1.6	1.0	1.0	0.9	0.7	0.7
Exports of goods and services	5.1	0.4	-5.5	-31.1	14.7	20.6	5.8	3.0	3.6	3.4	3.2	3.2
Imports of goods and services	11.8	-0.9	-9.1	-20.6	19.9	19.7	2.0	0.7	1.4	1.5	1.7	1.9
Output gap (percent of potential output)	1.5	3.6	3.5	-5.2	-2.5	0.9	1.5	0.9	0.6	0.3	0.1	0.0
Selected Indicators												
Gross domestic product (ISK bn.)	2,642	2,844	3,024	2,919	3,245	3,766	4,117	4,353	4,603	4,843	5,103	5,384
Gross domestic product (\$ bn.)	24.7	26.3	24.7	21.6	25.6	27.8	29.1	31.4	33.9	36.4	39.1	42.0
GDP per capita (\$ thousands)	73.1	75.4	69.1	59.2	69.3	74.0	75.2	81.6	87.1	92.4	98.3	104.5
Private consumption (percent of GDP)	50.1	50.3	50.2	52.0	52.0	52.2	52.8	52.7	52.3	51.6	50.9	50.3
Public consumption (percent of GDP)	23.7	24.1	24.6	28.1	27.6	25.9	24.6	24.3	24.4	24.8	25.1	25.4
Gross fixed investment (percent of GDP)	21.8	21.8	20.9	21.3	22.2	22.4	22.9	23.0	23.0	22.9	22.6	22.5
Gross national saving (percent of GDP)	26.0	26.4	27.2	22.3	20.0	21.1	21.5	21.7	22.3	22.8	23.3	23.7
Unemployment rate (percent of labor force)	3.3	3.1	3.9	6.4	6.0	3.8	3.3	3.6	3.7	3.8	3.9	4.0
Employment	1.0	1.8	0.9	-3.0	3.6	6.9	2.6	1.3	1.5	1.5	1.5	1.6
Labor productivity	3.8	2.6	1.6	-1.9	1.6	0.3	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Real wages	7.2	3.7	1.8	3.4	3.7	0.0	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Nominal wages	9.1	6.5	4.9	6.3	8.3	8.3	9.3	5.2	4.2	3.2	3.1	3.1
Consumer price index (average)	1.8	2.7	3.0	2.8	4.5	8.3	8.7	4.6	3.6	2.6	2.5	2.5
Consumer price index (end period)	1.9	3.7	2.0	3.6	5.1	9.6	7.4	4.0	3.0	2.5	2.5	2.5
Core CPI (average)	2.0	2.4	2.9	3.0	4.3	7.6	8.5	4.6	3.6	2.6	2.5	2.5
ISK/€ (average)	121	128	141	157	148	159	...	...	...	...	...	...
ISK/\$ (average)	107	108	123	135	127	135	...	...	...	...	...	...
Terms of trade (average)	1.5	-3.8	-0.8	-1.3	3.8	3.0	-2.9	-1.6	-1.1	-0.9	-0.1	-0.1
Money and Credit (end period)												
Base money (M0)	37.9	-1.7	-9.2	11.8	9.0	1.5	9.3	9.9	8.8	7.4	6.9	6.6
Broad money (M3)	5.0	7.0	6.6	7.4	10.9	8.9	10.8	8.3	7.6	6.5	6.3	6.2
Credit to nonfinancial private sector	9.2	11.9	2.9	10.5	10.5	11.2	9.3	5.7	5.2	5.2	5.4	5.5
Central bank 7 day term deposit rate 1/	4.25	4.50	3.00	0.75	2.00	6.00	7.50	...	...	...	...	...
(Percent of GDP unless otherwise indicated)												
General Government Finances 2/												
Revenue	45.4	44.8	42.1	42.2	41.4	41.8	42.8	42.8	42.4	42.0	41.4	41.3
Expenditure	44.4	43.8	43.6	51.2	49.8	46.1	45.5	45.7	45.0	43.6	43.3	43.3
Overall balance	1.0	0.9	-1.5	-9.0	-8.4	-4.3	-2.7	-2.9	-2.5	-1.7	-1.9	-1.9
Structural primary balance 3/	1.9	0.5	-2.0	-0.8	-1.5	-3.1	-1.4	-1.8	-1.2	0.0	0.0	0.2
Cyclically-adjusted primary balance	3.2	1.3	-1.3	-3.9	-5.1	-2.5	-0.8	-1.5	-0.9	0.1	0.1	0.2
Gross debt	71.7	63.2	66.6	77.8	75.6	68.7	65.1	61.2	60.0	58.2	56.5	55.2
Net debt	60.3	50.7	54.4	61.1	60.4	57.1	54.4	51.1	50.5	49.1	47.9	47.0
Balance of Payments												
Current account balance	4.2	4.3	6.5	1.0	-2.4	-1.5	-1.6	-1.3	-0.7	-0.1	0.6	1.2
of which: services balance	10.6	9.0	8.0	1.4	2.3	5.0	7.0	7.3	7.4	7.5	7.5	7.5
Capital and financial account (+ = outflow)	1.1	6.0	6.1	6.1	0.8	-2.4	-1.7	-1.5	-0.8	-0.2	0.5	1.1
of which: direct investment, net (+ = outflow)	-0.7	1.7	2.9	2.3	-0.7	-2.9	-0.8	-1.1	-1.0	-0.9	-0.9	-0.8
Gross external debt	90.3	73.3	78.4	90.4	82.8	75.2	75.2	69.3	64.1	59.6	55.4	51.5
Central bank reserves (\$ bn)	6.6	6.1	6.7	6.4	7.1	5.9	6.0	6.3	6.4	6.6	7.0	7.6

Memorandum Items:

Sources: CBI; Ministry of Finance; Statistics Iceland; and IMF staff projections.

1/ For 2023, rate as of end-April.

2/ In 2020, the definition of the general government was expanded to include 24 new entities, of which the largest are the IL Fund and the Student Loan Fund. Data for 2020 are preliminary and may not consolidate all the intra-general government assets in the government credit fund balance sheets.

3/ Cyclically-adjusted balance excluding one offs.