



**De essentie van het OMO beleid van de CBVS nader beschouwd middels:
De decompositie van de inflatie en het toegepaste Macro Economisch beleidskader**

Voorwoord:

Anthony Caram, Gerard Lau en Marein van Schaijk trachten onder meer door middel van een decompositie van het prijsindexcijfer voor de gezinsconsumptie zich een onderbouwd oordeel te vormen over de mate van effectiviteit van het in juli 2021 door de Centrale Bank geïntroduceerde instrument van de termijndepositoveilingen; dit mede tegen de achtergrond van de daarmee gemoeide kosten. Van belang hierbij is dat het MacroabcSU model een sterk verbeterde economische omgeving voor Suriname laat zien, ondanks het feit dat het OMO- instrument nog niet in het model is opgenomen. Deze uitkomst is verkregen op basis van de assumpties en aannames in het Behoedzame Scenario van Januari 2021.

De vraag die wij proberen te beantwoorden is welke extra toegevoegde waarde de toepassing van dit instrument met zich meebrengt. Onze voorlopige indruk is dat deze toegevoegde waarde relatief beperkt is, gegeven de karakteristieken, de huidige staat van de economie van Suriname en de inzet van traditionele, niet-marktconforme instrumenten in het kader van het Herstelplan. Daarom moet meer werk worden verricht en moeten meer cijfers publiekelijk beschikbaar zijn. Modelmatige aanpassingen dienen te worden gedaan om het macro-economisch effect van dit instrument te kwantificeren. Een en ander moeten wij ook bezien binnen de context van de kleinschaligheid van de economie, alsook van de minder ontwikkelde vermogensmarkten en de bestaande distorsies. Het is niet reëel om te verwachten dat onder de aangeduide omstandigheden er een aanvaardbare marktwerking zal zijn die efficiënte resultaten oplevert.

Deze paper bestaat uit 2 delen, te weten een kwalitatieve macro-economische beschouwing over de achterliggende oorzaken van de inflatie en een kwantitatieve technische en modelmatige onderbouwing van onze analyse. Onze gedachten hierover blijven zich continue ontwikkelen. Wij hopen dat deze paper de lezer meer inzicht zal geven over het inzetten van het OMO- instrument en dat de technische analyse u ook inzicht verschaft over de modelmatige berekeningen, zoals wij die hanteren.

Inhoud

Deel 1: De inflatieproblematiek en het monetair beleid nader bezien	3
Deel 2: Inflatie Decompositie	8

Deel 1: De inflatieproblematiek en het monetair beleid nader bezien

De kern van ons betoog

Na een vrij rustig verloop in de twee voorafgaande jaren, schoot het jaargemiddelde prijsindexcijfer voor de gezinsconsumptie in 2020 omhoog tot 35% en vervolgens tot 59% in 2021. Als hoedster van onze nationale munt, maakt de Centrale Bank zich terecht zorgen over deze prijssprong. Mede op aandringen van het Internationaal Monetair Fonds, zag zij hierin aanleiding om rond juli 2021 het raamwerk van het monetair beleid uit te breiden en te wijzigen. Hiermee beoogt zij de effectiviteit van haar taakuitoefening te vergroten. Met het in het kader van dit raamwerk veilen van termijndeposito's tracht zij de beoogde monetaire stabiliteit beter te bereiken en wel door de wisselkoers en de rentestand op marktconforme basis tot stand te laten komen. Voorheen werd het monetair beleid primair gevoerd met inzet van traditionele, niet-marktconforme instrumenten.

In dit artikel vragen wij ons af of de inzet van het veilingeninstrument vanaf het genoemde tijdstip wel nodig is geweest, mede gelet op de daarmee gemoeide kosten. De prijssprong werd immers grotendeels veroorzaakt door de unificatie van de officiële SRD/US\$ en de vrije marktkoers in september 2020. Na ongeveer een jaar begon het inflatietempo af te zwakken vooral als gevolg van het stopzetten van de monetaire financiering door de Staat en het achterblijven van loonstijgingen bij de inflatie. De meningen over het effect van de veilingen lopen uiteen, mede omdat gedetailleerde geaggregeerde cijfers niet voor het publiek beschikbaar zijn. Wij zijn geneigd te twijfelen aan hun effectiviteit in 2021 en 2022. Wij zijn voorts van mening dat onder verbeterde omstandigheden de veilingen wel een bijdrage kunnen leveren aan het zodanig reguleren van de binnenlandse liquiditeit dat de macro-economische bestedingen in de pas lopen met het aanbod van goederen en diensten.

Opvallende sprong van het inflatietempo

Het monetaire beleid van de Centrale Bank richt zich thans mede op de beheersing van vooral de SRD component van het zogenoemde basisgeld. Per definitie is het basisgeld gelijk aan de som van de door de banken bij de Centrale Bank aangehouden deposito's en de bankbiljetten in omloop. Ter beheersing van het basisgeld veilt zij sinds juli 2021 regelmatig kortlopende rentedragende termijndeposito's onder de banken. Deze sluizen een deel daarvan door naar hun klanten. Geaggregeerde gegevens over dit doorsluizen en over de voorwaarden waaronder het geschiedt zijn niet beschikbaar voor het publiek. Via beheersing van de omvang van het basisgeld tracht de Centrale Bank invloed uit te oefenen op de liquiditeitspositie en het geldscheppend vermogen van de banken en uiteindelijk op de omvang van de maatschappelijke geldcirculatie en het inflatietempo. In theoretische zin is deze gedachtegang prima en werkt zij goed in vooral de geavanceerde economieën. Er bestaat echter twijfel over de effectiviteit van dit instrument als het wordt toegepast in een andere omgeving. Het is bekend dat marktconforme monetaire instrumenten minder goed werken waar dynamische markten ontbreken en er sprake is van al te grote onevenwichtigheden in de economie. In Suriname is hiervan momenteel nog sprake.

In de loop van 2021 is hier de monetaire ontwikkeling geleidelijk in wat minder onstuimig vaarwater terecht gekomen. Na het besluit tot unificatie van de officiële en de cambiokoers op een niveau van circa SRD 21,50 per US dollar, is deze koers nu alweer ruim een jaar stabiel en laat zij zelfs een licht dalende neiging zien. Ook het prijsindexcijfer op maandbasis toont sinds begin van het genoemde jaar een voorzichtige daling, zij het dat het niveau nog hoog en het verloop nog wisselvallig is. Gedurende september 2021 tot en met februari 2022 beliep de gemiddelde maandinflatie 2,0%. Voor de komende jaren wordt een verdere daling verwacht. Een samenstel van factoren draagt bij tot deze op zich

bemoedigende tendens. Prijsdrukkende effecten gaan uit van het gematigde macro-economisch bestedingsniveau van de publieke en private sectoren. Dit gaat gepaard met de vermindering van de invoer van goederen en diensten. De inflatie draagt bij tot absorptie van tenminste een deel van de bestaande overliquiditeit en vervolgens tot het dempen van de inflatieverwachtingen. Voor 2020 en 2021 zien wij geen onbeheersbare monetaire impulsen. Er zijn indicaties dat er een zekere krapte aan Surinaams geld is in relatie tot de te verrichten transacties. Money matters. Voor een beschouwing over de ontwikkeling en de achtergronden van het bedoelde samenstel van factoren verwijzen wij naar het Herstelplan.

Geactualiseerde exercities met het MacroabcSU model van Marein Van Schaijk bevestigen dat de vermindering van het inflatietempo zich zal voortzetten, indien en naarmate wordt vastgehouden aan het huidige voorzichtige budgettaire, monetaire en beloningsbeleid. Deze maatregelen en omstandigheden werpen gunstige resultaten af: Voor 2022 wordt verwacht dat het stijgingstempo van de jaargemiddelde prijsindex zal teruglopen tot 34% en daarna progressief verder zal afnemen. Uitgaande van de gemaakte vooronderstellingen verbetert ook onder meer de bruto internationale reservepositie, terwijl de wisselkoers goeddeels constant blijft. Zie onderstaande tabel 1.

Tabel 1 Kerngegevens		Behoedzaam scenario CHP					
doelvariabelen	target	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Midden Wisselkoers SRD/\$	rate	13	21	21	21	21	21
Cambio Wisselkoers SRD/\$	rate	17					
CBvS Wisselkoers SRD/\$	rate	9					
CPI	%	33	57	34	12	4	4
Int. Reserves CBvS in maanden import	>3	4	6	6	7	7	7
Binnenlandse (=Mon) fin overheid in % BBP	<3%	16	5	0	4	3	3
Reëel BBP	% zo hoog mogelijk	-25	0	1	3	3	3
Werkgelegenheid bedrijven	% zo hoog mogelijk	-13	-13	0	2	3	3
Reëel loon bedrijven	% zo hoog mogelijk	-14	-22	0	6	-1	2
Reëel loon bedrijven, index 2019=100	zo hoog mogelijk	86	67	67	72	71	72
Werkloosheid	% zo laag mogelijk	17	20	22	23	23	23
AOV reëel %	% zo hoog mogelijk	13	-3	3	10	2	2
AOV uitkering in % armoedegrens		49	48	49	54	55	56
Overheidsschuld in %BBP	<60	94	78	61	57	56	55
M2 - v v dep. Ingezetenen/ GDP	perunage	0,39	0,28	0,31	0,38	0,44	0,50
NFA	US\$mIn	880	1138	1329	1537	1744	1960

bron: MacroabcSU maart 2022

Belangrijk is dat in het genoemde model de depositoveilingen niet zijn opgenomen en dus uiteraard geen invloed uitoefenen op de bevredigende modeluitkomsten. Aan de technische aspecten van ons betoog besteden wij aandacht in een artikel dat binnenkort wordt opgenomen in de online publicatie bij www.Stuseco.nl

Onduidelijke inzichten over de termijndepositoveilingen van de Centrale Bank

Op basis van onze eerdere argumenten vragen wij ons af of en in hoeverre het instrument van de termijndepositoveilingen onder de in 2021 en 2022 geldende omstandigheden materieel heeft bijgedragen aan de geconstateerde verbetering van het monetaire klimaat. Om verschillende redenen bestaat er bij ons hierover twijfel. Wij kunnen weliswaar onze twijfel niet met harde cijfers onderbouwen, maar beschikken wel over betrouwbare indicaties dat deze twijfel terecht is. Wij verwijzen allereerst naar de eerder besproken modeluitkomsten, welke zonder de inzet van termijndepositoveilingen al bevredigend zijn. In de tweede plaats merken wij op dat deze uitkomsten worden ondersteund door te kijken naar de achterliggende oorzaken van de stijging van het prijsindexcijfer voor de gezinsconsumptie. Zie tabel 2 hieronder.

Tabel 2 Onderbouwing CPI%	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
CPI % actual	4,4	32,9	57,1	34,1	11,6	3,7	3,7
Kostprijs % geschat	7,6	32,9	57,1	34,1	11,6	3,7	3,7
Vershil	-3,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Imports	4,2	25,0	29,4	4,0	1,2	1,1	1,1
Private wage bill	0,6	2,0	2,6	2,5	1,5	0,2	0,4
Informal sector	0,7	2,4	4,2	5,0	3,2	0,5	0,9
Other (capital)	1,3	6,3	12,4	13,5	5,8	1,9	1,2
Indirect taxes	0,8	-2,7	1,5	0,1	0,0	0,0	0,0
ADD factor in costprice	0,0	0,0	7,0	9,0	0,0	0,0	0,0
<i>bron: Voorlopige cijfers Macroabc maart 2022</i>							

De stijging van de prijsindex werd volgens onze schatting in 2020 en 2021 voor respectievelijk circa 76% en 51% veroorzaakt door de toegenomen invoerkosten, welke op hun beurt vooral werden opgestuwd door de depreciatie van de Surinaamse dollar. Het is ten derde indicatief dat het overgrote deel van het goederenpakket, waarop de berekening van het prijsindexcijfer is gebaseerd, bestaat uit importen. De genoemde argumenten bevestigen het dominante belang van een stabiele wisselkoers en van de vergroting van de lokale productie. Het sterke effect van de invoerkosten op de inflatie betekent dat bijdragen van de overige kostenfactoren, waaronder de lonen en andere getroffen beleidsmaatregelen, minder gewicht in de schaal legden. De monetaire invloed op de kosteninflatie was ook van minder gewicht; vermeldenswaard is dat de liquiditeitsquote (exclusief vreemde valutadeposito's) recent een dalende tendens laat zien.

Mede door de daling van het gemiddelde reële inkomen lijkt er veeleer sprake te zijn van een tekort schietende koopkrachtige vraag naar goederen en diensten. Er was vooral sprake van een kosteninflatie dan van een bestedingsinflatie gevoed door monetaire impulsen. Specifiek monetaire instrumenten zijn onder deze omstandigheden op zich minder effectief bij de inflatiebestrijding. In het kader van het Herstelplan is daarom terecht een samenhangend pakket van beleidsmaatregelen ingezet, onder andere gericht op het aanpakken van de achterliggende oorzaken van de inflatie. Het effect van de juli 2021 geïntroduceerde depositoveilingen was volgens ons in de door ons onderzochte periode relatief beperkt. Zonder in te gaan op allerlei technische aspecten van de veilingen, merken wij nog op dat ook marktimperfecties hun effectiviteit hebben ontkracht. Wij hebben de indruk dat de banken de ontvangen termijndepositorente vooral bij de start van de veilingen onvoldoende hebben doorgegeven aan de spaarders. Banken hebben de kredietkosten evenmin opgetrokken in de mate zoals aanvankelijk bedoeld door de Centrale Bank.

Er zijn wel indicaties dat deposito's in vreemde valuta van cliënten deels worden omgezet in SRD. Met de opbrengst liften de cliënten mee in de termijndepositotransacties van banken. Op deze wijze kunnen zij profiteren van de hoge rente. Dit ontmoedigt het besteden en het afvloeien van geld naar het buitenland, dat op zich positief is. Het is echter onduidelijk welk kwantitatief effect hiervan uiteindelijk uitgaat op het monetaire klimaat: is het slechts een zeer tijdelijk speculatief of duurzamer uitstel van het besteden? Anderzijds brengen de veilingen rentekosten en daardoor bedrijfseconomische risico's voor de Centrale Bank met zich mee. Deze kosten zijn onlangs weliswaar opvallend sterk gedaald, maar blijven voor haar een last.

Hier komt bij dat naar onze mening de rentedaling niet primair is veroorzaakt door de veilingen, maar mede door de opgeklarde inflatieverwachtingen. Aldus ontstaat er een omgekeerde causaliteit: de hoge OMO-rente had niet, zoals het beleid beoogde, primair gezorgd voor vermindering van het inflatietempo, maar de opgeklarde inflatieverwachtingen hebben primair gezorgd voor de rentedaling. Een rentedrukkend effect zal ook zijn uitgegaan van het recent minder te koop aanbieden

van termijndeposito's. Kennelijk is het verschil tussen de feitelijke gezamenlijke liquiditeit van de banken en de normatieve basisgeld target van de Centrale Bank kleiner geworden, wat inhoudt dat de bancaire overliquiditeit is verminderd. In ons betoog hebben wij aangegeven welke oorzaken naar onze mening vooral aan deze vermindering hebben bijgedragen.

Geaggregeerde gegevens over de effecten van de veilingen zijn niet gepubliceerd; dit heeft ons onderzoek gehinderd. Vaststaat dat de Centrale Bank voor een dilemma staat, waarvan zij zich terdege bewust is. Een complicatie is dat de leningsovereenkomst met het IMF haar verplicht tot het voorlopig inzetten van het deposito-instrument, inclusief een vooraf vastgesteld star kwantitatief schema voor het verloop van het basisgeld; dit gebonden zijn aan zo een star veiling schema, verstoort de effectieve marktwerking. Tegelijkertijd erkennen wij dat ook onze interpretatie van de feitelijke ontwikkelingen nader onderbouwd dient te worden. Er zal in ieder geval getracht moeten worden de bestaande macromodellen uit te bouwen met een monetair blok. Er dienen hierin meer monetaire variabelen en instrumenten te worden geïncorporeerd. Om een dergelijk modelblok te bouwen is een samenstel van additionele geaggregeerde gegevens nodig over onder meer het gedrag van bij de veilingen betrokken marktpartijen. Op basis van de uitkomsten van deze modellen, kan een beter onderbouwde uitspraak worden gedaan over de effectiviteit van de veilingen. Ons onderzoek is dan ook niet afgerond. Verder onderzoek is nodig; het werk is nog in uitvoering.

Nadere evaluatie van de termijndepositoveilingen gewenst

Op basis van de voorgaande beschouwingen komen wij tot de conclusie dat er bij ons twijfel bestaat over de materiële effectiviteit van de depositoveilingen sinds medio 2021. Deze twijfel wordt mede gevoed doordat wij niet over voldoende kwantitatieve gegevens beschikken. Wij zijn niettemin van mening dat het verloop van het inflatietempo vooral werd veroorzaakt door de aanvankelijk opstuwende en de naderhand afzwakkende effecten van traditioneel gearde overheidsmaatregelen op het inflatietempo en door de slapte in de algemene bedrijvigheid. Van een stabiele wisselkoers was er al sprake voor de veilingen van start gingen. De bijdrage van de veilingen aan de inflatiebestrijding had volgens ons minder gewicht, maar vergde vooral aanvankelijk een hoge prijs. Wij vragen ons dan ook af of de tijd rijp was en is om te steunen op marktconforme monetaire instrumenten. Is het wel reëel geweest om te verwachten dat de marktwerking aanvaardbare of efficiënte resultaten zal opleveren in een kleinschalige omgeving die zich kenmerkt door het ontbreken dan wel in onvoldoende mate aanwezig zijn van ontwikkelde vermogensmarkten? Bovendien verkeert de economie van Suriname thans in een gecompliceerde aanpassingsfase. In een dergelijke omgeving blijft naar onze mening effectieve strakke leiding en bijsturing door de Centrale Bank noodzakelijk. Wij hebben diverse argumenten aangedragen om onze mening zo veel mogelijk te onderbouwen.

De geschetste spanning tussen de effectiviteit van de depositoveilingen en de daarmee gemoeide kosten, wakkert de discussie hierover aan. De vraag is hoe de Centrale Bank het hoofd kan bieden aan het aangegeven dilemma, mede gelet op de genoemde verplichting ten opzichte van het IMF. Zoals opgemerkt is hierover nader overleg tussen de betrokken stakeholders en verder onderzoek nodig. Ofschoon het veilingensysteem intussen op onderdelen is verbeterd, lijken verdere verbeteringen gewenst om hun effectiviteit naar de toekomst toe te vergroten. Het is wellicht een idee om de omvang en de frequentie van de veilingen voorlopig te verminderen en tegelijkertijd de looptijden van de deposito's te verlengen. Te zijner tijd kan het aantal veilingen geleidelijk weer worden opgevoerd, naarmate de condities voor het steunen op marktconforme instrumenten verbeteren. Naarmate de condities gunstiger zijn, kunnen de veilingen wel een navenante materiële bijdrage leveren aan de monetaire stabiliteit, gegeven de bestaande correlatie tussen de ex-ante geldstroom en de ex ante goederen- en dienstenstroom.

Te overwegen valt ook de opzet van de veilingen verder aan te passen, zodat de daarmee gemoeide kosten niet langer ten laste komen van de Centrale Bank. Aangezien monetaire stabiliteit een collectief goed is dienen de kosten voor waarborging daarvan niet indirect, maar direct ten laste van de Staat te worden gebracht; bijvoorbeeld door in plaats van in termijndeposito's in Treasury Bills te handelen. De daarmee gemoeide kosten gaan dan wel ten koste van andere overheidsdoelen. In de tussentijd dient de Centrale Bank nog sterker te vertrouwen op het moral suasion instrument en op de beschikbare macro-prudentiële richtlijnen en voorschriften, welke in landen met een kleine economie en een onderontwikkelde financiële sector effectief zijn en minder kosten met zich meebrengen. Extra onderzoek is vereist om nader inzicht te krijgen in de kwantitatieve effecten van de veilingen, alsook van de omstandigheden waaronder zij effectiever kunnen zijn. Er is dan meer transparantie vereist met betrekking tot het gehele veilingenproces en de effecten daarvan. Het succes van de veilingen en in feite van alle afzonderlijke monetaire instrumenten is overigens sterk afhankelijk van de mate waarin zij worden ondersteund door een samenhangend pakket van complementaire beleidsmaatregelen en door het heersende omgevingsklimaat.

Deel 2: Inflatie Decompositie

De wisselkoers is sedert juni 2021 stabiel op gemiddeld 21 SRD/US\$. Dat komt precies overeen met de doorrekening van het behoedzaam scenario van januari 2021 met MacroabcSU jan 2021.xls. Zie op www.stuseco.nl. Het tempo van de inflatie neemt hierdoor af. Hoe die inflatie nu te beteugelen, is de vraag. Kunnen Open Markt Operaties daaraan een bijdrage leveren? Die vraag staat centraal in deel 1, het meer kwalitatieve deel van deze studie. We gaan hier nader op in.

Daartoe is een provisorische update van MacroabcSU gemaakt, gebruikmakend van de betalingsbalans en van de monetaire data op www.cbvs.sr tot en met december 2021 en de CPI tot en met februari 2022.

Deze technische notitie komt op www.stuseco.nl. Na afronding van de update (waaronder de actualisering van de overheidsfinanciën) komt het hele model te zijner tijd draaiend op www.stuseco.nl te staan.

In deze notitie bespreken we de volgende onderdelen die van belang zijn om de achtergrond van de inflatie te bespreken. We beginnen met een korte bespreking van een voorlopige update van Macroabc. Dat model levert op samenhangende wijze de benodigde data. Dan volgt een kort overzicht van de relevante monetaire theorie. Daarna gaan wij in op de vraag hoe overliquiditeit eventueel kan worden afgeroomd via Open Markt Operaties. Dan een bespreking van beteugeling van de inflatie. En de raming van de inflatie en wisselkoers in Macroabc. Hoe verder. Voorlopige conclusies. Actualiteit. Gladstrijken van dagelijkse kleine afwijkingen.

1. Update

Het MacroabcSU model met behoedzaam scenario is in januari 2021 gepubliceerd. We zijn nu ruim een jaar verder en er is nu een provisorische update van die Macroabc gemaakt, gebruik makend van de rente, BoP en monetaire data op www.cbvs.sr en de CPI tot en met januari 2022.

We beschikken nu nog niet over de recente overheidsinkomsten en uitgaven, arbeidsmarktdata en productie cijfers van 2021. Die zijn voor 2021 geraamd met het model. We werken hier uitsluitend met openbare data. Voor meer informatie verwijzen we naar CBMOD van CBvS en Suryamodel van SPS en IGSR

Bespreking van de Update

De uitkomsten verschillen weinig van die van januari 2021. Het gaat hier om het behoedzame scenario: dat is nog exclusief de assumpties van het optimistische scenario met de besteding (en later de aflossing van vervallen staatsschulden en de financiering van die aflossing) van de IMF lening van 690 mln. US\$ en exclusief een paar honderd mln. ontvangsten per jaar van World Bank, IADB etc. En exclusief de mogelijke effecten van de stijging van productiviteit en exportgroei en importvervanging. We veronderstellen hier verder dat de gemiddelde loonstijging in heel 2022 gelijk is aan 34 %. Dat betekent dat het verloop van de koopkracht momenteel het dieptepunt passeert.

Tabel 1 laat zien dat de koopkracht van de werknemers in de bedrijven in 2021 nog maar 67% is van het niveau van 2019. Maar na 2021 gaat die koopkracht niet verder dalen. Het dieptepunt is dus gepasseerd. Stijging naar boven het niveau van 2019 vereist echter productiegroei.

Tabel 1 Kerngegevens		target	Behoedzaam scenario CHP					
doelvariabelen			2020	2021	2022	2023	2024	2025
Midden Wisselkoers SRD/\$	rate		13	21	21	21	21	21
Cambio Wisselkoers SRD/\$	rate		17					
CBvS Wisselkoers SRD/\$	rate		9					
CPI	%		33	57	34	12	4	4
Int. Reserves CBvS in maanden import	>3		4	6	6	7	7	7
Binnenlandse (=Mon) fin overheid in % BBP	% <3%		16	5	0	4	3	3
Reëel BBP	% zo hoog mogelijk		-25	0	1	3	3	3
Werkgelegenheid bedrijven	% zo hoog mogelijk		-13	-13	0	2	3	3
Reëel loon bedrijven	% zo hoog mogelijk		-14	-22	0	6	-1	2
Reëel loon bedrijven, index 2019=100	zo hoog mogelijk		86	67	67	72	71	72
Werkloosheid	% zo laag mogelijk		17	20	22	23	23	23
AOV reëel %	% zo hoog mogelijk		13	-3	3	10	2	2
AOV uitkering in % armoedegrens			49	48	49	54	55	56
Overheidsschuld in %BBP	<60		94	78	61	57	56	55
M2 - v v dep. Ingezetenen/ GDP	perunage		0,39	0,28	0,31	0,38	0,44	0,50
NFA	US\$mIn		880	1138	1329	1537	1744	1960

Onderstaande tabel 2 laat zien dat in 2020 en 2021 de inflatie grotendeels kan worden verklaard uit de invoerkosten. En die verklaren in 2020 voor 76% (25/32,9) en in 2021 voor 52% (29,4/57,1) de stijging van de CPI. In die periode is de CPI toename dus grotendeels verklaard door de stijging van de SRD/US\$ koers.

Tabel 2 Onderbouwing CPI%	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
CPI % actual	4,4	32,9	57,1	34,1	11,6	3,7	3,7
Kostprijs % geschat	7,6	32,9	57,1	34,1	11,6	3,7	3,7
Verschil	-3,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Imports	4,2	25,0	29,4	4,0	1,2	1,1	1,1
Private wage bill	0,6	2,0	2,6	2,5	1,5	0,2	0,4
Informal sector	0,7	2,4	4,2	5,0	3,2	0,5	0,9
Other (capital)	1,3	6,3	12,4	13,5	5,8	1,9	1,2
Indirect taxes	0,8	-2,7	1,5	0,1	0,0	0,0	0,0
ADD factor in costprice	0,0	0,0	7,0	9,0	0,0	0,0	0,0

bron: Voorlopige cijfers Macroabc maart 2022

De wisselkoers van de SRD deprecieert naarmate de deviezenvoorraad uitgeput raakt. Dat kan zowel komen door een tekort op de lopende als de kapitaalrekening van de BoP. Afvloeiing van deviezen via de kapitaal rekening kan worden veroorzaakt door overliquiditeit.

Omdat in het Macroabc model wordt gewerkt met een semiautomatische endogene wisselkoers (uitleg zie verderop), kunnen we met dit model doorrekenen wat de gevolgen zouden zijn geweest als men in 2020 en later door was gegaan met monetaire financiering. En er is ook een behoedzaam scenario doorgerekend waarbij de overheid stopt met monetaire financiering, met name door medio 2021 de invoerrechten te heffen over de vrije, uniforme en marktconforme wisselkoers. Het herstructureringspakket heeft er voor gezorgd dat de koopkracht in 2020 en 2021 minder daalde dan bij ongewijzigd beleid en in 2022 niet verder daalt. Dat neemt niet weg dat de huidige koopkracht 33% beneden het niveau van 2019 ligt. Stijging van de lonen met meer dan de inflatie vereist eerst groei van de productie. En dat vereist groei van de productiviteit en ontwikkelingsleningen die niet alleen zichzelf terug verdienen, maar daar bovenop ook leiden tot extra groei van export en import vervanging.

Bij de doorrekening in januari 2021 van de herstructureringsscenario's hebben we, zoals aangegeven, geen rekening gehouden met

- mogelijke endogene afvloeiing van kapitaal via de kapitaalrekening.
- Effecten van Open Markt Operaties
- Effecten van mogelijke overliquiditeit

In deze notitie verkennen we de mogelijkheden om een methodiek te ontwikkelen om daar, desnoods via ADD factoren, rekening mee te houden.

Deze notitie is een verkenning daartoe. Het is werk in uitvoering, geen eindresultaat.

2. De Theorie

In het oorspronkelijke MACMIC model zie op www.stuseco.nl pagina "rapporten" Macmic.zip. Daarin zit het EEN MACRO-MODEL VAN EEN MICRO-ECONOMIE van februari 1991. In hoofdstuk 3.6 wordt de monetaire theorie besproken. Er zijn twee invalshoeken: een startend vanuit de kostprijs en een startend vanuit het geldaanbod.

Zie bladzijde 124 formule 32 voor de schattingsresultaten van de inflatievergelijking. Zie ook blz. 139 en 140 en hoofdstuk 3.6. MACMIC kent een inflatie vergelijking waarin de inflatie daar wordt verklaard uit de kostprijs ($0,27 \cdot$ de loonkosten + $0,73 \cdot$ de invoerprijs) en de drukverzwaring indirecte belastingen enerzijds (significant) en anderzijds de toename van de geldhoeveelheid, minus de reële productie groei (nauwelijks of niet significant). De inflatie vergelijking is simultaan geschat met de geldaanbod vergelijking, waarbij het geldaanbod wordt geschat op basis van de verandering in de deviezenvoorraad, de monetaire financiering door de overheid en de kredietverlening aan de particuliere sector (op zijn beurt verklaard uit reële BBP groei en inflatie). De kapitaalrekening BOP is exogeen in het model.

In MACMIC wordt van 1984 tot 1995 gewerkt met de parallelkoers, en die is afhankelijk van de overliquiditeit. (Er zijn ook meer verfijnde definities van overliquiditeit mogelijk). En die parallelmarktcoers werkt via de invoerprijs in SRD door in de CPI.

Semiautomatische endogene wisselkoers.

Sedert 2016 werken we in CBMOD/Suryamodel/MacroabcSU met een halfautomatische endogene wisselkoers: Eerst maken we met het model een raming voor het volgende jaar met de koers gezet op de waarde van het voorgaande jaar. Dat levert de ex ante deviezenvoorraad op in maanden invoer dekking. Als die lager is dan een bepaalde norm, bijvoorbeeld 3, wordt een nieuwe draai met het model gemaakt met een hogere koers. Dat herhalen we totdat de deviezenvoorraad gelijk is aan de norm. Als de deviezenvoorraad hoger is dan de norm blijft de koers ongewijzigd. (Er zijn verschillende definities van de deviezenvoorraad. Net Foreign Assets is beter dan een bruto begrip.)

De marktconforme wisselkoers maakt vraag en aanbod van deviezen gelijk. We denken daarbij aan het saldo van de lopende rekening BoP. Als de koers stijgt, stijgen de prijzen meteen en volledig, maar de lonen worden slechts gedeeltelijk en met vertraging aangepast aan de inflatie. Dat heeft een negatief effect op de reële invoer. In de modellen is de kapitaalrekening BOP exogeen.

De liquiditeitsquote is, zie grafiek 3, van 1995 tot 2021 tussen de 20 en 40% vrij stabiel, als men dat vergelijkt met de meer dan 100% tussen 1988 en 1992. Dat kan de hoge inflatie eind jaren tachtig wel, maar die van na 1995 niet verklaren. De daling van de liquiditeitsquote (M2 exclusief vreemde valuta deposito's van ingezetenen/BBP) in begin jaren negentig is het gevolg van de extreem hoge inflatie waardoor het BBP nominaal fors toe nam. De liquiditeitsquote steeg licht in 2019 en 2020, en daalde flink in 2021 vanwege de koersstijging. De M2-vv/BBP is eind 2020 39% en eind 2021 28%. En 11% van BBP is 6 mld. SRD Deze forse daling is het gevolg van herwaardering van NFA en vv ingezetenen. Die kan men aflezen door de mei en juni 2021 cijfers te vergelijken. Op 7 juni 2021 deprecieerde de officiële koers 48%. NFA was in mei 12,8 en in juni 20,4 mld. SRD. Dus 7,6 mld. verschil grotendeels door herwaardering.

Het is mogelijk dat overliquiditeit leidt tot afvloeiing van deviezen via de kapitaalrekening. Het saldo van de kapitaalrekening was de laatste jaren echter positief, en het saldo van de lopende rekening negatief. Sedert 2020 is dat echter andersom. Vloeien er via de kapitaalrekening per saldo US\$ en Euro's naar het buitenland vanaf 2020?

Het is denkbaar dat we de modellen moeten aanvullen en bij hoge overliquiditeit afvloeiing van kapitaal via de kapitaalrekening endogene (of vooralsnog via extra assumpties) moeten invoeren.

Dan leidt afroming van overliquiditeit tot minder afvloeien van deviezen dus meer kans op een stabiel blijvende wisselkoers.

Er zijn twee stappen die we zouden willen inbouwen in het macro model: 1) het mogelijke effect van afromen liquiditeit op de liquiditeitenmassa, en 2) het mogelijke effect van de verandering in liquiditeitsquote op de inflatie.

3. Afromen overliquiditeit door OMO's

Door Open Markt Operaties (OMO) probeert de CBVS sinds juli 2021 de geldcreatie door het particuliere bankwezen te beperken. Er zijn vroeger ook al diverse pogingen gedaan om dat te doen, maar er was onvoldoende belangstelling van particulieren om te beleggen in schatkistpapier. Zo is een poging van de regering in 2016 om schatkist papier te veilen mislukt. De rente tot 23% kon de markt niet bekoren.

De bij de start van de veilingen extreem hoge rente van circa 80% duidt er wellicht op dat die belangstelling ook nu niet groot is en dat de rentemarkt wordt verstoord door marktimperfecties. Inmiddels is de gemiddelde rente voor OMO transacties teruggelopen tot in de orde van gemiddeld 20%.

De "Waterval tabel"

Om een beter beeld te krijgen over het verloop van de OMO's, zijn alle bekende OMO transacties t/m 23 februari 2022 in een watervalschema uitgezet. Het schema hieronder geeft weer het totaal aan toegewezen biedingen per periode.:

	2021					Q1 2022			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Gem	J	F	M	Gem
1D	0	0	2280,0	1475,0	417,2	0	0	0	0
1W	0	0	2675,4	6621,1	619,8	1600	524		265,5
1M	0	0	20,0	1873,0	157,8	1341	400		265,5
3M	0	0	0	128,5	64,25	0	726		242,0
6M	0	0	0	0	0	0	400		200,0
Average					1259,0				973

In 2021 is het gemiddelde van alle OMO contracten SRD 1.259 miljoen, terwijl per 31 december de actuele OMO waarde SRD 1.363,5 miljard bedroeg, zie schema hier onder.

All Actieve OMO's per:	in Miljoenen SRD
31-Dec-21	1363,5
31-Jan-22	1229,5
28-Feb-22	1048,5

De betaalde rente of gecommiteerde rente is als volgt geprognosticeerd:

Periode	21-Jul-21	t/m	23-Feb-22	31-Dec-21
OMO rente	1D		3.675.438,36	3.675.438,36
	1W		87.282.048,08	58.673.971,15
	1M		173.494.583,33	66.014.750,00
	3M		121.414.750,00	25.186.250,00
	6M		119.150.000,00	
	Totaal		505.016.819,77	153.550.409,51

Per is 23 februari 2022 was de totaal gecommiteerde rente aan banken SRD 505 miljoen waarvan SRD 153,5 miljoen betrekking had op boekjaar 2021. Het is niet bekend welk deel van dit bedrag is uitgekeerd aan banken dan wel aan hun cliënten.

Samenvattend kunnen we dit als volgt weergeven: In 2021 heeft de CBvS middels OMO, gemiddeld SRD 1.259 miljoen vastgezet waarbij de actuele waarde op 31 december SRD 1.363,5 miljoen bedroeg en waarvoor er SRD 153,6 miljoen aan rente voor boekjaar 2021 is gecommiteerd.

Per 23 februari 2022 was het gemiddelde aan OMO gecommiteerde fondsen SRD 953 miljoen, waarbij per 31 januari het actuele bedrag SRD 1.229,5 miljoen bedroeg en per 28 februari SRD 1.048,5 miljoen. De gecommiteerde rente van alle OMO's voor 2022 is SRD 351,5 miljoen. In totaal is de actuele en gecommiteerde rente SRD 505,0 miljoen. Deze zal verder oplopen met de continuering van OMO, tenzij de gedaalde rente het effect van de extra plaatsing van deposito's in de markt compenseert.

Noot:

1. Per 31 december 2021 zijn er contracten die een doorloop hebben naar 2022.
2. De rente is berekend over de totale duur van een contract en per begin van het contract meegenomen in de berekeningen.

Conclusie: met de OMO's is een bedrag van grofweg gemiddeld 1,2 miljard SRD gemoeid. Dat is 8% van M2 excl. vv van ingezetenen (15,5 miljard SRD eind 2021). Het is 2% van het BBP in 2021.

4. Beteugeling inflatie

Beteugeling inflatie door afnemen overliquiditeit via OMO's en/of door voortzetting van het beleid gericht op deviezenvoorraad van meer dan 3 of 6 maanden invoer?

Het herstructureringsbeleid heeft, zoals verwacht, geleid tot minder invoer en mede daardoor groei van de deviezenvoorraad tot boven de norm van 3 of 6 maanden invoer. Hierdoor is de SRD/US\$ koers sedert medio 2021 gestabiliseerd op 21 en levert koersstijging geen bijdrage meer aan de inflatie. Als er vervolgens productiegroei tot stand komt in de komende jaren, kunnen de lonen reëel stijgen met de arbeidsproductiviteit.

Conform de raming van het behoedzame scenario van eind 2020 heeft de koers zich in juni 2021 gestabiliseerd op SRD 21 per USD. Na juni vorig jaar is er dus vanuit de koers geen bijdrage aan de inflatie. Wel heeft de aanpassing van de elektriciteitsstarieven en het heffen van invoerrechten op basis van de vrijemarkt koers een flinke bijdrage geleverd aan de inflatie in de maanden juli en augustus

2021. Omdat de lonen achter bleven bij de inflatie en de overheid niet meer monetair financiert, werd de reële consumptie afgeremd, en daarmee de invoer.

De deviezenvoorraad conform de weekstaten van CBvS steeg van 673 mln. US\$ in juni 2021 naar 993 eind december 2021 mede door 180 mln. US\$ vanwege extra reguliere speciale trekkingsrechten toegekend door IMF. Verder zal het IMF de komende 3 jaar in totaal 690 mln. US\$ verstrekken aan leningen waarvan 200 mln. voor begrotingssteun en de rest voor BoP steun. Die 200 mln. begrotingssteun geeft ruimte voor wat aflossingen. En de 490 mln. BoP steun kan in de vorm van extra deviezenvoorraad en herkapitalisatie van de Centrale Bank. Extra deviezenvoorraad versterkt het vertrouwen in de SRD, ook als die niet wordt ingezet.

Onder deze assumpties is een stabiel op circa 21 blijvende SRD/US\$ koers mogelijk, zo laten de geactualiseerde ramingen zien. Dus geen inflatie vanwege koersstijgingen. En koersstijgingen kunnen worden voorkomen als de deviezenvoorraad op peil blijft door afwezigheid van monetaire financiering door de overheid, lonen die reëel niet meer stijgen dan de arbeidsproductiviteit. Dus zelfs als men zou stoppen met het OMO instrument, vanwege de extreme reële rente, kan de koers stabiel blijven zoals die al sinds juni 2021 rond de 21 SRD/US\$ ligt. (Stabilisatie van de wisselkoers in juni 2021 werd bereikt zonder OMO, want die bestond toen nog niet). Dit neemt niet weg dat OMO onder omstandigheden wellicht kan worden benut om overliquiditeit af te romen. De ontwikkelingen in de jaren 2020 en 2021 laten zien dat niet-monetaire instrumenten (loonmatiging, afwezigheid van monetaire financiering door de overheid) kunnen worden gebruikt voor de realisatie van monetaire doelstellingen.

Voortdurende verkoop van deviezen door CBvS past daar niet bij, want dat leidt tot uitholling van de deviezenvoorraad en niettemin uiteindelijk tot koers depreciatie, zoals de geschiedenis van Suriname al enkele malen heeft geleerd. Wel kan de CBvS als de koers onder 20,5 zou zakken, SRD tegen 21 koers te koop aan te bieden. De CBvS zou immers, als de vrije koers onder de 21 zakt, valuta kunnen kopen om die daling te voorkomen. De eventuele opbrengsten daarvan kunnen worden gereserveerd om later tijdelijk en in bescheiden mate, valuta te verkopen, mocht de koers tijdelijk even boven 21 dreigen te komen. Conclusie: Het ziet er naar uit dat voortzetting van het Herstructureringsbeleid ook zonder OMO de inflatie zal beteugelen.

Inflatie in MacroabcSU

In MacroabcSU wordt de inflatie (procentuele mutatie van CPI) verklaard uit de macro economische kostprijs.

Kostprijs

De procentuele mutatie van de macro economische kostprijs kan worden berekend uit de som van het aandeel van een kostencategorie in het totaal van alle kosten (= de afzet van bedrijven) maal de procentuele mutatie van die kostencategorie, plus de verandering in de indirecte belastingdruk.

De kostencategorieën zijn:	De kosten mutatie zijn:
Invoer	invoerprijs in SRD (incl. het effect van wisselkoers aanpassingen)
Lonen	loonvoet minus productiviteitsstijging
Kapitaalkosten	Hiervoor nemen we als indicator de vertraagde mutatie in CPI

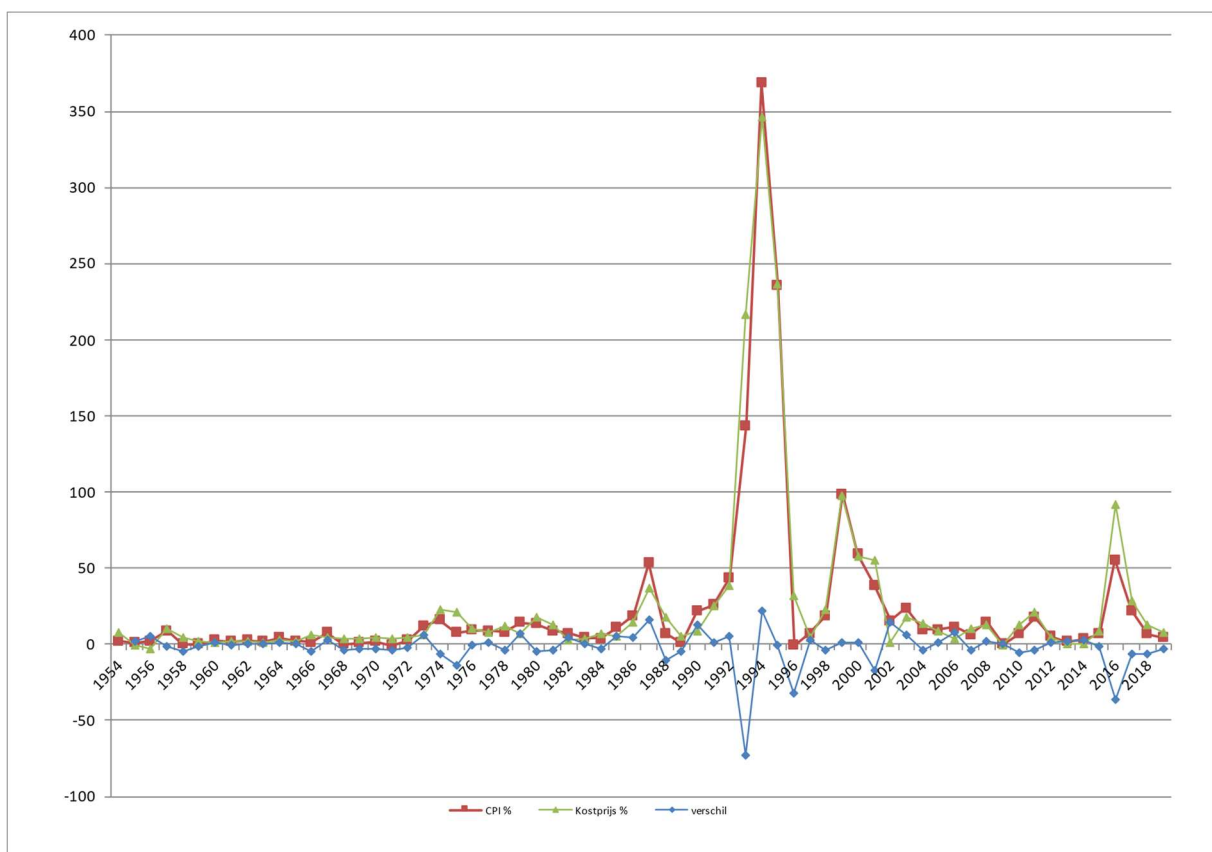
Deze kostenaandelen worden ontleend aan de bestedingen tabel in de Nationale Rekeningen. Een volgende stap is het gebruik van een CPS (Cumulated Production Structure) matrix. Daaruit is de verdeling van de bestedingen per afzet categorie te halen. Op www.stuseco.nl kan men op pagina "modellen" downloaden: MacroabcSU23 jan2021 behoedzaam scenario CHP. xls. Zie daarin in sheet decompositie in cel BR10 etc. de onderstaande grafiek:

De grafiek 1 laat zien dat over 1954 tot heden de inflatie goed kan worden verklaard uit de kostprijsontwikkeling.

In grafiek 2 is toegevoegd: $0,3 * (\text{liquiditeitsquote} - 0,3) + 0,3 * \text{mutatie in liquiditeitsquote} - \text{reëel BBP mutatie}$. Dat levert nauwelijks een verbetering op. De coëfficiënten 0,3 zijn ontleend aan een schatting over de jaren 1954-1987 met nauwelijks significante uitkomsten. De 0,3 kan men dus beschouwen als een assumptie.

In de macromodelberekeningen over de periode 1984-1995 werd de parallelmarktkoers mutatie verklaard uit $0,3 * (\text{liquiditeitsquote} - 0,3) + 0,3 * \text{mutatie in liquiditeitsquote} - \text{reëel BBP mutatie}$. In die periode was er door de importcontingentering een forse overliquiditeit. Zie grafiek 3. Door de extreem hoge inflatie die daarvan het gevolg was, steeg het nominale BBP en daalde de liquiditeitsquote terug naar het niveau rond de 30%. Daarbij nemen we de geldhoeveelheid zonder de vreemde valutadeposito's van ingezetenen, want die stijgen automatisch bij depreciatie.

Grafiek 1 Raming kostprijs en gerealiseerde CPI %



Uit de vergelijking van raming van de kostprijs en realisatie van de CPI kunnen we concluderen dat de kostprijs een uitstekende voorspeller van de CPI is. In die kostprijs zit, via de mutatie in de invoerkosten, ook al de mutatie van de wisselkoers.

Behalve de kostprijs (cost push) is ook de overliquiditeit (demand pull) een mogelijke verklarende variabele voor de inflatie. De overliquiditeit is de groei van de geldhoeveelheid minus de reële groei van de productie. (Bij een gelijkblijvende liquiditeitsquote, stijgen de geldhoeveelheid en de reële productie even hard).

Het effect van de overliquiditeit op de inflatie kan men toevoegen via de volgende formule:

$$Lq = 0,3 * (M1/BBP - 0,3) * 100 + 0,3 * (M1\% - \text{reëel BBP})$$

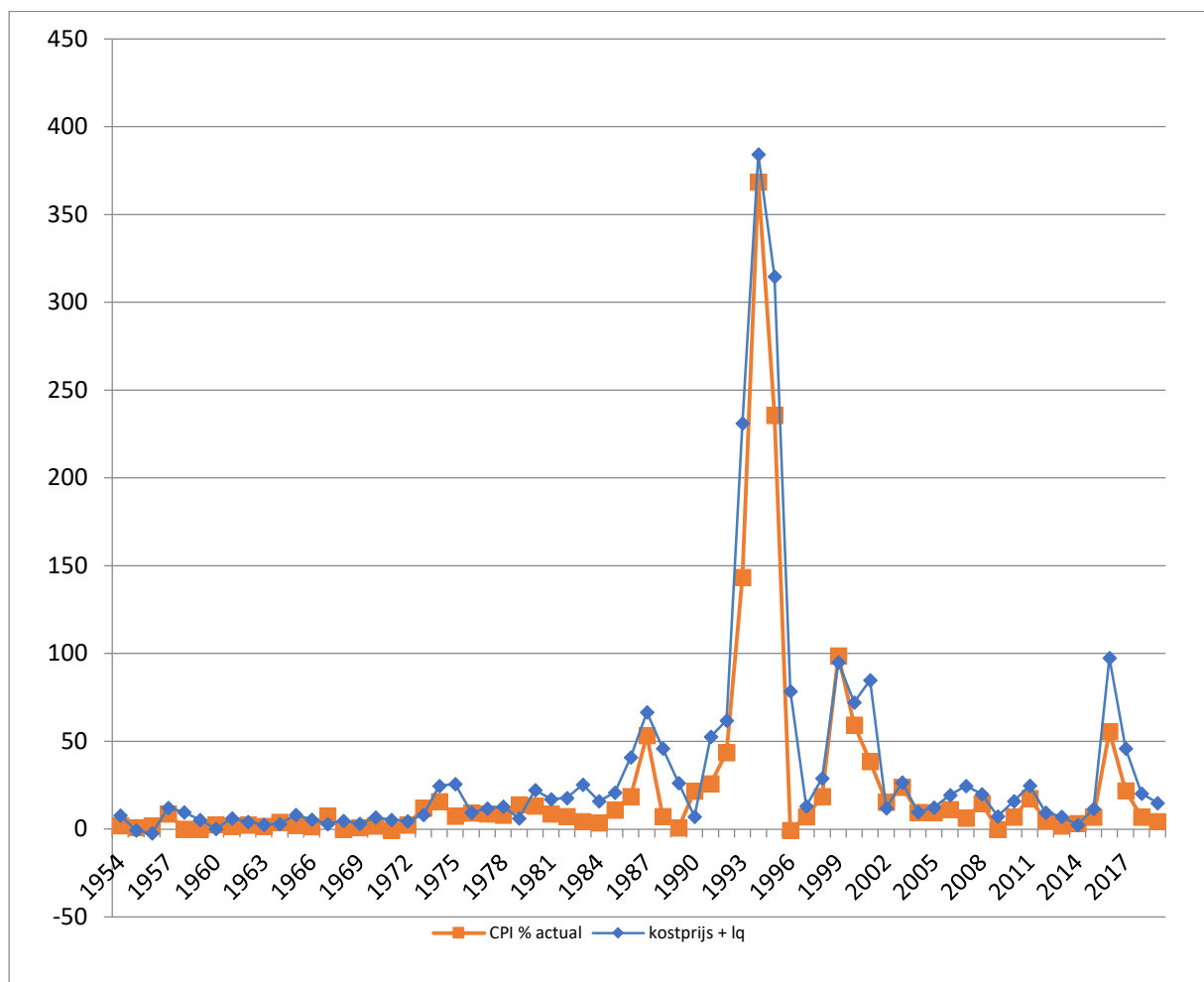
Deze Lq zit momenteel niet als extra variabele boven op de kostprijs in de modellen. Dat hoeft ook niet omdat er de laatste jaren per saldo geen overliquiditeit was te zien. Dat kan worden verklaard omdat ex ante overliquiditeit automatisch kan afvloeien naar het buitenland. Dat kan kapitaaluitvoer via de BoP geven, waardoor er ex post geen overliquiditeit is. In onze raming van de koers worden veranderingen in vraag en aanbod van deviezen meegenomen.

Bij onze koers ramingen maken we echter het voorbehoud van endogene veranderingen in de kapitaalrekening BoP die we niet automatisch meenemen. Wel kan er worden gewerkt met aanvullende assumpties.

P.M. in monetaire tabel 5 op een na laagste regel van onderen staat de liquiditeitsmassa in ruime zin in SRD. Die geeft in de maanden december 2020 tot december 2021 een gestage groei van 2% per maand. Bij een CPI van gemiddeld 4% per maand in die periode indiceert dat een iets dalende liquiditeitsquote. Opmerkelijk is de daling van 205 mln. SRD van december t.o.v. november 2021 en daling van 249 mln. SRD in januari 2022 t.o.v. december 2021.

De navolgende figuur bevat:

De som van de kostprijs en Lq, afgezet tegen de CPI:



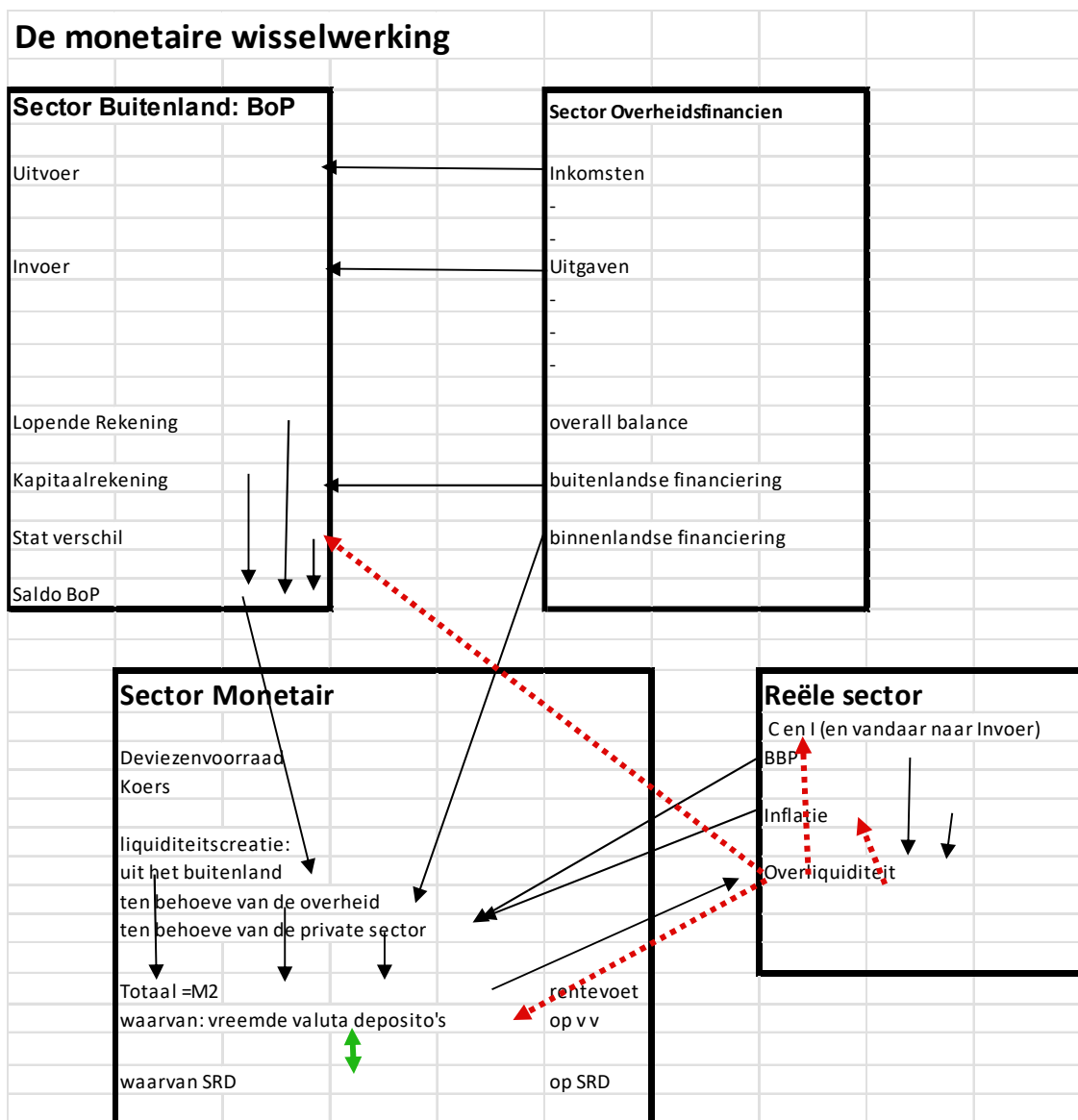
5. Hoe verder?

In CBMOD/Surya/MacroabcSU zit de kostprijs vergelijking en daarin zitten de invoerkosten, die worden bepaald door de verandering in de wisselkoers. De wisselkoers wordt verklaard uit de deviezenvoorraad. Daarin is de lopende rekening endogeen en is de kapitaalrekening BoP exogeen. Er zitten zoveel aannames in dit deel van het model, dat men de uitkomsten niet als prognoses mag zien, maar louter als voorwaardelijke vooruitberekeningen. Dit model is niet bedoeld voor speculanten maar voor illustraties voor analisten.

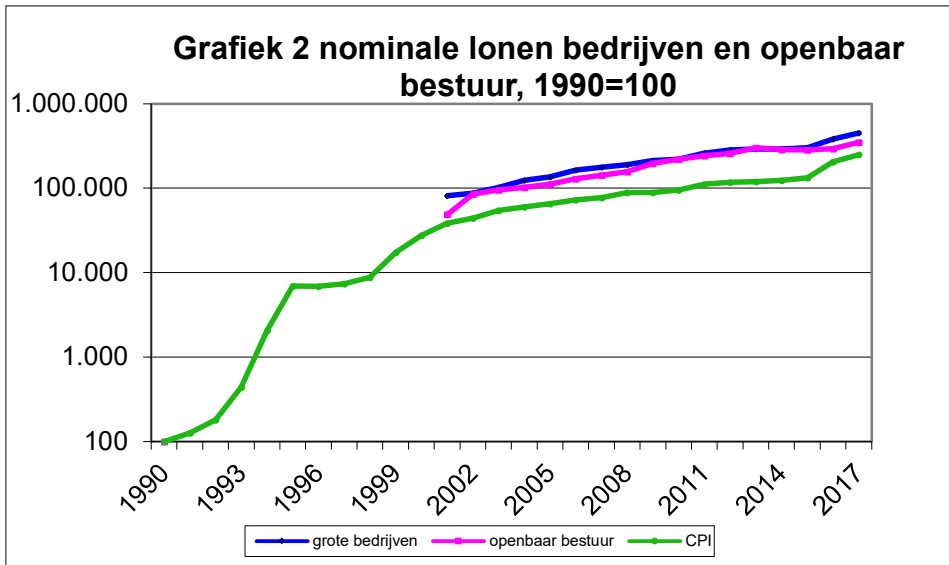
We kunnen bezien de mogelijkheid om de kapitaalrekening te endogeniseren, bijvoorbeeld afhankelijk te maken van en ex ante overliquiditeit. Er komt dan extra simultaneïteit in het model, dus het is niet zeker dat deze inbouw van Lq technisch lukt.

Er bestaat in de werkelijkheid een wisselwerking tussen inflatie, kostprijs, geldaanbod, lopende rekening en kapitaalrekening BoP. We zouden daarom kunnen proberen om het monetaire blok in CBMOD/ Suryamodel/ MacroabcSU zoveel mogelijk verder te endogeniseren. Zie Schema 1 hieronder

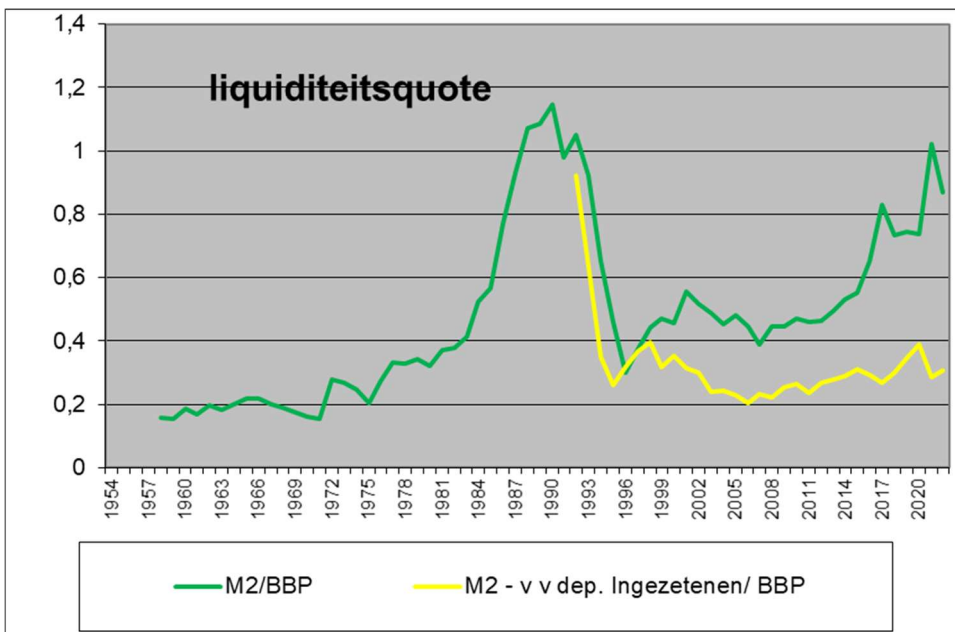
Schema 1



Onderstaande grafiek laat zien dat de lonen uiteindelijk de CPI volgen.



Grafiek 3



Voorlopige conclusie:

In de modellen wordt de inflatie (mutatie CPI) verklaard uit de som van:

- loonkosten (stijging lonen minus de arbeidsproductiviteit),
- invoerkosten (internationale prijzen plus wisselkoers depreciatie) en
- de kapitaalkosten (daarvoor nemen we als indicator de vertraagde CPI)
- plus drukverzwaring indirecte belastingen.

Als ex ante de deviezenvoorraad minder is dan de norm (bijvoorbeeld 3 maanden invoer), dan deprecieert de SRD koers net zo lang totdat de norm wordt bereikt. De hoogte van de liquiditeitsquote wordt daarin niet automatisch meegenomen. (Naast de bruto reserves zou de netto reserve kunnen worden gebruikt. Zie tabel 1 onderin)

In het oude MACMIC model speelt naast de kostprijs ook de overliquiditeit een rol bij de raming van de wisselkoers.

Intuïtief zou men zeggen, dat bij overliquiditeit de prijzen stijgen. Maar er is geen direct effect van overliquiditeit in het model opgenomen. Wel indirect. Als er overliquiditeit bestaat kan er kapitaal afvloeiing plaats vinden. Dat heeft via de kapitaalrekening een negatief effect op de deviezenvoorraad. En van daar kan een opwaarts effect op de SRD/US\$ koers optreden, en vandaar een hogere inflatie. We kunnen het effect van kapitaalafvloeiing op de deviezenvoorraad berekenen, en dat werkt via de semiautomatische koers door in de inflatie. Overigens kunnen tegenover kapitaalvoer investeringen staan en die hebben een importcomponent.

Het is dus de kunst een formule te vinden waarbij de overliquiditeit de hoogte van de kapitaalrekening bepaalt. Zolang die er niet is, kunnen we werken met assumpties, met ADD factoren op de kapitaalrekening.

Merk op dat de semiautomatische koers geen daling geeft als de deviezenvoorraad ex ante boven de norm zit.

De conclusie is dat het goed zou zijn om het monetaire blok inclusief de kapitaalrekening in CBMOD/Suryamodel en Macroabc zoveel mogelijk te endogeniseren, te beginnen met de definitie vergelijkingen en de effecten van specifieke assumpties te kwantificeren. Bij het endogeniseren zou ook de wisselwerking met de reële sector moeten worden meegenomen. Men wil namelijk ook via monetair beleid economische activiteit beïnvloeden. Dat zou echter een volledig functionerend transmissiemechanisme vereisen/veronderstellen.

Slot

Toen we begin dit jaar met dit onderzoek naar decompositie van de inflatie begonnen, stond de OMO rente op liefst 80 % en was er geen kwantificering van de mogelijke effecten voor handen. Dat is een hoge prijs voor een onduidelijk resultaat.

Intussen is die rente gezakt naar 20. Dat is niet hoog gelet op de inflatie (2,0 % gemiddeld per maand over september 2021 tot februari 2022). En gedurende ons onderzoek, inclusief commentaar van diverse deskundigen op dit gebied, zijn we tot het inzicht gekomen dat OMO in principe effect kan hebben op diverse grootheden, indien de condities en omstandigheden waaronder zij wordt toegepast gunstig zijn. Hieronder volgen enkele kwalitatief geaarde mogelijkheden. Het gaat er echter om in welke mate deze mogelijkheden zich daadwerkelijk hebben voorgedaan sinds de inzet van het OMO-instrument. Hierover kunnen wij nog geen harde uitspraken zoals opgemerkt doen wegens gebrek aan cijfers en andere informatie.

1. Een hogere rente op SRD tegoeden. Dat heeft effect op omzetting van US\$ tegoeden in SRD tegoeden en vandaar het effect op de kapitaalrekening BoP en vandaar effect op hogere deviezenvoorraad.
2. En een hogere rente kan leiden tot een verminderde vraag naar krediet voor consumptie en investeringen en vandaar minder invoer, dus effect op de lopende rekening BoP en vandaar meer deviezen.
3. In beide gevallen heeft meer deviezen effect op de SRD/US\$ koers en vandaar op CPI.

Dus effect van de OMO op CPI is theoretisch denkbaar. Daarbij zijn de uitkomsten afhankelijk van:

- a. in welke mate de banken de hoge OMO rente doorgeven aan hun klanten.
- b. het effect van hogere rente op aanhouden spaargeld in SRD.
- c. het effect van hogere rente op de mate van kredietverlening (zowel consumptief als productief).

Het effect van hogere ex ante deviezenvoorraad op SRD/US\$ koers en vandaar op CPI kan al met de bestaande macro modellen voorwaardelijk worden doorgerekend (maar onvoorwaardelijke prognoses zijn nog niet mogelijk). Maar coëfficiënten voor a, b, en c zitten er (nog) niet in.

De conclusie is dat het hier om een nog niet afgerond onderzoek gaat. Dat om de effecten van Open Markt Operaties (OMO) te kwantificeren eerst een verdere uitwerking van het monetair blok in het model nodig is (voor zover dat kan). Overigens zijn met macro modellen geen onvoorwaardelijke ramingen mogelijk. De uitkomsten zijn even onnauwkeurig als de assumpties. Wel zijn ze nuttig om af te tasten wat het mogelijke effect is van beleidsmaatregelen in diverse scenario's.

Actualiteit

Bij voortzetting van het gevoerde beleid (geen monetaire financiering) lonen dus pas laten stijgen als er voldoende deviezen zijn, kan de koers stabiel blijven op 21. Dus uit dien hoofde zal er geen inflatie zijn. De forse stijging door nieuwe elektriciteistarieven en verhoging indirecte belastingen daargelaten, is de inflatie van maand tot maand gezakt tot 2,0 % per maand over september 2021 tot februari 2022. Dus kleine nominale loonsverhoging kunnen nu een positief effect op de koopkracht hebben.

Glad strijken van tijdelijke afwijkingen van de marktconforme koers van 21

In recente discussies over de mutaties, leest voortdurende depreciatie, van de wisselkoers is vaak verwezen naar *Markt Distorsies* en grondoorzaken zoals de overliquiditeit van de SRD. Inmiddels weten we dat de (hoge) inflatiecijfers van de afgelopen jaren, naast ernstig bestuurlijk falen, importinflatie mede als grondslag hadden. Voornamelijk de verhoging van brandstofprijzen, de gestegen containerprijzen en de vermindering van de elektriciteit subsidies hadden een alomvattende doorwerking naar alle sectoren van de economie.

Een onvermijdelijke "tweede ronde verhoging" van de elektriciteistarieven ligt in het verschiert waardoor een volgende prijsschok te verwachten is. Deze zal naar verwachting heviger zijn dan aanvankelijk verwacht, mede door de op handen zijnde prijsmutaties als gevolg van de oorlog tussen Rusland met Ukraine. De verstrekkende gevolgen van deze gebeurtenissen dienen niet te worden onderschat.

Suriname kent sedert medio 2021 een marktconforme zwevende vrije koers, waarbij de hoogte het resultaat is van dagelijkse vraag en aanbod van deviezen. De koers kan dus dagelijks fluctueren, maar doet dat in de praktijk nauwelijks: de koers is sedert juni 2021 tussen 20,3 en 21,6 voor de SRD/US\$. Suriname heeft ook al eerder een vrije koers gehad die in de praktijk ook nagenoeg stabiel was: 7,5 tussen 2016-2018; 2,7 tussen 2003 en 2016; 0,4 van 1995 tot 1998. Hoe is het mogelijk dat een vrije, marktconforme koers in een kleine economie met zoveel verschillen in export van dag tot dag, toch in de praktijk zo stabiel kan zijn?

De toenmalige Governor van de CBvS, Glenn Gersie, heeft min of meer ook te maken gehad met dit soort markt gedreven en externe omstandigheden die druk op de SRD/USD wisselkoers uitoefenden of dreigden uit te oefenen. Hij was echter instaat om jarenlang de koers stabiel te houden op SRD 7,50. Gersie gaf aan dat hij dit heeft kunnen doen door onder meer intensieve en gedetailleerde analyses te

maken op basis van statistische data en informatie over processen en handelingen in het economisch bestel van ons land die oneigenlijke druk op de wisselkoers veroorzaakten. Met behulp van die analyses hanteerde hij “moral suasion” succesvol als additioneel monetair instrument in overleg met belangrijke partijen die actief zijn in de financiële sector en die het bedrijfsleven vertegenwoordigen. Het aspect van vertrouwen is daarbij ook van groot belang. De kracht van het argument en het vervolgens trekken van logische conclusies resulteerden uiteindelijk in geschreven en ongeschreven gedragsafspraken die de druk op de wisselkoers mitigeerden. Als voorbeeld daarvan noemde hij een voorschrift dat aan banken werd uitgevaardigd om geen vreemde valutakredieten te verschaffen aan personen of bedrijven die geen aantoonbare duurzame deviezeninkomsten uit het buitenland hadden (export van goederen en diensten). Dit voorschrift is nog steeds van toepassing, maar heeft de wisselkoersstijgingen daarna niet kunnen voorkomen. Denk ook aan de MOU om niet monetair te financieren. Het beleid werd namelijk doorkruist door een verkeerde inzet van andere instrumenten, waaronder vooral het ongedisciplineerde budgettaire beleid.

Open Markt Operaties kunnen de liquiditeitsquote beïnvloeden en vandaar in principe de deviezenvoorraad en vandaar de inflatie. Maar er kunnen vraagtekens bij worden geplaatst. Overigens moet er ook worden gelet op de hiermee gemoeide kosten en moet bekeken worden of met alternatieve instrumenten hetzelfde resultaat kan worden verkregen tegen lagere kosten.

Een alternatief zou kunnen zijn dat de CBvS – als de koers tijdelijk boven de huidige stabiele waarde van 21 zou dreigen te stijgen - tijdelijk een klein deel van haar deviezenreserves zou inzetten om de koers stabiel te houden. In dat geval blijft het een uniforme marktconforme koers. Dit kan alleen als de koers slechts tijdelijk deze ondersteuning nodig zou hebben, zo niet dan volgt depreciatie. Het is overigens de vraag, of dit is aan te bevelen onder de huidige omstandigheden van een lage netto-positie van de internationale reserves en de daaruit voortvloeiende vv-verplichtingen en de effecten op het resultaat van de CBvS. Voorts zijn valuta-interventies in het IMF-programma aan voorwaarden verbonden. Daarmee moet rekening worden gehouden.

Behalve door koersstabiliteit moet de inflatie worden beteugeld door loonmatiging, productiviteitstijging en belasting verlichting. Verder is het belangrijk de overheidsbestedingen in toom te houden en monetaire financiering te vermijden.

Anthony Caram, Gerard Lau en Marein van Schaaijk

Utrecht/ Den Haag/ Paramaribo 31 maart 2022

Link: www.stuseco.nl, in tab RAPPORTEN EN ARTIKELEN, voor publicaties en macro-economische modellen.