

## Paper Macro Monitor 1 augustus 2021: Alles Heeft Een Prijs



*Een samenvatting van dit paper is als artikel aangeboden aan Starnieuws.*

### **Inleiding**

In januari 2021 hebben wij het Herstelplan doorgerekend met het Macroabc model. We zijn nu een half jaar verder en bezien of de berekeningen nog in de pas lopen met enkele realisaties van het afgelopen half jaar betreffende de SRD/US\$ koers en de monetaire financiering.

Voordat we dit doen is het van belang om de recente maatschappelijke discussies met betrekking tot de genomen en nog te nemen maatregelen in de juiste context te plaatsen en te bespreken. Op 23 juli heeft de Minister van Financiën en Planning besloten om het sociaal vangnet van ruim SRD 2,5 miljard verder te verruimen naar SRD 3,5 miljard om zo de extra noden van de sociaal zwakkere groepen de ledigen.

We moeten echter beseffen dat in de Macro Economie alles een prijs heeft. Het niet volledig inzetten op bijvoorbeeld het macro-economisch herstel, zal gevolgen hebben op de koers en inflatie ontwikkelingen. Ook een onbesuisde loonaanpassing voor de ambtenaren kan leiden tot macro-economische onevenwichtigheden met als gevolg een negatief spiraal met betrekking tot de koers en inflatie ontwikkelingen.

Het volk heeft het zwaar maar de jarenlange ontkenning dat de economie ontspoord is en daardoor noodzakelijke ombuigingen van beleid niet heeft plaats gehad, vereist juist nu zwaardere aanpassingen, met als gevolg de extra pijn die door velen wordt ervaren. Dit is helaas de prijs die nu betaald moet worden. Het ingezette pad om tot herstel te komen, met het Herstelplan, dient effectief te worden ingevoerd. Een vertraagde of onvolledige uitvoering ervan zal als gevolg hebben dat er meer onevenwichtigheden zullen ontstaan met als gevolg verdere negatieve spiraal effecten die nog pijnlijker kunnen zijn. Wij denken dat de verhoogde druk/pijn bij de invoering van het Herstelplan, momentaan zal zijn en dat deze met een gestaagd herstel beleid sneller tot verlichting zal leiden.

### **Koopkrachtstijging bij inkomens in valuta**

Door de in 2019 en vorige jaren ontstane schaarste aan deviezen en uitputting van de leencapaciteit, is de SRD/US\$ koers gestegen. Dit leidt tot invoerprijsstijging en vervolgens tot loonstijging en stijging van de CPI. Omdat de loonstijging maar ten dele en met vertraging de CPI volgt, daalt het reële loon van werknemers. Zonder Herstel Programma zou in 2021 het reële loon tot 66% van het niveau van 2019 zijn gezakt.

Voor lieden met een inkomen in valuta (exporteurs, inkomen uit woningverhuur in valuta, buitenlandse pensioenen en giften van familie in het buitenland) blijft het inkomen in valuta gelijk en stijgt in SRD. Gecorrigeerd voor inflatie zou zonder Herstel Programma hun koopkracht in 2021 39% hoger zijn geweest dan in 2019. Dankzij de maatregelen in het Herstel Programma is de depreciatie minder hoog en zakt het reële loon in 2021 tot slechts 71% van het niveau in 2019 en stijgt de koopkracht van het inkomen in valuta maar 27% vergeleken met 2019.

Het Herstelprogramma vergt voor de werknemers dus minder offers dan bij voortzetting van het gevoerde beleid voor 2020, terwijl er voor het inkomen in valuta minder koopkracht stijging is. Het Herstel Programma wordt dus als het ware deels gefinancierd door koopkrachtdaling bij de inkomens in valuta. Verder zit in het Herstel Programma en sociaal vangnet voor de uitkeringen, waardoor de uitkeringen zoals AOV, in 2021 reëel 14 % hoger uitkomen dan in 2019

### **Onze Berekeningen:**

De berekeningen van de effecten van het Herstelplan van januari 2021 laten een reële loondalingen zien in 2020 en 2021 en daarna, nagenoeg gelijk blijvende reële lonen. Dus geen verdere achteruitgang, maar ook geen herstel ten opzichte van 2019.

De stabilisatie maatregelen in ons behoedzaam scenario van het Herstelprogramma leiden niet tot herstel, maar voorkomen wel verdere achteruitgang na 2021. De berekeningen geven ook aan dat alleen met groei van productiviteit, export en importvervanging er een stijging van de reële lonen mogelijk is en zo terug te keren naar het niveau van 2019. Met het optimistische scenario wordt dit in 2025 bereikt omdat er zwaarder wordt ingezet op de hierboven genoemde groei parameters.

Van belang is te weten dat loonsverhogingen alleen kan wanneer er ruimte daarvoor is. Kunstmatige extra loonsverhogingen leiden tot koersstijging en inflatie, zodat er weinig van over blijft voor reële groei. Dat is de prijs die betaald moet worden.

In de eerste helft van 2021 was er geen monetaire financiering, omdat de overheidsuitgaven beneden de inkomsten bleven. Er was zelfs een klein begrotingsoverschot (3% van BBP). In het behoedzame scenario werd voor 2021 met Macroabc een gemiddelde koers van 21 becijferd. Precies gelijk aan de huidige koers (juli 2021). Onze modelberekeningen laten zien dat de koers in de tweede helft van 2021 gemiddeld op 23 kan uitkomen, en zich op dat niveau kan stabiliseren mits het beleid van het Herstelplan wordt voortgezet, en mits er geen valuta weglekt via de kapitaalrekening. Dit kan worden bevorderd door herstel van vertrouwen in de SRD door een hogere deviezenvoorraad, dankzij IMF middelen. Het is dus mogelijk dat er nog in de loop van dit jaar een einde komt aan de stijging van de wisselkoers.

We delen onze inzichten inzake de discussies over loonsverhogingen met de vraag of er een formule is om loonsverhogingen te berekenen. In de praktijk volgen de lonen vaak met enige vertraging de effecten van een deel van de inflatie, de arbeidsproductiviteitstijging en het niveau en de verandering in de werkloosheid. Daarom worden de lonen in Macroabc op basis hiervan geraamd. Deze ramingen hebben echter wat onnauwkeurigheden vanwege de eisen

die gesteld worden door sociale partners (vakbonden, werkgevers en overheid), en die invloed hebben op de economie in het bijzonder op de wisselkoers, inflatie en concurrentie positie.

Zo hebben wij in Starnieuws 2 augustus 2020 voorgerekend dat 50% verhoging van de overheidslonen kan leiden tot 3,2 SRD per US\$ extra hogere koers en 15% hogere inflatie.

De feitelijke stijging van de lonen wordt dus niet bepaald door een wiskundige formule, maar is het resultaat van onderhandelingen van sociale partners. Daarbij let men ook op het effect op de wisselkoers en vandaar op de inflatie. De wisselkoers is nu vrij, marktconform en uniform. Hopelijk stijgt die niet veel verder. Voorzichtigheidshalve zou men loonsverhogingen in stapjes kunnen uitbetalen, en als de wisselkoers even mocht stijgen dan even te wachten met de uitbetaling.

### **Koopkracht**

Als op een bepaald moment de uitvoerwaarde zakt en/of de overheid zijn uitgaven verhoogd of inkomsten verlaagd met monetaire financiering van het tekort, dan is er een tekort op de betalingsbalans en neemt de deviezenvoorraad af. Als die deviezenvoorraad beneden een bepaalde grens zakt, dat stijgt de SRD/US\$ koers. Daardoor neemt de inflatie toe. Als de lonen dan gedeeltelijk en met vertraging de inflatie volgen, dan daalt de koopkracht. Vervolgens daalt de reële invoer. (In Macroabc is de standaard assumptie dat de lonen voor 80% de inflatie volgen, met daarbij een half jaar vertraging). Dit proces gaat door totdat de deviezenvoorraad niet meer beneden zijn kritische grens is. Dit proces kan jaren duren en de koopkracht, de reële lonen, blijft maar zakken. Bij ongewijzigd beleid, dus zonder herstelprogramma, blijven de reële lonen jaar in jaar uit zakken, en komt in 2025 uit op slechts 55% van het niveau van 2019.

De vraag is of de koopkracht kan worden hersteld door extra loonsverhogingen? In dit geval komt er nog meer vraag naar import, waardoor de druk op de deviezen groter wordt met als gevolg nog meer koersstijging met het gevolg een situatie van hyperinflatie.

Is het mogelijk om:

- 1) via een pakket maatregelen de depreciatie van de koers tot staan te brengen en
- 2) de koopkracht naar het niveau van 2019 te herstellen?

Het eerste is mogelijk via een pakket van maatregelen zoals opgenomen in het Herstelplan. In het behoedzame scenario hebben wij met het Macroabc model doorgerekend dat onder die assumpties in de loop van 2021 de koers zal stijgen en daarna op dit niveau kan blijven. Gemiddeld over 2021 21 SRD/US\$. In het behoedzame scenario zakken de reële lonen in 2020 en 2021 en deze blijven daarna nagenoeg op het niveau van 2021.

In dit scenario leidt het tekort aan deviezen tot koersstijging, inflatie en koopkracht daling met als gevolg dat de consumptie en vervolgens de invoer zakt. De lagere reële consumptie houdt in dat de productie voor de binnenlandse markt zakt. Dat betekent dat het BBP reëel omlaag gaat.

De uitvoering van het behoedzame scenario (belasting verhoging en uitgaven verlaging) geeft minder reële loondaling dan in het scenario met ongewijzigd beleid. En het geeft een koers die na 2021 niet verder stijgt. Echter is er geen herstel van de reële lonen.

Is er dan een aanvullend pakket mogelijk met koopkrachtherstel? In het optimistische scenario wordt, boven op het te kort beperkte maatregelen, verondersteld dat er extra projecten komen die leiden tot groei van productiviteit, export en importvervanging, die gefinancierd zullen worden met buitenlandse leningen.

Het Herstelplan bestaat uit het behoedzame scenario plus de groei maatregelen. Dat geeft na 2021 enige stijging van de reële lonen, en in 2025 zal de koopkracht weer op het niveau zijn van 2019.

### Koers

In het behoedzame scenario werd de SRD/US\$ gemiddeld over 2021 op 21 geraamd. (Dit komt overeen met de huidige koers van juli 2021). De gemiddelde koers over eerste helft van 2021 was 19 en voor de tweede helft van 2021 is dit geraamd op gemiddeld 23.

Volgens onze modelberekeningen blijft de koers daarna op dit niveau indien het beleid zoals gepland wordt voortgezet. Hierbij is verondersteld dat de loonstijging pas later in dit jaar in stapjes wordt gegeven.

De monetaire financiering van de overheid door de Centrale Bank is sedert oktober 2020 verdwenen. Dat blijkt uit CBvS tabel 3. Dat wordt bevestigd door de realisaties van de inkomsten en uitgaven van de overheid. Die laten zelfs een klein (3% va BBP) overschot zien.

Niet alles loopt precies zoals is verondersteld. De verhoging van de elektriciteitsstarieven is niet in begin 2021, maar in augustus. Desondanks is de monetaire financiering verdwenen. De verklaring is dat er geen begrotingstekort was over de eerste helft van 2021. Er was zelfs een klein overschot van 3% BBP. Dit ondanks het feit dat de subsidies op elektriciteitsstarieven is verschoven naar augustus van dit jaar. Dat geeft de mogelijkheid om overheidslonen en sociale uitkeringen in de tweede helft van dit jaar iets te verhogen. Het is niet goed mogelijk om dit soort berekeningen op maandbasis nauwkeurig te doen. Maar men kan daarom de verhogingen voorzichtigheidshalve in stapjes doen, steeds afhankelijk van de dan beschikbare financieringsruimte. Dat drukt de koersstijging.

De inflatie (gemiddelde CPI 2021 t.o.v. 2020) wordt voor 2021 geschat op 51%, vergeleken met 91% bij voorzetting van het beleid van niets doen.

### Monitor 31 juli 2021

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
		no policy change					
SRD/US\$	8,2	13	30	47	76	121	169
CPI %		38	91	70	62	60	47
CPI, index 2019=100	100	138	264	448	726	1161	1707
reëel loon bedrijven %		-15	-22	-5	-6	-6	-1
reëel loon bedrijven index 2019=100	100	85	66	63	59	56	55
reëel valuta inkomen, index 2019=100	100	115	139	128	128	127	121

		behoedzaam scenario					
SRD/US\$	8,2	13	21	21	21	21	21
CPI %		34	51	16	9	5	6
CPI, index 2019=100	100	134	202	235	256	269	285
reëel loon bedrijven %		-15	-17	2	9	4	7
reëel loon bedrijven index 2019=100	100	85	71	72	78	82	87
reëel valuta inkomen, index 2019=100	100	118	127	109	100	95	90
		optimistisch scenario					
SRD/US\$	8,2	13	18	18	18	18	18
CPI %		34	39	12	9	6	8
CPI, index 2019=100	100	134	186	209	227	241	260
reëel loon bedrijven %		-15	-12	2	11	7	10
reëel loon bedrijven index 2019=100	100	85	75	76	85	91	100
reëel valuta inkomen, index 2019=100	100	118	118	105	97	91	84

*Bron: berekend uit Macroabc, januari 2021*

### **Onzekerheden bij de beleidsvoering**

De officiële koers is in enkele stappen op de marktkoers gebracht. De koers is nu uniform en marktconform. De in januari 2021 met Macroabc geraamde SRD/US\$ koers was gemiddeld 21 over 2021. Dit is precies gelijk aan de gerealiseerde koers van juli 2021. Er is nog geen duidelijkheid welke resultaten de thans lopende loononderhandelingen uiteindelijk zullen afwerpen. Vaststaat dat loonstijgingen die hoger zijn dan productiviteitsstijgingen effect hebben op de wisselkoers en daarmee op het inflatietempo.

Het tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans is in 2020 omgeslagen in een overschot. Op de kapitaalrekening is dit net andersom, dit geeft aan dat er kapitaal wordt afgevloeid. Het is onduidelijk is of de afvloeiing van kapitaal door zal gaan. Van belang hierbij is dat het vertrouwen van de private sector toeneemt om het slagen van de acties om monetaire stabiliteit, in de zin dat de koers niet verder stijgt, tot stand te brengen.

Bij de modelberekeningen is verondersteld dat de schuldaflossingen aan het buitenland (230 miljoen US\$ per jaar) zullen worden geherfinancierd. Onduidelijk is nu wat de besprekingen hierover zullen opleveren. Met IMF is afgesproken de komende 3 jaar 690 mln. US\$ in de vorm van leningen ter beschikking te stellen. Onduidelijk is ook waarvoor deze leningsopbrengsten zullen worden gebruikt.

### **Conclusies:**

- De raming in januari in het behoedzame scenario van het Herstelplan van de SRD/US\$ wisselkoers van gemiddeld 21 voor 2021, stemt precies overeen met het gerealiseerde cijfer van 21 in juli 2021. Dat komt natuurlijk mede omdat de assumptie van geen monetaire financiering in 2021 is gerealiseerd.

- Met de bezuinigingsmaatregelen in het Herstel Programma kan worden voorkomen dat de wisselkoers almaar verder blijft stijgen, maar een herstel van de reële lonen naar het niveau van 2019 zit er niet in.
- Er is echter wel een aanvullend pakket mogelijk met koopkrachtherstel op het niveau 2019, dat bereikt kan worden in 2025. Dit optimistische scenario komt bovenop het genoemde behoedzame scenario. In dit optimistische scenario wordt verondersteld dat er extra projecten komen die leiden tot groei van de productiviteit, export en importvervanging, grotendeels gefinancierd met buitenlandse leningen.
- Als de loonstijging bij de overheid in de tweede helft van dit jaar in stapjes wordt uitbetaald zodanig dat deze kosten voor de overheid minder stijgen dan de extra inkomsten uit solidariteitsheffing en minder uitgaven aan elektriciteitssubsidies, kan monetaire financiering worden voorkomen. Als tevens de kapitaalafvloeiing naar het buitenland stopt, mogelijk dankzij meer vertrouwen in de SRD, (doordat het IMF 300 mln. US\$ ter beschikking stelt die leiden tot hogere deviezenvoorraad), kan er in de loop van dit jaar een einde komen aan de stijging van de SRD/US\$.

Gerard Lau en Marein van Schaaijk, met dank aan Anthony Caram

Met link naar de complete paper op Dropbox link naar STUSECO:

<https://www.dropbox.com/sh/gdhseqxq79lvapj/AABBZvZn7EVvVbaUJMhkwPYra?dl=0>