

**South African Reserve Bank
Suid-Afrikaanse Reserwebank**

Quarterly Bulletin
Kwartaalblad

**South African Reserve Bank
Suid-Afrikaanse Reserwebank**

**Quarterly Bulletin
Kwartaalblad**

September 1990

No. 177

Contents

Quarterly economic review	3
Activity in the South African foreign exchange market ¹	28
Contents: Statistical tables	S-0

©South African Reserve Bank

All rights reserved. No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording or otherwise, without the prior permission of the publisher.

Enquiries relating to this *Bulletin* should be addressed to:

The Head
Economics Department
S.A. Reserve Bank
P.O. Box 427
Pretoria
0001

Inhoudsopgawe

Kwartaallikse ekonomiese oorsig	41
Aantekeninge oor inflasie ²	68
Inhoudsopgawes: Statistiese tabelle	S-1

¹ Die Afrikaanse weergawe van hierdie artikel sal in die Desember 1990-uitgawe van die *Kwartaalblad* verskyn.

² The English version of these notes appeared in the June 1990 issue of the *Quarterly Bulletin*.

©Suid-Afrikaanse Reserwebank

Alle regte voorbehou. Geen gedeelte van hierdie publikasie mag sonder die skriftelike toestemming van die uitgewer gereproduseer, in enige inligtingstelsel bewaar of in enige vorm deur enige elektroniese of meganiese middel weergegee word nie, hetsy deur fotokopiëring, plaat- of bandopname of andersins.

Navrae i.v.m. hierdie *Kwartaalblad* moet gerig word aan:

Die Hoof
Departement Ekonomiese
S.A. Reserwebank
Posbus 427
Pretoria
0001

Quarterly economic review

Introduction

Aggregate real gross domestic product of the South African economy declined in the second quarter of 1990 for the third consecutive quarter, thereby confirming the recessionary character of current economic conditions. In addition, the mild further contraction of total real output in the second quarter of 1990 – unlike the declines in real output in the preceding two quarters – was no longer confined *primarily* to downward adjustments of real value added in agriculture, the mining industry or the joint primary sectors. Instead, decreases in real production during this quarter were recorded in all principal sectors and sub-sectors of the economy with the exception of agriculture and general government.

The *tempo* of the decline in total real output in the second quarter of 1990, at an annualised rate of not quite 1 per cent, was, however, again somewhat lower than in the preceding quarter. The seasonally adjusted and annualised rate of contraction in the real gross domestic product in the five quarters of the current downswing to mid-1990 accordingly did not quite reach, and in the year to mid-1990 barely exceeded, ½ per cent. At the same time, aggregate real gross domestic *expenditure*, which had already been receding at an annualised rate of some 1½ per cent in the three quarters to the first quarter of 1989, shrank only moderately faster (at an annualised rate of some 2½ per cent) in the ensuing five quarters to mid-1990. Moreover, real gross domestic expenditure appeared to have regained a firmer footing in the first quarter of 1990 and – thanks mainly to a reduced rate of disinvestment in inventories – actually staged a minor recovery in the second quarter of the year.

Evidence of continuing mildness of the current cyclical downturn to mid-1990 was also provided by the behaviour of registered employment (which *rose*, on balance, through the first four quarters of the downturn); the relatively modest rise in total registered unemployment (which did not match the worsening of unemployment over comparable periods in any of the preceding three cyclical downswings); continuing low levels of registered unemployment among the White, Coloured and Asian population groups; the relative firmness of the volumes of wholesale and retail sales, and comparatively well-maintained levels of sales of new motor vehicles; the absence of a clear upward tendency in insolvencies and company liquidations since late 1988; and the very limited extent of the rise in borrowing clients' "amounts overdue" on their loan accounts with banking institutions. The composite coincident business cycle indicator moved essentially

sideways through 1989 and moved more unambiguously downwards only in February-March 1990.

The comparatively benign character of the current cyclical slow-down up to the middle of 1990 at least, invites a search for the reasons that would account for it. As was suggested at various points in the Reserve Bank's recently published *Annual Economic Report* for 1990 and in the Governor's Address at the Bank's Annual General Meeting on 28 August 1990, aggregate real economic activity in the 1989-90 downturn to date was supported by sustained remarkable strength of the South African merchandise export performance in the first half of 1989, and again in the first quarter of 1990, in particular; by the relatively high average level of real government consumption expenditure; by the relative firmness of, and the absence (to date) of any absolute decline in, total real private consumption expenditure; by the moderateness of the decline in real gross domestic fixed investment; and by the long-term downward trend in, and the commensurately reduced cyclical responsiveness of, real inventories. Unlike developments in July-August 1984, moreover, the authorities' gradually more restrictive policies from late 1987 or early 1988 did not have the appearance of emergency measures that were imposed on a brittle, overstrung as well as overheated, domestic business situation; business and consumer sentiment in mid-1990 tended towards uncertainty, cautiousness and a "wait-and-see" attitude rather than towards despondency or fear.

However, closer analysis of the economy's behaviour in the current downswing to date also shows an apparently increased importance of *structural*, as against *cyclical*, determinants of several aspects of this behaviour. Certain structural elements actually help to explain the apparent relative firmness of the economy in its current downswing phase; in a longer-term perspective, however, these or related structural elements may also act as impediments to longer-term economic growth and development. As was also noted in the Bank's *Annual Economic Report*, attention of the authorities has shifted increasingly in the past few years to longer-term problems and structural deficiencies of the South African economy, and to the formulation of longer-term policies and strategies that seek to address these deficiencies:

Firstly, *inflation* in the economy as of mid-1990 cannot be regarded as a consequence of cyclically excessive effective demand or of a subsidence of the exchange rate under the pressures of excessive demand. Instead, a "core" element in the South African inflation rates currently arises from the largely self-perpetuating interaction of inflation expectations, upward nominal

wage and price adjustments, and the rising real *effective* cost of labour in the present, unusually turbulent, labour conditions.

Secondly, registered unemployment, having moved to a new and higher general level in 1985, has responded relatively little to both the cyclical upswing of 1986-89 and the cyclical downswing from early 1989 to date. The stubbornness (and the implied underlying long-term upward tendency) of unemployment during the 1986-89 upward phase of the business cycle was associated to an important degree with the low rate of expansion of the real fixed capital stock even during that upswing, with the limited employment-creating capabilities of the capital stock and of additions to the capital stock, and with the rising real *effective* cost of providing employment. More recently, real fixed investment has been held back by various non-cyclical as well as cyclical factors; mildly rising employment and the absence of a more pronounced rise in registered unemployment in the face of the current downswing to date, have, therefore, been reflections of the increased quantities of (recently) less productive labour that have been needed to extract only mildly lower levels of aggregate real output from a recently near-stagnant total real fixed capital stock.

Thirdly, advances in non-agricultural *labour productivity* slowed down in the course of 1989 and turned into productivity *decreases* in the first two quarters of 1990. While a slackening of measured labour productivity (or at least of productivity growth) is a fairly common cyclical phenomenon in early downswing periods, productivity in 1989 and in 1990 to date has also been affected adversely by industrial action, absenteeism, worker intimidation and labour unrest. The heightened incidence of such occurrences has been related only tenuously to the current business cycle situation; it has been linked more obviously to the aggressiveness of the new trade union movement and to recent socio-political developments. In a broader time perspective, average non-agricultural labour productivity was, at most, only some 1½-2 per cent higher in 1990 than in 1980, despite a major deepening of capital per worker in the first half of the 1980s (i.e. a 19 per cent increase in the capital/labour ratio from 1979 to 1986).

Fourthly, recent declines in the *domestic savings ratio* have also had partly cyclical explanations (such as the less impressive financial results of companies since mid-1989, a cyclical shift of real factor remuneration from the gross operating surplus to labour rewards, and the "ratchet effect" – or "habit persistence" – which operates on real private consumption expenditure in the case of cyclical declines in real personal disposable income *per capita*). The longer-term downward drift of the domestic savings ratio can, however, also be traced to certain structural changes, which almost certainly include a structural redistribution of real disposable income in favour of lower income recipients. Firmness of real private consump-

tion expenditure has been a factor in setting a floor to the decline in real aggregate domestic demand and real economic activity in the 1989-90 downswing to date. In a longer-run context, however, the South African society's rising propensity to consume is an impediment to growth and development.

Fifthly, the limited cyclical downward reaction of *real gross domestic fixed investment and real private durable consumption expenditure* in the 1989-90 downturn to date – which, like real private consumption in general, has served to sustain aggregate real domestic demand – is partly a reflection of the rather modest heights to which such expenditures had risen in the preceding upswing under the impact of non-cyclical influences. The diminished cyclical responsiveness of total real gross domestic fixed investment expenditure in the downswing phase to date can be traced partly to the growing relative importance in total real investment expenditure of relatively unpostponable spending for purposes of replacement, maintenance and repair.

In the key areas of monetary policy interest – i.e. as regards inflation, the balance of payments/foreign reserves/exchange rate situation, and the rates of expansion of bank credit and the money supply – generally encouraging developments were recorded in the second quarter and July-August 1990. Significant further slow-downs were registered in the quarter-to-quarter and twelve-month rates of increase in the prices of imported goods and in the twelve-month rate of increase in the production price index. The quarter-to-quarter increase in the production price index, however, reaccelerated from the first to the second quarter of 1990, and relatively little further headway was made in bringing down the rates of consumer price inflation. The direct and indirect effects of a durable increase of, say, 40 per cent in the world price of crude oil (to an average of approximately \$25 per barrel) may eventually raise the South African consumer price level by some 1 per cent; the essentially once-and-for-all nature of the increase in the oil price should, however, be emphasised.

On the *balance of payments* front, a significant drop in the volume of merchandise exports and a marginal further increase in merchandise imports were the principal factors in causing the seasonally adjusted and annualised current account surplus to contract from R5,6 billion in the first quarter to R3,6 billion in the second quarter of 1990. In conjunction with renewed and very substantial capital outflows (which were dominated by long-term debt repayment obligations, partly in terms of the standstill arrangements), this caused both the South African total gross and net foreign reserves to decline by R1,4 billion in the second quarter. Major re-strengthenings of both the gross and the net foreign reserves of the Reserve Bank were, however, recorded in July-August. A high degree of stability was displayed by the exchange rate of the rand from April 1990 onward.

Significant further decelerations were observed in the rates of expansion of monetary institutions' *credit extension to the private sector* and in the *M3 money supply* in the second quarter and July 1990. M3 as at the end of June and July 1990 had retreated to within the "cone" traced out by the 1990 "guideline" limits to monetary expansion; the rate of growth in M3 over twelve-month periods as at the end of May, June and July 1990 fell below 20 per cent for the first time after a long 26-month interlude.

On the basis of his review of current monetary and economic conditions and of the Reserve Bank's policy objectives, the Governor of the Bank concluded in his Address to the Bank's shareholders on 28 August 1990 that, although the time for a relaxation of monetary policy was approaching, the right moment for such a change had not yet been fully reached. The Bank would not, however, hesitate to relax its policy as soon as such a change could be justified.

The *capital markets* in the second quarter and July-August 1990 witnessed sharp fall-offs in trading activity from the extraordinary heights this activity had reached in the first quarter, a sustained more hesitant mood in the share market, and some further weakening of share prices. In the *primary markets*, however, the amounts of new security issued rose significantly from first-quarter levels.

Percentage increases in *Exchequer issues* well in excess of the budgeted percentage increase in Central Government expenditure for fiscal 1990/91 as a whole, were recorded in these issues during the first five months (April - August 1990) of the current fiscal year – both with and without inclusion of the July 1990 transfer of R2,0 billion to the Independent Development Trust (IDT). The percentage increase in Exchequer *receipts* during this five-month period was, however, also well ahead of the Budget estimates, despite shrinking income tax receipts from the gold-mining industry. Even without inclusion of the transfer to the IDT in Exchequer issues, the Exchequer Account deficit before borrowing in the five months concerned nevertheless amounted to an unusually high percentage of the deficit as envisaged in the March 1990 Budget for the fiscal year 1990/91 as a whole.

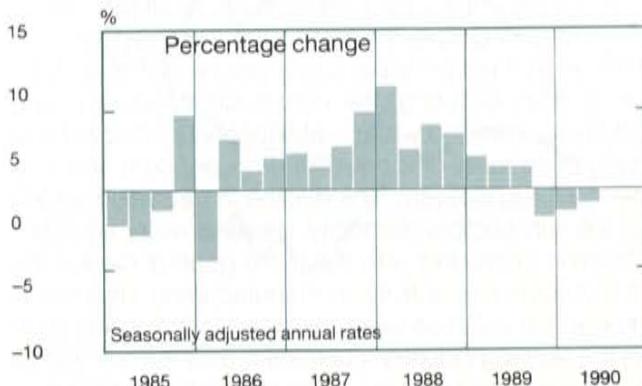
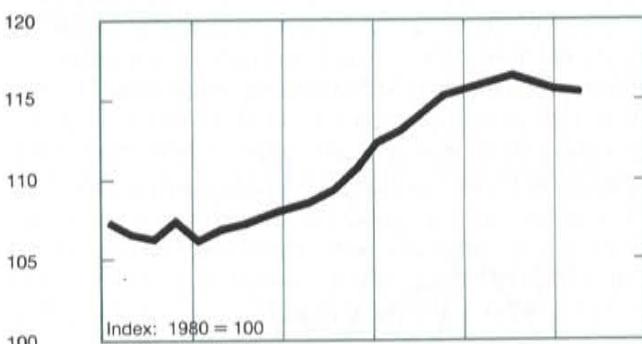
Domestic economic developments

Domestic output

Total real gross domestic output declined at seasonally adjusted annual rates of around 1½ per cent in both the fourth quarter of 1989 and the first quarter of 1990. It then contracted further in the second quarter of 1990 at an annualised rate that is provisionally estimated at not quite 1 per cent.

Moderation of the tempo of the decline in total real gross domestic product in the second quarter of 1990 could be attributed to an increase in real value added by agriculture and to a slow-down in the rate of decrease of real value added in the mining sector. Negative growth in the real gross domestic product in the fourth quarter of 1989 and in the first quarter of 1990 had been attributable, primarily, to downward adjustments in real output in agriculture and in both agriculture and the mining industry respectively. However – as was also observed in the Reserve Bank's recently published *Annual Economic Report* for 1990 – partly because of developments in these two primary sectors in the second quarter of 1990, the mild decline in total real gross domestic production during the five quarters

Real gross domestic product



of the current cyclical downswing to mid-1990 as a whole was due entirely, on balance, to a decline in real value added in the secondary industries.

The average annual rate of decline in total real gross domestic product amounted to slightly less than 1/2 per cent in the five quarters of the current cyclical downswing to mid-1990, and to slightly more than 1/2 per cent during the four quarters to mid-1990. By comparison, the average annual rate of decline in real value added by the non-agricultural sectors, the non-primary sectors, and the secondary sectors only, in the four quarters to the second quarter of 1990 amounted to about 2 per cent, approximately 1 per cent and somewhat more than 3 per cent respectively.

The renewed slackening of real economic activity in the secondary sectors of the economy in the second quarter of 1990 was actually a part of the more generalised and more broadly based nature of the cyclical slow-down of the economy in the second quarter of 1990 as compared with preceding quarters. Negative growth rates in real value added were recorded in this quarter in all principal sectors of the economy with the exception of agriculture and general government.

Real value added in the primary sectors rose in the second quarter of 1990 at an annualised rate of 2 1/2 per cent. This production increase, however, represented a mild rebound from a relatively low level, after output declines at an average annualised rate of some 11 per cent had been recorded in the preceding two quarters. The slow-down of the contraction in real output of the mining sector could largely be attributed to approximate sideways movements of physical production in coal and diamond mining which served to cushion more pronounced declines in real output of the gold-mining and "other mining" industries. The decline in physical gold production in the second quarter of 1990 (which was actually rather smaller than in the preceding three months) was again partly a reflection of a lower average grade of ore milled. In addition, however, an unusually high incidence of worker intimidation and of labour unrest is likely to have contributed to the decline in the measured throughput of ore that was also observed during this quarter.

In the secondary sector, contractions of real output were recorded from the first to the second quarter of 1990 in all three principal sub-divisions of this sector – i.e. in manufacturing, the construction industry, and electricity, gas and water – at seasonally adjusted and annualised rates of 3 per cent, 2 1/2 per cent and 1 1/2 per cent respectively. The decline in real value added by the sub-sectors electricity, gas and water and construction coincided with the more general slackening of real economic activity. In manufacturing, declines in production volumes were recorded in industries such as the clothing industry, chemicals, non-ferrous metals and base metal products. Less impressive output performances in these industries partly reflected the weaker trend in real domestic final demand and the

drawing-down of inventories in response to the past and present stance of official policies and other demand-discouraging factors. Also from the demand side of the economy, output declines in these industries to some extent reflected shrinkage of the "net foreign balance" (i.e. the difference between exports of goods and non-factor services and imports of such goods and services) which, from the first to the second quarter of 1990, reached an annualised rate of some R1,1 billion. From the supply side, production activities in the second quarter of 1990 were still hampered by relatively high levels of strikes, lock-outs, stayaways and turbulent labour relations and by a continued high incidence of civil strife and unrest.

Real value added in the tertiary sectors retreated in the second quarter of 1990 at a modest annualised rate of nearly 1 per cent. This reflected rates of decline in the sub-sectors commerce and transport and in finance, real estate and business services, which ranged (in annualised terms) from some 1/2 to approximately 2 1/2 per cent. In the sub-sector commerce the decline in real value added originated mainly from lower levels of activity in the retail and motor trade.

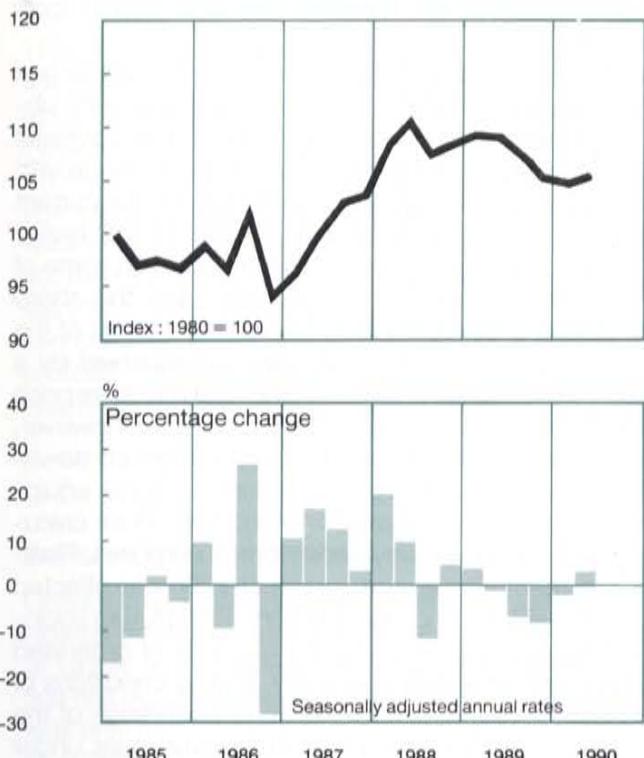
Lower levels of real output were displayed by the various sub-divisions of the transport sector in general. An above-average decrease was recorded, however, by the real activities of Transnet. This arose, somewhat technically, mainly from a decline in foreign demand, as reflected in a marked drop in the volume of merchandise exports in the second quarter of 1990 (after an even more substantial increase in these exports in the preceding three months). In the financial services industries, the slackening of real activity was a reflection of the cooling-down of the economy in general, but also of sharply lower turnovers on the stock exchange and of a decline in real estate transactions.

As during preceding quarters of the current cyclical downswing, the decline in the real gross national product in the second quarter of 1990, which reached an annualised rate of approximately 3 per cent, was markedly more pronounced than the concurrent decline in the real gross domestic product. This was a result of a significant increase in real net factor payments (mainly higher interest payments) to non-residents, which more than offset a shrinkage of the adverse terms-of-trade adjustment during the second quarter. This improvement in the terms of trade in the second quarter was a reflection of a decline in international crude oil prices during that quarter and of a firming of the world prices of certain South African export commodities.

Domestic expenditure

Aggregate real gross domestic expenditure fell back as early as the third quarter of 1988 and again from the second quarter of 1989 onward. However, after having retreated at annualised rates of some 6 1/2 and

Real gross domestic expenditure



7½ per cent in the third and the fourth quarter of 1989, aggregate real domestic spending appeared to have found new support in the first quarter of 1990 (when it receded at an annualised rate of only about 1½ per cent), and actually staged a minor recovery (at an annualised rate of close to 3 per cent) in the second quarter.

The modest reversal of the contraction of total real domestic spending in the second quarter of 1990 could be attributed to a drop in the rate of decumulation of aggregate real inventories during that quarter which was superimposed on the sustained mild upward trend in total real private consumption expenditure in the current downswing to date. Between them, the changes in these two aggregate spending items contributed a positive 5 percentage points to the annualised growth rate of approximately 3 per cent in aggregate real gross domestic expenditure in the second quarter. In contrast, second-quarter declines in total real government consumption expenditure and in total real gross domestic investment collectively made a negative contribution of more than 2 percentage points.

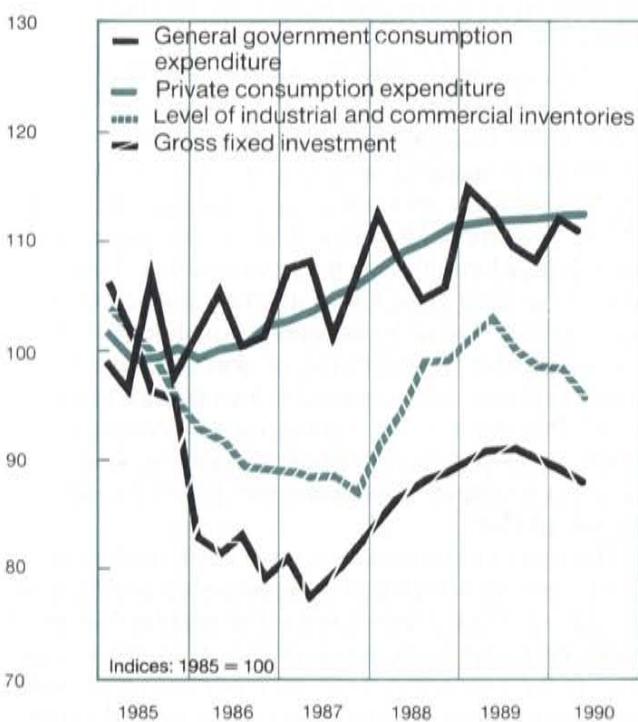
The average level of total real gross domestic expenditure in the first half of 1990 was some 4½ per cent lower than in the first half of 1989 and some 5½ per cent lower than in the first half of 1988. These fairly

pronounced shrinkages were associated with net declines in the volume of merchandise imports of 8½ per cent from the first half of 1989 to the first half of 1990 and of 4½ per cent from the first half of 1988 to the first half of 1990. They also contributed to the 42 per cent strengthening of the aggregate surplus on the current account of the balance of payments from R3,6 billion in the four quarters to mid-1989 to R5,1 billion in the four quarters to mid-1990.

Real private consumption expenditure rose slightly further in the second quarter of 1990, at an annualised rate of approximately ½ per cent. As in nearly all preceding quarters of the current cyclical slow-down to date, this mild further growth in total real private consumer outlays was entirely the result of rising real household expenditure on non-durable goods and on services, which rose in the second quarter of 1990 at seasonally adjusted and annualised rates of 1 and 1½ per cent respectively. Real private consumption expenditure on durable and semi-durable goods receded further in the second quarter at annualised rates of approximately 3½ and 1 per cent.

Total real private consumption expenditure was supported in the second quarter of 1990 by a slight further increase in total real personal disposable income. The mild forging-ahead of total real private consumer outlays throughout the five quarters of the current cyclical

Real gross domestic expenditure and its components



downturn of the economy to mid-1990 was, however, also attributed in the Reserve Bank's recent *Annual Economic Report* for 1990 to factors such as slow-moving cyclical and structural redistributions of income in favour of wage earners and of lower-income groups, households' "habit persistence", and the pressures of replacement demand in respect of durable consumer goods.

Within the broad category of real private spending on consumer durables, the shrinking of households' real expenditure on personal transport equipment in the second quarter of 1990 reflected the relatively high prices of motor vehicles and the current, relatively high, level of real interest rates on consumer debt. In contrast, the second-quarter increase in households' real expenditure on household appliances reflected the positive impact on such expenditures of the easing of certain hire-purchase restrictions and the lowering of import surcharges by the fiscal authorities in March 1990.

Real *consumption expenditure by general government* rose very strongly in the first quarter of 1989, declined in the ensuing three quarters, rose sharply again in the first quarter of 1990, and declined again in the second quarter. As a result, total real government expenditure, although at a relatively high average level in the current downswing to date, was nevertheless some 2 per cent *lower* in the first half of 1990 than in the first half of 1989. The decrease in total real government consumption expenditure in the second quarter of 1990 arose mainly from substantially lower real outlays on intermediate goods and services. The average level of real government spending on such goods and services was 5½ per cent lower in the first half of 1990 than in the first half of 1989.

Total *real gross domestic fixed investment* topped out in the third quarter of 1989 and receded in the ensuing three quarters to the middle of 1990 at fairly moderate annualised rates of some 4½, 4 and 5 per cent respectively. Its contraction in the second quarter of 1990 was mostly a matter of further shrinkage of real fixed capital formation by the private sector. However, real gross fixed capital formation by public corporations, which had been expanding markedly from the second quarter of 1988 mainly on account of the Moss-gas operations, also declined in the second quarter of 1990. This decline outweighed a small increase in real fixed capital formation by public authorities, which had been on a steadily downward trend from the second quarter of 1988.

The rate of decline in real gross fixed capital formation by *private sector* parties accelerated slightly to an annualised level of 5 per cent in the second quarter of 1990, from annualised levels of 2½, 5½ and 4½ per cent in the preceding three quarters from mid-1989. This mild further acceleration of the rate of decline arose mainly from cut-backs in real fixed capital spending in agriculture, the mining industry and the

sector finance, insurance, real estate and business services. However, increases, albeit at lower rates than in preceding quarters, were still recorded in real fixed investment spending in manufacturing and commerce.

The generally downward trend in private-sector real fixed capital formation from mid-1989 was fairly obviously related to the cooling-down of the domestic economy and its relatively poor prospects for growth in 1990, relatively high real interest rates in the current stage of the business cycle as compared with earlier cyclical downswings, more hesitant growth in some of the major industrialised economies, and the sharp decline in world commodity prices during most of the period from mid-1988. This was accompanied by a generally disappointing performance of the dollar price and the rand price of gold. More specifically, however, private sector investment was also influenced downwards by the surcharge on imported capital equipment and by recent revisions of the formula for calculating depreciation allowances for tax purposes. Finally, the investment climate as in mid-1990 was affected unfavourably by uncertainties concerning future socio-political developments, by the militancy of organised labour and of workers generally, and by conditions of persistent civil unrest. The relative moderation of the retreat of real private-sector fixed investment under these circumstances (as compared, for example, with the sharp fall-off of such investment in early 1986) could be explained partly from the relatively modest levels reached by real fixed investment in the preceding upswing period.

Real fixed capital outlays by *public corporations* declined in the second quarter of 1990 at an annualised rate of 13½ per cent. This was based on a temporary slow-down in the investment activities in the sub-sector manufacturing, which had moved to relatively high levels towards the end of 1989 and in the first quarter of 1990, and on a sideways movement of real fixed investment outlays in the sub-sector electricity, gas and water.

Real fixed capital expenditure by *public authorities* rose at an annualised rate of some 5 per cent in the second quarter of 1990. An appreciable rise in real fixed capital formation by the business enterprises of general government (mainly by the Department of Posts and Telecommunications) more than fully made up for declines in such expenditure by all three levels of general government itself.

An analysis of gross domestic fixed investment in the second quarter of 1990 by *type* of capital assets shows declines in aggregate real outlays on buildings and on transport equipment; some increases were still recorded, however, in aggregate real spending on construction works and on machinery and equipment. The average level of real spending on machinery and transport equipment in the first half of 1990 was, however, about 5 per cent lower than during the year 1989.

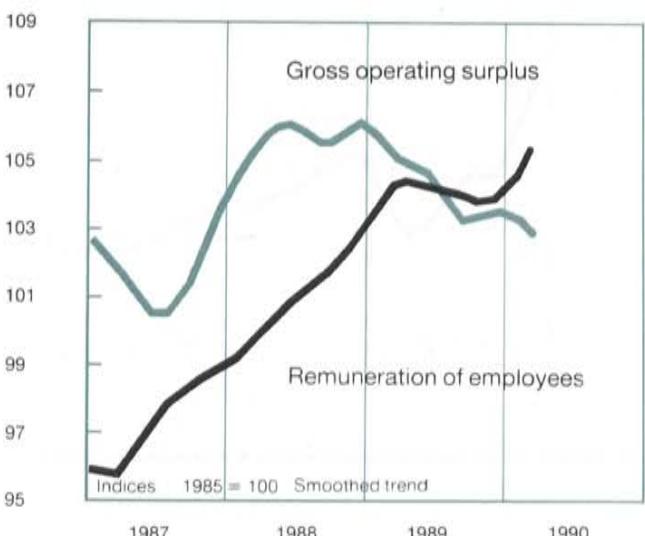
Accelerating reductions of *total real inventories* were recorded in the third and the fourth quarter of 1989 and the first quarter of 1990. Total real inventories were then drawn down further in the second quarter of 1990, but at a markedly lower rate. This moderation of the tempo of inventory decumulation arose mainly from smaller declines in diamond stocks-in-trade, an increase in agricultural stocks-in-trade, and a replenishment of mining stocks as current physical production came to exceed more significantly the lower real volume of mineral exports. Destocking was, however, still taking place with regard to industrial and commercial inventories. As a result, the ratio of real industrial and commercial inventories to the real gross domestic product retreated further from 20 per cent in the first quarter of 1990 to 19½ per cent in the second quarter.

Factor income and domestic saving

Growth in total nominal factor income at market prices slowed down only marginally from a year-to-year rate of 19 per cent in 1988 to 18½ per cent in 1989. In the first half of 1990, however, total nominal factor income was only some 13 per cent higher than in the first half of 1989. The rate of increase in total nominal factor income at market prices (i.e. in the nominal gross domestic product), seasonally adjusted and annualised, slowed down from an average of 14½ per cent in the second half of 1989 to 11½ per cent in the first half of 1990.

Growth in the total of nominal factor rewards in the first half of 1990 was supported mainly by continuing rapid advances in total nominal *labour remuneration*. Total nominal labour remuneration in the first half of 1990 was still some 15 per cent higher than in the first half of 1989. This could be attributed partly to general wage and salary increases by general government (which, however, mostly took effect only from the beginning of the second quarter of 1990) and to additional improvements in service conditions for workers in certain low-paid government services in particular. Notable increases in total nominal labour remuneration were, however, also recorded in mining, manufacturing and commerce in the private sector, while total labour rewards in the financial sector remained at a high level. The continuing relatively rapid rise in total nominal labour remuneration in a slackening economy (and in the face of the fact that growth in businesses' gross operating surpluses has been declining markedly since the second quarter of 1989 in particular) could be attributed partly to the relative mildness of the downswing to mid-1990, to the scarcity of the supply of labour in certain occupations, and to the outcome of wage negotiations between employers and generally aggressive trade unions. In general, rates of wage increases agreed upon in recent wage settlements

Real gross operating surplus and remuneration of employees



have still been in excess of the more recently observed inflation rates.

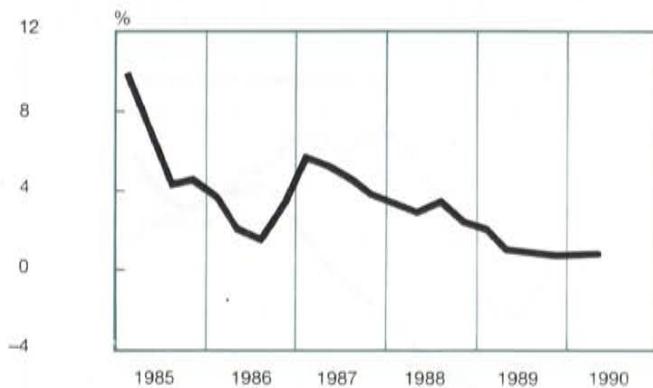
The nominal gross *operating surplus* was 15½ per cent higher in 1989 than in 1988. However, the year-on-year rate of growth in the nominal operating surplus reached its most recent high point as early as the third quarter of 1988, and fell back in subsequent quarters. Although the *quarter-to-quarter* growth rates in the operating surplus fluctuated substantially, the nominal operating surplus was, on average, only 11 per cent higher in the first two quarters of 1990 than in the first two quarters of 1989.

The fairly modest annualised quarter-to-quarter rate of increase in the gross operating surplus of 12½ per cent in the second quarter of 1990 reflected mainly the general slackening of domestic final demand, the uncomfortable profit or loss situation in large parts of the gold-mining industry, and the negative effects on business conditions of widespread socio-political unrest and of specific boycott actions and consumer intimidation aimed at certain sections of trade and industry in major industrial areas.

The ratio of *gross domestic saving* to the gross domestic product declined slightly from 22 per cent in the first quarter of 1990 to 21 per cent in the second quarter. The accompanying decline in the ratio of gross domestic saving to gross domestic investment was also reflected in a narrowing of the surplus on the current account of the balance of payments between these two quarters.

The most recent weakening of the domestic savings ratio in the second quarter of 1990 resulted from reduced saving by the corporate sector and by general

Ratio of personal saving to personal disposable income



government against a slight improvement in personal saving and in the personal savings ratio. Net personal saving increased partly on the strength of a slight rise in total real personal disposable income (taking the form of a rise in aggregate real labour remuneration); the marginal rise in the personal savings *ratio* may be seen as the counterpart of households' more reserved approach to spending on consumer durables.

In contrast, net saving by the corporate sector retreated under the impact of declining growth in the aggregate net operating surplus which, in nominal terms, was only 9 per cent higher in the second quarter of 1990 than in the second quarter of the preceding year. Net saving by general government declined in the second quarter of 1990 because the moderate increase in general government's consumption expenditure at current prices in this quarter was not matched fully by the rise in direct and indirect tax receipts.

Employment

The average level of total non-agricultural employment in the South African economy was some 1,2 per cent higher in the advanced upswing year 1988 than in 1987. Little change in total non-agricultural employment appears subsequently to have been recorded in the first quarter of 1989. This was followed, however, by renewed employment increases at seasonally adjusted and annualised quarter-to-quarter rates of expansion of 0,6 and 1,2 per cent in the "consolidation" period of the economy in the middle quarters of 1989.

A contraction of non-agricultural employment at a seasonally adjusted and annualised rate of 2,0 per cent in the fourth quarter of 1989 was followed by renewed expansion at an annualised rate of 2,4 per cent in the first quarter of 1990. However, as was noted in the Reserve Bank's recent *Annual Economic Report*, this

quite dramatic recovery of total employment in the first quarter of 1990 was essentially a "correction" of employment decreases in the preceding three months. Major fluctuations in numbers of workers employed were, for example, recorded in the two quarters concerned in the South African Transport Services. Prolonged strike action among SATS workers in the period November 1989-January 1990 resulted in lay-offs and resignations of large numbers of staff and in decreases in employment by SATS in the fourth quarter of 1989 at a seasonally adjusted and annualised rate of 34,1 per cent. This was followed by employment increases in the first quarter of 1990 at an annualised rate of 34,6 per cent.

Reaccelerations of employment growth were, however, also shown in the first quarter of 1990 by various private sector industries. Staff retrenchments or continued reductions of personnel, on the other hand, were displayed during this quarter by (among other sectors and sub-sectors) the general government, the Department of Posts and Telecommunications, the gold-mining industry, technikons, private road transportation, wholesale and motor trade and certain other services industries.

The overall rate of non-agricultural employment increases four quarters after the cyclical upper turning-point of the economy in the first quarter of 1989, nevertheless compared favourably with employment developments at a similar stage in, for example, the cyclical downturn of 1981-83. Data for the second quarter of 1990 indicate declines in employment in manufacturing, construction and electricity generation.

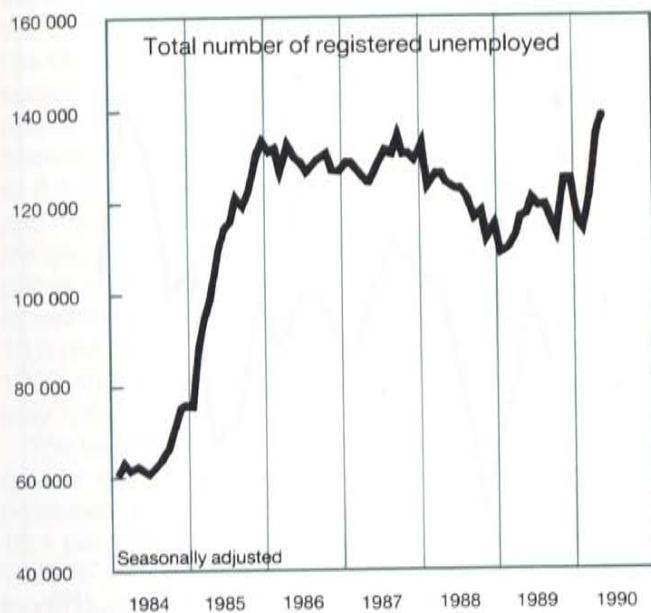
Total employment in the non-agricultural *private* sector rose at seasonally adjusted and annualised rates of 0,2 and 1,3 per cent in the middle quarters of 1989, but decreased at an annualised rate of 2,0 per cent in the fourth quarter. It then advanced again at a quite remarkable annualised rate of 4,0 per cent in the first quarter of 1990, mainly because of employment increases in manufacturing, construction, non-gold mining, electricity generation and certain services industries.

Employment increases at annualised rates of 1,8 and 1,0 per cent were recorded by *public authorities* in the middle quarters of 1989. This was followed, however, by employment decreases at rates of 2,1 and 1,6 per cent in the fourth quarter of 1989 and the first quarter of 1990.

The ratios of *overtime hours* to normal hours worked declined in construction and in manufacturing from the second and the third quarter of 1989, respectively, up to the first quarter of 1990. Both these ratios recovered slightly, however, in April and May 1990, but did not re-attain their levels as in the corresponding period in 1989.

The seasonally adjusted number of registered *unemployed* workers in the White, Coloured and Asian population groups retreated, in apparent contradiction

Unemployment



to the cooling-down of the economy, from 51 400 in April 1989 to 42 000 in December, but rose to 53 600 in May 1990. This more recent figure, however, was still substantially lower than the peak number of unemployed among the population groups concerned of 82 300 in September 1986. The net rise in registered unemployment among these population groups in the current downswing to date also still fell substantially short of the increases in unemployment over comparable periods in the preceding three cyclical downturns. Against this, the seasonally adjusted *total* number of registered unemployed rose, on balance, from a low point of 108 900 in January 1989 to 138 900 in May 1990, as compared with the preceding peak figure of 136 300 in September 1987.

Labour costs and productivity

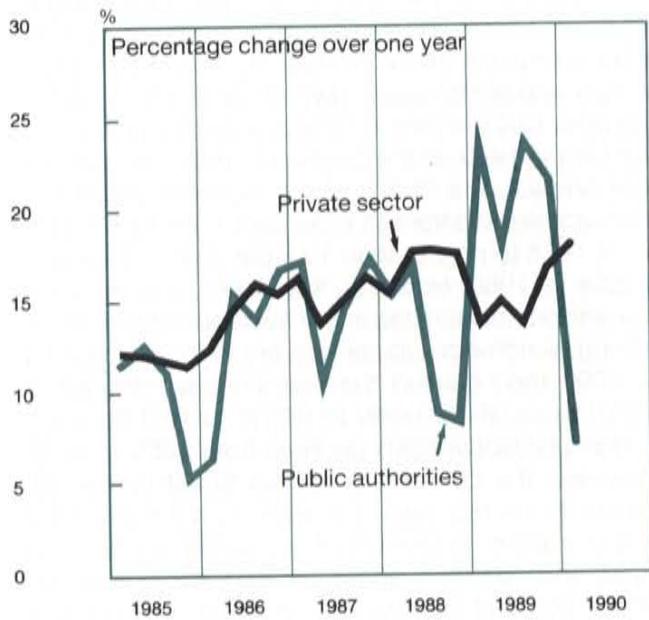
The year-to-year increase in the nominal wage per worker accelerated from 15,6 per cent in the advanced upswing year 1988 to 16,9 per cent in the consolidation and early downswing year 1989. In the course of 1989, the quarterly year-on-year rates of increase in the nominal wage per worker accelerated, on balance, from 17,0 per cent in the first quarter, via 15,8 and 16,8 per cent in the second and the third quarter, to 18,2 per cent in the final quarter. It then slowed down quite abruptly, however, to 14,3 per cent in the first quarter of 1990.

In contrast to developments in the period 1985-1988, nominal wage increases among workers

employed by *public authorities* substantially exceeded nominal wage increases in the private sector throughout 1989. The year-on-year rate of increase in the nominal wage per worker employed by public authorities accelerated dramatically from only 8,4 per cent in the final quarter of 1988 to as much as 24,1, 17,7, 23,8 and 21,9 per cent (for an average of some 21,8 per cent) in the four successive quarters of 1989. However, as is not unusual in public-authority wage developments, this rate then fell back, almost as sharply as it had risen, to only 7,2 per cent in the first quarter of 1990. This was partly a result of the fact that general salary adjustments in the public service generally became effective only from the beginning of the second quarter of 1990, as against the coming into effect of certain major annual adjustments from the beginning of the first quarter in 1989.

By comparison, year-on-year increases in the average nominal wage per worker in the *private* sector advanced from 13,6 per cent in the first quarter of 1989 to 14,9, 13,8 and 16,6 per cent (for an average of 14,8 per cent during the year) in the ensuing three quarters. However, this rate then accelerated further to 17,9 per cent in the first quarter of 1990. Employers' increasing resistance to large nominal wage increases in a slackening economy – such as would seem to be apparent from the slow-down in the *overall* rate of wage advances in the first several months of 1990 – therefore had clearly failed as yet to have a material effect on wage developments among *private* businesses during that period.

Average remuneration per worker in non-agricultural sectors



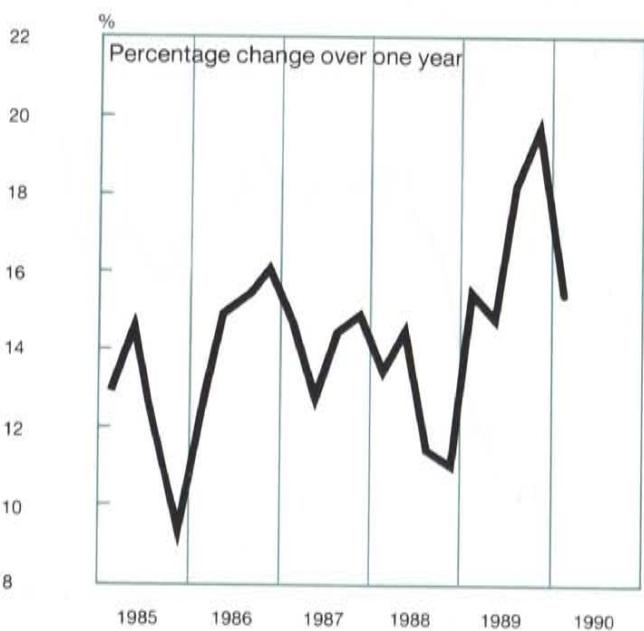
The year-to-year rate of increase in the *real* wage per worker was noted in the Reserve Bank's recent *Annual Economic Report* to have retreated mildly from 2,5 per cent in 1988 to 1,9 per cent in 1989. The year-on-year rate of increase in the real wage per worker amounted to 2,0 per cent in the fourth quarter of 1988 and to 3,0, 0,8, 1,3 and 2,8 per cent in the four quarters of 1989, but turned negative (for the first time since the third quarter of 1987) to the extent of 0,6 per cent in the first quarter of 1990 vis-à-vis the first quarter of 1989. This was the result of the drop in the year-on-year rate of increase in the average of the nominal wage of all workers in the non-agricultural sectors of the economy in the first quarter of 1990, in the face of the sustained relatively high level of the year-on-year rate of inflation in consumer prices during that period.

Non-agricultural *labour productivity* improved relatively strongly (by 2,7 per cent) in the advanced upswing year 1988, but (excluding retail trade) slowed down to a rate of increase of 1,3 per cent in 1989. A slow-down in the rate of productivity advances is not uncommon in early downswing periods; a part of the slow-down in productivity improvements in 1989 should be attributed, however, to increased losses of physical output on account of strikes and lock-outs, absenteeism, worker intimidation and labour unrest. The quarterly year-on-year rate of increase in physical output per non-agricultural worker (excluding retail trade) slackened from more than 3,0 per cent in the third and the fourth quarter of 1988 to 2,9 and 2,4 per cent in the first two quarters of 1989. Labour productivity then moved sideways in the third quarter of 1989 before deteriorating to year-on-year rates of decrease of 0,2 and 1,2 per cent in the fourth quarter of 1989 and in the first quarter of 1990.

Acceleration of the rates of increase in the nominal wage per worker, and slackening of the rate of improvement in physical labour productivity, caused the year-to-year rate of increase in *nominal unit labour costs* to rise from 12,6 per cent in 1988 to a disconcerting 17,1 per cent in 1989. In the course of 1989, the quarterly year-on-year rate of increase in nominal unit labour costs accelerated from 11,0 per cent in the fourth quarter of 1988 to no less than 19,6 per cent in the fourth quarter of 1989. However, the markedly lower year-on-year rate of increase in the average nominal wage among all non-agricultural workers in the first quarter of 1990 then caused the year-on-year increase in nominal unit labour costs to retreat to 15,3 per cent.

Real unit labour costs declined from 1985 to 1988. However, the combination of significant further advances in the real wage per worker on the one hand and of slackening productivity increases on the other hand, then brought about an increase in real unit labour costs of 2,0 per cent in 1989. In the fourth quarter of 1989 the year-on-year increase in real unit labour costs actually amounted to as much as 4,0 per

Nominal unit labour costs in non-agricultural sectors



cent. In the first quarter of 1990, however, the shrinkage of the real wage per worker caused this rate to decline to 0,3 per cent.

Inflation

As was also noted in the Reserve Bank's *Annual Economic Report* for 1990, changes in the South African inflation rates as measured by the more important price indices since approximately mid-1989, have been encouraging but can clearly not yet be regarded as adequate. With the exception of the rate of increase in the rand prices of imported goods (which in the past several years have fluctuated widely in accordance with exchange rate movements), all major inflation rates reported, to date, for the second quarter and July 1990 – whether measured over twelve-month periods or from quarter to quarter in annualised terms – were still, or again, above double-digit levels. Recent abrupt increases in the prices of liquid fuels – as occasioned by military and political developments in the Middle East since 2 August 1990 – will obviously worsen the measured inflation rates over periods that include these events. The essentially once-and-for-all character of the oil price rise should, however, be emphasised: it is the *price* of oil, *not* the *rate of increase* in the price of oil over prolonged periods, that rose abruptly (whether durably or perhaps only temporarily) in August-September 1990.

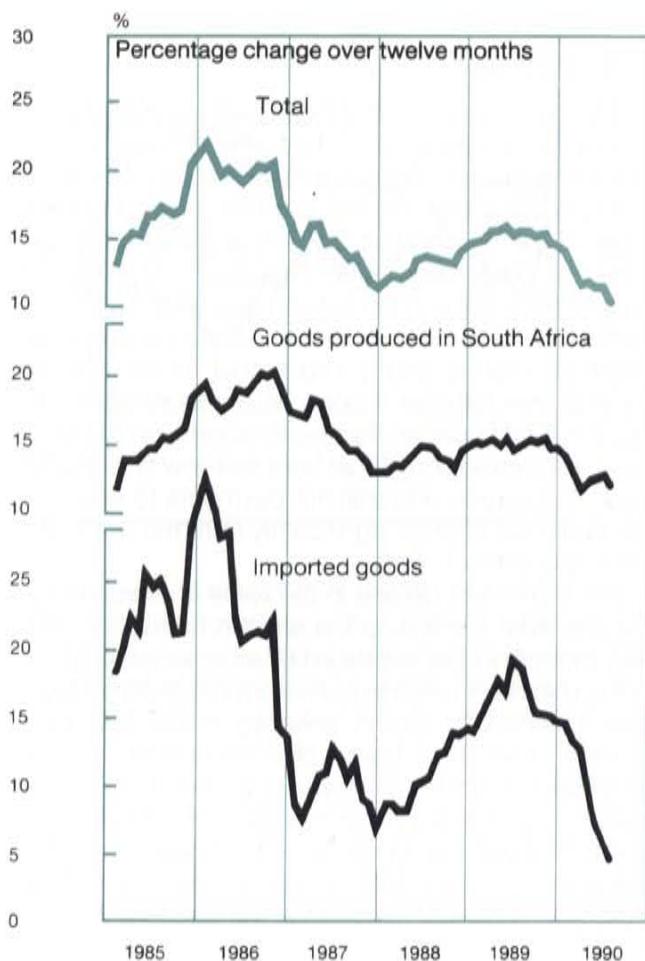
Strengthening of the effective exchange rate of the rand in the fourth quarter of 1989, relative stability of the exchange rate in the first two quarters of 1990, and the lowering of the import surcharges in the Central Government's Budget for 1990/91, caused the seasonally adjusted and annualised quarter-to-quarter rate of increase in the prices of *imported goods* to fall back from 26,8 per cent in the second quarter of 1989 to 6,6 and 7,5 per cent in the fourth quarter of 1989 and the first quarter of 1990, and to only 2,9 per cent in the second quarter of 1990. The rate of increase in the prices of imported goods over twelve-month periods retreated uninterruptedly from its recent high point of 19,3 per cent in June 1989 to only 6,0 per cent in June 1990 and 4,7 per cent in July – its lowest level since May 1984.

The seasonally adjusted and annualised quarter-to-quarter rate of increase in the prices of *domestically produced goods* dropped from its recent high point of 18,1 per cent reached as early as the first quarter of 1989 to a level of 12-13 per cent in the third and the fourth quarter of 1989, and to a single-digit level (9,7 per cent) in the first quarter of 1990. It then reaccelerated, however, to 14,2 per cent in the second quarter of 1990. This reacceleration originated from stepped-up price increases in a wide range of sectors and sub-sectors of the domestic economy, involving mining products, beverages and tobacco, textiles, wood products, rubber products, chemicals, coal and petroleum products, machinery and equipment, basic metals and metal products, and non-metal mineral products. The *twelve-month* rate of increase in these prices slowed down from its recent high point of 15,4 per cent in May 1989 to 11,3 per cent in March 1990, but reaccelerated to 12,5 per cent in June before retreating once more to 11,6 per cent in July.

Behaving much the same as the price index of domestically produced goods, the seasonally adjusted and annualised quarter-to-quarter rate of increase in the overall *production price index* declined from its high point of 17,9 per cent in the second quarter of 1989 to 11,1 per cent in the fourth quarter of 1989, and to a single-digit level (9,2 per cent) in the first quarter of 1990. It then reaccelerated to 11,8 per cent in the second quarter – being held down below the rate of increase in the prices of domestically produced goods by the low concurrent rate of increase in the prices of imported goods. The *twelve-month* rate of increase in the production price index receded from 15,8 per cent in May 1989 to 11,6 per cent in March and April 1990, but – instead of reaccelerating – then fell back slightly further to 11,2 per cent in June and very encouragingly to 10,3 per cent in July.

The quarter-to-quarter rate of increase in the *consumer price index*, seasonally adjusted and annualised, declined from 18,0 per cent in the second quarter of 1989 to 13,3 per cent, a disappointing 14,9 per cent, and 13,1 per cent in the fourth quarter of 1989

Production prices



and in the first and the second quarter of 1990 respectively. This rate, therefore, was still some distance from regaining the single-digit level it had penetrated (from above) in the first quarter of 1988. The *twelve-month* rate of increase in consumer prices retreated only sluggishly, on balance, from its recent high point of 15,7 per cent in June 1989 to 13,3 per cent in July 1990. Sharp increases were still recorded in recent months in the prices of food, tobacco and alcoholic beverages; as a result, the rise in the consumer price index for the lower income group over the twelve months to July 1990 amounted to 14,4 per cent, against a somewhat more moderate rise of 12,8 per cent for the high income group.

Balance of payments and exchange rates

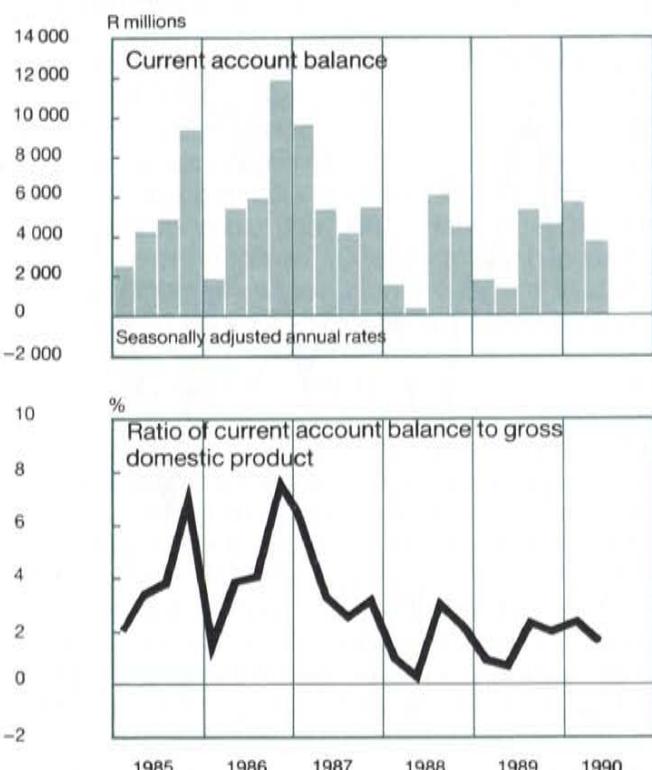
Current account

The surplus on the South African balance of payments on current account, which had strengthened from a quarterly average (in seasonally adjusted and annualised terms) of R1,4 billion in the first half of 1989 to R4,8 billion in the second half of 1989 and had advanced further to R5,6 billion in the first quarter of 1990, fell back to R3,6 billion in the second quarter of 1990. This contraction arose from a decline in the value of merchandise exports and a mild further increase in the value of merchandise imports (after a more significant rise in the first quarter). Net gold exports, on the other hand, recovered somewhat from their low first-quarter level. Net service and transfer payments to non-residents did not change significantly from the first to the second quarter of 1990.

The 5 per cent decline in the *value of merchandise exports* from the first to the second quarter of 1990 was more than fully explained by an 8 per cent decline in the *volume* of these exports from the all-time record level reached by export volumes in the first three months of the year. Lower physical quantities of exports were recorded in respect of minerals and base metals as well as agricultural exports. The total volume of merchandise exports in the second quarter of 1990, although also lower than one year earlier, was, however, still marginally higher than the quarterly average in 1989.

A strengthening of export *prices* in the second quarter of 1990 partly made up for the decline in export volumes. The average level of South African export prices in terms of rand declined after the first quarter of 1989 because of a slackening of the international commodity markets and (from the third quarter of 1989) the increased stability of the exchange rate of the rand. A number of world commodity prices firmed again, however, in the second quarter of 1990; higher export prices of copper, nickel and coal more than offset

Balance of payments



declines in the export prices of platinum and ferrochrome during this period.

The value and volume of *merchandise imports* rose slightly from the first to the second quarter of 1990 by 1,3 and 0,2 per cent respectively, despite the mild spreading of recessionary conditions in the domestic economy. The average *volume* of merchandise imports in the first two quarters of 1990 was some 4½ per cent lower than in the first two quarters of 1988 and some 8½ per cent lower than in the first two quarters of 1989. However, as was also observed in the

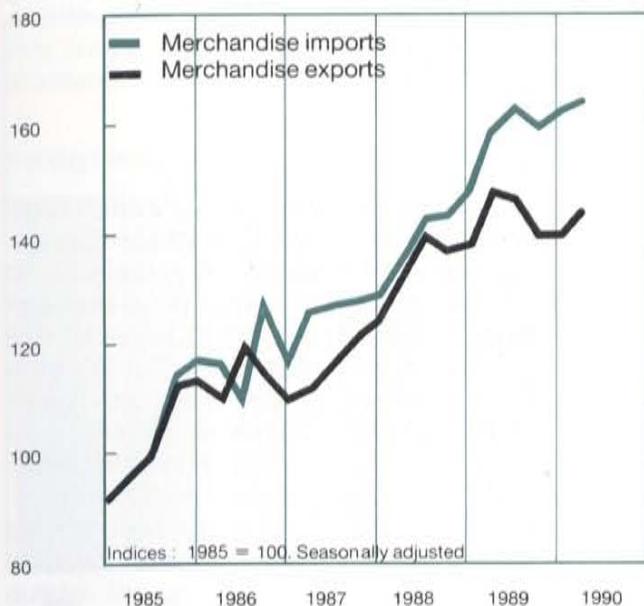
Balance of payments on current account

Seasonally adjusted annual rates

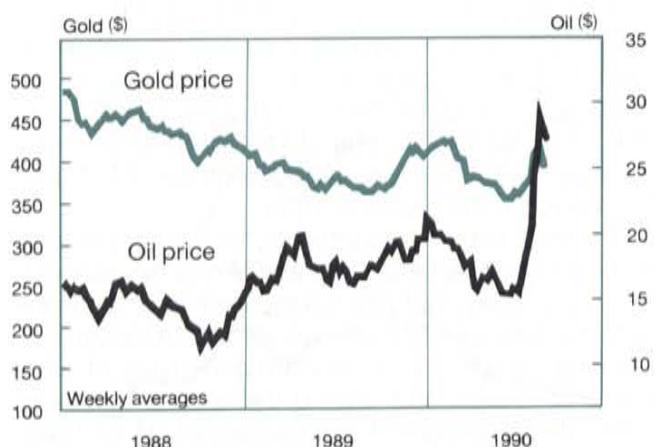
R millions

	1989				1990		
	1st qr	2nd qr	3rd qr	4th qr	Year	1st qr	2nd qr
Merchandise exports	34 842	42 866	39 986	38 646	39 085	41 660	39 527
Net gold exports	18 970	18 150	19 670	20 122	19 228	17 793	18 500
Merchandise imports	-41 519	-48 560	-44 841	-42 368	-44 322	-43 577	-44 140
Net service and transfer payments	-10 640	-11 293	-9 628	-11 971	-10 883	-10 299	-10 264
Balance on current account	1 653	1 163	5 187	4 429	3 108	5 577	3 623

Prices of merchandise imports and exports



Gold and oil prices



Reserve Bank's recent *Annual Economic Report* for 1990, the import *penetration ratio* (i.e. the ratio of real merchandise imports to real gross domestic expenditure) was no lower in the first quarter of 1990 than in the second quarter of 1988 and, at 22.3 per cent, was on average only fractionally lower in the first two quarters of 1990 than its average level of 22.4 per cent in the first two quarters of 1988.

The very slight rise in import volumes from the first to the second quarter of 1990 was accounted for by increased imports of mineral products and of vehicles and transport equipment. The limited extent (1 per cent) of the rise in the average level of import prices from the first to the second quarter could be attributed to a decline in international oil prices during the second quarter and to the relative stability of the exchange value of the rand.

During the first half of 1990 the average level of import prices was only 4 per cent higher than the average level of these prices in 1989. The abrupt surge of international oil prices after the outbreak of armed conflict in the Middle East at the beginning of August 1990 could, however, come to exert heightened pressure on South African import prices while also exerting downward pressure on the current account surplus. International oil prices (Brent crude) rose from an average of US\$18 per barrel in the first seven months of 1990 to an average of more than \$26 per barrel in August, or by 44½ per cent. A high point of \$32 per barrel was reached momentarily on 24 August; the Brent crude price then declined mildly, however, to slightly more than \$30 per barrel on 10 September.

The value of the *net gold exports* rose by 4 per cent from the first to the second quarter of 1990, thereby preventing a more drastic shrinking of the current account surplus in the second quarter. Gold export earnings rose despite significant declines in the dollar price of gold from late March 1990 into April, and again in late May and early June. Increases in the volume of gold exports as measured for balance of payments purposes (and as distinct from current gold *production* by the mining industry) therefore outweighed these price declines.

The average dollar price of gold of \$352 per fine ounce in June 1990 represented the lowest monthly average dollar gold price since July 1986. The average dollar price of gold subsequently recovered only mildly (to \$362 per fine ounce) in July 1990, but more substantially (by 9 per cent, to \$395 per fine ounce) in August in response to the outbreak of armed conflict, and the threat of potentially large-scale hostilities, in the Middle East. The *rand* price of gold advanced from R951 per fine ounce in July to R1 016 per fine ounce in August. However, a gold price well in excess of \$400 per fine ounce would be required to offset, through the price of gold alone, the direct adverse impact that would be exerted on the current account of the South African balance of payments if the international oil price were to remain durably at, or to rise above, its current level of approximately \$30 per barrel of crude.

Net service and transfer payments to non-residents reached a record high point, in annualised terms, of R12.0 billion in the fourth quarter of 1989, but retreated to an annualised level of R10.3 billion in both the first and the second quarter of 1990. An increase in net interest payments to foreigners in the second quarter of 1990 was neutralised by foreigners' increased travel expenditures in South Africa and by an increase in transfer receipts.

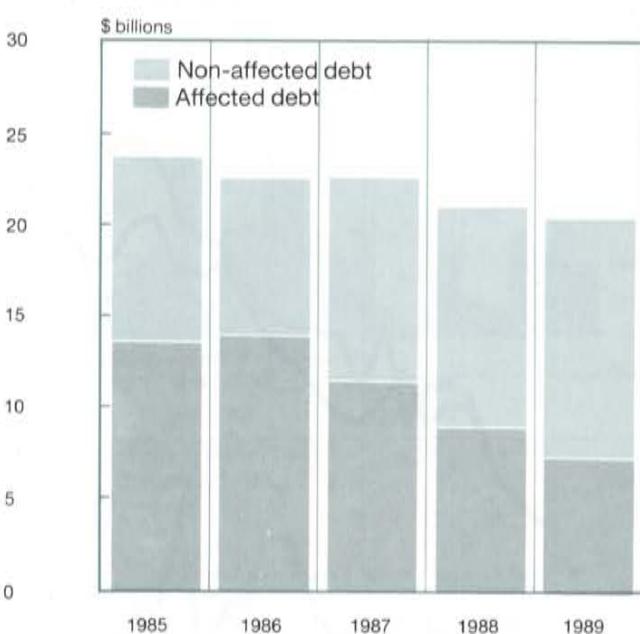
Capital account

The capital account of the balance of payments, which had improved dramatically in the first quarter of 1990, deteriorated substantially again in the second quarter. The total outflow of capital not related to reserves increased from only R0,4 billion in the first quarter of 1990 to R2,2 billion in the second quarter – its highest level since the third quarter of 1988 and roughly twice as large as the quarterly average outflow of not quite R1,1 billion in the course of 1989.

The large size of the aggregate net outflow of capital in the second quarter of 1990 was almost fully accounted for by repayments on foreign debt in accordance with the debt standstill arrangements with foreign creditor banks and by increased redemptions of other forms of foreign debt. During the second quarter of 1990 a total amount of approximately US\$1,2 billion (about R3 billion) fell due for repayment both inside and outside the standstill net. When capital outflows (not related to reserves) arising from sales of securities by foreigners and from changes in South Africa's foreign asset holdings are excluded, it is clear that a large amount of the maturing debt must have been rolled over, or that new sources of foreign capital were tapped during the three months concerned.

In 1988 and 1989, proportions of more than 80 per cent and more than 70 per cent, respectively, of the total outflows of non-reserve-related capital of R6,2 billion and R4,3 billion in these two years consisted of *short-term* capital (including unrecorded transactions). In contrast, outflows of *long-term* capital, amounting to R2,1 billion, accounted for more than 80 per cent of the total net outflow of all non-reserve-related capital of some R2,6 billion in the first half of 1990. The outflow of long-term capital in the first half of 1990 actually exceeded substantially the R1,2 billion outflow of long-term capital during all of the year 1989. The outflow of short-term capital, on the other hand, contracted from

Foreign debt of South Africa



a quarterly average of R0,8 billion in 1989 to a quarterly average of hardly more than R0,2 billion in the first half of 1990. When viewed from the side of this recent shrinkage of short-term capital outflows, this change-over from short-term capital outflows in 1988 and 1989 to long-term capital outflows in 1990 to date clearly reflected the increased stability of the exchange rate of the rand as well as relatively high current levels of short-term interest rates in South Africa.

South Africa's foreign debt inside the standstill net declined from US\$13,6 billion, or 57,4 per cent of the total foreign debt, at the end of August 1985 to US\$7,3 billion, or 35,4 per cent of the total debt, at the end of

Net capital movements (not related to reserves)

R millions

	1989				1990		
	1st qr	2nd qr	3rd qr	4th qr	Year	1st qr	2nd qr
Long-term capital							
Public authorities	-313	-143	-170	-20	-646	-206	-673
Public corporations	124	316	-62	58	436	473	-35
Private sector	-213	-899	413	-321	-1 020	-1 204	-482
Total long-term capital	-402	-726	181	-283	-1 230	-937	-1 190
Short-term capital including unrecorded transactions, but excluding reserve-related liabilities				*			
.....	-1 020	-555	-711	-829	-3 115	531	-1 000
Total capital movements excluding liabilities related to reserves	-1 422	-1 281	-530	-1 112	-4 345	-406	-2 190

1989. It then declined further in the first half of 1990 on account of repayments (to an amount of about US\$150 million) in terms of the existing standstill arrangements with foreign creditor banks as well as because of further conversions of debt into long-term loans outside the standstill net.

Foreign reserves

South Africa's total gross gold and other foreign reserves rose by R0,9 billion in the first quarter of 1990, but declined by R1,4 billion in the second quarter as a reflection of the narrowing of the current account surplus as well as of that quarter's large debt repayment obligations. The country's total gross gold and other foreign reserves accordingly declined, on balance, by R0,5 billion during the first six months of 1990, to R6,4 billion at the end of June.

The total net reserves rose by as much as R1,9 billion in the first quarter of 1990, but – like the gross reserves – declined by R1,4 billion in the second quarter. The net rise of R0,5 billion in the net reserves in the first six months of 1990 may be compared with a drop of R1,2 billion during the year 1989.

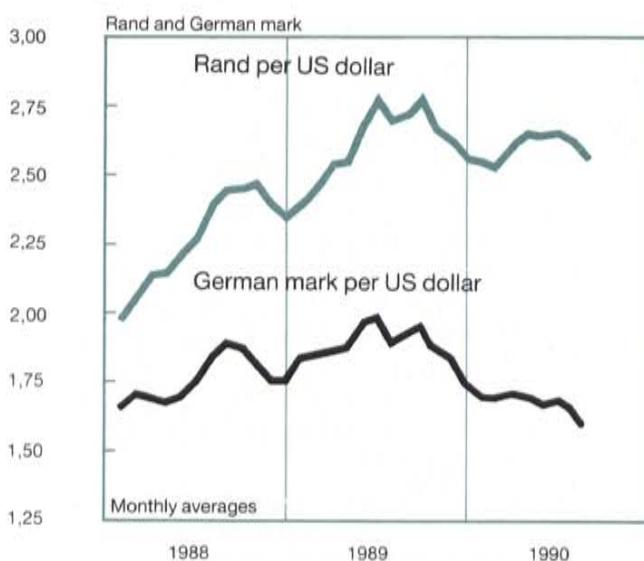
During July-August 1990 the gross and the net reserves of the Reserve Bank rose by as much as R0,9 billion and R2,1 billion respectively. The Bank's gold reserves rose from 3,1 million fine ounces at the end of December 1989 to 3,7 million fine ounces at the end of August 1990.

Exchange rates

Slackening of the growth performance of the United States economy, lower interest rates and prospects of lower interest rates, caused the American dollar to weaken on balance from mid-June 1989 to the end of August 1990 against all major currencies except the Japanese yen. Depreciations of the US dollar against the German mark, sterling and the Swiss franc over this period amounted to as much as 23, 21 and 28 per cent respectively. The dollar's depreciation against the rand amounted to 11 per cent.

The effective exchange rate of the rand reached its lowest point ever on 18 September 1989, but regained a major part of the losses it had sustained in 1989 during the remainder of that year, on account of the stronger current account surpluses in the third and the fourth quarter of 1989 and the strengthening of the dollar price of gold from mid-September. The subsequent weakening of the rand in 1990 to date was concentrated mainly in the first three months of the year, partly because of the sharp drop in the dollar price of gold in late March. More stability was displayed by the effective exchange rate of the rand from early April. At the end of August 1990 the exchange rate of the rand was still 1,8 per cent above its all-time low point of 18 September 1989.

Exchange rates



The financial rand's discount vis-à-vis the commercial rand shrank to only 19,2 per cent on 6 February 1990 in the wake of the State President's address at the opening of Parliament on 2 February, but subsequently returned to levels of more than 30 per cent. Following the sharply increased political tension and military moves in the Persian Gulf area in August, the sharp rise in the dollar price of gold, to a peak of US\$414 per fine ounce on 23 August, caused the financial rand to strengthen to R3,63 per dollar, and its discount to narrow to 28,9 per cent, on 14 August. The flaring-up of faction fights in a number of Black townships, and the decision of the authorities to restrict the use of financial rand to the acquisition of fixed assets, plant and machinery, subsequently contributed to a renewed weakening of the financial rand to R3,89 per dollar and to a renewed widening of its discount to 34,2 per cent on 31 August.

Changes in exchange rates of the rand

%

	30 Dec 1988 to 18 Sept 1989	18 Sept 1989 to 29 Dec 1989	29 Dec 1989 to 31 Aug 1990
Weighted average	-10,9	7,3	-5,1
USA dollar	-15,9	11,0	-0,5
British pound	-3,7	8,2	-16,4
German mark	-7,7	-4,5	-7,9
Swiss franc	-5,9	0,9	-16,5
Japanese yen	-2,3	8,8	0,2
French franc	-8,7	-3,2	-9,7
Financial rand	-5,2	12,7	-7,9

Financial markets

Money supply

Growth in the M3 money supply substantially exceeded the upper limit of the monetary target range in both of the targeting years 1988 and 1989 and continued to exceed the upper limit (of 15 per cent) of the "guideline" range for growth in M3 during the first five months of the money-management year 1990. In June 1990, however, M3 retreated to within the "cone" traced out by the upper and lower limits to monetary expansion as set by the guideline range. The annualised rate of increase in M3 (seasonally adjusted) from its quarterly average in the fourth quarter of 1989 to its level as at the end of June and July 1990 amounted to 13,8 and 13,5 per cent respectively.

The twelve-month rate of increase in M3 declined, on balance, from its cyclical high point of 27,5 per cent in August 1988 to a more recent high point of 23,5 per cent in January 1990 and to 19,1, 16,6 and 15,8 per cent in May, June and July 1990. The last-mentioned threesome of rates followed a period of 26 months (beginning in March 1988) in which growth in M3 over twelve-month periods had never dropped below 20 per cent.

The quarter-to-quarter rate of increase in M3, seasonally adjusted and annualised, retreated in a broadly similar way from its cyclical peak of 28,5 per cent in the third quarter of 1988 and a more recent high point of 26,7 per cent in the third quarter of 1989, to 12,2 per cent in the second quarter of 1990. This most recent

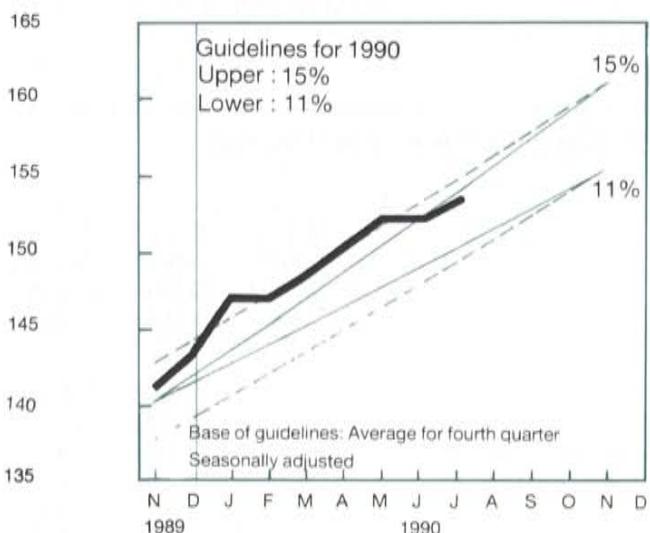
rate of increase actually fell slightly short of the concurrent annualised quarter-to-quarter rise in the gross domestic product at current prices. The income velocity of M3, which had been decreasing by an average of 1,5 per cent per quarter over the preceding ten quarters from the fourth quarter of 1987 onward, accordingly rose slightly (by about 1 per cent) in the second quarter of 1990.

The slow-down in the tempo of monetary expansion from late 1988 onward could be attributed in a general manner to the effect of the authorities' more restrictive policies, the cooling of the economy and the contractions of real gross domestic product and domestic final demand from various points in time in the course of 1988 or 1989 and to the downward drift of the various inflation rates after the middle of 1989. In addition, the increased stability of nominal interest rates and diminishing expectations of further interest rate increases meant a waning of the pressures for maintaining highly liquid balances for "speculative" reasons or for reasons of liquidity preference proper; and a slackening of credit demand, and of money-creating institutions' competition for deposits, afforded opportunities to these institutions for a lowering of their deposit rates relative to their lending rates, as they sought to restore their interest rate margins. Against these various considerations which are making for a lower rate of monetary expansion, the demand for interest-earning deposit holdings seems likely to be supported somewhat by the gradual strengthening of the *real after-tax* interest returns on deposits for smaller depositors in particular. A similar effect stands to be exerted by the diminished buoyancy of conditions on the stock exchange.

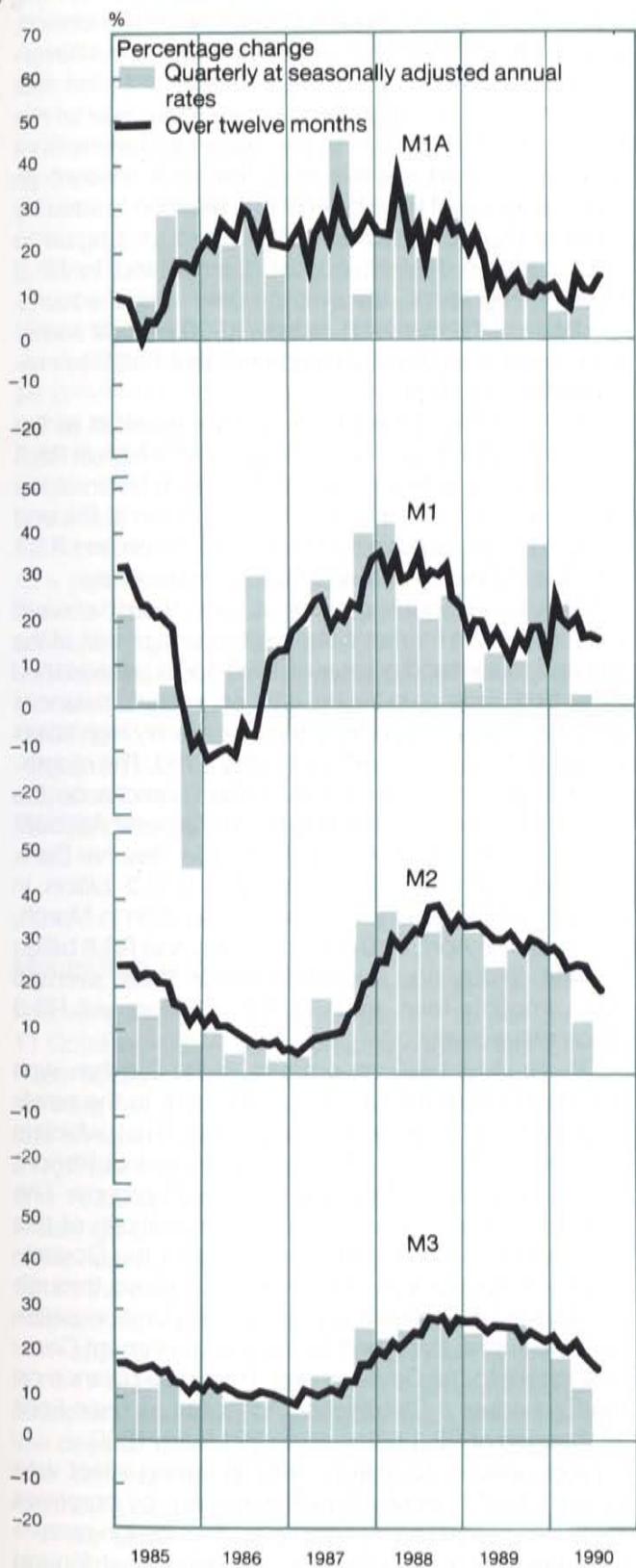
Like the rates of increase in M3, the rates of growth in the narrower monetary aggregates also displayed downward trends from the last few months of 1988. In July 1990 the growth rates of M1A, M1 and M2 over twelve-month periods amounted to 13,6 per cent, 15,0 per cent and 18,2 per cent respectively. The comparatively slow growth in M1A (which comprises notes and coin in circulation and private non-monetary institutions' balances in cheque and transmission accounts) reflected the slackening of the growth in nominal expenditures as well as rising real returns on non-M1A forms of money holdings. Since April 1989 the twelve-month growth rate of M1A has mostly been only about half as high as the rate of growth in M3.

In contrast, the rate of increase in the long-term deposit component of M3 – which had remained at low levels since late 1987 as investors avoided the less readily renewable depository investments in a climate of rising interest rates and rising interest rate expectations – accelerated sharply from the end of March 1990 to the end of July. The annualised rate of increase in these deposits between these two month-ends amounted to no less than 34,9 per cent. Growth in these deposits was also stimulated by banks' and building societies' increases in their long-term deposit interest rates

Guidelines for growth in M3



Monetary aggregates



in April 1990, when investor sentiment had already turned to expectations of future reductions and declines in the general pattern of nominal interest rates. Early reductions of the long-term deposit rates were, in fact, made by the institutions concerned from approximately the middle of 1990 onwards.

In the statistical (or accounting) sense, the seasonally adjusted increase of R3,8 billion in M3 from the end of March 1990 to the end of June was more than fully explained by an increase of R8,3 billion in monetary institutions' claims on the private sector. Net claims on the government sector rose by a seasonally adjusted R0,6 billion between the two quarter-ends concerned. The seasonally adjusted net gold and other foreign reserves of the monetary sector, which had increased by no less than R1,3 billion in the first quarter of 1990, fell back by R0,8 billion during the second quarter, in the wake of the narrower current account surplus and substantial repayments on long-term foreign debt in particular.

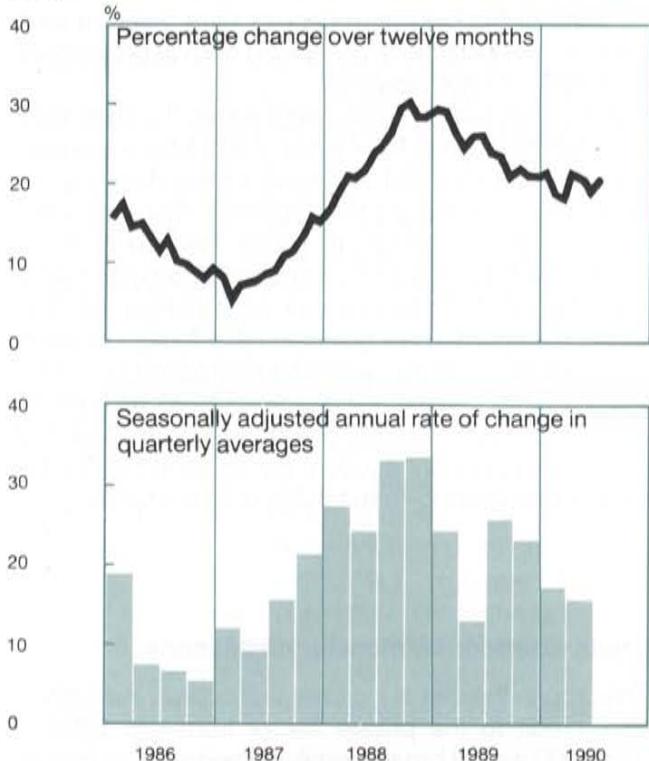
Credit extension by monetary institutions

The drop in the rate of increase in monetary institutions' total credit to the private sector from late 1988 to mid-1990 was of broadly similar dimensions as the deceleration of the rate of increase in the M3 money supply. The twelve-month rate of increase in the monetary sector's total claims on the private sector fell back from 30,2 per cent in October 1988 to 20,6 per cent in December 1989 and to 18,7 per cent in June, but accelerated mildly to 20,0 per cent in July.

The *quarter-to-quarter* rate of increase in the monetary institutions' total credit to the private sector, seasonally adjusted and annualised, retreated even more markedly from its peak level of 33,2 per cent in the fourth quarter of 1988 to 22,8 per cent in the fourth quarter of 1989 and to 15,4 per cent in the second quarter of 1990, as the steadily widening and strengthening effect of recent and current real interest rate levels and the slowing of the economy made themselves felt in a fall-off in incremental credit demand.

Within the total of monetary institutions' claims on the private sector, "bills discounted" rose by 55,4 per cent in the twelve months to the end of June 1990 as banks and building societies sought to strengthen or replenish their liquid asset portfolios. Hire-purchase credit and leasing finance, and mortgage advances, rose by 20,5 and 15,7 per cent respectively. Investments in private sector securities increased by as much as 44,4 per cent, probably partly as a reflection of a levelling-off of the use of these securities as the underlying assets in repurchase agreements. "Other" loans and advances, consisting mainly of overdrafts, rose by 18,9 per cent; most of this increase was concentrated in advances to companies rather than to households or individuals.

Claims of monetary institutions on domestic private sector



Quarterly increases in the sum total of hire-purchase credit and leasing finance (the changes in which are associated closely with rises and declines in durable consumer goods purchases and fixed investment expenditure) slowed down from approximately R1,4 billion in each of the first three quarters of 1989 to R1,0 billion in the final quarter of 1989 and to R0,9 billion and R1,1 billion in the first and the second quarter of 1990. Quarterly increases in monetary institutions' total mortgage advances retreated from around R2,5 billion in each of the first two quarters of 1989 to R1,8 billion and R1,9 billion in the ensuing two quarters, but rose somewhat again to R2,1 billion in each of the first two quarters of 1990.

"Overdue" amounts on the loan accounts of private banks' borrowing clients rose from a very low 0,4 per cent of total loans and advances granted at the end of December 1989 to 0,5 per cent at the end of March 1990 and to 0,7 per cent at the end of June. This may be compared with a level of this ratio of 2,3 per cent at the end of December 1986 and suggests that financial hardships imposed by the downturn of the economy from early 1989 to mid-1990 have, generally speaking, been relatively limited.

Reserve Bank operations in the money market

Money market conditions, as measured by the market's needs for Reserve Bank accommodation, eased gradually from the beginning of 1990 but nevertheless remained tight in comparison with the first seven months of 1989. The average daily level of the Bank's accommodation of the market at the discount window receded steadily from the peak amount (in nominal terms) of R4,8 billion it had reached in January 1990 to R2,6 billion in June 1990, but rose again to R3,4 billion in July. In August it amounted to R2,8 billion. In *real* terms, the average daily level of accommodation of the market in January 1990 was still somewhat lower than the record amount that had been recorded in July 1984.

The *month-end* amount of accommodation at the discount window declined from an all-time high of R5,5 billion at the end of January 1990 to R3,6 billion at the end of May. It then increased to R4,3 billion at the end of June before declining again to R3,5 billion and R3,1 billion at the end of July and August respectively.

From the accounting point of view, the downward tendency in the market's shortages during most of the first and the second quarter of 1990 could be explained partly from declines in the government sector's balances with the Reserve Bank from the inordinately high levels these balances had reached in early 1990. The monthly average of the daily totals of the balances on the Exchequer Account, the Paymaster-General Account and the Stabilisation Account with the Reserve Bank decreased from R12,1 billion and R12,2 billion in January and February 1990 to R11,0 billion in March, R9,9 billion in April, R10,0 billion in May and R8,6 billion in June. In July and August, however, these average daily amounts rose again to R10,1 billion and R9,9 billion respectively.

On 16 July 1990 an amount of R2,0 billion was transferred from the Exchequer Account to the newly established Independent Development Trust, which is to initiate actions for the socio-economic upliftment and development of various population groups. The potential impact on money market conditions of this large and sudden release of funds from the Government's accounts was, however, neutralised through the sale of government and public corporation paper by the Reserve Bank and the Public Investment Commissioners to the Development Trust. The balance on the Exchequer's *Stabilisation Account* has been kept unchanged at R2,1 billion since 29 March 1990.

From January to March 1990 an easing effect was also exerted on money market conditions by increases in the Reserve Bank's net gold and other foreign reserve holdings. A slight decrease in the Bank's net foreign reserves was, however, recorded during the second quarter. The Bank's dollar swap arrangements with major banking institutions, which had been introduced on 23 February 1990 for the purpose of temporarily

sterilising cash reserves accruing to the private banking system (primarily from balance of payments sources), continued to be used from time to time as a convenient instrument for managing money market conditions. The total amount of these dollar swaps reached a peak of R1,7 billion in mid-May 1990 and stood at R1,2 billion in mid-August.

The average daily amount of notes in circulation decreased from R8,1 billion in January 1990 to R7,9 billion in February. It then increased steadily to R8,5 billion in July 1990 and to R8,7 billion in August 1990.

Overnight loan accommodation to banks at the discount window over month-ends increased from R0,8 billion at the end of May to R1,1 billion at the end of June 1990. However, no assistance in this form had to be provided to the market at the end of July or August.

Net sales of government stock by the Reserve Bank from April to June 1990 amounted to R3,8 billion. In July and August such sales amounted to R0,8 billion and R0,9 billion respectively. The Bank also stepped up its activity in the government stock options market to a noteworthy degree. During July, for example, the Bank's transactions in traded-options contracts amounted to nearly R0,8 billion.

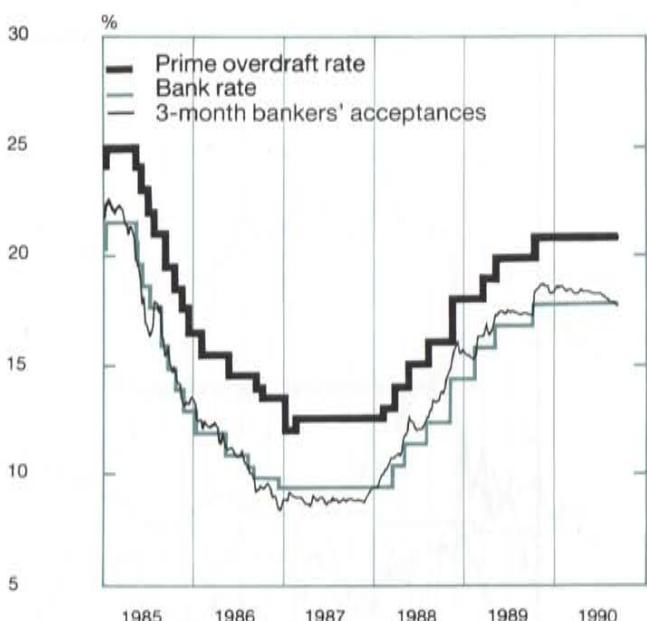
The amount of Treasury bills offered at the weekly tender was raised to R70 million from 11 May 1990, to R100 million from 15 June and to R120 million from 24 August 1990. The amount of Treasury bills outstanding advanced from only R247 million on 11 May 1990 to R1 104 million on 17 August 1990.

Money market interest rates

Following the Bank rate increase (to 18 per cent) of 11 October 1989 (and the simultaneous increase in the Reserve Bank's rediscount rate for three-month liquid bankers' acceptances to 18,30 per cent), the market rate on liquid bankers' acceptances fluctuated between a high point of 18,80 per cent on 18 November 1989 and 18,30 per cent on 6 July 1990. As the market increasingly came to expect a lowering of Bank rate and of the Reserve Bank's associated accommodation rates within the next few months, the market rate on liquid bankers' acceptances dropped below 18,30 per cent from approximately 7 July 1990, and below Bank rate from 17 August 1990. This was the first such negative acceptance rate/Bank rate differential since the last few days of 1987. On 12 September 1990 the market rate on three-month liquid bankers' acceptances reached a low point of 17,80 per cent.

In his Governor's Address at the Reserve Bank's Annual General Meeting of shareholders on 28 August 1990, the Governor stated his conviction that although the time was approaching for a relaxation of monetary policy, the right moment for such a policy change could not yet be said to have arrived. As in mid-September

Short-term interest rates

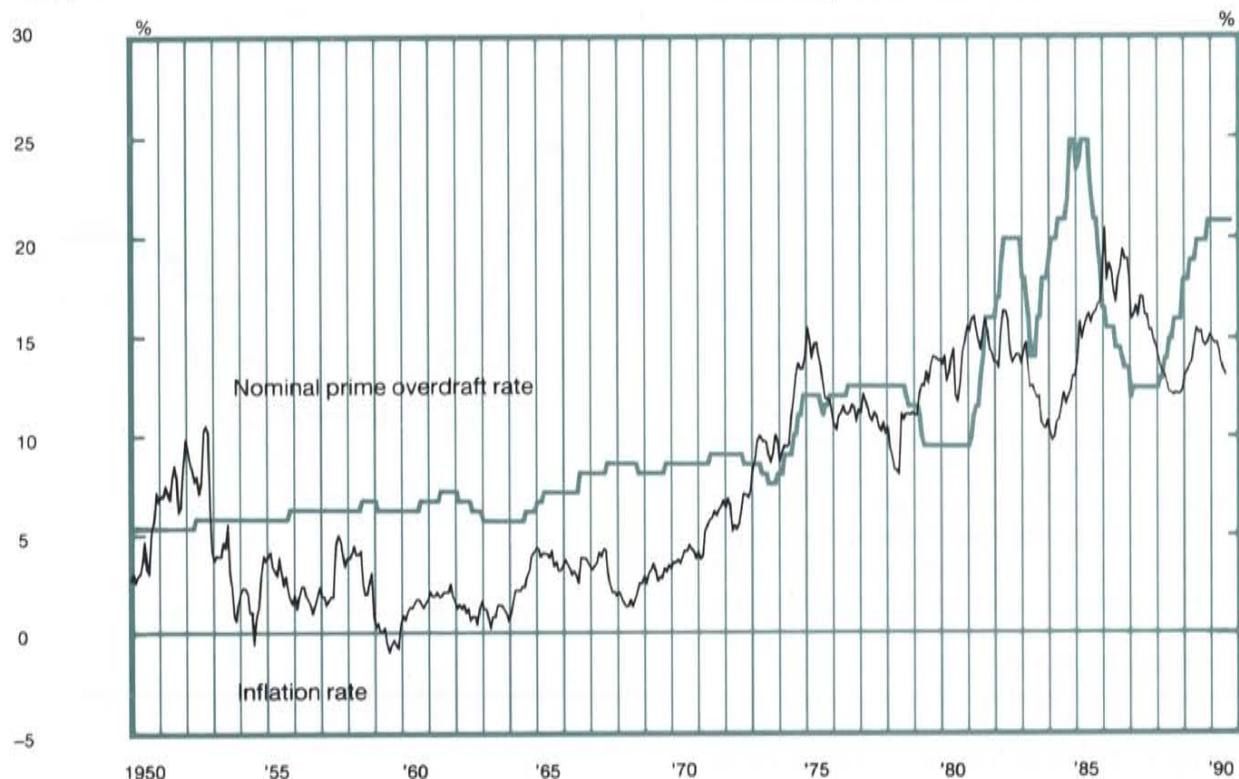


1990, the "average" market expectation of future interest rate movements, as reflected in the rates quoted in futures contracts for three-month liquid bankers' acceptances, was for the liquid acceptance rate to decline to 17,08 per cent by November 1990 and to 16,12 per cent by February 1991.

The discount houses' call rate declined markedly from 21,25 per cent at the end of June 1990 to 20,25 per cent at the end of July and to only 19,00 per cent at the end of August. Round-tripping may, however, still have been provoked by the positive call rate/prime rate differential as at the end of June.

A comparison of the South African commercial banks' prime overdraft rate with the twelve-month rate of inflation in consumer prices over the past forty years shows that – in contrast with the first twenty-three years of this period – the prime lending rate since 1973 has not been significantly positive in real terms for more than approximately 2½ years in succession. The negative real interest rates that appeared to be made feasible and permissible by direct credit controls and exchange controls, by the floating of the exchange rate, and/or by balance of payments strength imparted by the high dollar price of gold in the gold boom years 1973-75 and 1979-81 (and which repeatedly appeared to be required for purposes of restimulating the domestic economy), have only fairly recently been recognised adequately as having been a contributory factor in bringing about various longer-term problems and

The prime overdraft rate and twelve-month rate of inflation in consumer prices



structural deficiencies in the South African economy. The need for rectifying these deficiencies is an argument in the case for interest rates that will be positive in real terms in virtually all conceivable conditions.

Capital market developments

Trading activity in the secondary capital markets, which had reached quite extraordinary heights in the first quarter of 1990, fell back sharply in the second quarter. Declines were also recorded in the volume of fixed property transactions, while share prices weakened further after hesitancy on the stock exchange had set in from approximately March 1990 onward. In the primary markets, on the other hand, the amount of new security issues rose significantly in the second quarter of 1990, after having declined substantially in the preceding three months.

The value of *public sector stock* traded on the stock exchange rose from R58,1 billion in the fourth quarter of 1989 to a wholly unprecedented R77,3 billion in the first quarter of 1990, but declined by a remarkable 35 per cent to R50,2 billion in the second quarter. At R19,3 billion, however, the value of these transactions in July was again significantly higher than the average

monthly turnover of public sector stock of R16,7 billion from April to June.

The declining level of trading in public sector stock in the second quarter of 1990 could be attributed to a minor extent to diminishing net purchases of such stock by non-residents on the Johannesburg Stock Exchange, which decreased from a quarterly total of R883 million in the fourth quarter of 1989 to R705 million in the first quarter of 1990 and to only R296 million in the second quarter. This amount subsequently recovered, however, to R190 million in July, from a monthly average of R97 million in the preceding three months.

The value of *shares* traded on the stock exchange, which had increased from a then record level of R6,2 billion in the fourth quarter of 1989 to a new record level of R8,6 billion in the first quarter of 1990, fell back by 36 per cent to R5,5 billion in the second quarter. Unlike turnover in the public-sector stock market, however, the amount of shares traded then slipped back slightly further from its monthly average of some R1,8 billion in the second quarter to R1,7 billion in July.

The value of the *net sales* of shares by non-residents on the Johannesburg Stock Exchange only reached its peak in the first quarter of 1990. The amount of these sales rose from R518 million in the fourth quarter of 1989 to no less than R2 832 million in the first quarter

of 1990, but fell back sharply to R803 million (or to a monthly average of some R268 million) in the second quarter of 1990. It then declined even further to only R118 million in July.

The more rapid dwindling of non-residents' net sales of shares than of their net purchases of public sector stock in the first seven months of 1990 caused non-residents' aggregate net sales of both shares and stock to decline sharply from R2 127 million in the first quarter of 1990 to only R506 million in the second quarter; these net sales were then reconvered into net purchases of R72 million in July (against net purchases of R365 million in the fourth quarter of 1989).

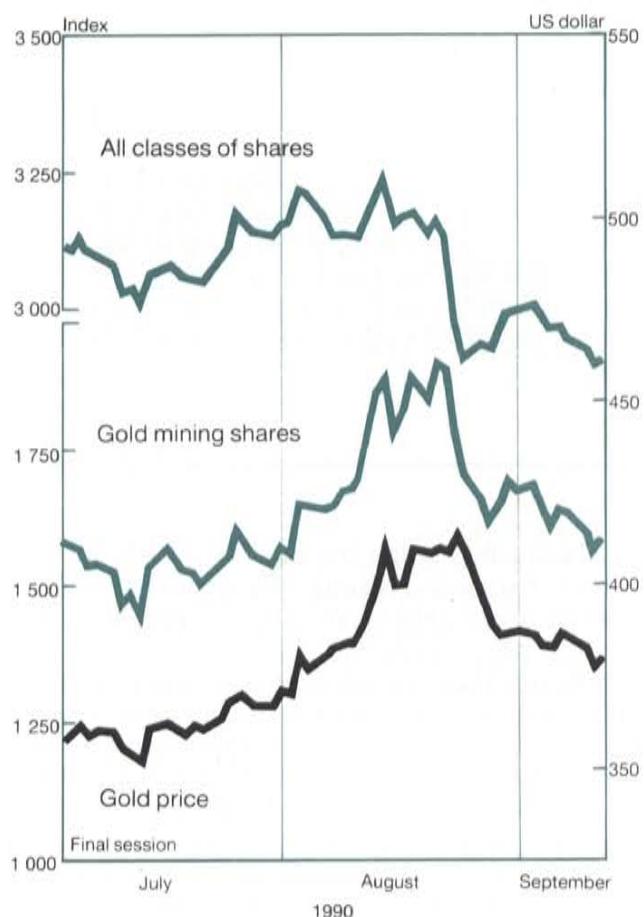
More generally, the decline in transactions in public sector stock and company shares in the second quarter of 1990 marked a return to more normal and sustainable levels of trading activity, after the hectic spurt in these transactions in the first quarter. A large part of the overall decline in trading activity would appear to have been due to the fact that portfolio reshufflings (notably shifts out of public sector stock and into shares) by insurers and pension funds in response to the new rules concerning maximum investment limits, and opposite switchings by non-residents out of shares into higher-yielding public sector stock, have now largely run their course. In addition, the exuberance of share trading activity that was a feature of the first quarter of 1990, was also damped by declines in the dollar price of gold in March, May and June and by the effect of these declines on gold-mining share prices, other share prices and market sentiment.

The average price level of all classes of shares, which had risen by 7 per cent in the fourth quarter of 1989, gained another 4 per cent in the first quarter of 1990, but shed 7 per cent in the second quarter. This was the second-largest price decline in a single calendar quarter after the "crash" of October 1987 (which had caused the average share price level to drop by 33 per cent in the fourth quarter of 1987); it was still surpassed, however, by the 10 per cent price decline in the first quarter of 1988. In June 1990 the monthly average price level of all classes of shares was 8 per cent lower than at its most recent high point in February 1990.

The average price level of gold-mining shares reached a high point in January 1990, but subsequently slipped back steadily, by a total of 35 per cent, to a level in June 1990 that was 42 per cent lower than the all-time high of these prices in August 1987. Gold-mining share prices recovered, however, by some 24 per cent in July-August 1990 in response to the firming of the dollar price of gold, notably after the Iraqi invasion of Kuwait on 2 August.

The average price level of financial shares reached its highest point as in 1990 to date only in March 1990. Financial share prices rose by 8 per cent in the first quarter of 1990, declined by 3 per cent in the second quarter, but rose again by 2 per cent in July. Industrial and commercial share prices reached a peak in Feb-

JSE-Actuaries' share price indices and gold price

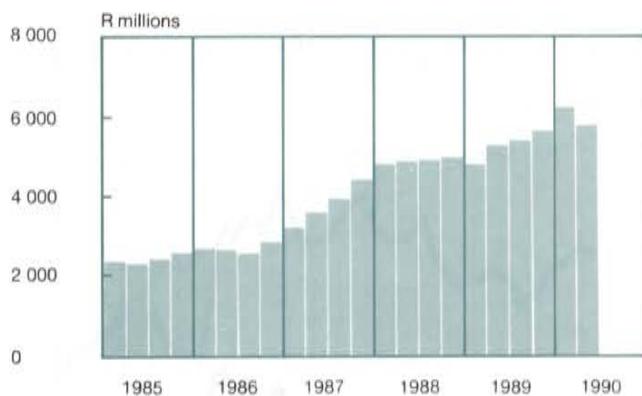


February 1990, but retreated by 2 per cent in the second quarter and by 1 per cent in July.

The monthly total value of deals in *futures contracts* amounted to nearly R2,3 billion, R2,3 billion and close to R2,0 billion in May, June and July 1990 respectively. The amount of these deals then rose abruptly (by 59 per cent) to more than R3,1 billion in August, mainly in response to uncertainties created by the crisis situation in the area surrounding the Persian Gulf.

In the primary capital markets, the amount of funds raised by borrowing entities in the public sector through new issues of fixed-interest securities to bank and non-bank private sector investors changed from a net repayment of debt of R0,8 billion in the fourth quarter of 1989 to net new borrowing of R0,4 billion and R5,3 billion in the first and the second quarter of 1990 respectively. Private sector companies, which had made new issues of fixed interest securities in the first quarter of 1990 to an amount of only R60 million, raised R109 million in the second quarter of 1990. In addition, companies listed on the stock exchange also increased the amounts of new issues of ordinary share capital from

Real estate transactions



only R0,3 billion in the first quarter of 1990 to R2,2 billion in the second quarter. The latter total included three major individual issues of R0,8 billion, R0,6 billion and R0,4 billion respectively.

In the *mortgage* market, mortgage loans paid out by the building societies, which had declined to R1,4 billion and R1,5 billion in the third and the fourth quarter of 1989, rose steadily to a level of R1,8 billion in both the first and the second quarter of 1990. The increase in building societies' *holdings* of mortgage loans, which had amounted to R0,5 billion in both the third and the fourth quarter of 1989, rose to R0,7 billion in the first quarter of 1990 and to R0,8 billion in the second quarter. However, the increase in *banking institutions'* holdings of mortgage loans declined slightly from R1,3 billion in the fourth quarter of 1989 to R1,2 billion in the first quarter of 1990, and even further to R0,9 billion in the second quarter of 1990.

The value of *real estate transactions* rose from its previous record level of R5,7 billion in the fourth quarter of 1989 to a new high of R6,2 billion in the first quarter of 1990 and amounted to R5,7 billion in the second quarter of 1990.

Capital market yields and interest rates

Capital market rates, which had been on a hardening course from about February 1990, softened slightly in July and August in the general climate of declining short-term interest rate expectations, improvements in the inflation rates, the slightly better dollar price of gold in July, and official efforts to improve the tradability of government stock. The average monthly yield on long-term government stock, which had declined relatively steeply from 16,9 per cent in October 1989 to 15,5 per cent in January 1990, reverted to 16,7 per cent in June. It then eased slightly to 16,4 per cent in July 1990 and to 16,3 per cent in August.

The *real* interest rate on long-term government stock (i.e. the nominal rate after adjustment for the prevailing year-on-year inflation rate), which had reached a high point of 3,9 per cent in November 1988, slid down fairly steadily but strongly to only 0,3 per cent in January 1990. However, increases in the nominal yield on long-term government stock up to June, and the decline in the inflation rate, subsequently caused this rate to return to 2,7 per cent in July 1990.

Mirroring the weakening of the general level of share prices in the second quarter of 1990, the monthly average *dividend yield* on all classes of shares rose from 5,3 per cent in March 1990 to 5,6 per cent in July; it remained at this level in August. The average *earnings yield* on all classes of shares (excluding gold-mining shares) eased from 15,4 per cent in December 1989 to 14,5 per cent in June 1990, before recovering to 15,1 per cent in July and to 15,2 per cent in August.

Capital market interest rates and yields



The building societies' predominant home mortgage rate, which had been raised to 20,75 per cent in October 1989 from its previous level of 19,75 per cent, was maintained at this new level through September 1990, its longest period of no change since the period October 1975-March 1979. The predominant rate on twelve-month deposits with banks and building societies, which is regarded as representative of deposit rates in general, was raised from 16,5 per cent to 17,0 per cent in October 1989 and to 18 per cent in April 1990. However, this rate was lowered to 17,0 per cent in August 1990 as part of these institutions' endeavours to restore somewhat more comfortable interest rate margins in a somewhat easier credit-demand situation.

The maximum permissible finance charges rates, as determined in terms of the Usury Act, were reduced, for technical reasons, with effect from 27 July 1990 from 30 to 29 per cent in respect of money lending, credit and leasing transactions for amounts of more than R6 000 (but not exceeding R500 000) and from 33 to 32 per cent in respect of transactions of up to R6 000.

The rates on *tax-free investments* with building societies, the Post Office Savings Bank and the Treasury were raised by 1,5 per cent in March 1990. This increase was effected partly by way of compensation for the first step in the gradual phasing-out (by 20 per cent per year over a five-year period) of the tax-free status of the interest income earned on these investments. The current interest rate of 11,5 per cent on Post Office Savings Certificates and on tax-free deposits with, and subscription shares in, building societies compares with a rate of 9,5 per cent in November 1989.

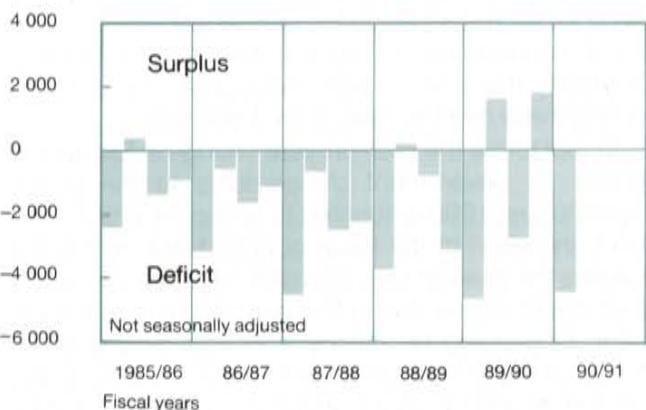
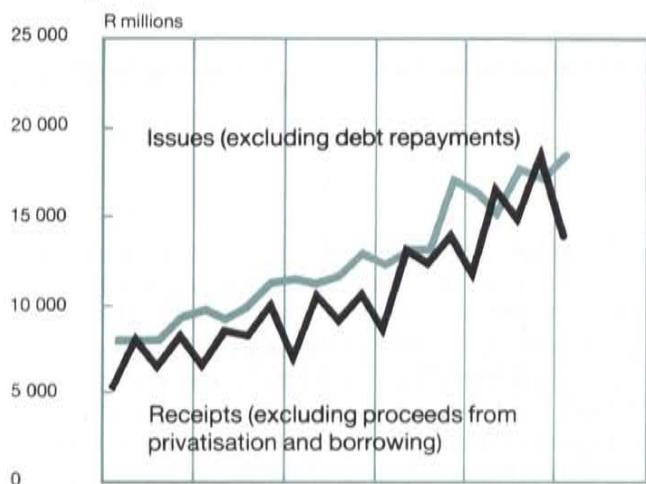
Government finance

Exchequer issues

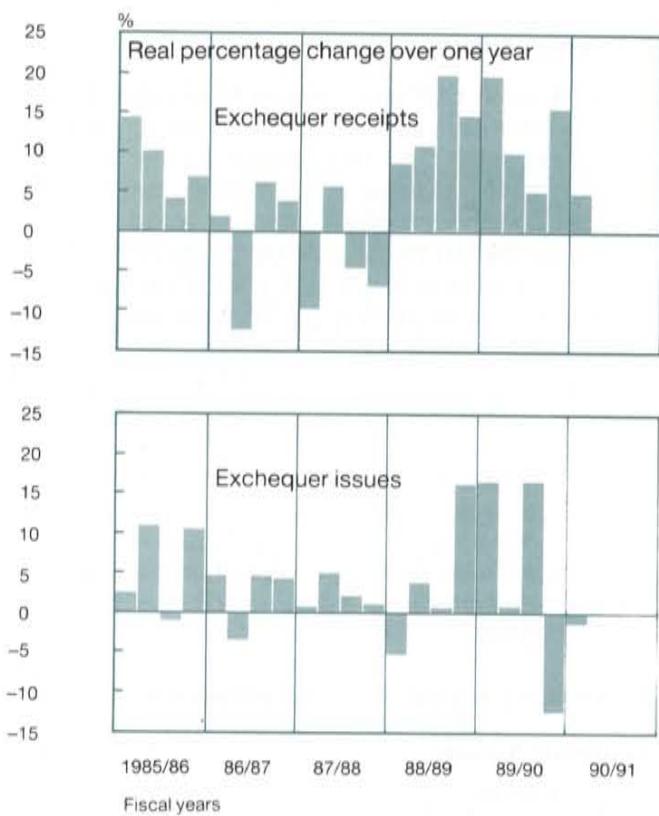
The change in Exchequer issues to Central Government departments as compared with the corresponding quarter of the preceding fiscal year (after the usual adjustment for changes in the balance on the Paymaster-General Account) rose from an actual decrease of 1,0 per cent in the final or March quarter of fiscal 1989/90 to an increase of 12,6 per cent in the first or June quarter of fiscal 1990/91. The year-on-year percentage increase in such issues in the June quarter of 1990 was therefore slightly higher than the budgeted increase of 11,9 per cent for the fiscal year 1990/91 as a whole.

In July-August 1990, notably in August, the year-on-year percentage increase in Exchequer issues to government departments rose substantially. As a result, these issues were 17,0 per cent higher in the first five months of fiscal 1990/91 than in the first five months of fiscal 1989/90.

Exchequer Account



Exchequer receipts and issues



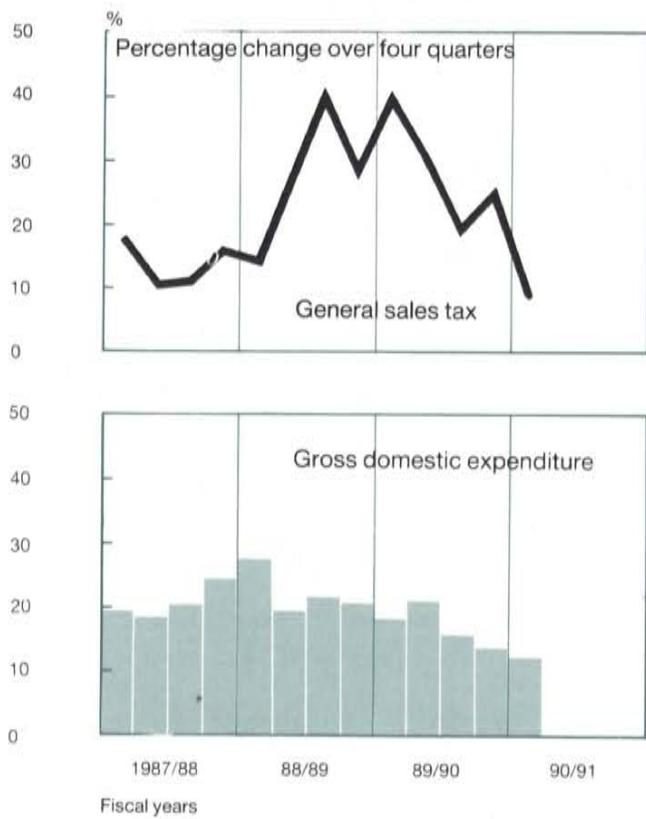
Exchequer receipts

The year-on-year rate of increase in Exchequer receipts declined from 27,2 per cent in the March quarter of 1990 to 19,1 per cent in the June quarter. This rate of increase then showed a slight further deceleration in July and a more pronounced decline in August, owing to lower income tax receipts from the gold-mining industry. Total receipts in the first five months of fiscal 1990/91 accordingly were 15,0 per cent higher than in the corresponding period of fiscal 1989/90.

This rate of increase of 15,0 per cent in Exchequer receipts in the first five months of fiscal 1990/91 was markedly higher than the increase of 5,8 per cent in government revenue that had been envisaged in the March 1990 Budget for the fiscal year as a whole. In *real* terms the year-on-year increase in Exchequer receipts during the five months to August 1990 amounted to 1,2 per cent.

The unexpected strength of Exchequer receipts in the first five months of fiscal 1990/91 could be attributed mainly to unanticipated large increases in receipts from income tax on individuals and companies. Receipts from customs and excise duties and from the surcharge on imports during this period also exceeded the Budget expectations for the fiscal year as a whole.

General sales tax and gross domestic expenditure



However, the published data for *total* Exchequer issues in July 1990 also include the payment of R2,0 billion to the Independent Development Trust (IDT), which was established for the express purpose of instituting programmes and actions of socio-economic upliftment and development of the country's various population groups. This expenditure was funded from the Government's financing surplus in fiscal 1989/90 and was not included in the Government's 1990/91 budgetary expenditure estimates. When this amount of R2,0 billion is added to Exchequer issues to government departments in the first five months of fiscal 1990/91, the year-on-year increase in these issues during these months rises to 24,4 per cent.

In *real* terms the year-on-year change in Exchequer issues to *government departments* in the period April-August 1990 amounted to an increase of 2,9 per cent. Inclusion of the issue of R2,0 billion to the IDT causes the year-on-year increase in the real amount of Exchequer issues during this period to rise to 9,4 per cent. Depending on the pace of spending of these funds by the IDT, the short-term impact of fiscal policy on the economy could, therefore, be more expansionary than anticipated.

However, the rate of increase in receipts from the fuel levy and from general sales tax during the five months to August 1990 was lower than had been anticipated in the Budget estimates for the current fiscal year. This was largely a reflection of the general slowing-down of domestic economic activity.

Deficit before borrowing

The Exchequer Account deficit before borrowing and debt repayment in the first five months of fiscal 1990/91 amounted to R7 126 million, or to R3 132 million more than in the corresponding period in fiscal 1989/90. At this level the cumulative deficit in the five months to August 1990 was equal to 89 per cent of the deficit of R7 994 million that was envisaged in the March 1990 Budget for the fiscal year 1990/91 as a whole. If the payment to the Independent Development Trust is not regarded as an Exchequer issue, the cumulative deficit from April to August 1990 amounted to R5 126 million, or to 64 per cent of the budgeted deficit for the fiscal year. The Exchequer Account deficit of R4 856 million in the *four* months to July 1990, *plus* the discount of R1 670 million on new issues of government stock (for a total of R6 526 million), was financed from the following sources:

	R millions
Public Investment Commissioners	-970
Non-bank private sector	6 726
Banking sector:	
Corporation for Public Deposits	-581
Other banks	1 403
Foreign sector	<u>-52</u>
Total	<u>6 526</u>

The borrowing instruments and available cash balances utilised in the financing of the Exchequer Account deficit of R7 126 million in the first *five* months of fiscal 1990/91 were as follows:

	R millions
Government stock	7 917
Treasury bills	719
Non-marketable securities	-88
Foreign loans	-24
Use of cash balances	<u>696</u>
Total gross financing	9 220
<i>Less:</i> Discount on new stock issues ..	<u>2 094</u>
Total net financing (= Exchequer deficit)	<u>7 126</u>

Activity in the South African foreign exchange market

by E.J. van der Merwe and J.N. de Clerck

In the past five years central banks have increasingly shown a greater interest in the size, volumes and structures of foreign exchange markets. A better understanding of these markets is important for bank supervision purposes and for effective intervention by monetary authorities in order to promote more stable financial conditions in general. Statistical and other surveys of these markets were also prompted by the increasing international integration of financial markets, and by the widespread use of new financial instruments and techniques.

A first survey of foreign exchange markets on an internationally co-ordinated basis was carried out in March 1986 by the Bank of England, the Federal Reserve Bank of New York, the Bank of Canada and the Bank of Japan. This was followed in April 1989 by a second survey, which was conducted by the central banks of 21 countries. April 1989 was chosen for this purpose because the month of April tends to be characterised by relative exchange rate stability and probably slightly below-normal trading activity.

Although South Africa was not involved in these international efforts to obtain more information in respect of foreign exchange market activities, the South African Reserve Bank has for many years already felt a need for more data on the operations in South Africa's foreign exchange market. In the late 1970s the Reserve Bank initiated a weekly survey on foreign exchange transactions of authorised foreign exchange dealers in South Africa. It was soon realised, however, that the results obtained from this survey were of limited use. In 1985 the Bank employed a firm of consultants to revise the Bank's whole reporting system on foreign exchange market activities. On the basis of the investigation carried out by these consultants, the survey of the Bank was revised completely and improved data have been compiled as from the beginning of 1987.

In this article participants in the foreign exchange market and the general public are supplied with market turnover figures obtained from the current survey, and with a description of the main characteristics of the South African foreign exchange market. The survey conducted by the Reserve Bank on foreign exchange market operations is first described in some detail in the first section of the article. This is followed by descriptions of the size of the market, the growth in turnover, the monthly distribution of turnover, the extent of market concentration, the activities of transactors and the currency composition of transactions. Finally, the article concludes with an analysis of the level and composition of South Africa's foreign exchange reserves.

The survey of the Reserve Bank

As indicated above, the Reserve Bank started collecting weekly information on foreign exchange dealings

from authorised dealers during the late 1970s. In the original survey information was collected concerning dealers' foreign exchange holdings, net open positions, deals established and settled, purchases and sales of foreign currency and foreign assets and liabilities. The survey results were never made available to the public and were only of limited use to the Bank because of certain serious shortcomings, namely:

- Reporting was required in terms of rand, and neither the methods of conversion nor the specific exchange rates used in converting foreign currency transactions, liabilities and assets by different authorised exchange dealers were consistent.
- Definitions and terminology used in the returns were not interpreted uniformly by the authorised dealers, making the reported figures unreliable.
- There was inadequate control over the accuracy of information submitted by authorised dealers and some dealers reported data on a net instead of on a gross basis.

In view of these shortcomings, the weekly survey on foreign exchange dealings of the Bank was terminated and replaced by a completely new survey. In late 1986 a new questionnaire on foreign exchange dealings of authorised dealers was drawn up and sent to dealers for completion. Although the reported data initially had various flaws, from the beginning of 1987 the Reserve Bank felt satisfied with the reliability of the information.

The main objective of the new survey was to obtain statistics on the South African foreign exchange market in order to improve the efficiency of intervention operations of the Reserve Bank and the management of the gold and other foreign reserves of the country. At the same time it was felt that the information should be collected in such a way that it would also be useful for banking supervision and exchange control purposes, economic analyses of the foreign exchange market, as well as for the dealing operations of authorised foreign exchange dealers. With this in mind, information requested in the questionnaire was structured in such a way that it corresponded closely with information used by the authorised dealers to manage their own foreign exchange operations.

In the current survey statistics are requested on a daily basis in respect of the currency holdings and dealings in the six main currencies – US dollar, British pound, German mark, Japanese yen, Swiss franc and French franc – from all private authorised dealers and the Reserve Bank. Other currencies were not included in the survey because dealings in them are still insignificant in size. Consolidated returns are submitted by each authorised dealer, i.e. dealings between different departments or local branches of the same authorised dealer are excluded. However, foreign exchange deal-

Table 1 Average daily turnover on the South African foreign exchange market (\$ millions)

Period	Net turnover												Gross turn-over	
	Spot transactions				Forward transactions				Total transactions					
	Local customers	Non-residents	Banking sector	Total	Local customers	Non-residents	Banking sector	Total	Local customers	Non-residents	Banking sector	Grand total		
1987	411	128	625	1 164	240	24	297	562	652	153	922	1 726	2 596	
1988	568	171	1 035	1 774	343	37	423	802	910	208	1 457	2 576	3 993	
1989	829	227	1 069	2 124	449	38	463	951	1 278	265	1 532	3 075	4 574	
1987:Jan ..	367	110	829	1 306	250	23	245	518	617	133	1 074	1 824	2 853	
Feb ..	361	110	731	1 203	217	12	266	494	578	122	997	1 697	2 633	
Mar ..	449	144	647	1 239	253	24	304	581	701	168	951	1 820	2 785	
Apr ..	437	119	729	1 284	245	23	359	628	682	142	1 087	1 911	2 943	
May...	394	114	428	936	239	27	219	485	634	141	646	1 421	2 075	
Jun ..	428	121	545	1 094	248	45	419	713	676	166	964	1 806	2 753	
Jul ...	388	130	584	1 102	209	30	269	515	596	168	853	1 617	2 387	
Aug...	322	132	534	988	172	25	230	426	493	157	764	1 414	2 103	
Sept..	422	159	476	1 056	254	22	262	538	675	180	738	1 594	2 254	
Oct ..	460	150	663	1 273	227	24	377	628	686	174	1 040	1 900	2 827	
Nov...	402	124	572	1 098	212	10	256	478	614	135	828	1 577	2 309	
Dec...	508	126	759	1 393	361	20	360	740	869	146	1 119	2 134	3 230	
1988:Jan ..	483	147	693	1 323	196	49	273	518	678	197	966	1 841	2 813	
Feb ..	429	117	673	1 219	260	15	332	607	688	133	1 005	1 826	2 738	
Mar ..	547	207	927	1 681	363	32	387	783	910	239	1 314	2 463	3 722	
Apr ..	597	167	815	1 578	295	45	371	711	891	212	1 185	2 289	3 423	
May...	504	153	1 021	1 678	451	44	535	1 030	955	197	1 557	2 709	4 262	
Jun ..	739	241	1 270	2 251	387	50	518	955	1 126	291	1 789	3 206	5 046	
Jul ...	559	176	1 427	2 163	329	28	484	842	888	204	1 912	3 004	4 850	
Aug...	505	172	1 079	1 755	264	23	370	657	769	195	1 448	2 412	3 806	
Sept..	695	165	1 010	1 871	369	51	398	817	1 064	216	1 408	2 688	4 084	
Oct ..	497	166	998	1 661	309	27	412	748	806	193	1 410	2 409	3 712	
Nov...	629	177	1 338	2 144	391	37	512	939	1 020	213	1 850	3 083	4 888	
Dec...	633	163	1 165	1 961	496	42	481	1 019	1 129	205	1 646	2 979	4 575	
1989:Jan ..	485	148	882	1 515	286	38	340	665	771	186	1 223	2 180	3 402	
Feb ..	715	278	1 102	2 095	462	37	539	1 037	1 177	314	1 641	3 132	4 769	
Mar ..	713	290	1 012	2 015	485	40	526	1 050	1 198	329	1 538	3 064	4 541	
Apr ..	661	306	786	1 754	339	31	380	751	1 000	337	1 167	2 504	3 618	
May...	758	256	1 057	2 072	503	49	515	1 067	1 261	305	1 572	3 138	4 721	
Jun ..	960	217	1 274	2 451	544	39	510	1 093	1 504	256	1 784	3 544	5 250	
Jul ...	733	316	1 033	2 082	392	35	364	791	1 125	351	1 397	2 873	4 232	
Aug...	873	228	1 093	2 194	427	44	447	917	1 300	271	1 540	3 111	4 625	
Sept..	1 045	196	1 188	2 430	491	42	493	1 026	1 536	239	1 681	3 456	5 122	
Oct ..	1 090	195	1 162	2 448	465	34	518	1 017	1 555	229	1 680	3 464	5 109	
Nov...	971	180	1 169	2 320	487	40	452	979	1 458	220	1 622	3 300	4 852	
Dec...	941	108	1 065	2 114	508	32	474	1 015	1 449	140	1 540	3 129	4 646	
1990:Jan ..	999	173	1 169	2 341	411	45	484	940	1 410	217	1 654	3 281	4 871	
Feb ..	1 245	172	1 014	2 432	445	59	484	988	1 690	231	1 498	3 419	4 890	
Mar ..	924	170	1 027	2 120	454	35	486	974	1 378	204	1 512	3 094	4 581	
Apr ..	1 023	182	994	2 199	439	44	520	1 003	1 462	226	1 514	3 202	4 715	
May...	913	173	1 058	2 144	446	47	542	1 034	1 359	219	1 600	3 178	5 100	
Jun ..	1 280	156	1 242	2 678	528	36	510	1 073	1 808	192	1 751	3 751	5 384	
Jul ...	899	176	905	1 980	398	47	415	860	1 297	223	1 320	2 840	4 143	

ings of a domestic head office with its foreign branches are included.

Only foreign currency legs of transactions are reported in the questionnaire. A purchase of dollars for rand is therefore reported as a receipt of dollars. Information on transactions in financial rand and in foreign currency options and futures is excluded from the survey. From September 1988 the Reserve Bank started collecting information on financial rand dealings on a monthly basis from authorised dealers. Dealings in foreign currency options and futures will only be collected from authorised dealers when justified by the volume of these transactions.

The following information is obtained in the current survey:

- Nostro balances, i.e. the net balances on current accounts with foreign banks (correspondent bank accounts).
- Foreign currency outstanding position, which is defined as the net balance of all outstanding foreign exchange purchases and sales in the relevant six currencies, including past dues, balances on settlement suspense accounts and all unmatured contracts. These balances are reported according to currency placements and borrowings by type of transactor.
- Total projected receipts and deliveries on the forward book by trading day for the following seven trading days as well as the remainder of the book.
- Purchases and sales in the six foreign currencies where rand was involved according to type of transaction and counterparty. Deals involving two foreign currencies (so-called third-currency deals) are therefore not reported.
- Foreign currency borrowings and placements according to counterparty.

Most of this information is probably only of use to the Reserve Bank for purposes of executing its daily operations in the foreign exchange market. However, turnover figures may also be of interest to market participants and the public in general. In Table 1 the gross and net average daily turnover figures are shown on a monthly basis from the beginning of 1987 until July 1990. Net turnover figures are also provided for spot and forward transactions classified by type of transactor, i.e. whether the transactions were concluded with local customers, non-residents or other authorised dealers. Gross turnover figures refer to the average daily purchases and sales of authorised dealers and the Reserve Bank established during a specific month, regardless of date of delivery, in the six main currencies already identified in the spot and forward market. Net turnover figures are gross figures adjusted for double-counting arising from local interbank business.

Size of the foreign exchange market

The relative size of the South African foreign exchange market can be determined by comparing the average daily gross and net turnover in this market with the turnover figures of the twenty-one industrial countries as determined in the surveys carried out in April 1989. Unfortunately, these turnover figures are not strictly comparable because of different approaches followed. The Reserve Bank survey excludes spot and forward transactions other than in the six main currencies against the rand, as well as transactions in financial rand, third currencies, currency futures and option contracts. All these types of transactions are included in the turnover figures of the other countries, but they in turn include only one leg of foreign currency swap transactions, whereas both legs are included in South Africa's turnover.

These differences make it difficult to compare the South African market with other markets. The exclusion of financial rand transactions, currency futures and option contracts from South Africa's data does not have any significant effect because of the small volume of these transactions in the domestic market. More important is the exclusion of third-currency transactions which particularly occur in interbank business and which are quite significant. From information obtained from some of the more active foreign exchange dealers it appears that the exclusion of these transactions will to a considerable extent be offset by the inclusion of both legs of foreign currency swap transactions in the data for South Africa. Despite these dif-

Average daily turnover on the South African foreign exchange market

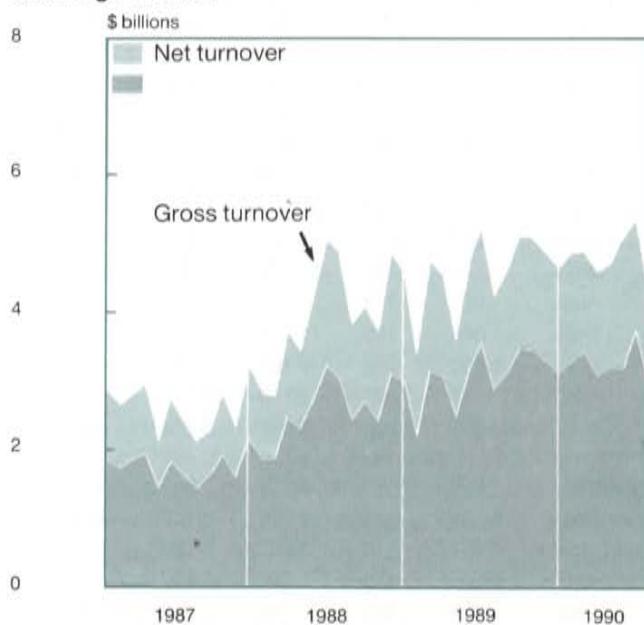


Table 2 Average daily turnover in foreign exchange markets in April 1989¹
(\$ billions)

Countries and items	Gross turnover	Net turnover	Net spot turnover
United Kingdom	241	187	(119)
United States	174	129	81
Japan	145	115	46
Switzerland	68	57	30
Singapore	63	55	(31)
Hong Kong	60	49	(30)
Australia	37	30	18
France	32	26	(15)
Canada	18	15	6,1
Netherlands	16	13	7,2
Denmark ² (90 per cent)	15	13	6,4
Sweden .....	...³	13	9,5
Belgium ² (90 per cent)	12	10	5,2
Italy ² (75 per cent) .....	...³	10	7,6
Other countries	55	22	16
Total	936	744	428
Adjustment for cross-border double counting .....	...	-204	-123
Estimated gaps in reporting .....	...	100	55
Estimated global turnover .....	...	640	360
South Africa ¹	4,6	3,1	2,1

Sources: Bank for International Settlements, *60th Annual Report*, Basle, June 1990, p.209; and South African Reserve Bank Survey of Foreign Exchange Market Activities.

Notes: ¹ The South African figures are the annual averages of daily figures for 1989 since activity in the South African market in April is usually relatively low.
² Estimated market coverage is given in brackets.
³ Included in totals for "other countries".

ferences, international comparisons nevertheless provide a useful indication of the relative size of the South African market.

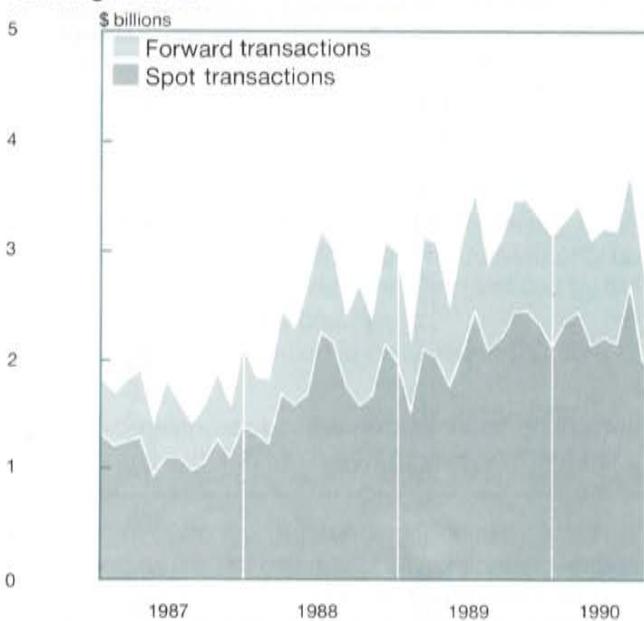
Table 2 shows that the total average daily gross turnover in the domestic foreign exchange markets of the twenty-one central banks which carried out the survey in April 1989 amounted to \$936 billion. After correction for double-counting – interbank transactions reported by both banks in the same market but not between markets - the average daily net turnover in all these markets came to \$744 billion. From this information the Bank for International Settlements estimated total global average daily net turnover at \$640 billion, taking into account cross-border double counting and allowing for transactions in countries not covered by the survey and other gaps in data collection.

According to the Reserve Bank survey, the total net turnover in the South African foreign exchange market amounted to an average daily figure of \$3,1 billion in 1989, or to 0,5 per cent of the world total. As could be expected, the South African market is very small compared with the three leading centres in the European, American and Asian time zones – the United Kingdom, the United States of America and Japan – which account for approximately 60 per cent of global trading.

The South African market is also relatively small as opposed to more free markets, such as those of Singapore, Hong Kong and Australia, and it amounts to between 20 to 30 per cent of the size of the markets of more industrialised countries such as Canada, the Netherlands, Denmark, Sweden, Belgium and Italy.

It is also interesting to note that the value of net turnover transactions on the South African foreign exchange market is about fifteen times the value of South Africa's exports and imports of goods and services. This ratio is considerably smaller than global exchange trading: global exchange trading was estimated by the Bank for International Settlements to be about forty times larger than world exports of goods and services. This suggests that transactions arising from international capital flows, hedging, arbitrage and position-taking are of much smaller relative significance in South Africa than in the world as a whole and that underlying foreign trade transactions play a far more important role in the South African market than in the larger markets. This conclusion is not surprising in view of the relatively undeveloped foreign exchange market still existing in South Africa, of which the development is moreover hampered by exchange control restrictions as well as by the effect of recent financial sanctions applied against the country.

Average daily net turnover on the South African foreign exchange market



Another salient feature emerging from the table is that net spot transactions in the South African market comprised about 69 per cent of the average daily net turnover in 1989. This seems to coincide with the findings of the Bank for International Settlements, who determined that the ratio of spot to total foreign exchange transactions ranged between 40 and 60 per cent in the major centres but tended to be appreciably higher in smaller markets where exchange control and taxes inhibit or discourage forward, futures and options transactions.¹ However, if it is taken into consideration that spot transactions were defined in a narrow sense by the Bank for International Settlements to exclude the spot leg of swaps and maturing forward contracts while forward transactions include futures and options contracts, it can be concluded that the ratio of spot to

¹ Bank for International Settlements: *60th Annual Report*, Basle, June 1990, p.210.

total transactions in South Africa is comparatively smaller than the same ratio in other smaller markets. The relatively larger volume of forward transactions in the South African market is probably related to the debt standstill and rescheduling arrangements with foreign creditors combined with the view that the rand had a strong downward potential, which led to a larger proportionate forward covering of the foreign debt.

Growth in the foreign exchange market

From the first seven months of 1987 to the first seven months of 1990 the average daily net turnover on the South African foreign exchange market increased at an average rate of 23½ per cent per year. This growth of the South African market compares well with the average rate of increase of nearly 30 per cent per year in four countries (Canada, Japan, the United Kingdom and the United States) which collected data in both 1986 and 1989. As in these countries, the foreign exchange transactions in South Africa grew at a substantially more rapid rate than the value of foreign trade. The combined value of the imports and exports of goods and services in South Africa increased at an average annual rate of only 4 per cent from 1987 to 1990; the growth in the foreign exchange market was, therefore, nearly six times as large as the expansion in foreign trade transactions.

The turnover growth in the foreign exchange markets of the above-mentioned four industrialised countries was higher in the countries where international banking business was expanding rapidly. For instance, the annual growth rate of the Japanese market was 34 per cent, against only 16½ per cent in the case of the Canadian market. The performance of the South African foreign exchange market was quite remarkable considering that it was achieved with hardly any significant extension of international banking in the local market during this period. Over and above this factor, large redemptions had to be made on foreign debt, strict exchange control rulings were in force and many countries restricted investments and other capital flows to South Africa.

On the other hand, the South African growth performance was well below that of the Australian foreign exchange market, where net turnover rose at an aver-

Table 3 Percentage growth in the average net daily turnover on the South African foreign exchange market

Period	Spot transactions	Forward transactions	Total transactions
1987 to 1988	52,4	42,7	49,2
1988 to 1989	19,7	18,6	19,4
First seven months of 1989 to first seven months of 1990	14,3	6,5	11,4
Average annual growth from first seven months of 1987 to first seven months of 1990	24,9	20,4	23,5

age annual rate of 44 per cent from 1986 to 1989. The substantially more rapid growth of the latter market was largely due to the relative openness of the financial markets of this country, a favourable time zone location and large capital inflows to Australia in order to finance substantial deficits on the current account of their balance of payments.²

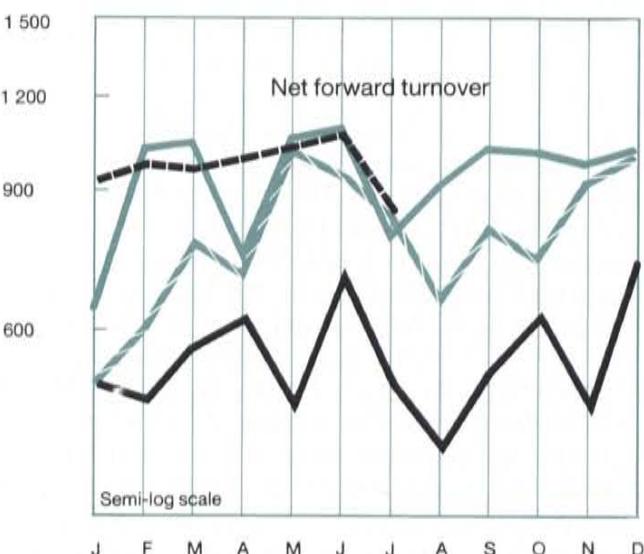
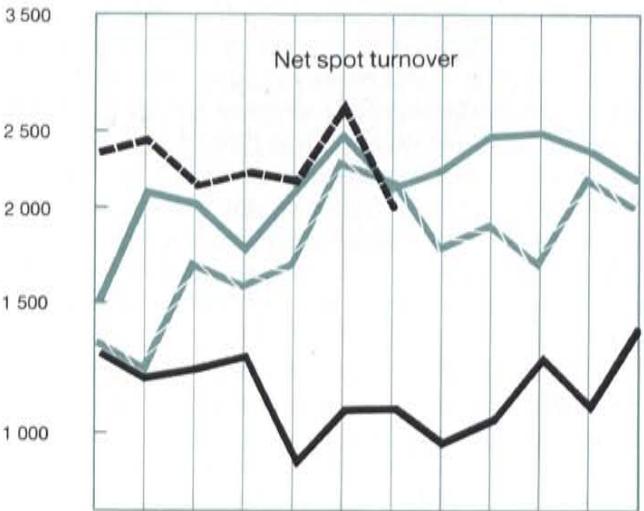
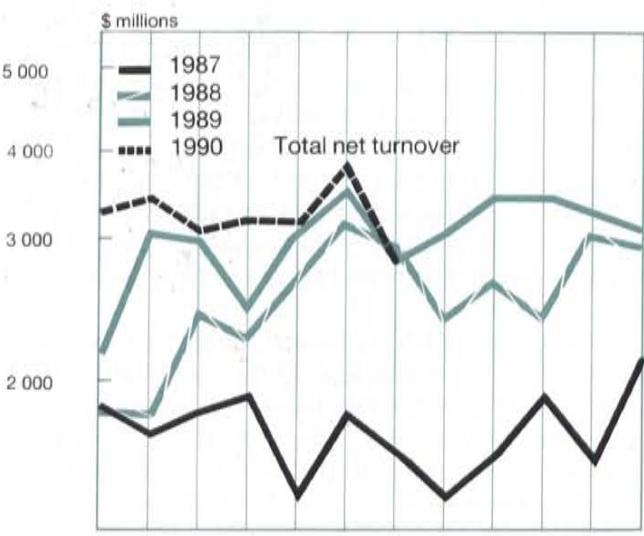
Moreover, the average daily turnover in the South African foreign exchange market was probably still extremely low in 1987 – the starting-point in the calculation of the average annual growth rate – because of the effect of the standstill arrangements on the repayment of foreign debt and relative exchange rate stability during most of the year. This low level of transactions in 1987, followed by a sharp depreciation of the rand and substantial capital outflows in 1988, was mainly responsible for an increase in the average net daily turnover on the foreign exchange market of slightly more than 49 per cent in that year. In 1989 this substantial growth in activities contracted considerably to only 19½ per cent, despite the substantial increase in the volume of merchandise exports and continued large capital outflows. The growth rate declined further to only 11½ per cent in the first seven months of 1990 compared with the same period in 1989, in a climate of relative exchange rate stability and lower capital outflows.

From the information in Table 3 it is also apparent that the average daily turnover in spot transactions grew at a more rapid rate than the forward market. These spot turnover figures, however, include swap transactions arising from forward dealings. It is also interesting to note that forward exchange turnover in the first seven months of 1990 increased at a very low rate of only 6½ per cent compared with the corresponding period of 1989.

Monthly distribution of turnover

The monthly distribution of net turnover in the South African foreign exchange market shows a fairly erratic pattern over the period for which the information has been compiled. Nevertheless, a few deductions can be made from this distribution. Firstly, fluctuations in foreign exchange market turnover correspond closely with the extent of uncertainty and instability of the exchange rate of the rand. During periods of relatively stable conditions in the South African exchange market, the turnover in foreign exchange dealings has remained fairly firm. In periods of uncertainty, sharp fluctuations are discernible in turnover figures. This is clearly illustrated by the relative stability in total turnover figures during 1987 and in the more recent period of exchange rate stability from about October 1989 until the middle of 1990. During 1988 and the first nine months of 1989 the monthly average daily turnover in

Turnover on the South African foreign exchange market



² Reserve Bank of Australia: "The Australian Foreign Exchange Market", Reserve Bank of Australia Bulletin, March 1990, pp.14-15.

the foreign exchange market showed substantial changes in most of the months.

Secondly, the turnover in spot transactions over most of the survey period was considerably more stable than the turnover in forward transactions, despite the fact that spot transactions arising from swaps were included in total spot turnover. This of course implies that spot turnover excluding swaps would be even smoother from month to month. However, in the period of relative exchange rate stability from October 1989 until the middle of 1990 forward turnover remained remarkably steady and also increased at a very low rate.

Thirdly, no definite seasonal pattern can be determined from the available data owing to the relatively short period for which they have been collected as well as considerable random changes in both current and capital transactions with non-residents. In particular, the data were influenced considerably by leads and lags in foreign payments and receipts, which occurred quite frequently in the period concerned. Despite these fluctuations, the compiled information seems to indicate that turnover on the foreign exchange market rises in the last month of each quarter, which is followed by comparatively lower turnover figures in the first month of the next quarter. This pattern coincides to a large extent with the seasonal pattern in the value of South Africa's foreign trade, except for the fourth quarter, because trade is usually relatively low in December. Interest and other contractual payments to non-residents are normally also fairly high in the last month of each calendar quarter.

Fourthly, June was the one month in which foreign exchange market activity was well above the trend line of the monthly turnover in all the relevant years. In addition to the factors leading to high turnover figures in the last month of each quarter, the June turnover figures were also influenced during 1987 to 1990 by repayments on foreign debt that had to be made in terms of the First and Second Interim Arrangements with foreign creditors, as well as other foreign loan commitments that matured in this month. The pressure that these repayments placed on the level of South Africa's foreign reserves during June was one of the reasons why repayments in the Third Interim Arrangements were shifted from June and December to February and August. It is, however, interesting to note that notwithstanding these commitments, the turnover figures in December were comparatively small, mainly owing to the fact that December is an important holiday season in South Africa during which many factories and other enterprises are closed for a large part of the month.

Finally, as could be expected, the spot turnover transactions resembled these patterns in the total turnover figures much more closely than forward transactions. Spot turnover activities were therefore also higher in the last month of each quarter except in the case of the fourth quarter. In the last three months of

the year, the holiday season in December and large dividend payments that become payable in November, resulted in higher November turnover values in two out of the three relevant years. Average monthly forward turnover values fluctuated considerably during most of the period and no definite conclusions regarding its monthly turnover distribution can as yet be made.

Market concentration

The South African foreign exchange market is not only relatively small in comparison with the markets of industrialised countries, but is also highly concentrated. In the Reserve Bank survey it was found that of the gross turnover of 21 authorised dealers in South Africa, the turnover of eight dealers accounted for no less than 80 per cent of the total value of transactions in 1989. Moreover, the five most active foreign exchange dealers were responsible for 64 per cent of total gross turnover. These ratios remained fairly constant over the whole period in which the survey was carried out.

In contrast to this highly concentrated market, the Bank of England found that the London foreign exchange market was somewhat more widely dispersed. Ten of the 356 principals participating in the Bank of England's survey held a combined share of some 35 per cent of the overall market. As could be expected in an international market, foreign institutions also play an important role in London, accounting for 80 per cent of the turnover in April 1989³, whereas they are, of course, relatively unimportant in the South African market. The South African market is also more highly concentrated than the Australian market, where the top ten dealers were responsible for about 60 per cent of market turnover in April 1989.⁴

Activities of market participants

Based on the global survey undertaken in April 1987 the Bank for International Settlements estimated that over three-quarters of net reported transactions in foreign exchange markets took place between banks and other dealers located either at home or abroad.⁵ Unfortunately, data on transactions between South African authorised exchange dealers and non-resident banks are not collected separately in the Reserve Bank's survey. From the information obtained, however, the proportion of interbank to total business was estimated to amount at the most to about 57 per cent in 1989, i.e. well below the global average.

The global survey also revealed that centres which conduct substantial international banking business, such as those in the United Kingdom, Singapore and Hong Kong, have much higher ratios of interbank deal-

³ Bank of England: "The market in foreign exchange in London," Bank of England *Quarterly Bulletin*, March 1990, p.535.

⁴ Reserve Bank of Australia: *op cit*, p.17.

⁵ Bank for International Settlements: *op cit*, p.210.

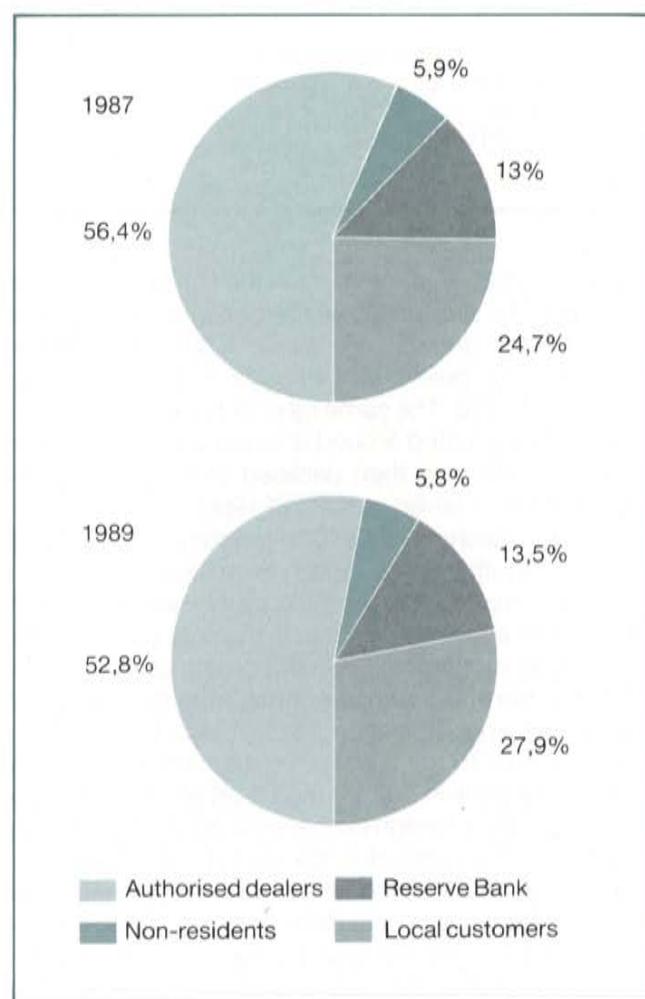
ings than other centres with less international banking business, such as those in Japan, Canada and Australia. But the interbank business in this latter group of countries was also considerably larger than that of South Africa. In Canada the ratio of interbank to total business amounted to 70 per cent, in Australia to 73 per cent and in Japan to 68 per cent in April 1989. Moreover, this proportion was even higher in countries with smaller foreign exchange markets, such as the Netherlands (89 per cent), Denmark (91 per cent) and Italy (88 per cent).

In particular the transactions between South African domestic authorised exchange dealers and non-resident banks were indeed very insignificant in comparison with the rest of the world. The proportion of international banking business to total net turnover in South Africa was estimated to have amounted to 7 per cent in 1989, against more than 50 per cent for Australia as well as Canada. In the smaller markets this ratio was even higher at approximately two-thirds of total net turnover.⁶ The extremely small proportion of international banking business in South Africa was perhaps partly due to the country's exceptional position in the international financial community during the 1980s. The comparatively highly regulated domestic exchange market was probably also not conducive to the promotion of international banking business. More importantly, however, it could also be ascribed to the fact that third-currency dealings were not included in the turnover figures of South Africa, but are included in those of the other countries. In making this comparison of international banking business the exclusion of third-currency transactions will not, of course, be offset by the inclusion of both legs of swap transactions in the South African data since they would mainly form part of domestic interbank business.

These factors, especially the latter, were probably also responsible for the comparatively high proportion of domestic interbank business in the South African foreign exchange market. In 1989 domestic interbank to total net transactions in South Africa amounted to almost 50 per cent, as against a global average of approximately 25 per cent. Similarly, the ratio of transactions with local customers to total net turnover in South Africa amounted to the high level of nearly 42 per cent in 1989, compared to a global average of only about 15 per cent.

In comparing the relative turnover of each type of transactor it is, however, important to bear in mind that business with final customers generates a large part of the turnover in the interbank market. Transactions with non-bank customers have a multiplier effect, seeing that they may leave authorised dealers with unwanted or non-permissible exposures and – especially in a nervous market – a series of interbank transactions may have to be undertaken before all positions are

Participants in the South African foreign exchange market



voluntarily held or are within the limits prescribed by the authorities. Moreover, outright forward orders of customers are normally executed by authorised dealers by means of swaps. For example, a forward sale of dollars to a client will in many cases result in three other transactions (a spot purchase of dollars, a spot sale of dollars and a forward purchase of dollars). These other transactions are included in the turnover figures of the survey, and would most likely appear as interbank transactions. This type of dealing makes it increasingly difficult to divide customers' foreign exchange dealings into those connected with commercial operations and those that are of a financial nature.

It is also interesting to note from Table 4 that the relative share of market participants changed quite significantly over the period for which the survey has been conducted. From 1987 until the first seven months of 1990 the relative share of business with local customers increased mainly at the expense of interbank business. The proportion of net turnover with local customers to total turnover rose from just below 38 per cent in 1987

⁶ Bank for International Settlements: *op cit*, p.209.

Table 4 Net foreign exchange market turnover by main participants – %

Participants	1987	1988	1989	First seven months of 1989	First seven months of 1990
Local customers	37,7	35,3	41,6	39,3	45,7
Non-residents	8,9	8,1	8,6	10,2	6,6
Domestic interbank	53,4	56,6	49,8	50,5	47,6
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

to approximately 46 per cent in the first seven months of 1990. The proportion of interbank business to total net turnover declined from nearly 53½ per cent in 1987 to just below 48 per cent in the first seven months of 1990. The same ratio for business with non-residents fluctuated around 8½ per cent in the period 1987 to 1989 and then declined sharply to 6½ per cent in the first seven months of 1990.

Another prominent feature concerning the participants in South Africa's foreign exchange market is the large and important role played by the Reserve Bank in the foreign exchange market. In the period 1987 to the first seven months of 1990 the gross turnover of the Reserve Bank in the market amounted on average to about 12½ per cent of aggregate gross turnover.

In contrast to the situation in most other countries, the central bank in South Africa is an active participant in the country's foreign exchange market. The Reserve Bank not only concludes transactions at its own discretion, but also at the initiative of foreign exchange dealers. Particularly until the end of 1988 the Reserve Bank was actively involved in balancing the spot and forward demand and supply of dollars because of its responsibility for the marketing of South Africa's gold production for which it paid the gold mines in rand.⁷ In view of these rand payments for gold proceeds the spot sales of authorised dealers normally exceeded their spot purchases, with the result that the Reserve Bank had to sell spot dollars to obtain a more balanced supply of dollars. From 8 December 1988 the Bank started paying the gold mines in dollars for their gold production, which resulted in a more automatically balanced spot market.

Despite various attempts to improve operations in the forward market, the Reserve Bank has maintained its role as "market-maker" in the forward market. The Bank has continued to act as a "forward coverer in last resort" and carries, for the account of the Treasury, the full exposure in the forward market. The Bank also establishes (in a discretionary way) the margins between spot and forward rates for various maturities. As a result of the Bank's role as market-maker and the struc-

ture of the South African market, the Reserve Bank's sales of forward contracts have normally been considerably larger than its purchases of forward exchange in the 1980s. These nearly continuous net forward sales of the Reserve Bank were aggravated by the fact that only a small proportion of gold sales – South Africa's main export – is covered forward; a one-sided view usually exists in a thin market about expected exchange rate movements which in the 1980s have generally favoured a depreciation of the rand; and the standstill arrangements led to increased covering of foreign loans.

Owing to the continuous and uncontrolled interactions between the spot and forward markets, the Bank's dominant role in the forward market also affects the spot market. In view of the increasing importance of swap transactions used as a means of covering forward operations, and since the Bank is normally a net seller of forward exchange, these swap transactions have led to a considerable increase in the Bank's purchases of spot dollars.

The Bank also continues to intervene regularly in the spot foreign exchange market to influence developments in the market directly. In these intervention operations the Bank is influenced in particular by the following intermediate objectives:

"Firstly, the Bank sees it as its proper function to smooth out unduly large short-term fluctuations in the exchange rate, especially when they are of a temporary and reversible nature. This can happen in particular in the South African market when singularly large transactions have to be executed."

Secondly, the Bank at times has to enter the market as a buyer of foreign exchange in order to fund its own positions. In view of the Bank's continued involvement in the forward exchange market it often has a need for foreign exchange which can only be acquired from the market-place.

Thirdly, the Bank likes to stay in contact with the market and therefore to be present in the market at all times, even if it does little intervention on balance.

Fourthly, the Bank realises how closely its foreign exchange operations are linked to its operations in the domestic money market and, at times, uses its intervention in the foreign exchange market to sup-

⁷ For a short period from September 1983 to the end of January 1985 the mining industry was paid in US dollars for gold sold to the Reserve Bank, and from February 1985 to the beginning of December 1985 the Bank paid half in rand and half in dollars.

plement simultaneous actions in the money market.⁸

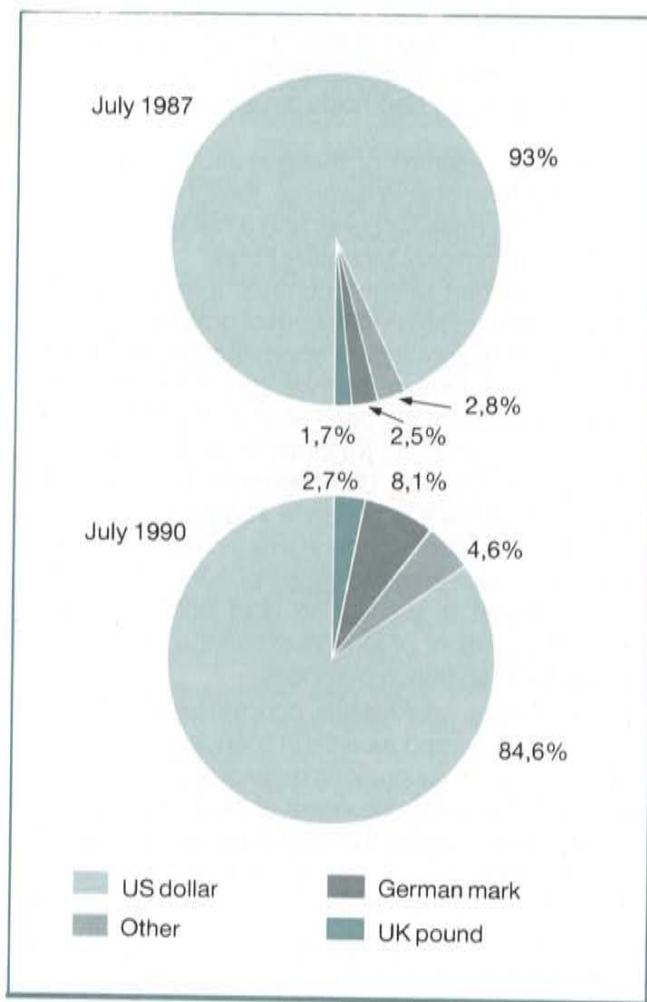
In accordance with most of the foreign exchange markets in industrialised countries, foreign exchange brokers also play an important role in the South African foreign exchange market. Only four foreign exchange brokers operate in the South African market, but market sources believe that they arrange somewhere between 15 to 30 per cent of the turnover where rand is involved in the transactions. Their dealings in third currencies probably constitute a considerably higher proportion of total turnover in the market. The transactions arranged through brokers average about 40 per cent in the larger markets (United States 44 per cent; United Kingdom 45 per cent; Canada 40 per cent; Australia 33 per cent; and France 42 per cent).⁹

Currency composition of turnover

From the Reserve Bank's survey it was determined that in July 1990 nearly 85 per cent of the average daily net turnover in foreign exchange dealings with rand on the one side and the six distinguished currencies on the other side represented transactions between the US dollar and the rand. Although the dollar has remained by far the most important currency in foreign exchange dealings, its relative share in total net rand turnover has declined from 93 per cent in July 1987. This decline in the share of dollar transactions occurred because of more rapid increases in transactions between the rand with the German mark, British pound, Swiss franc and Japanese yen. In particular, the ratio of transactions in German mark to total net rand turnover increased sharply from 2,5 per cent in July 1987 to 8,1 per cent in July 1990, making the mark the second most important currency in the South African market. The German mark was followed by the British pound with 2,7 per cent and the Swiss franc and Japanese yen both with 2,1 per cent of turnover in July 1990. Transactions between the French franc and the rand accounted for only 0,3 per cent of total net rand turnover in July 1990. More or less the same relative currency distribution occurred in both spot and forward transactions, but the percentage share of the dollar in the forward market was moderately higher than in the spot market.

The Bank for International Settlements found that the US dollar was by far the most important currency in the global market and it was involved in roughly 90 per cent of all deals concluded.¹⁰ In most of the markets transactions between the dollar and the local currency were, however, significantly smaller than in the South African market. In Italy, for example, the dollar account-

Currency composition of net turnover



ed for nearly 61 per cent of all foreign exchange transactions against Italian lira.¹¹ In Tokyo as much as 72 per cent of the year's overall turnover was related to business with the US dollar, while in London the ratio amounted to only 27 per cent for business between dollar and pound sterling.¹²

Composition and level of foreign reserves

South Africa's gold and other foreign reserves are held mainly by the South African Reserve Bank. From 1939 exchange control regulations have limited private banking institutions' holdings of foreign reserves largely to working balances held abroad for normal operational purposes. In 1979 these limits were increased considerably with a view to developing foreign exchange market activity. Since then the Reserve Bank has con-

⁸ C.L. Stals: "The role of the central bank in the foreign exchange market," *Address at the ACI Junior Seminar*, Johannesburg, 18 February 1985, pp. 13-14.

⁹ Reserve Bank of Australia: *op cit.* p. 15.

¹⁰ Bank for International Settlements: *op cit.* p. 210.

¹¹ Banca d'Italia: "Turnover on the Foreign Exchange Market," *Banca d'Italia Economic Bulletin*, February 1990, p. 54.

¹² Bank of England: *op cit.* p. 533.

tinued to set limits on the maximum permissible foreign exchange holdings of banking institutions, which at present total \$474 million for all banks taken together. In addition, the banks have rand-denominated short-term foreign assets in neighbouring countries forming part of total foreign reserves. The central government normally also holds small working balances abroad.

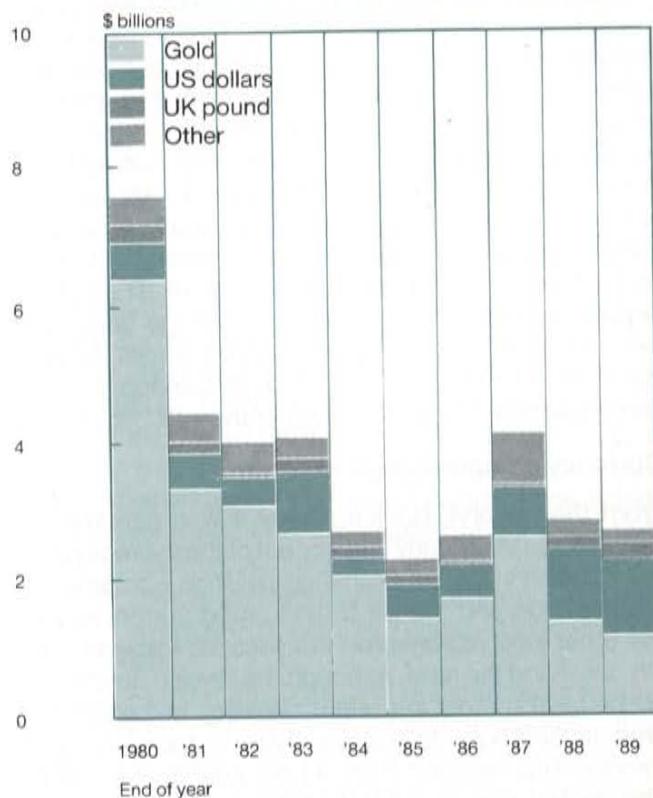
The foreign reserves of these institutions are held mainly in the form of gold reserves, foreign currency reserves, special drawing rights and a net reserve position in the International Monetary Fund.

The largest part of the country's foreign reserves has normally been held in the form of gold reserves. On average, gold accounted for approximately two-thirds of the country's foreign reserves during the last three decades. It has all along been an important element of the authorities' policy to maintain large gold holdings, *inter alia*, because this demonstrates to the outside world South Africa's confidence in gold. Gold is also less prone to political actions in that it need not be held abroad. The main disadvantages of such a policy are that no interest is earned on gold holdings and it restricts the amount of foreign exchange immediately available for intervention purposes.

In view of these weaknesses, coupled with the serious problems encountered recently in financing foreign debt repayments and expectations regarding gold price developments, the gold component of the foreign reserves has been reduced over the past three years. Gold reserves as a ratio of total foreign reserves, for instance, fell back from 65,2 per cent at the end of 1986 to 62,6 per cent at the end of 1987, before dropping further to 47,7 per cent at the end of 1988. This proportion then declined moderately further to 41,9 per cent at the end of 1989 and then rose again to 47,9 per cent on 31 July 1990.

Over the same period a more or less opposing increase was recorded in the proportion of foreign reserves held in the form of foreign currency holdings, i.e. mainly demand deposits and call money at foreign financial institutions, investments in Treasury bills and securities of foreign governments, and other relatively liquid investments in foreign currency assets. As could be expected, this increase occurred largely in the dollar-denominated foreign assets of the country. Owing to the important role of the dollar as an international reserve currency and the large proportion of South Africa's imports, exports and financial flows with the rest of the world denominated in dollars, South Africa's foreign reserve holdings were held mainly in the form of dollar assets. The proportion of dollar-denominated foreign reserve holdings to total currency holdings has even increased further recently from 57 per cent at the end of 1986 to nearly 72 per cent at the end of 1989. Over the same period the proportion of foreign reserve holdings denominated in pound sterling in relation to total foreign currency reserves rose from 4 to 16 per

Composition of South Africa's gross foreign reserves



cent, with the result that these two currency-denominated assets comprised 88 per cent of reserve currency holdings at the end of 1989. The relative increase in the holdings of dollar and pound sterling occurred at the expense of nearly all other currencies, except exchange assets denominated in German mark which rose moderately.

At times the Reserve Bank also held fairly large amounts of special drawing rights as part of its foreign reserve holdings. As a participant in the Special Drawing Rights Department of the International Monetary Fund, South Africa has been allocated special drawing rights amounting to SDR 220,4 million. However, South Africa has never held the total allocation in its foreign reserves. The highest special drawing rights holdings were recorded at the end of March 1982 and amounted to R135 million. These holdings then declined rapidly to R40 million at the end of 1983, subsequently remaining at a low level.

Finally, South Africa's net reserve position in the International Monetary Fund, i.e. its so-called reserve and super reserve tranche position in the International Monetary Fund, also forms part of the gold and other foreign reserves of the country. The reserve tranche position is an automatic drawing right that members of the International Monetary Fund obtain in terms of the stipulation in the Fund's Articles of Agreement that

members have to pay 25 per cent of their subscriptions in the Fund in the form of special drawing rights or other members' currencies that are acceptable to the Fund. A super reserve tranche position arises when a member's currency is designated in the provision of credit to other members and when it already holds 25 per cent of its subscriptions in special drawing rights and other members' currencies. In view of the liquidity problems experienced by South Africa in recent years, South Africa drew the remaining credit balance on this facility in December 1985.

Despite surpluses recorded on the current account of the balance of payments, which amounted to a total of R26,1 billion from the beginning of 1985 to the second quarter of 1990, the net capital outflow not related to reserves of R29,1 billion was responsible for the low level of the gold and other foreign reserves throughout this 5½-year period. Whereas the total gold and other foreign reserves had fluctuated between 2 to 2½ months' total imports of goods and services during the first five years of the 1980s, they declined to levels ranging from 1,3 to 2 months' total imports in the next five years. At the end of July 1990 the gross gold and other foreign reserves had reached a level equal to only 5 weeks' imports of goods and services. However, a substantial improvement in the overall balance of payments, resulted in an increase in the *net* gold and other foreign reserves of no less than R1,1 billion over the first seven months of 1990, clearly indicating that the authorities preferred to repay reserve-related liabilities rather than building up the *gross* foreign reserves of the country.

No dogmatic statement can be made in respect of the optimum level of a country's gold and other foreign reserves; depending on economic circumstances and many other factors, this level may in any case change over time. The optimum size of a country's reserves is positively correlated with the extent of the authorities' intervention in the foreign exchange market. However, countries with large credit facilities to finance balance of payments deficits have less need for large foreign exchange holdings than countries with restricted financing facilities and sharply fluctuating transactions with the rest of the world.

Since the early 1970s South Africa's balance of payments has been characterised by substantial swings owing to factors such as fluctuations in gold and other international commodity prices, leads and lags in foreign payments and receipts and socio-political developments. In view of this increased instability, the country now needs large holdings of gold and other foreign reserves for effective intervention purposes if it wants to maintain a system of managed floating. This need is enhanced by the fact that South Africa has to continue making net repayments on foreign debt which may also vary in intensity over different periods in conjunction with the restricted availability of foreign credit facilities to finance balance of payments deficits.

Conclusion

In a survey by the Reserve Bank on operations in the South African foreign exchange market it was determined that the average daily net turnover in transactions where rand is involved amounted to \$3,1 billion in 1989, or to an estimated ½ per cent of net global exchange turnover. Spot transactions accounted for about 69 per cent of this turnover, but because these transactions were defined in a wide sense to include the spot leg of swaps and maturing forwards, this ratio is small in comparison with other smaller foreign exchange markets. The relatively larger volume of forward transactions in the South African market is probably related to the debt standstill combined with the general view in the late 1980s that the rand had a strong downward potential, which led to increased forward covering of foreign debt. Not only is the South African market relatively small, but it is also highly concentrated in the sense that a few dealers were responsible for the bulk of the transactions.

The average annual growth rate of 23½ per cent in net foreign exchange turnover from the first seven months of 1987 to the first seven months of 1990 compares fairly favourably with other foreign exchange markets where the volume of international banking business is relatively small. The growth rate of the turnover on South Africa's foreign exchange market was also six times higher than the expansion in the country's foreign trade transactions, indicating that financial transactions in the market increased at a rapid rate. This performance of the South African market is quite remarkable, because it was achieved in a highly regulated environment, with hardly any significant increase in international banking business and with restrictions placed on capital flows to South Africa by many other countries.

Although the monthly distribution of foreign exchange market turnover had a fairly erratic pattern over the survey period, fluctuations corresponded closely with the extent of uncertainty and instability of the exchange rate of the rand. Moreover, spot transactions were considerably more stable than the turnover in forward transactions. Unfortunately the survey period is as yet too short to determine any definite seasonal pattern. Nevertheless, the available information indicates that the turnover on the foreign exchange market is normally relatively high in the last month and relatively low in the first month of each quarter. In particular, the June turnover figures were always well above the trend line of the monthly turnover in all the relevant years.

Interbank foreign exchange business was found to be comparatively low in South Africa as against the global average. This was largely due to the fact that third-currency dealings are not included in the Reserve Bank's survey, and to the highly regulated domestic market and the country's exceptional position in the international financial community. The Reserve Bank's

survey, which is restricted to rand dealings against six main currencies, indicates that these transactions occur mainly in the form of interbank business and between authorised dealers and domestic customers.

Another important feature of the participants in the South African market is the large and active role of the Reserve Bank. In the period from the beginning of 1987 to the end of July 1990 the gross turnover of the Reserve Bank averaged approximately 12½ per cent of total gross turnover. For a large part of this period the Reserve Bank was actively involved in balancing the spot and forward market, it maintained its role as "market-maker" in the forward market and continued to intervene regularly in the market to smooth out unduly large short-term fluctuations in the exchange rate.

In accordance with most other markets, foreign exchange brokers also perform an important function in the South African market because of their intimate knowledge of and other links with international markets. In addition, they make unobtrusive intervention by the Reserve Bank possible.

The United States dollar is by far the most important currency in dealings against the rand and represented nearly 85 per cent of such transactions in July 1990. In the past three years the share of German mark transactions in total net turnover more than tripled to slightly above 8 per cent in July 1990. The British pound, Swiss franc and Japanese yen are the other important currencies in foreign exchange dealings against the rand.

The greater part of South Africa's foreign reserves is held in the form of gold reserves, but the gold component has been reduced drastically from about 65 per cent of total foreign reserves at the end of 1986 to 48 per cent on 31 July 1990. An opposite increase was recorded in the relative share of foreign exchange holdings, which are held predominantly in dollar-denominated assets. The level of the gold and other foreign reserves at the end of July 1990 was precariously low at only five weeks' imports of goods and services.

Kwartaallikse ekonomiese oorsig

Inleiding

Die totale reële bruto binnelandse produk van die Suid-Afrikaanse ekonomie het in die tweede kwartaal van 1990 vir die derde opeenvolgende kwartaal gedaal, waardeur die resessie-aard van die huidige ekonomiese toestand bevestig is. Hierbenewens was die ligte verdere inkrimping van die totale reële produksie in die tweede kwartaal van 1990 – anders as wat met die dalings in die reële produksie in die vorige twee kwartale die geval was – nie langer *hoofsaaklik* beperk tot afwaartse aanpassings van die reële toegevoegde waarde in die landbou, die mynbou of die gesamentlike primêre sektore nie. In plaas daarvan is daar gedurende hierdie kwartaal, met uitsondering van die landbou en die algemene owerheid, in alle vernaamste sektore en sub-sektore afnames in die reële produksie aangeteken.

Die *tempo* van die daling in die totale reële produksie was in die tweede kwartaal van 1990, teen 'n jaarkoers van net effens minder as 1 persent, egter weer eens ietwat laer as in die vorige kwartaal. Die seisoensaangesuiwerde jaarkoers van die inkrimping in die reële bruto binnelandse produk was gevvolglik in die vyf kwartale van die huidige afgang tot die middel van 1990 effens minder, en in die jaar tot die middel van 1990 maar net effens hoër, as $\frac{1}{2}$ persent. Terselfdertyd het die totale reële bruto binnelandse *besteding*, wat in die drie kwartale tot die eerste kwartaal van 1989 reeds teen 'n jaarkoers van ongeveer $1\frac{1}{2}$ persent afgeneem het, in die daaropvolgende vyf kwartale tot die middel van 1990 slegs matig vinniger (naamlik teen 'n jaarkoers van omstreeks $2\frac{1}{2}$ persent) ingekrimp. Verder wil dit voorkom asof die reële bruto binnelandse besteding in die eerste kwartaal van 1990 reeds weer 'n steigeriger vastrapplek gevind het, en in die tweede kwartaal van die jaar het dit – hoofsaaklik danksy 'n verminderde koers van disinvestering in die voorrade – in werklikheid selfs 'n klein herstel getoon.

Bewyse van die voortgesette ligtheid van die huidige konjunktuurafgang tot die middel van 1990 is ook voorsien deur die verloop van die aangetekende werkverskaffing (wat per saldo gedurende die eerste vier kwartale van die afgang gestyg het); die betreklik matige styging in die totale geregistreerde werkloosheid (wat minder ernstig was as die mate waarin die werkloosheid oor vergelykbare periodes in elk van die vorige drie konjunktuurafgange vererger het); die voortgesette lae vlak van die geregistreerde werkloosheid onder die Blanke, Kleurling- en Asiérbevolkingsgroepe; die betreklike stewigheid van die reële groot- en kleinhandelsomset, en die feit dat die afset van nuwe motorvoertuie vergelykenderwys goed op peil gehou is; die afwesigheid van 'n duidelik opwaartse

neiging in insolvensies en maatskappylikwidasies sedert die laaste deel van 1988; en die baie beperkte mate waarin die "agterstallige bedrae" op die leningsrekening van die debiteure van bankinstellings gestyg het. Die saamgestelde samevallende konjunktuurawysers het dwarsdeur 1989 in wese sywaarts verloop en eers in Februarie-Maart 1990 op meer ondubbel-sinnige wyse afwaarts beweeg.

Die vergelykenderwys goedaardige karakter wat die huidige konjunktuurverlangsing altans tot die middel van 1990 aan die dag gelê het, vra om 'n ondersoek na die redes wat hierdie goedaardigheid kan verklaar. Soos op verskeie plekke in die Reserwebank se onlangs gepubliseerde *Jaarlikse Ekonomiese Verslag* vir 1990 en in die Presidentsrede by die Bank se Algemene Jaarvergadering op 28 Augustus 1990 te kenne gegee is, is die totale reële ekonomiese bedrywigheid in die afgang van 1989-90 tot dusver op peil gehou deur die voortgesette merkwaardige sterkte wat die Suid-Afrikaanse goedere-uitvoer veral in die eerste helfte van 1989 en weer in die eerste kwartaal van 1990 getoon het; deur die betreklik hoë gemiddelde vlak van die reële owerheidsverbruiksbesteding; deur die betreklike stewigheid van die totale reële private verbruiksbesteding en die feit dat hierdie besteding altans tot dusver nog geen absolute daling getoon het nie; deur die matige omvang van die daling in die reële bruto binnelandse vaste investering; en deur die afwaartse neiging op lang termyn in die reële voorrade en die dienooreenkomsdig verminderde konjunktuurgevoeligheid van hierdie voorrade. Hierbenewens het die owerhede se geleidelik meer beperkende beleids-optrede vanaf die heel laaste deel van 1987 of die begin van 1988 nie die voorkoms gehad van noodmaatreëls wat aan 'n ekonomie in 'n maklik verkrummelende, oorspanne sowel as oorverhitte konjunktuurtoestand opgelê moes word nie; die gemoedstoestand van die sakewêrelde en die verbruiker het in die middel van 1990 meer geneig na onsekerheid, versigtigheid en 'n houding van "kyk wat gaan gebeur" as na neer slagtingheid en vrees.

'n Nadere ontleding van die ontwikkelingsgang van die ekonomie gedurende die huidige afwaartse fase toon egter ook 'n skynbaar verhoogde belangrikheid van *strukturele*, teenoor dié van *konjunkturele*, determinante van verskeie aspekte van daardie ontwikkelingsgang. Sekere strukturele elemente help in werklikheid om te verklaar waarom die ekonomie gedurende die huidige afgang skynbaar so betreklik stewig gebly het; vanuit 'n langtermyn-oogpunt beskou, kan hierdie of verwante strukturele elemente hulle egter ook voordoen as belemmerings van die ekonomiese groei en ontwikkeling op langer termyn. Soos ook in die Bank se *Jaarlikse Ekonomiese Verslag* opgemerk

is, het die aandag van die owerhede oor die afgelope paar jaar in toenemende mate verskuif na probleme van 'n langertermyn-aard en na strukturele tekortkomings van die Suid-Afrikaanse ekonomie, en na die formulering van langertermynbeleidsmaatreëls en -strategieë wat ten doel het om hierdie tekortkomings die hoof te bied:

In die eerste plek kan die *inflasie* in die ekonomie in die middel van 1990 nie beskou word as 'n gevolg van konjunktureel oormatige effektiewe vraag of van 'n eensinking van die wisselkoers onder die druk van oormatige vraag nie. In plaas daarvan het 'n "kern"-element in die Suid-Afrikaanse inflasiekoste momenteel sy oorsprong in die grotendeels self-instandhoudende wisselwerking tussen inflasieverwagtings, opwaartse aanpassings van die lone en pryse, en die stygende reële effektiewe koste van arbeid in die huidige arbeidstoestand, wat tans in ongewone mate onrustig en oproerig is.

In die tweede plek het die *geregistreerde werkloosheid*, nadat dit in 1985 op 'n deurgaans hoër nuwe vlak te staan gekom het, betreklik min op sowel die konjunkturele opgang van 1986-89 as op die konjunkturele afgang vanaf vroeg in 1989 tot dusver gereageer. Die hardnekkigheid van die werkloosheid gedurende die opwaartse fase van die konjunkturgolf in 1986-89 (en die onderliggende opwaartse neiging van die werkloosheid op lang termyn wat daardeur geïmpliseer word) het in belangrike mate verband gehou met die lae uitbreidingskoers wat die reële vastekapitaalvoorraad selfs gedurende daardie oplewing aan die dag gelê het, met die beperkte werkgeleenheidskeppende vermoëns van die kapitaalvoorraad en van toevoegings tot die kapitaalvoorraad, en met die stygende reële effektiewe koste van die verskaffing van werkgeleenhede. In die meer onlangse verlede is die reële vaste investering deur sowel nie-konjunkturele as konjunkturele faktore teruggehou; die matige styging in die werkverskaffing en die afwesigheid van 'n meer opmerklike styging in die geregistreerde werkloosheid wat in weerwil van die huidige konjunkturafgang tot dusver aangeteken is, was gevoldigd weerspieëlings van die feit dat verhoogde hoeveelhede van (sedert onlangs) minder produktiewe arbeid aangewend moes word om 'n slegs matig laer vlak van die totale reële produksie met behulp van 'n (sedert onlangs) bykans stagnante totale reële vastekapitaalvoorraad te produseer.

Ten derde het verbeterings in die *arbeidsproduktiwiteit* buite die landbou in die loop van 1989 verlangsaa en in die eerste twee kwartale van 1990 na produktiwiteitsafnames omgeslaan. Terwyl 'n verslapping van die gemete arbeidsproduktiwiteit (of altans van die groei in die produktiwiteit) in vroeë afgangsperiodes 'n taamlik algemene konjunktuurverskynsel is, is die produktiwiteit in 1989 en in 1990 tot dusver ook ongunstig deur stakings, absentisme, die intimidasie van werkers en arbeidsonrus beïnvloed. Die verhoogde

voorkoms van die betrokke soort voorvalle kon slegs op losserige wyse aan die heersende konjunktuurtoestand gekoppel word, maar het meer ooglopend verband gehou met die aggressiwigteit van die nuwe vakbondbeweging en met onlangse maatskaplik-politieke ontwikkelings. Oor 'n breër tydshorison beskou was die gemiddelde arbeidsproduktiwiteit buite die landbou in 1990 hoogstens slegs ongeveer 1½-2 persent hoër as in 1980, ondanks die feit dat 'n belangrike verdieping van die hoeveelheid kapitaal per werker (naamlik 'n toename van 19 persent in die verhouding van kapitaal tot arbeid vanaf 1979 tot 1986) in die eerste helfte van die tagtigerjare plaasgevind het.

Ten vierde kon onlangse afnames in die *binnelandse-besparingsverhouding* gedeeltelik ook op grond van sekere konjunktuurverskynsels verklaar word (waaronder byvoorbeeld die minder indrukwekkende finansiële resultate van maatskappye sedert die middel van 1989, 'n konjunkturele verskuiwing van reële faktorinkome vanaf die bruto bedryfsurplus na arbeidsvergoeding, en die "sperrat-effek" – of "gewoonteverankering" – waardeur die reële private verbruiksbesteding in die geval van konjunkturele dalings in die reële persoonlike beskikbare inkome per kop van die bevolking beïnvloed word). Die geleidelike daling in die binnelandse-besparingsverhouding op langer termyn kan egter ook teruggevoer word na sekere struktuurveranderings, waarvan 'n strukturele herverdeling van die reële beskikbare inkome ten gunste van laer-inkome-ontvangers byna seker 'n deel uitmaak. Die stevigheid van die reële private verbruiksbesteding was 'n faktor wat in die afgang van 1989-90 tot dusver 'n vloer geplaas het onder die daling in die reële totale binnelandse vraag en die reële ekonomiese bedrywigheid. Binne die raamwerk van gebeure op langer termyn is die stygende verbruiksgeneigdheid van die Suid-Afrikaanse samelewning egter 'n faktor wat groei en ontwikkeling belemmer.

Ten vyfde is die beperkte konjunktureel afwaartse reaksie van die reële bruto binnelandse investering en die reële private duursame verbruiksbesteding in die afgang van 1989-90 tot dusver – wat, soos die reële private verbruiksbesteding in die algemeen, gedien het om die totale reële binnelandse vraag op peil te hou – gedeeltelik 'n weerspieëeling van die betreklik beskeie hoogtes tot waar die betrokke soorte bestedings gedurende die voorafgaande oplewing onder die invloed van nie-konjunkturele faktore gestyg het. Die verminderde konjunkturele responsiwiteit wat die totale reële bruto binnelandse vaste investering gedurende die afwaartse fase tot dusver aan die dag gelê het, kan gedeeltelik teruggevoer word na die toenemende relatiewe belangrikheid van die aandeel van vergelykenaderwys onuitstelbare kapitaalbestedings vir vervanging, instandhouding en herstelwerk binne die totaal van die reële investeringsbesteding.

Op die kerngebiede wat vir die monetêre beleid van belang is – dit wil sê wat betref die inflasie, die toestand

ten aansien van die betalingsbalans, die buitelandse reserwes en die wisselkoers, en die groeikoerse van bankkrediet en die geldvoorraad – is daar in die tweede kwartaal en in Julie-Augustus 1990 oor die algemeen bemoedigende vordering aangeteken. Beduidende verdere verlangsamings is te boek gestel van die koerse van stygging in die pryse van ingevoerde goedere van kwartaal tot kwartaal en oor twaalf maande en in die produksieprysindeks oor twaalf maande. Die stygging in die produksieprysindeks van kwartaal tot kwartaal het egter van die eerste tot die tweede kwartaal van 1990 weer versnel, terwyl daar met die verlaging van die koerse van inflasie in die verbruikerspryse vergelykenderwys min verdere vooruitgang gemaak is. Die regstreekse en onregstreekse uitwerking van 'n duursame stygging van, sê, 40 persent in die wêreldprys van ruolie (tot by 'n gemiddelde van ongeveer \$25 per vat) sou die Suid-Afrikaanse verbruikerspryspeil uiteindelik met ongeveer 1 persent kon verhoog; die wesenlik eenmalige aard van die olieprys-stygging behoort egter beklemtoon te word.

Op die *betalingsbalansfront* was 'n beduidende daling in die reële goedere-uitvoer en 'n effense verdere stygging in die goedere-invoer die belangrikste faktore wat meegebring het dat die oorskot op die lopende rekening, seisoensaangesuiwerd en teen 'n jaarkoers, van R5,6 miljard in die eerste kwartaal van 1990 tot R3,6 miljard in die tweede kwartaal ingekrimp het. Tesame met hernieuwe en baie aansienlike uitvloeiings van kapitaal (wat, gedeeltelik uit hoofde van die stilstandreëlings, deur terugbetalingsverpligtings ten opsigte van langtermynskuld oorheers is), het dit weer meegebring dat die Suid-Afrikaanse totale bruto sowel as netto buitelandse reserwes in die tweede kwartaal van 1990 met R1,4 miljard afgeneem het. Belangrike nuwe verstewigings van sowel die bruto as die netto buitelandse reserwes van die Reserwebank is egter in Julie-Augustus aangeteken. Vanaf April 1990 het die wisselkoers van die rand 'n hoë mate van stabilitet getoon.

Betekenisvolle verdere verlangsamings het in die tweede kwartaal en in Julie 1990 in die uitbreidingskoerse van die monetêre instellings se *kredietverlening aan die private sektor* en van die *M3-geldvoorraad* voorgekom. M3 was aan die einde van Junie en Julie 1990 weer terug binne die "kegel" wat deur die "riglyn"-grense aan die monetêre uitbreiding in 1990 uitgestippel word; die groeikoers van M3 oor periodes van twaalf maande het aan die einde van Mei, Junie en Julie 1990 vir die eerste maal ná 'n lang tussenpoos van 26 maande weer tot onder die vlak van 20 persent gedaal.

Op basis van sy oorsig van die heersende monetêre en ekonomiese toestand en van die Reserwebank se beleidsoogmerke, het die President van die Bank in sy Presidentsrede voor die Bank se aandeelhouers op 28 Augustus 1990 tot die slotsom gekom dat, ofskoon die tyd vir 'n verslapping van die monetêre beleid besig

was om nader te kom, die regte oomblik vir so 'n verandering nog nie ten volle bereik is nie. Die Bank sou egter nie aarsel om sy beleid te verslap sodra so 'n verandering geregtig kon word nie.

Die *kapitaalmarkte* was in die tweede kwartaal en in Julie-Augustus 1990 getuie van skerp dalings in die handelsbedrywigheid vanaf die buitengewone hoogtepunte wat hierdie bedrywigheid in die eerste kwartaal bereik het, 'n volgehoue meer weifelende gemoedsstoestand op die aandelemark, en 'n mate van verdere verswakkning van die aandelepryse. Op die *primêre markte* het die bedrae van die nuwe effekte-uitgiftes egter beduidend toegeneem vanaf die vlakte waarop dit in die eerste kwartaal te staan gekom het.

Persentasietoenames in die *skatkisuitreikings* wat die begrote persentasietoename in die besteding van die Sentrale Regering gedurende die fiskale jaar 1990/91 in sy geheel heelwat oorskry het, is gedurende die eerste vyf maande van die huidige fiskale jaar (April-Augustus 1990) in hierdie uitgiftes aangeteken – wanneer die oordrag van R2,0 miljard aan die Onafhanklike Ontwikkelingstrust (OOT) in Julie 1990 daarby ingesluit word sowel as wanneer dit nie daarby ingesluit word nie. Die persentasietoename in die *skatkisontvangste* was gedurende hierdie vyf maande, in weerwil van krimpende ontvangste aan inkomstebelasting uit die goudmynbedryf, egter ook duidelik hoër as die Begrotingsramings. Selfs indien die oordrag aan die OOT nie by die skatkisuitreikings ingesluit word nie, het die skatkistekort voor lenings gedurende die betrokke vyf maande nietemin nog 'n ongewoon hoë persentasie beloop van die tekort wat in die Begroting van Maart 1990 vir die fiskale jaar 1990/91 in sy geheel in die vooruitsig gestel is.

Binnelandse ekonomiese ontwikkelings

Binnelandse produksie

Die totale reële bruto binnelandse produksie het in die vierde kwartaal van 1989 sowel as die eerste kwartaal van 1990 teen seisoensaangesuiwerde jaarkoerse van ongeveer $1\frac{1}{2}$ persent afgeneem. Daarna het dit in die tweede kwartaal van 1990 verder ingekrimp teen 'n jaarkoers wat voorlopig op ietwat minder as 1 persent beraam word.

Die tempering van die koers van afname in die totale reële bruto binnelandse produk in die tweede kwartaal van 1990 kon toegeskryf word aan 'n toename in die reële toegevoegde waarde in die landbou en aan 'n verlangsaming van die koers waarteen die reële toegevoegde waarde in die mynbousektor afgeneem het. Negatiewe groei in die reële bruto binnelandse produk in die vierde kwartaal van 1989 en in die eerste kwartaal van 1990 was hoofsaaklik die gevolg van afwaarts aanpassings van die reële produksie in die landbou en in sowel die landbou as die mynbou onderskeidelik. Soos ook in die Reserwebank se onlangs gepubliseerde *Jaarlikse Ekonomiese Verslag vir 1990* opgemerk is, was die matige afname in die totale reële bruto binnelandse produksie gedurende die vyf kwartale van

die huidige konjunktuurafgang tot die middel van 1990 – gedeeltelik vanweë die verloop van sake in die twee primêre sektore in die tweede kwartaal van 1990 – per saldo egter geheel en al die gevolg van 'n afname in die reële toegevoegde waarde in die sekondêre nywerhede.

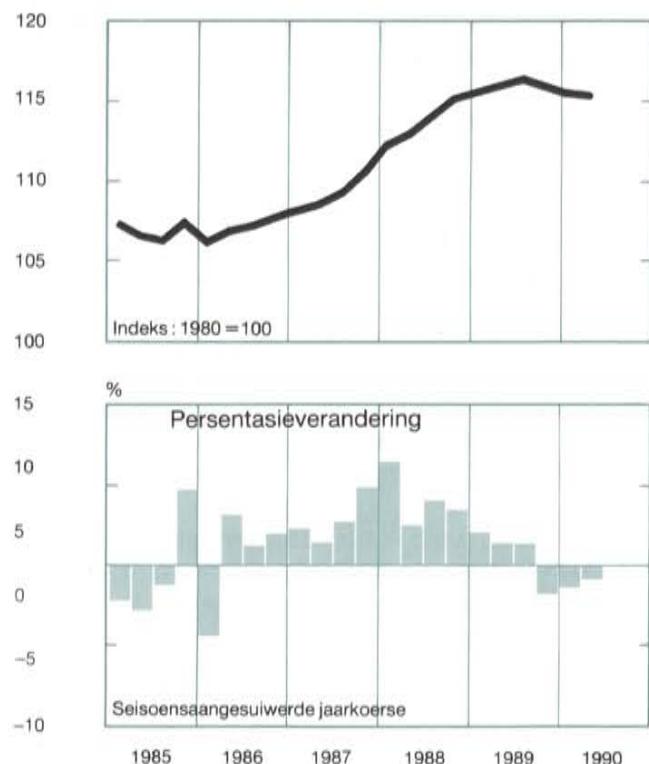
Die gemiddelde jaarkoers van afname in die totale reële bruto binnelandse produk het in die vyf kwartale van die huidige konjunktuurafgang tot die middel van 1990 effens minder, en in die vier kwartale tot die middel van 1990 effens meer, as $\frac{1}{2}$ persent beloop. In vergelyking hiermee het die gemiddelde jaarkoers van afname in die reële toegevoegde waarde van die nie-landbousektore, die nie-primêre sektore, en die sekondêre sektore alleen, in die vier kwartale tot die tweede kwartaal van 1990 onderskeidelik bykans 2 persent, ongeveer 1 persent en ietwat meer as 3 persent bedra.

Die hernieuide verslapping van die reële ekonomiese bedrywigheid in die sekondêre sektore van die ekonomie in die tweede kwartaal van 1990 was in werklikheid 'n deel van die meer algemene en meer wydverspreide aard wat die konjunkturele verlangsaming van die ekonomie in die tweede kwartaal van 1990 in vergelyking met vorige kwartale aan die dag gelê het. Met uitsondering van die landbou en die algemene owerheid, is negatiewe groei in die reële toegevoegde waarde gedurende hierdie kwartaal in al die hoofsektore van die ekonomie aangeteken.

Die reële toegevoegde waarde van die primêre sektore het in die tweede kwartaal van 1990 teen 'n jaarkoers van $2\frac{1}{2}$ persent gestyg. Hierdie toename in die produksie het egter neergekom op 'n matige herstel vanaf 'n betreklik laevlak, nadat die produksie in die vorige twee kwartale teen 'n gemiddelde jaarkoers van ongeveer 11 persent gedaal het. Die verlangsaming van die inkrimping in die reële produksie van die mynbousektor kon hoofsaaklik toegeskryf word aan die min of meer sywaartse verloop van die fisiese omvang van die produksie van die steenkool- en diamantmyne, wat die uitwerking van die meer aanmerklike afnames in die reële produksie van die goudmyne en van "ander mynbou"-bedrywe versag het. Die afname in die fisiese goudproduksie in die tweede kwartaal van 1990 (wat in werklikheid heelwat kleiner was as in die voorafgaande drie maande) was weer eens gedeeltelik 'n weer-spieëling van die laer gemiddelde goudgehalte van die vergruisde erts. Hierbenewens het 'n ongewoon hoë voorkoms van intimidasie van werkers en arbeidsonrus waarskynlik egter ook bygedra tot die afname in die omvang van die ertsvergruising wat ook in hierdie kwartaal waargeneem is.

In die sekondêre sektor is daar van die eerste na die tweede kwartaal van 1990 in al drie die hoof-onderafdelings van hierdie sektor – naamlik die fabriekswese, die konstruksiebedryf en elektrisiteit, gas en water – inkrimping van die reële produksie aangeteken teen seisoensaangesuiwerde jaarkoerse van onderskeide-

Reële bruto binnelandse produk



lik 3 persent, 2½ persent en 1½ persent. Die afname in die reële toegevoegde waarde van die sub-sektore elektrisiteit, gas en water en konstruksie was 'n belangstellingverskynsel van die meer algemene verslapping van die ekonomiese bedrywigheid. In die fabriekswese is afnames in die fisiese omvang van die produksie aangeteken in nywerhede soos die klerebedryf, die chemiese industrie, die nie-ysterhoudende-metaalbedryf en die basiese-metaalnywerheid. Die minder indrukwekkende produksieprestasies in hierdie nywerhede was gedeeltelik 'n weerspieëling van die verslappende neiging in die reële binnelandse finale vraag en van die vermindering van voorrade in reaksie op die vorige en die huidige ingesteldheid van die amptelike beleid en ander faktore wat 'n vraag-ontmoedigende uitwerking gehad het. Eweneens wat die vraakkant van die ekonomie betref, was die afname in die produksie in hierdie nywerhede tot op 'n sekere hoogte 'n weerspieëling van die inkrimping van die "netto buitelandse saldo" (dit wil sê die verskil tussen die uitvoer van goedere en nie-faktordienste en die invoer van goedere en nie-faktordienste), wat van die eerste na die tweede kwartaal van 1990 'n jaarkoers van R1,1 miljard bereik het. Van die aanbokant af is die produksiebedrywigheid in die tweede kwartaal van 1990 nog steeds gestrem deur die betreklik hoë peil van stakings, buitesluitings, wegblly-aksies en versteurende arbeidsbetrekkinge, en deur 'n voortgesette hoë voorkoms van burgerlike onluste en geweldpleging.

Die reële toegevoegde waarde van die *tertiére sektore* het in die tweede kwartaal van 1990 teen 'n matige jaarkoers van bykans 1 persent afgeneem. Dit was 'n weerspieëling van koers van afname in die sub-sektore handel en vervoer en in finansies, vaste eiendom en sakedienste, wat (teen jaarkoers gemeet) van ½ persent tot ongeveer 2½ persent gewissel het. In die sub-sektor handel het die afname in die reële toegevoegde waarde hoofsaaklik voortgespruit uit laer vlakke van die bedrywigheid in die kleinhandel en in die motorhandel.

In die *vervoersektor* het die verskillende onderafdelings van daardie sektor deurgaans laer reële produksiepeile getoon. 'n Bo-gemiddelde afname is egter in die reële bedrywigheid van Transnet aangeteken. Dit het, op ietwat tegniese wyse, hoofsaaklik voortgespruit uit 'n afname in die buitelandse vraag, wat in 'n opmerklike daling in die fisiese omvang van die goedere-uitvoer in die tweede kwartaal van 1990 weerspieël is (nadat daar in die voorafgaande drie maande 'n selfs nog meer aansienlike *toename* in hierdie uitvoer aangeteken is). In die *finansiële-dienstebedrywe* was die verslapping van die reële bedrywigheid 'n weerspieëling van die afkoeling van die ekonomie in die algemeen, maar ook van skerp dalings in die omset op die effektebeurs en van 'n afname in die transaksies in vaste eiendom.

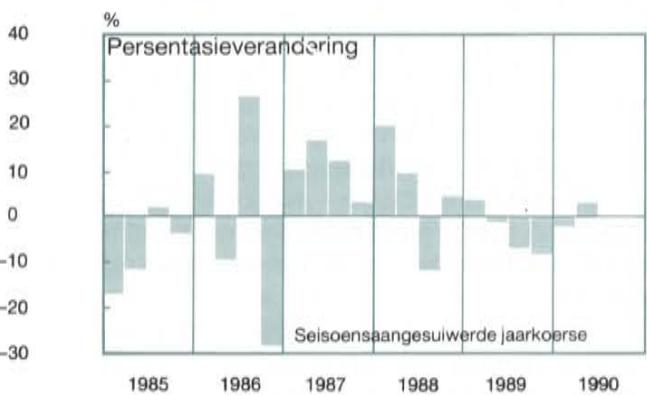
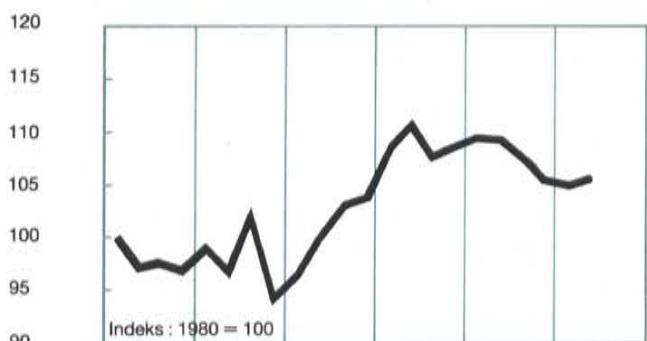
Net soos gedurende vorige kwartale van die huidige konjunktuurafgang, was die afname in die reële bruto

nasionale produk in die tweede kwartaal van 1990, wat op 'n jaarkoers van ongeveer 3 persent te staan gekom het, aanmerklik skerper as die gelykydigte afname in die reële bruto *binnelandse produk*. Dit was die gevolg van 'n beduidende styling in die reële netto faktorbetalings (hoofsaaklik hoër rentebetalings) aan nie-inwoners, waardeur die inkrimping van die ongunstige ruilvoet-aansuiwering gedurende die tweede kwartaal meer as ten volle geneutraliseer is. Die verbetering van die ruilvoet in die tweede kwartaal was 'n weerspieëling van 'n daling in die internasionale ruolie-pryse gedurende daardie kwartaal en van 'n verstewing van die prys wat sekere van Suid-Afrika se primêre uitvoerprodukte in die wêreldmarkte behaal het.

Binnelandse besteding

Die totale reële bruto binnelandse besteding het reeds in die derde kwartaal van 1988 en vervolgens weer in die tweede kwartaal van 1989 en daarna, dalings getoon. Nadat dit in die derde en die vierde kwartaal van 1989 teen jaarkoers van 6½ en 7½ persent afgeneem het, het die totale reële bruto binnelandse besteding in die eerste kwartaal van 1990 egter skynbaar nuwe steun

Reële bruto binnelandse besteding



gevind (toe dit teen 'n jaarkoers van slegs $1\frac{1}{2}$ persent afgeneem het), en in die tweede kwartaal in werklikheid 'n klein herstel getoon teen 'n jaarkoers van bykans 3 persent.

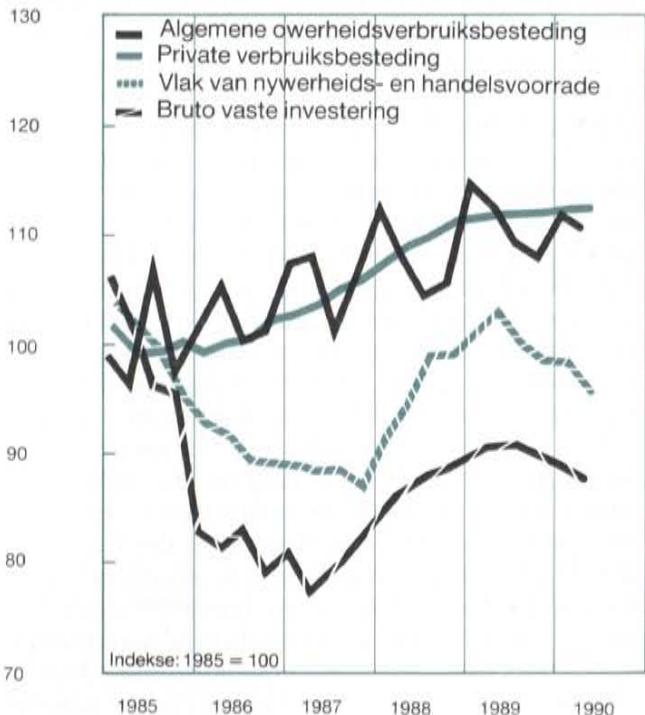
Die matige ommeswaai van die inkrimping van die totale reële binnelandse besteding in die tweede kwartaal van 1990 kon toegeskryf word aan 'n daling in die koers waarteen die totale reële voorrade gedurende daardie kwartaal verminder is, waarvan die gunstige uitwerking toegevoeg is aan dié van die volgehoudende opwaartse neiging wat die totale reële private verbruiksbesteding tot dusver in die huidige konjunktuurafgang getoon het. In totaal het die veranderings in hierdie twee komponente van die totale besteding 'n positiewe bydrae van 5 persentasiepunte gelewer tot die jaarkoers van toename in die totale reële bruto binnelandse besteding, wat in die tweede kwartaal van 1990 ongeveer 3 persent beloop het. Hierteenoor het die afnames in die tweede kwartaal in die totale reële owerheidsverbruiksbesteding en in die totale reële bruto binnelandse investering gesamentlik 'n negatiewe bydrae van meer as 2 persentasiepunte gemaak.

Die gemiddelde vlak van die totale reële bruto binnelandse besteding was in die eerste helfte van 1990 ongeveer $4\frac{1}{2}$ persent laer as in die eerste helfte van 1989 en ongeveer $5\frac{1}{2}$ persent laer as in die eerste helfte van 1988. Hierdie taamlik sterk bestedingsinkrimpings het verband gehou met netto afnames in die reële goedere-invoer wat van die eerste helfte van 1989 tot die eerste helfte van 1990 $8\frac{1}{2}$ persent en van die eerste helfte van 1988 tot die eerste helfte van 1990 $4\frac{1}{2}$ persent beloop het. Die teruggang van die binnelandse besteding het ook bygedra tot die verstewiging van 42 persent in die totale oorskot op die lopende rekening van die betalingsbalans vanaf R3,6 miljard in die vier kwartale tot die middel van 1989 tot R5,1 miljard in die vier kwartale tot die middel van 1990.

Die reële *private verbruiksbesteding* het in die tweede kwartaal van 1990 effens verder gestyg teen 'n jaarkoers van ongeveer $1\frac{1}{2}$ persent. Soos in bykans al die voorafgaande kwartale van die huidige konjunktuurverlangsamming tot dusver die geval was, was hierdie lichte verdere groei in die totale reële private verbruiksbesteding uitsluitend die gevolg van toenames in die reële besteding deur huishoudings aan nie-duursame goedere en aan dienste, wat in die tweede kwartaal van 1990 teen seisoensaangesuiwerde jaarkoerse van onderskeidelik 1 en $1\frac{1}{2}$ persent gestyg het. Die reële private verbruiksbesteding aan duursame en semi-duursame goedere het in die tweede kwartaal verder afgeneem teen jaarkoerse van ongeveer $3\frac{1}{2}$ en 1 persent.

Die totale reële private verbruiksbesteding het in die tweede kwartaal van 1990 die steun geniet van 'n effense verdere toename in die totale reële persoonlike beskikbare inkomte. Die feit dat die totale reële private verbruiksbesteding dwarsdeur die vyf kwartale van die

Reële bruto binnelandse besteding en sy komponente



huidige konjunktuurafgang van die ekonomie tot die middel van 1990 in ligte mate verder vorentoe gebeur het, is in die Reserwebank se onlangse *Jaarlikse Ekonomiese Verslag vir 1990* egter ook toegeskryf aan faktore soos geleidelike konjunkturele en strukturele herverdelings van inkomte ten gunste van loontrekkers en van die laer-inkomste-groepe, huishoudings se "gevoonteverskynsel" of gevestigde bestedingsgewoontes, en die druk van die vervangingsvraag met betrekking tot duursame verbruiksgoedere.

Binne die breë kategorie van die reële private besteding aan duursame verbruiksgoedere was die inkrimping van huishoudings se reële besteding aan persoonlike vervoertoerusting in die tweede kwartaal van 1990 'n weerspieëeling van die betreklik hoë pryse van motorvoertuie en van die huidige, betreklik hoë, vlak van die reële rentekoerse op verbruikerskuld. In teenstelling daarmee was die toename in huishoudings se reële besteding aan huishoudelike toestelle in die tweede kwartaal 'n weerspieëeling van die positiewe invloed wat die verligting van sekere beperkings op huurkooptransaksies en die verlaging van die bo-belaasting op invoergoedere deur die fiskale owerheid in Maart 1990, op hierdie soort besteding uitgeoefen het.

Die reële *verbruiksbesteding deur die algemene owerheid* het in die eerste kwartaal van 1989 baie skerp gestyg, in die daaropvolgende drie kwartale afgeneem, in die eerste kwartaal van 1990 weer skerp

gestyg en in die tweede kwartaal weer gedaal. As gevolg hiervan was die totale reële owerheidsverbruiksbesteding, ofskoon dit in die huidige konjunktuurafgang tot dusver op 'n betreklik hoë gemiddelde vlak gestaan het, in die eerste helfte van 1990 nogtans ongeveer 2 persent laer as in die eerste helfte van 1989. Die afname in die totale reële owerheidsverbruiksbesteding in die tweede kwartaal van 1990 was hoofsaaklik die gevolg van aansienlik laer reële besteding aan intermediêre goedere en dienste. Die gemiddelde vlak van die reële owerheidsbesteding aan sodanige goedere en dienste was in die eerste helfte van 1990 5½ persent laer as in die eerste helfte van 1989.

Die totale *reële bruto binnelandse vaste investering* het in die derde kwartaal van 1989 sy kruin bereik en in die daaropvolgende drie kwartale tot die middel van 1990 teen betreklik matige jaarkoerse van onderskeidelik ongeveer 4½, 4 en 5 persent afgeneem. Die inkrimping in die tweede kwartaal van 1990 was hoofsaaklik 'n geval van 'n verdere vermindering van die reële vastekapitaalvorming deur die private sektor. Die reële bruto vastekapitaalvorming deur die openbare korporasies, wat vanaf die tweede kwartaal van 1988 hoofsaaklik as gevolg van die werkzaamhede van Mossgas aansienlik uitgebrei het, het egter ook in die tweede kwartaal van 1990 'n daling getoon. Hierdie daling was groter as die gelykydig kleiner styging in die reële vastekapitaalvorming deur die openbare owerhede, wat vanaf die tweede kwartaal van 1988 'n bestendig afwaartse tendens getoon het.

Die koers van afname in die reële bruto vastekapitaalvorming deur ondernemings in die *private sektor* het effens versnel tot 'n jaarkoersvlak van 5 persent in die tweede kwartaal van 1990, vanaf jaarkoersvlakke van 2½, 5½ en 4½ persent in die voorafgaande drie kwartale sedert die middel van 1989. Hierdie matige verdere versnelling van die koers van afname het hoofsaaklik voortgespruit uit besnoeiings van die reële vastekapitaalbesteding in die landbou, die mynbou en die sektor finansies, verzekering, vaste eiendom en sake-dienste. Toenames is egter nog in die reële vaste investering in die fabriekswese en die handel aangegeteken, alhoewel teen laer koerse as in die voorafgaande kwartale.

Die algemene afwaartse neiging in die reële vastekapitaalvorming van die private sektor sedert die middel van 1989 het kennelik verband gehou met die afkoeling van die binnelandse ekonomie en die betreklik swak vooruitsigte vir groei in 1990, met die betreklik hoë reële rentekoerse in die huidige stadium van die konjunkturgolf in vergelyking met vorige konjuncturele afgangsfases, met die meer weifelende groei in sommige van die belangrikste nywerheidsekonomiese, en met die skerp daling wat gedurende die grootste deel van die periode vanaf die middel van 1988 in die wêreldpryspeil van grondstowwe voorgekom het. Dit het gepaard gegaan met 'n deurgaans teleurstellende verloop van die dollarprys en die randprys van goud.

Meer spesifiek is die investering van die private sektor egter ook afwaarts beïnvloed deur die bo-belasting op ingevoerde kapitaaldoerusting en deur onlangse hersienings van die formule waarvolgens waardeverminderingstoelaes vir belastingdoeleindes bereken word. Ten slotte is die investeringsklimaat wat teen die middel 1990 geheers het, ook ongunstig beïnvloed deur onsekerhede oor toekomstige ontwikkelings op maatskaplik-politieke gebied, deur die strydbaarheid van die georganiseerde arbeid en van die werkerskorps in die algemeen, en deur die toestand van volgehoud burgerlike onrus. Die betreklike matigheid van die afname wat die reële vaste investering van die private sektor onder hierdie omstandighede aan die dag gelê het (in vergelyking met die skerp afname wat byvoorbeeld in die begin van 1986 in hierdie investering aangegeteken is), kon gedeeltelik toegeskryf word aan die betreklike matigheid van die vlakke wat die reële vaste investering in die voorafgaande opgangsfase bereik het.

Die reële vastekapitaalbesteding deur die *openbare korporasies* het in die tweede kwartaal van 1990 teen 'n jaarkoers van 13½ persent afgeneem. Dit was gegrond op 'n tydelike verlangsaming van die investeringsbedrywigheid in die sub-sektor fabriekswese, wat teen die einde van 1989 en in die eerste kwartaal van 1990 tot betreklik hoë vlakke gestyg het, en op 'n sywaartse beweging van die reële vaste-investeringsbesteding in die sub-sektor elektrisiteit, gas en water.

Die reële vastekapitaalbesteding van die *openbare owerhede* het in die tweede kwartaal van 1990 teen 'n jaarkoers van ongeveer 5 persent toegeneem. 'n Aansienlike toename in die reële vastekapitaalvorming deur die sakeondernemings van die algemene owerheid (hoofsaaklik die Departement van Pos- en Telekommunikasiewese) het meer as vergoed vir afnames in sodanige besteding deur al drie die vlakke van die algemene owerheid self.

'n Ontleding van die bruto binnelandse vaste investering in die tweede kwartaal van 1990 volgens *soorte* kapitaalbates toon afnames in die totale reële besteding aan geboue en aan vervoertoerusting; enkele toenames is egter nog in die totale reële besteding aan konstruksiewerke en aan masjinerie en toerusting aangegeteken. Die gemiddelde vlak van die reële besteding aan masjinerie en vervoertoerusting in die eerste helfte van 1990 was egter ongeveer 5 persent laer as gedurende die jaar 1989.

Versnellende verminderings van die *totale reële voorrade* is in die derde en die vierde kwartaal van 1989 en in die eerste kwartaal van 1990 aangegeteken. Die totale reële voorrade is vervolgens in die tweede kwartaal van 1990 verder verminder, maar teen 'n aansienlik laer koers. Hierdie matiging van die tempo van die voorraadvermindering het hoofsaaklik voortgespruit uit kleiner afnames in die diamantvoorraad-in-die-handel, 'n toename in die landbouvoorraad-in-die-handel en 'n aanvulling van die voorrade in die mynbou

namate die lopende fisiese produksie die laer reële hoeveelhede van die minerale-uitvoer meer beduidend begin oorskry het. Afbouings van nywerheids- en handelsvoorraad het egter nog voorgekom. As gevolg hiervan het die verhouding van die reële nywerheids- en handelsvoorraad tot die bruto binnelandse produk verder afgeneem van 20 persent in die eerste kwartaal van 1990 tot 19½ persent in die tweede kwartaal.

Faktorinkome en binnelandse besparing

Die groei in die totale nominale faktorinkome teen markpryse het slegs marginaal van 'n koers van jaar tot jaar van 19 persent in 1988 tot 18½ persent in 1989 verlangsaam. In die eerste helfte van 1990 was die totale nominale faktorinkome egter slegs sowat 13 persent hoër as in die eerste helfte van 1989. Die koers van toename in die totale nominale faktorinkome teen markpryse (dit wil sê in die nominale bruto binnelandse produk) het, ná seisoensaansuiwering en omrekening tot 'n jaarkoers, van 'n gemiddelde van 14½ persent in die tweede helfte van 1989 tot 11½ persent in die eerste helfte van 1990 verlangsaam.

Die groei in die totaal van die nominale faktorvergoedings is in die eerste helfte van 1990 hoofsaaklik deur volgehoue vinnige stygings in die totale nominale arbeidsvergoeding ondersteun. Die totale nominale arbeidsvergoeding was in die eerste helfte van 1990 nog steeds sowat 15 persent hoër as in die eerste helfte van 1989. Dit kon gedeeltelik toegeskryf word aan die algemene loons- en salarisverhogings deur die algemene owerheid (wat egter grotendeels eers vanaf die begin van die tweede kwartaal van 1990 in werking

getree het) en aan bykomende verbeterings van die diensvoorraades van werkers in sekere laag-besoldigde owerheidsdienste in die besonder. Opmerklike toenames in die totale nominale arbeidsvergoeding is egter ook in die mynbou, fabriekswese en die handel in die private sektor aangeteken, terwyl die totale arbeidsvergoeding in die finansiële sektor op 'n hoë vlak gebly het. Die volgehoudre relatief vinnige toename in die totale nominale arbeidsvergoeding in 'n verslappende ekonomie (wat tewens plaasgevind het in weerwil van die feit dat die groei in sakeondernemings se bruto bedryfsplusse, veral sedert die tweede kwartaal van 1989 aanmerklik afgeneem het) kon gedeeltelik toege-skryf word aan die feit dat die konjunktuurafgang tot die middel van 1990 betreklik matig gebly het, aan die skaarste van die aanbod van arbeid in sekere beroepe, en aan die resultate wat uit die loononderhandelings tussen werkgewers en die deurgaans aggressiewe vakbondes na vore gekom het. Oor die algemeen was die koers van die loonsverhogings waaraan daar in onlangse loonskikkings ooreenkoms bereik is, nog steeds hoër as die inflasiekoerse wat in die jongste verlede aangeteken is.

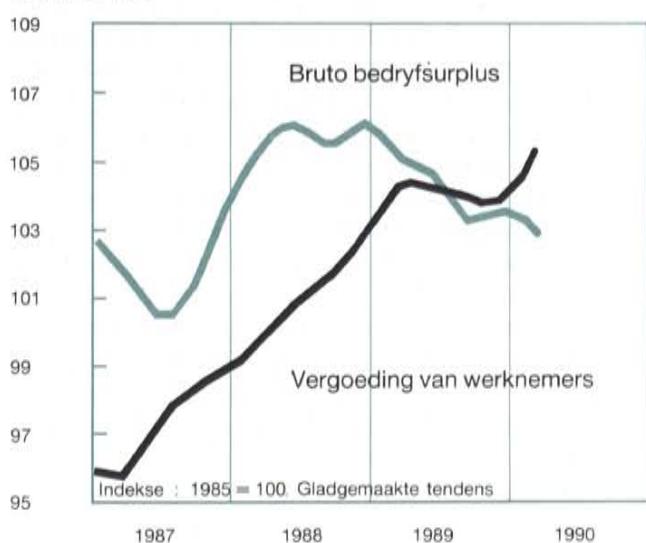
Die nominale bruto bedryfsplus was in 1989 15½ persent hoër as in 1988. Die groeikoers van jaar tot jaar in die nominale bedryfsplus het egter reeds in die derde kwartaal van 1988 sy jongste hoogtepunt bereik en het in die daaropvolgende kwartale teruggesak. Hoewel die groeikoers van die bedryfsplus van kwartaal tot kwartaal aansienlik geskommel het, was die nominale bedryfsplus in die eerste twee kwartale van 1990 gemiddeld slegs 11 persent hoër as in die eerste twee kwartale van 1989.

Die betreklik beskeie jaarkoers van toename van kwartaal tot kwartaal in die bruto bedryfsplus van 12½ persent in die tweede kwartaal van 1990 was in hoofsaak 'n weerspieëeling van die algemene verslapping van die binnelandse finale vraag, van die ongemaklike wins- of verliessituasie in groot dele van die goudmynbedryf, en van die negatiewe invloed wat wydverspreide maatskaplik-politieke onrus en spesifieke boikotaksies en verbruikersintimidiasie wat teen sekere dele van die handel en die nywerheid in die belangrike nywerheidsgebiede gemik was, op die algemene saketoestand uitgeoefen het.

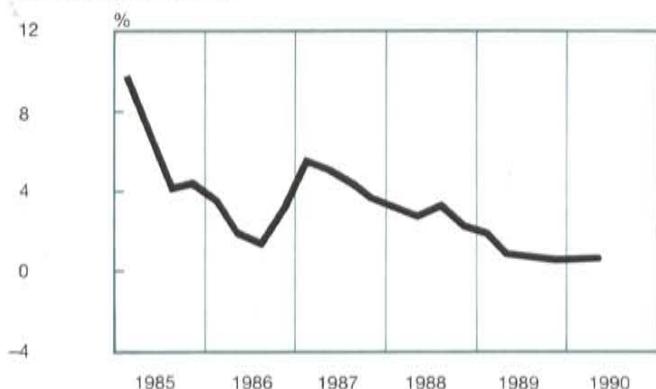
Die verhouding van die bruto binnelandse besparing tot die bruto binnelandse produk het van die eerste tot die tweede kwartaal van 1990 effens gedaal, naamlik van 22 tot 21 persent. Die daarmee gepaardgaande daling in die verhouding van die bruto binnelandse besparing tot die bruto binnelandse investering het ook in 'n vernouing van die oorskot op die lopende rekening van die betalingsbalans tot uiting gekom.

Die mees onlangse verswakking van die binnelandse besparingsverhouding in die tweede kwartaal van 1990 het voortgespruit uit laer besparing deur die maatskappysektor en deur die algemene owerheid, teenoor 'n geringe verbetering in die persoonlike

Reële bruto bedryfsplus en vergoeding van werkneemers



Verhouding van persoonlike besparing tot persoonlike beskikbare inkome



besparing en in die persoonlike-besparingsverhouding. Die toename in die netto persoonlike besparing was gedeeltelik gebaseer op 'n effense toename in die totale reële persoonlike beskikbare inkome (wat die vorm van 'n toename in die totale reële arbeidsvergoeding aangeneem het); die marginale styging in die persoonlike-besparingsverhouding kan gesien word as die teenhanger van huishoudings se meer terughoudende ingesteldheid wat die besteding aan duursame verbruiksgoedere betref.

In teenstelling hiermee het die netto besparing van die maatskappysektor onder die invloed van die afnemende groei in die totale netto bedryfsurplus 'n daling getoon; dié netto bedryfsurplus was, nominaal gesproke, in die tweede kwartaal van 1990 slegs 9 persent hoër as in die tweede kwartaal van die vorige jaar. Die netto besparing van die algemene owerheid het in die tweede kwartaal van 1990 gedaal omdat die matige toename in die algemene owerheid se verbruiksbesteding teen heersende pryse in daardie kwartaal nie ten volle deur die toename in die ontvangste aan direkte en indirekte belastings geëwenaar is nie.

Werkverskaffing

Die gemiddelde vlak van die totale werkverskaffing in die Suid-Afrikaanse ekonomie buite die landbou was in die gevorderde konjunkturele opgangsjaar 1988 sowat 1,2 persent hoër as in 1987. Dit wil voorkom asof daar vervolgens in die eerste kwartaal van 1989 slegs min verandering in die totale werkverskaffing buite die landbou aangeteken is. Dit is egter gevolg deur hernieude toenames in die werkverskaffing teen seisoensaangesuiwerde jaarkoerse van uitbreiding van kwartaal tot kwartaal wat in die "konsolidasie"-tydperk van

die ekonomie in die middelkwartale van 1989 0,6 en 1,2 persent beloop het.

'n *Inkrimping* van die werkverskaffing buite die landbou teen 'n seisoensaangesuiwerde jaarkoers van 2,0 persent in die vierde kwartaal van 1989 is in die eerste kwartaal van 1990 deur 'n hernieuwe *uitbreiding* teen 'n jaarkoers van 2,4 persent gevolg. Soos in die Reservewebank se onlangse *Jaarlikse Ekonomiese Verslag* opgemerk is, was hierdie taamlik dramatiese herstel in die totale werkverskaffing in die eerste kwartaal van 1990 egter in wese 'n "registrelling" van afnames in die werkverskaffing in die voorafgaande drie maande. Groot skommelings in die aantal werkers in diens is byvoorbeeld in die betrokke twee kwartale in die Suid-Afrikaanse Vervoerdienste aangeteken. Langdurige stakings van SAVD-werkers gedurende die periode November 1989-Januarie 1990 het geleid tot afdankings en bedankings van 'n groot aantal personeellede en tot afnames in die werkverskaffing deur die SAVD wat in die vierde kwartaal van 1989 'n seisoensaangesuiwerde jaarkoers van 34,1 persent bereik het. Dit is in die eerste kwartaal van 1990 deur 'n toename in die werkverskaffing teen 'n jaarkoers van 34,6 persent gevolg.

Herversnellings van die werkverskaffingsgroei het in eerste kwartaal van 1990 egter ook by verskeie nywerhede in die private sektor voorgekom. Daarteenoor het die algemene owerheid, die Departement van Pos- en Telekommunikasiewese, die goudmynbedryf, technikons, die private padvervoer, die groothandel en die motorhandel en sekere ander diensbedrywe (onder ander sektore en sub-sektore) gedurende hierdie kwartaal personeelinkrimpings of voortgesette personeelverminderinge getoon.

Die globale koers van toename in die werkverskaffing buite die landbou vier kwartale ná die boonste konjunktuurdraaipunt van die ekonomie in die eerste kwartaal van 1989 bereik is, het nietemin gunstig vergelyk met ontwikkelings in die werkverskaffing wat in 'n soortgelyke stadium gedurende die konjunktuurafgang van 1981-83 aangeteken is. Gegeweens vir die tweede kwartaal van 1990 dui op afnames in die werkverskaffing in die fabriekswese, die konstruksiebedryf en elektrisiteitsopwekking.

Die totale werkverskaffing in die *private sektor* buite die landbou het in die middelkwartale van 1989 teen seisoensaangesuiwerde jaarkoerse van 0,2 en 1,3 persent gestyg, maar in die vierde kwartaal teen 'n jaarkoers van 2,0 persent afgeneem. Daarna het dit in die eerste kwartaal van 1990 weer teen 'n nogal heel merkwaardige jaarkoers van 4,0 persent toegeneem, hoofsaaklik vanweë toenames in die werkverskaffing in die fabriekswese, die konstruksiebedryf, die mynbou anders as die goudmynbou, elektrisiteitsopwekking en sekere diensbedrywe.

Toenames in die werkverskaffing teen jaarkoerse van 1,8 en 1,0 persent is in die middelkwartale van 1989 by die *openbare owerhede* aangeteken. Dit is

Werkloosheid



egter in die vierde kwartaal van 1989 en die eerste kwartaal van 1990 deur afnames in die werkverskaffing teen koerse van 2,1 en 1,6 persent gevolg.

Die verhouding van *oortydure* tot normale ure gewerk in die konstruksiebedryf en in die fabriekswese het vanaf onderskeidelik die tweede en die derde kwartaal van 1989 tot die eerste kwartaal van 1990 afgeneem. Albei hierdie verhoudings het egter in April en Mei 1990 weer effens herstel, maar nie na die vlakte wat in die ooreenstemmende periode in 1989 aangegetek is, teruggekeer nie.

Die seisoensaangesuiwerde aantal geregistreerde *werkloses* in die Blanke, Kleurling- en Asiérbevolkingsgroepe het, in skynbare teenstryd met die afkoeling van die ekonomie, van 51 400 in April 1989 tot 42 000 in Desember teruggesak, maar weer tot 53 600 in Mei 1990 toegeneem. Hierdie meer onlangse syfer was egter nog steeds aansienlik laer as die hoogtepunt van 82 300 werkloses onder die betrokke bevolkingsgroepe in September 1986. Die netto toename in die geregistreerde werkloosheid onder die betrokke bevolkingsgroepe was in die huidige konjunktuurafgang tot dusver ook nog steeds aansienlik laer as die toenames in die werkloosheid oor vergelykbare periodes in die voorafgaande drie afwaartse konjunkturbewegings. Hierteenoor het die seisoensaangesuiwerde totale aantal geregistreerde werkloses per saldo van 'n laagtepunt van 108 900 in Januarie 1989 tot 138 900 in Mei 1990 toegeneem, vergeleke met die vorige hoogtepunt van 136 300 in September 1987.

Arbeidskoste en produktiwiteit

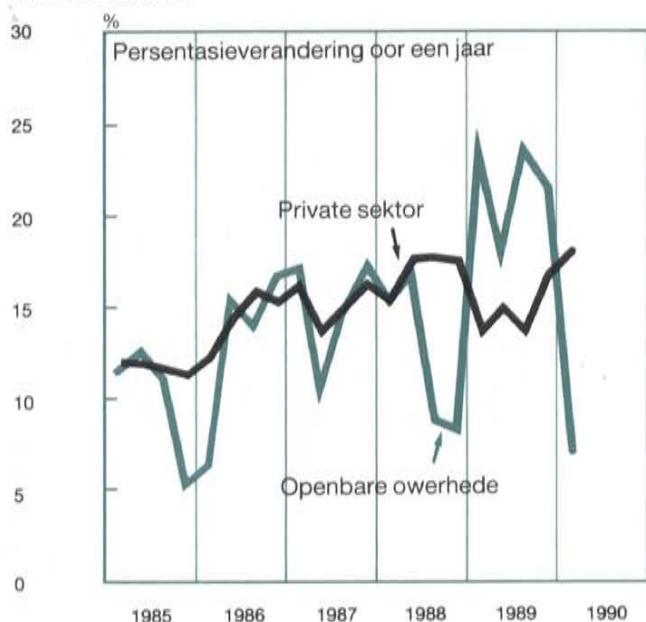
Die toename van jaar tot jaar in die nominale loon per werker het van 15,6 persent in die gevorderde opgangsjaar 1988 tot 16,9 persent in die konsolidasie- en vroeë afgangsjaar 1989 versnel. In die loop van 1989 het die kwartaallike koers van toename oor vier kwartale in die nominale loon per werker per saldo van 17,0 persent in die eerste kwartaal, via 15,8 en 16,8 persent in die tweede en die derde kwartaal, tot 18,2 persent in die laaste kwartaal versnel. Daarna het dit egter nogal heel plotseling weer tot 14,3 persent in die eerste kwartaal van 1990 verlangsaam.

In teenstelling met die verloop van sake gedurende die periode 1985-1988, het die toenames in die nominale loon van werkers in diens van die *openbare owerhede* die toenames in die nominale lone in die private sektor dwarsdeur 1989 aansienlik oorskry. Die koers van toename oor vier kwartale in die nominale loon per werker in diens van die openbare owerhede het dramaties van slegs 8,4 persent in die laaste kwartaal van 1988 tot nie minder nie as 24,1, 17,7, 23,8 en 21,9 persent in die vier opeenvolgende kwartale van 1989 (dit wil sê tot 'n gemiddelde van ongeveer 21,8 persent in die kalenderjaar) versnel. Daarna het hierdie koers egter, soos by die loonontwikkeling in die geval van die openbare owerhede nie ongewoon is nie, in die eerste kwartaal van 1990 weer, byna net so skerp as wat dit toegeneem het, tot 7,2 persent teruggesak. Dit was gedeeltelik die gevolg van die feit dat algemene salaris-aanpassings in die staatsdiens oor die algemeen eers vanaf die begin van die tweede kwartaal van 1990 in werkig getree het, in teenstelling met sekere groot jaarlikse aanpassings wat in 1989 vanaf die begin van die eerste kwartaal van krag geword het.

In vergelyking hiermee het die toenames oor vier kwartale in die gemiddelde nominale loon per werker in die *private* sektor van 13,6 persent in die eerste kwartaal van 1989 tot 14,9, 13,8 en 16,6 persent in die daaropvolgende drie kwartale (dit wil sê tot 'n gemiddelde van 14,8 persent gedurende die jaar) toegeneem. Hierdie koers het in die eerste kwartaal van 1990 vervolgens egter verder versnel, naamlik tot 17,9 persent. Werkgewers se toenemende weerstand teen groot verhogings van die nominale lone in 'n verslappende ekonomie – soos dit skynbaar uit die verlangsaam van die *globale* koers van die loonsverhogings in die eerste aantal maande van 1990 na vore gekom het – het voorasnog dus duidelik nie daarin geslaag om die loonontwikkeling by *private* ondernemings gedurende daardie periode belangrik te beïnvloed nie.

In die Reserwebank se onlangse *Jaarlikse Ekonomiese Verslag* is opgemerk dat die koers van toename van jaar tot jaar in die *reële* loon per werker matig van 2,5 persent in 1988 tot 1,9 persent in 1989 teruggesak het. Die koers van toename oor vier kwartale in die *reële* loon per werker het in die vierde kwartaal van 1988 2,0 persent en in die vier kwartale van 1989 3,0, 0,8, 1,3 en 2,8 persent beloop, maar het in die eerste

Gemiddelde vergoeding per werker in nie-landbousektore



Nominale arbeidseenheidskoste in nie-landbousektore



kwartaal van 1990 in vergelyking met die eerste kwartaal van 1989 (vir die eerste keer sedert die derde kwartaal van 1987) weer na 'n negatiewe koers, naamlik van 0,6 persent, omgeswai. Dit was die gevolg van die daling in die koers van toename oor vier kwartale in die gemiddelde van die nominale loon van alle werkers buite die landbousektor in die eerste kwartaal van 1990, teenoor die volgehoue relatief hoë vlak wat die koers van die inflasie in die verbruikerspryse oor vier kwartale gedurende daardie periode aan die dag gelê het.

Die *arbeidsproduktiwiteit* buite die landbou het in die gevorderde opgangjaar 1988 relatief sterk (naamlik met 2,7 persent) verbeter, maar in 1989 (met uitsluiting van die kleinhandel) tot 'n koers van toename van 1,3 persent verlangsaam. 'n Verlangsaamming van die koers van produktiwiteitsverbeterings in vroeë afgangsperiodes is nie ongewoon nie; 'n gedeelte van die verlangsaamming van die produktiwiteitsverbeterings in 1989 moet egter toegeskryf word aan groter verliese aan fisiese produksie as gevolg van stakings en buitesluitings, absentisme, die intimidasie van werkers en arbeidsonrus. Die koers van toename oor vier kwartale in die fisiese produksie per werker buite die landbou (en met uitsluiting van die kleinhandel) het van meer as 3,0 persent in die derde en die vierde kwartaal van 1988 tot 2,9 en 2,4 persent in die eerste twee kwartale van 1989 verlangsaam. Daarna het die arbeidsproduktiwiteit in die derde kwartaal van 1989 sywaarts beweg voordat dit in die vierde kwartaal van 1989 en in

die eerste kwartaal van 1990 tot koers van afname van 0,2 en 1,2 persent verswak het.

Die versnelling van die koers van toename in die nominale loon per werker, en die verswakkering van die koers waarteen die fisiese arbeidsproduktiwiteit verbeter het, het meegebring dat die koers van toename van jaar tot jaar in die *nominale arbeidseenheidskoste* van 12,6 persent in 1988 tot 'n verontrustende 17,1 persent in 1989 gestyg het. In die loop van 1989 het die koers van toename oor vier kwartale in die nominale arbeidseenheidskoste van 11,0 persent in die vierde kwartaal van 1988 tot nie minder nie as 19,6 persent in die vierde kwartaal van 1989 versnel. Die aanmerklik laer koers van toename oor vier kwartale in die gemiddelde nominale loon van alle werkers buite die landbou in die eerste kwartaal van 1990 het vervolgens egter meegebring dat die toename oor vier kwartale in die nominale arbeidseenheidskoste tot 15,3 persent gedaal het.

Die *reële arbeidseenheidskoste* het van 1985 tot 1988 afgeneem. Die kombinasie van aansienlike verdere toenames in die reële loon per werker aan die een kant en verswakkende produktiwiteitstoenames aan die ander kant, het vervolgens egter in 1989 'n toename van 2,0 persent in die reële arbeidseenheidskoste meegebring. In die vierde kwartaal van 1989 het die toename in die reële arbeidseenheidskoste oor vier kwartale in werklikheid nie minder nie as 4,0 persent bedra. In die eerste kwartaal van 1990 het die inkrimping van die reële loon per werker egter veroorsaak dat hierdie koers tot 0,3 persent afgeneem het.

Inflasie

Soos ook in die Reserwebank se *Jaarlikse Ekonomiese Verslag vir 1990* opgemerk is, was die veranderings in die Suid-Afrikaanse inflasiekoers, soos dit deur die meer belangrike prysindekse gemeet word, sedert ongeveer die middel van 1989 bemoedigend maar kon dit klaarblyklik nog nie as voldoende beskou word nie. Met uitsondering van die koers van toename in die randpryse van ingevoerde goedere (wat oor die afgelopé paar jaar in ooreenstemming met wisselkoersbewegings wye skommelings getoon het), was al die belangrikste inflasiekoers wat tot dusver ten opsigte van die tweede kwartaal en Julie 1990 bekend gemaak is – hetsy dit oor periodes van twaalf maande of teen jaarkoers van kwartaal tot kwartaal gemeet word – nog steeds, of weer eens, op vlakte wat met twee syfers geskryf word. Die onlangse skerp en skielike verhogings van die prys van vloeibare brandstowwe – waartoe die militêre en politieke gebeure in die Midde-Ooste sedert 2 Augustus 1990 aanleiding gegee het – sal die gemete inflasiekoers uit die aard van die saak versleg oor periodes waarby hierdie voorvalle ingesluit is. Die aard van die stygging in die olieprys as 'n wesenlik eenmalige gebeurtenis moet egter beklemtoon word: dit is die *prys van olie, nie die koers van stygging* in die olieprys oor 'n langdurige periode nie, wat (hetsy blywend of slegs tydelik) in Augustus–September 1990 skerp en skielik gestyg het.

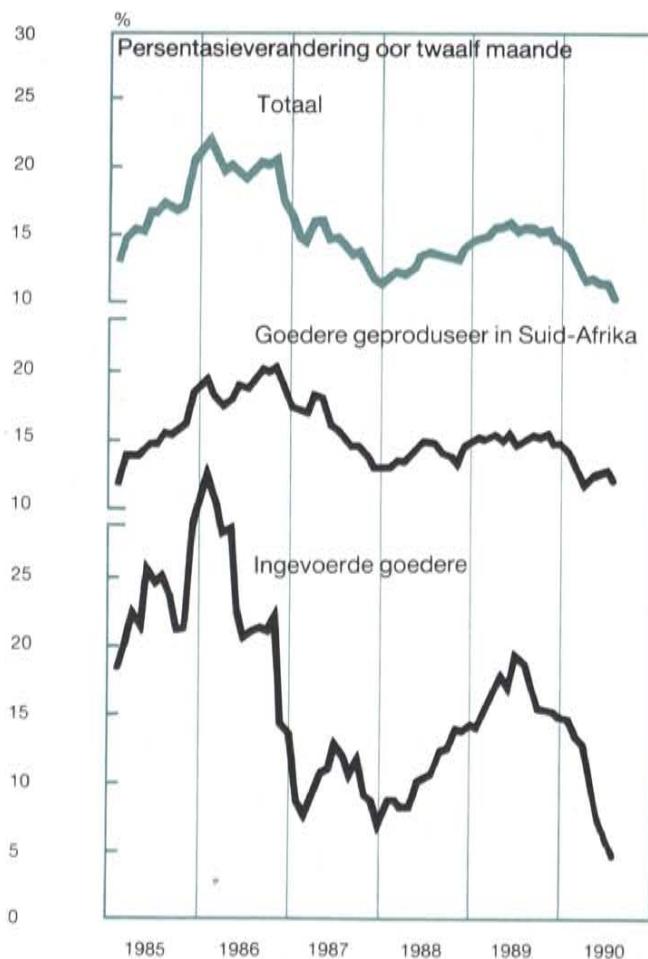
Die verstewiging van die effektiewe wisselkoers van die rand in die vierde kwartaal van 1989, die betreklike stabilitet van die wisselkoers in die eerste twee kwartale van 1990, en die verlaging van die bo-belasting op invoergoedere in die Sentrale Regering se Begroting vir 1990/91, het tot gevolg gehad dat die seisoensaangesuiwerde jaarkoers van toename van kwartaal tot kwartaal in die prys van *ingevoerde goedere* van 26,8 persent in die tweede kwartaal van 1989 tot 6,6 en 7,5 persent in die vierde kwartaal van 1989 en die eerste kwartaal van 1990 en tot slegs 2,9 persent in die tweede kwartaal van 1990 teruggesak het. Die koers van toename in die prys van ingevoerde goedere oor periodes van twaalf maande het ononderbroke van sy onlangse hoogtepunt van 19,3 persent in Junie 1989 tot slegs 6,0 persent in Junie 1990 en 4,7 persent in Julie gedaal – die laagstevlak waarop dit sedert Mei 1984 te staan gekom het.

Die seisoensaangesuiwerde jaarkoers van toename van kwartaal tot kwartaal in die prys van *binnelandse geproduseerde goedere* het van sy onlangse hoogtepunt van 18,1 persent, wat reeds in die eerste kwartaal van 1989 bereik is, tot 'n vlak van 12-13 persent in die derde en die vierde kwartaal van 1989 en tot 'n enkel-syfervlak (9,7 persent) in die eerste kwartaal van 1990 gedaal. Daarna het dit egter weer tot 14,2 persent in die tweede kwartaal van 1990 versnel. Hierdie hervesnelling het ontstaan uit prysverhogings in 'n wye reeks sektore en sub-sektore van die binnelandse ekono-

mie, waarby mynbouprodukte, drank en tabak, tukstielgoedere, houtprodukte, rubberprodukte, chemikalië, steenkool- en petroleumprodukte, masjinerie en toerusting, basiese metale en metaalprodukte, en nie-metaalhoudende mineraalprodukte betrokke was. Die koers van toename in hierdie prys oor twaalf maande het van 'n onlangse hoogtepunt van 15,4 persent in Mei 1989 tot 11,3 persent in Maart 1990 verlangsaaam, maar weer tot 12,5 persent in Junie versnel voordat dit weer eens tot 11,6 persent in Julie afgeneem het.

Die seisoensaangesuiwerde jaarkoers van toename van kwartaal tot kwartaal in die totale *produksieprysindeks*, wat baie dieselfde verloop as die prysindeks vir binnelandse geproduseerde goedere getoon het, het van sy hoogtepunt van 17,9 persent in die tweede kwartaal van 1989 tot 11,1 persent in die vierde kwartaal van 1989 en tot 'n enkel-syfervlak (9,2 persent) in die eerste kwartaal van 1990 afgeneem. Daarna het dit weer tot 11,8 persent in die tweede kwartaal van 1990 versnel – waarby dit deur die lae gelyktydige styggingkoers van die prys van ingevoerde goedere tot onder

Produksiepryse



die stygingskoers van die prysie van binnelands geproduceerde goedere afgehou is. Die koers van toename in die produksieprysindeks oor periodes van twaalf maande het van 15,8 persent in Mei 1989 tot 11,6 persent in Maart en April 1990 afgeneem, maar het daarna – in plaas daarvan dat dit herversnel het – 'n lige verdere afname getoon tot 11,2 persent in Junie, en in Julie baie bemoedigend tot 10,3 persent gedaal.

Die koers van toename van kwartaal tot kwartaal in die *verbruikersprysindeks*, seisoensaangesuiwerd en ná verheffing tot 'n jaarvlak, het, vanaf 18,0 persent in die tweede kwartaal van 1989, in die vierde kwartaal van 1989 en in die eerste en die tweede kwartaal van 1990 tot onderskeidelik 13,3 persent, 'n teleurstellende 14,9 persent en 13,1 persent afgeneem. Hierdie koers was dus nog steeds betreklik ver verwyn van die enkelsyfervlak wat dit reeds in die eerste kwartaal van 1988 van bo-af binnegedring het. Die koers van toename in die verbruikersprysie oor twaalf maande het per saldo slegs teen 'n trae pas van sy onlangse hoogtepunt van 15,7 persent in Junie 1989 tot 13,3 persent in Julie 1990 afgeneem. Skerp stygings is oor die afgelope paar maande nog in die prysie van voedsel, tabak en alkoholiese drank aangeteken; die styging in die verbruikersprysindeks vir die laer-inkomstegroep het as gevolg hiervan oor die twaalf maande tot Julie 1990 14,4 persent bedra, teenoor 'n ietwat meer gematigde styging van 12,8 persent in die lewenskoste van die hoë-inkomstegroep.

Betalingsbalans en wisselkoerse

Lopende rekening

Die oorskot op die lopende rekening van die Suid-Afrikaanse betalingsbalans, wat van 'n kwartaallike gemiddelde (ná seisoensaansuiwering en teen 'n jaarkoers) van R1,4 miljard in die eerste helfte van 1989 tot R4,8 miljard in die tweede helfte verstewig het en in die eerste kwartaal van 1990 verder gestyg het tot R5,6 miljard, het in die tweede kwartaal van 1990 tot R3,6 miljard teruggesak. Hierdie inkrimping het voortgespruit uit 'n daling in die waarde van die goedere-uitvoer en 'n geringe verdere toename in die waarde van die goedere-invoer (ná 'n meer beduidende styging in die eerste kwartaal). Daarteenoor het die netto gouduitvoer ietwat herstel vanaf die lae vlak tot waarop dit in die eerste kwartaal ingekrimp het. Die netto dienste- en oordragbetalings aan nie-inwoners het van die eerste tot die tweede kwartaal van 1990 nie beduidend verander nie.

Die daling van 5 persent in die *waarde* van die goedere-uitvoer van die eerste tot die tweede kwartaal van 1990 is meer as ten volle verklaar deur 'n daling van 8 persent in die *fisiese omvang* van hierdie uitvoer vanaf die historiese rekordvlak wat die reële uitvoer in die eerste drie maande van die jaar behaal het. Laer fisiese hoeveelhede van die uitvoer is ten opsigte van minerale en onedele metale sowel as van die landbou-uitvoer aangeteken. Ofskoon die totale hoeveelheid van die goedere-uitvoer in die tweede kwartaal van 1990 ook laer was as die vorige jaar, was dit nog steeds marginaal hoër as die kwartaallike gemiddelde wat in 1989 bereik is.

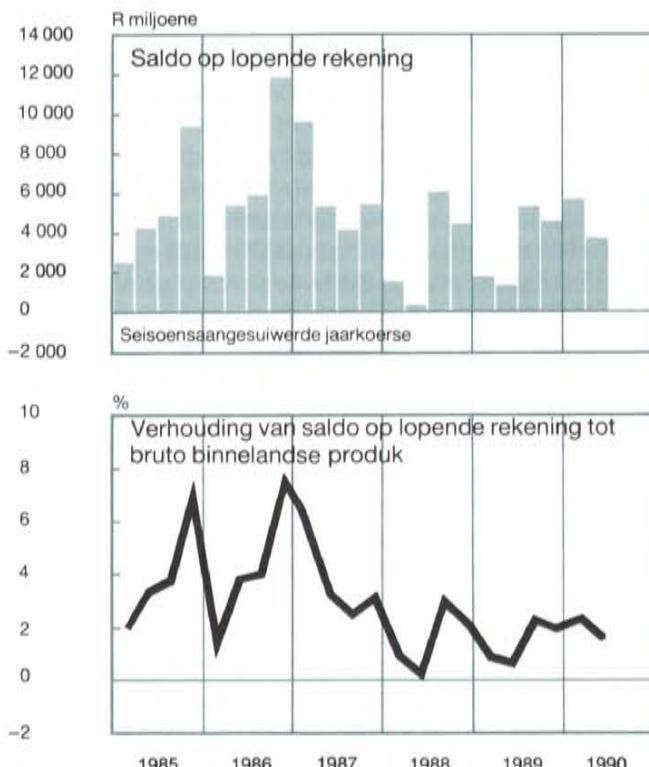
'n Verstewiging van die uitvoerprysie in die tweede kwartaal van 1990 het die daling in die uitgevoerde hoeveelhede gedeeltelik geneutraliseer. Die gemiddelde vlak van die Suid-Afrikaanse uitvoerprysie in rand het ná die eerste kwartaal van 1989 gedaal vanweé 'n verslapping van die internasionale grondstofmarkte en (vanaf die derde kwartaal van 1989) ook vanweé die verhoogde stabiliteit van die wisselkoers van die rand.

Lopende rekening van die betalingsbalans

Seisoensaangesuiwerde jaarkoerse
R miljoene

	1989				1990		
	1e kw	2e kw	3e kw	4e kw	Jaar	1e kw	2e kw
Goedere-uitvoer	34 842	42 866	39 986	38 646	39 085	41 660	39 527
Netto gouduitvoer	18 970	18 150	19 670	20 122	19 228	17 793	18 500
Goedere-invoer	-41 519	-48 560	-44 841	-42 368	-44 322	-43 577	-44 140
Netto dienste- en oordragbetalings	-10 640	-11 293	-9 628	-11 971	-10 883	-10 299	-10 264
Saldo op lopende rekening	1 653	1 163	5 187	4 429	3 108	5 577	3 623

Betalingsbalans

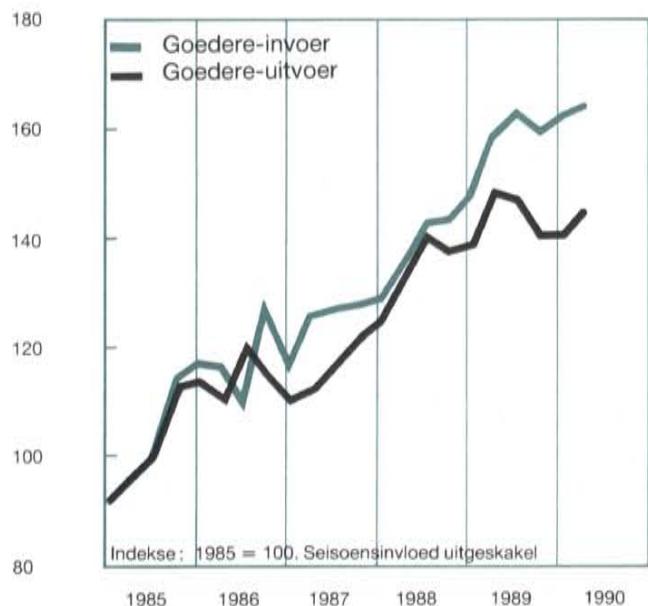


'n Aantal wêreldgrondstofpryse het in die tweede kwartaal van 1990 egter weer verstewig; hoér uitvoerpryse van koper, nikkel en steenkool het gedurende hierdie tydperk meer as vergoed vir dalings in die uitvoerpryse van platina en ferro-chroom.

Die waarde en die fisiese hoeveelhede van die *goedere-invoer* het van die eerste tot die tweede kwartaal van 1990 effens, naamlik met onderskeidelik 1,3 en 0,2 persent, gestyg in weerwil van die feit dat die resessietoestand in die binnelandse ekonomie ietwat verder uitgebrei het. Die gemiddelde vlak van die *reële goede-re-invoer* was in die eerste twee kwartale van 1990 ongeveer 4½ persent laer as in die eerste twee kwartale van 1988 en ongeveer 8½ persent laer as in die eerste twee kwartale van 1989. Soos egter ook in die Reserwebank se onlangse *Jaarlikse Ekonomiese Verslag vir 1990* opgemerk is, was die *invoerpenetrasieverhouding* (dit wil sê die verhouding van die *reële goedere-invoer* tot die *reële bruto binnelandse besteding*) in die eerste kwartaal van 1990 nie laer as in die tweede kwartaal van 1988 nie, terwyl dit, op sy vlak van 22,3 persent, gemiddeld in die eerste twee kwartale van 1990 slegs fraksioneel laer was as die gemiddelde vlak van 22,4 persent wat dit in die eerste twee kwartale van 1988 bereik het.

Die baie effense styging in die *reële invoer* van die eerste tot die tweede kwartaal van 1990 is verklaar

Pryse van goedere-invoer en -uitvoer

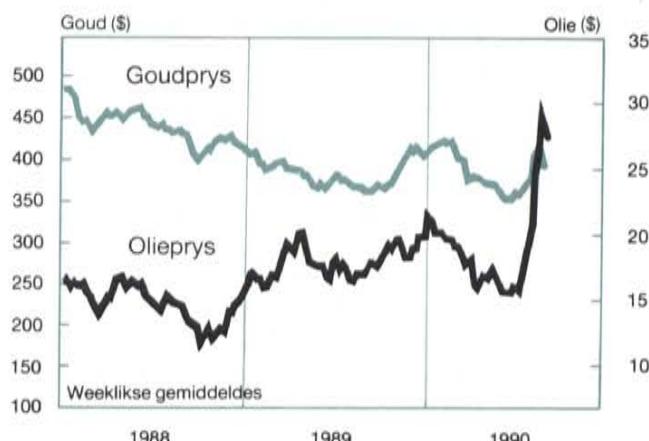


deur verhoogde invoer van mineraalprodukte en van voertuie en vervoertoerusting. Die beperkte omvang (1 persent) van die styging in die gemiddelde vlak van die invoerpryse van die eerste tot die tweede kwartaal kon aan 'n daling in die internasionale oliepryse gedurende die tweede kwartaal en aan die betreklike stabilitet van die wisselkoers van die rand toegeskryf word.

Gedurende die eerste helfte van 1990 was die gemiddelde vlak van die invoerpryse slegs 4 persent hoér as die gemiddelde vlak van hierdie prys in 1989. Die skielike skerp styging in die internasionale oliepryse ná die uitbreek van vyandelikhede in die Midde-Ooste in die begin van Augustus 1990, kan egter verhoogde druk op die Suid-Afrikaanse invoerpryse uitoefen terwyl dit ook afwaartse druk op die oorskot op die lopende rekening kan plaas. Die internasionale olieprys (Brent-ruolie) het van 'n gemiddelde van VSA\$18 per vat in die eerste sewe maande van 1990 tot meer as \$26 per vat in Augustus, of met 44½ persent, gestyg. 'n Hoogtepunt van \$32 per vat is kortstondig op 24 Augustus aangeteken; van daar af het die Brent-ruolieprys egter matig gedaal tot effens meer as \$30 per vat op 10 September.

Die waarde van die *netto gouduitvoer* het van die eerste tot die tweede kwartaal van 1990 met 4 persent gestyg en sodoende 'n meer drastiese inkrimping van die oorskot op die lopende rekening in die tweede kwartaal verhoed. Die gouduitvoer-verdienste het toegenem ondanks die feit dat die dollarprys van goud vanaf laat in Maart 1990 tot in April en weer teen die einde van Mei en in die begin van Junie beduidend ge-

Goud- en oliepryse



daal het. Die toename in die fisiese hoeveelheid van die gouduitvoer soos dit vir die doel van die betalingsbalans gemeet word (en wat van die lopende goudproduksie van die mynbedryf onderskei moet word) was belangriker as hierdie prysdalings.

Die gemiddelde dollarprys van goud van \$352 per fyn ons in Junie 1990 was die laagste maandelikse gemiddelde waarop die goudprys in dollars sedert Julie 1986 te staan gekom het. Die gemiddelde dollarprys van goud het vervolgens in Julie 1990 slegs matig (naamlik tot \$362 per fyn ons) herstel, maar in Augustus meer aansienlik gestyg (naamlik met 9 persent, tot \$395 per fyn ons) in reaksie op die uitbreek van vyanadelikhede en die gevaar van grootskeepse krygshandelinge in die Midde-Ooste. Die randprys van goud het van R951 per fyn ons in Julie tot R1 016 per fyn ons in

Augustus verbeter. 'n Goudprys van aansienlik meer as \$400 per fyn ons sou egter nodig wees indien Suid-Afrika slegs deur die prys van goud vergoed moes word vir die regstreekse nadelige invloed wat op die lopende rekening van die betalingsbalans uitgeoefen sal word indien die internasionale olieprys langdurig op sy huidigevlak van ongeveer \$30 per vat ruolie sou bly of tot meer as dit sou styg.

Die netto dienste- en oordragbetalings aan nie-inwoners het in die vierde kwartaal van 1989, teen 'n jaarkoers bereken, 'n rekordhoogtepunt van R12,0 miljard bereik, maar in die eerste sowel as die tweede kwartaal van 1990 tot 'n jaayvlak van R10,3 miljard teruggesak. 'n Toename in die netto rentebetalings aan buitelanders in die tweede kwartaal van 1990 is deur buitelanders se verhoogde reisbestedings in Suid-Afrika en deur 'n toename in die oordragontvange geneutraliseer.

Kapitaalrekening

Die kapitaalrekening van die betalingsbalans, wat in die eerste kwartaal van 1990 dramaties verbeter het, het in die tweede kwartaal weer aansienlik verswak. Die totale uitvloeiing van kapitaal nie verwant aan reserwes nie het van slegs R0,4 miljard in die eerste kwartaal van 1990 tot R2,2 miljard in die tweede kwartaal toegeneem – die hoogste vlak van die netto uitwaartse kapitaalbeweging sedert die derde kwartaal van 1988 en ongeveer twee maal so groot as die gemiddelde kwartaallike uitvloeiing van net minder as R1,1 miljard in die loop van 1989.

Die groot omvang van die totale netto uitvloeiing van kapitaal in die tweede kwartaal van 1990 kon bykans geheel en al verstaan word aan die hand van terugbetalings op buitelandse skuld kragtens die skuldstilstandreëlings met buitelandse krediteurbanke en ver-

Netto kapitaalbewegings (nie verwant aan reserwes nie)

R miljoene

	1989				1990		
	1e kw	2e kw	3e kw	4e kw	Jaar	1e kw	2e kw
Langtermynkapitaal							
Openbare owerhede	-313	-143	-170	-20	-646	-206	-673
Openbare korporasies	124	316	-62	58	436	473	-35
Private sektor	-213	-899	413	-321	-1 020	-1 204	-482
Totale langtermynkapitaal	-402	-726	181	-283	-1 230	-937	-1 190
Korttermynkapitaal insluitende onaangetekende transaksies, maar uitsluitende laste verwant aan reserwes ...	-1 020	-555	-711	-829	-3 115	531	-1 000
Totale kapitaalbewegings uitsluitende laste verwant aan reserwes	-1 422	-1 281	-530	-1 112	-4 345	-406	-2 190

hoogde aflossings van ander vorms van buitelandse skuld. Gedurende die tweede kwartaal van 1990 het 'n totale bedrag van ongeveer VSA\$1,2 miljard (ongeveer R3 miljard) binne sowel as buite die stilstandnet betaalbaar geword. Indien die kapitaaluitvloeings (nie verwant aan reserwes nie) wat ontstaan uit die verkope van effekte deur buitelanders en uit veranderings in Suid-Afrika se besit aan buitelandse bates buite rekening gelaat word, is dit duidelik dat 'n groot bedrag van die skuld wat verval het, hernieu is of dat nuwe bronre van buitelandse kapitaal gedurende die betrokke drie maande ontgin is.

In 1988 en 1989 het dele van onderskeidelik meer as 80 persent en meer as 70 persent van die totale uitvloeings van R6,2 miljard en R4,3 miljard aan kapitaal nie verwant aan reserwes nie gedurende die betrokke twee jaar, bestaan uit *korttermynkapitaal* (waarby onaangetekende transaksies ingesluit is). In teenstelling hiermee was uitvloeings van *langtermynkapitaal*, ten bedrae van R2,1 miljard, verantwoordelik vir meer as 80 persent van die totale netto bedrag van R2,6 miljard aan alle kapitaal nie verwant aan reserwes nie wat in die eerste helfte van 1990 uitgevloeи het.

Die uitvloeiing van langtermynkapitaal in die eerste helfte van 1990 was in werklikheid aansienlik groter as die uitvloeiing van langtermynkapitaal van R1,2 miljard gedurende die jaar 1989 in sy geheel. Daarteenoor het die uitvloeiing van korttermynkapitaal van 'n kwartaallikse gemiddelde van R0,8 miljard in 1989 tot 'n kwartaallikse gemiddelde van skaars meer as R0,2 miljard in die eerste helfte van 1990 ingekrimp. Gesien van die

kant van hierdie onlangse inkrimping van die uitvloeings van korttermynkapitaal, was hierdie ommeswaai vanaf korttermynkapitaaluitvloeings in 1988 en 1989 na langtermynkapitaaluitvloeings in 1990 tot dusver 'n duidelike weerspieëeling van die verhoogde stabiliteit van die wisselkoers van die rand sowel as van die betreklik hoë huidige vlakke van die korttermynrente koersie in Suid-Afrika.

Suid-Afrika se buitelandse skuld binne die stilstandnet het van VSA\$13,6 miljard, of 57,4 persent van die totale buitelandse skuld, aan die einde van Augustus 1985 tot VSA\$7,3 miljard, of 35,4 persent van die totale skuld, aan die einde van 1989 gedaal. Daarna het dit in die eerste helfte van 1990 verder gedaal as gevolg van terugbetalings (tot 'n bedrag van ongeveer VSA\$150 miljoen) kragtens die bestaande stilstandregulasies met buitelandse krediteurbanke, asook vanweë verdere omskakelings van skuld na langtermynlenings buite die stilstandnet.

Buitelandse reserwes

Suid-Afrika se totale *bruto* goud- en ander buitelandse reserwes het in die eerste kwartaal van 1990 met R0,9 miljard gestyg, maar in die tweede kwartaal met R1,4 miljard gedaal as 'n weerspieëeling van die vernouing van die oorskot op die lopende rekening sowel as van daardie kwartaal se groot skuldterugbetelingsverplaasings. Die land se totale bruto goud- en ander buitelandse reserwes het gedurende die eerste ses maande van 1990 dienooreenkomsdig per saldo met R0,5 miljard tot R6,4 miljard aan die einde van Junie gedaal.

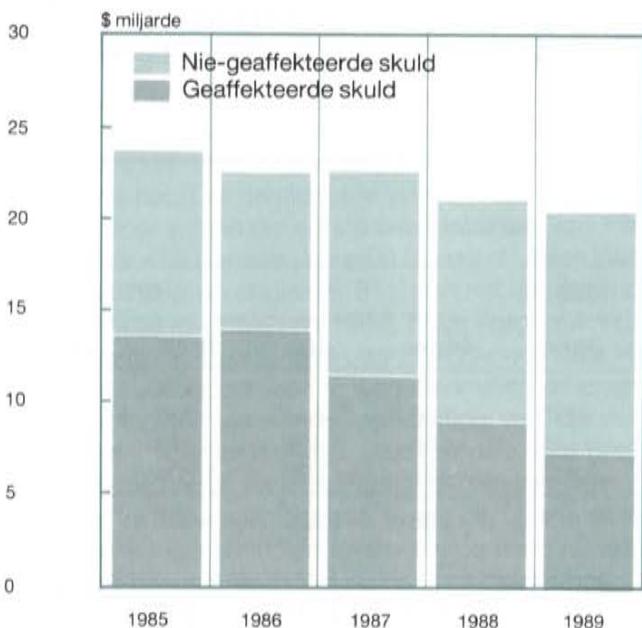
Die totale *netto* reserwes het in die eerste kwartaal van 1990 met nie minder nie as R1,9 miljard gestyg, maar – net soos die bruto reserwes – in die tweede kwartaal met R1,4 miljard gedaal. Die netto *styging* van R0,5 miljard in die netto reserwes in die eerste ses maande van 1990 kan met 'n daling van R1,2 miljard gedurende die jaar 1989 vergelyk word.

Gedurende Julie-Augustus 1990 het die bruto en netto reserwes van die Reserwebank onderskeidelik met nie minder nie as R0,9 miljard en R2,1 miljard gestyg. Die Bank se goudreserwes het van 3,1 miljoen fyn onse aan die einde van Desember 1989 tot 3,7 miljoen fyn onse aan die einde van Augustus 1990 toegeneem.

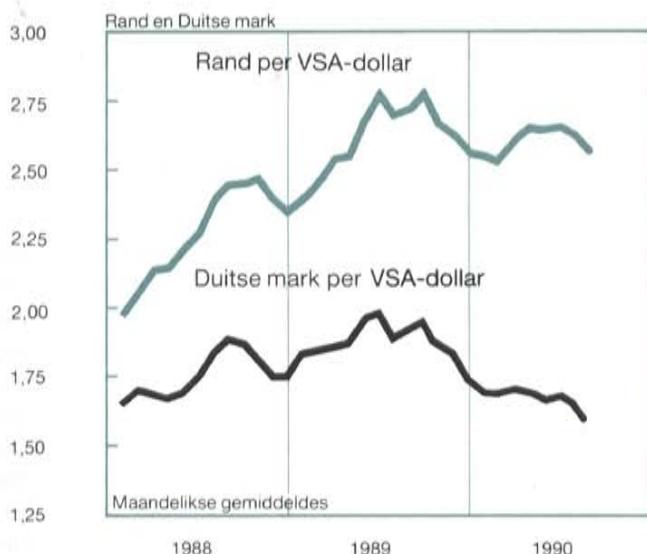
Wisselkoersie

Verslapping van die groeiprestasie van die Amerikaanse ekonomie, laer rentekoersie en vooruitsigte op laer rentekoersie, het meegebring dat die VSA-dollar vanaf die middel van Junie 1989 tot die einde van Augustus 1990 per saldo teenoor al die belangrikste geldeenheide behalwe die Japanse yen verswak het. Die depreciasies van die VSA-dollar teenoor die Duitse mark, sterling en die Switserse frank het gedurende hierdie tydperk onderskeidelik nie minder nie as 23, 21 en 28

Buitelandse skuld van Suid-Afrika



Wisselkoerse



percent beloop. Die dollar se depresiasie teenoor die rand het 11 persent bedra.

Die effektiewe wisselkoers van die rand het op 18 September 1989 te staan gekom op die laagste punt wat dit ooit bereik het maar het die grootste deel van die terrein wat dit in 1989 verloor het, gedurende die res van daardie jaar terugverower op grond van die strewiger oorskotte op die lopende rekening in die derde en vierde kwartaal van 1989 en van die verstewiging van die dollarprys van goud vanaf die middel van September. Die daaropvolgende verswakking van die rand in 1990 tot dusver het hoofsaaklik in die eerste drie maande van die jaar voorgekom, gedeeltelik vanweë die skerp daling in die dollarprys van goud teen die einde van Maart. Vanaf vroeg in April het die effektiewe wisselkoers van die rand 'n meer stabiele verloop getoon. Aan die einde van Augustus 1990 was die wisselkoers van die rand nog steeds 1,8 persent bo die historiese laagtepunt van 18 September 1989.

Die diskonto van die *finansiële* teenoor die kommersiële rand het op 6 Februarie 1990, ná die Staatspresident se rede ten tyde van die opening van die Parlement op 2 Februarie, tot slegs 19,2 persent ingekrimp, maar daarna weer tot vlakke van meer as 30 persent teruggekeer. Ná die skerp toename in die politieke spanning en militêre optrede in die gebied van die Persiese Golf in Augustus 1990, het die skerp styging in die dollarprys van goud, wat op 23 Augustus op 'n hoogtepunt van VSA\$414 per fyn ons te staan gekom het, tot gevolg gehad dat die *finansiële* rand op 14 Augustus tot R3,63 per dollar verstewig het en die diskonto daarvan tot 28,9 persent vernou het. Die opvlamming van faksiegevegte in 'n aantal Swart dorps-

gebiede, en die besluit van die owerhede dat die gebruik van die finansiële rand in die toekoms tot die aanskaffing van vaste bates, toerusting en masjinerie beperk word, het vervolgens daar toe bygedra dat die finansiële rand opnuut verswak het tot R3,89 per dollar op 31 Augustus en dat die diskonto daarvan weer tot 34,2 persent op daardie datum vergroot het.

Veranderings in die wisselkoers van die rand

%

	30 Des 1988 tot 18 Sept 1989	18 Sept 1989 tot 29 Des 1989	29 Des 1989 tot 31 Aug 1990
Geweegde gemiddelde	-10,9	7,3	-5,1
VSA-dollar	-15,9	11,0	-0,5
Britse pond	-3,7	8,2	-16,4
Duitse mark	-7,7	-4,5	-7,9
Switserse frank	-5,9	0,9	-16,5
Japanse yen	-2,3	8,8	0,2
Franse frank	-8,7	-3,2	-9,7
Finansiële rand	-5,2	12,7	-7,9

Finansiële markte

Geldvoorraad

Die tempo van die groei in die M3-geldvoorraad was in die twee mikpuntjare 1988 en 1989 aansienlik hoër as die boonste grens van die monetêre-mikpuntperk en het gedurende die eerste vyf maande van die beleidsjaar 1990 voortgegaan om die boonste grens (van 15 persent) van die "riglyne" vir die groei in die M3-geldvoorraad te oorskry. In Junie 1990 het M3 egter teruggesak tot binne die "kegel" wat uitgestippel word deur die boonste en die onderste grens aan die monetêre uitbreiding wat deur die riglynperk gestel word. Die jaarkoers van toename in M3 (seisoensaangesuiwerd) vanaf die kwartaallikse gemiddelde daarvan in die vierde kwartaal van 1989 tot by die vlakke daarvan aan die einde van Junie en Julie 1990 het onderskeidelik 13,8 persent en 13,5 persent beloop.

Die groeikoers van M3 oor twaalf maande het per saldo van sy konjunkturele hoogtepunt van 27,5 persent in Augustus 1988 tot 'n meer onlangse hoogtepunt van 23,5 persent in Januarie 1990 en tot 19,1, 16,6 en 15,8 persent in Mei, Junie en Julie 1990 afgeneem. Laasgenoemde drietal koerse het gevolg op 'n tydperk van 26 maande (beginnende in Maart 1988) waartydens die groei in M3 oor periodes van twaalf maande nooit minder as 20 persent beloop het nie.

Die koers van toename in M3 van *kwartaal tot kwartaal* het, ná seisoensaansuiwing en teen 'n jaarkoers bereken, op min of meer soortgelyke wyse van sy sikliese hoogtepunt van 28,5 persent in die derde kwartaal van 1988 en van 'n meer onlangse hoogtepunt van 26,7 persent in die derde kwartaal van 1989, tot

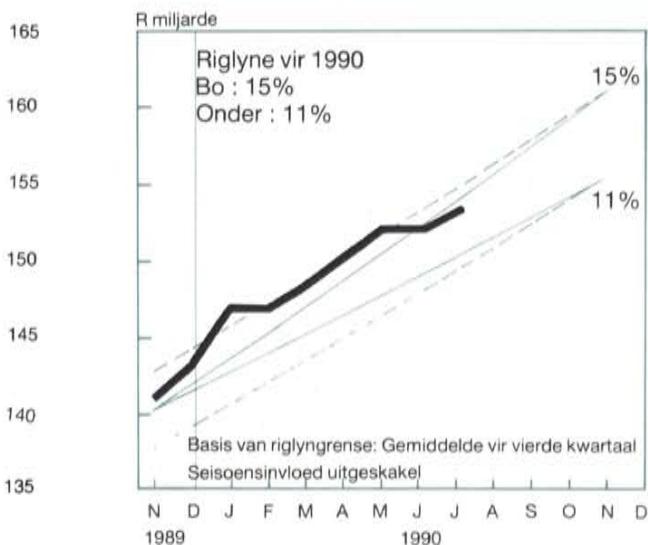
12,2 persent in die tweede kwartaal van 1990 teruggesak. Hierdie mees onlangse stygingskoers was in werklikheid effens laer as die gelykydigheidsjaarkoers van toename van kwartaal tot kwartaal in die bruto binelandse produk teen heersende pryse. Die inkome-omloopsnelheid van M3, wat in die voorafgaande tien kwartale vanaf die vierde kwartaal van 1987 met gemiddeld 1,5 persent per kwartaal afgeneem het, het dienooreenkomstig in die tweede kwartaal van 1990 effens (naamlik met ongeveer 1 persent) toegeneem.

Die verlangsaming van die tempo van die monetêre uitbreiding vanaf die laaste deel van 1988 kon in die algemeen toegeskryf word aan die uitwerking van die meer beperkende beleidsmaatreëls van die owerhede, die afkoeling van die ekonomie en die inkrimping in die reële bruto binelandse produk en die finale binelandse vraag vanaf verskillende tydstippe in die loop van 1988 of 1989 en aan die afwaartse neiging van die verskillende inflasiekoerse ná die middel van 1989. Hierbenewens het die groter stabilitet van die nominale rentekoerse en die geleidelik wegsterwende verwagtings van verdere rentekoersverhogings egter beteken dat die druk om op grond van "spekulatiewe" oorwegings of om redes van egte likwiditeitsvoorkleur hoogs likwiede saldo's aan te hou, begin vervaag het; en 'n verslapping van die vraag na krediet, en van geldskeppende instellings se mededinging om deposito's, het vir hierdie instellings geleenthede geskep om hul depositokoerse relatief tot hulle uitleenkoerse te verlaag, soos hulle daarna gestref het om hul rentekoersmarges weer te verruim. Teenoor hierdie verskillende faktore wat 'n laer koers van monetêre uitbreiding in die hand werk, lyk dit egter waarskynlik dat die vraag na rentedraende deposito's tans in sekere mate ondersteun word deur die geleidelike verstewing van die *reële* renteverdienste op deposito's, *ná belasting*, veral wat die kleiner deposante betref. 'n Soortgelyke uitwerking kan verwag word van die verminderde lewenskragtigheid van die toestand op die aandelebeurs.

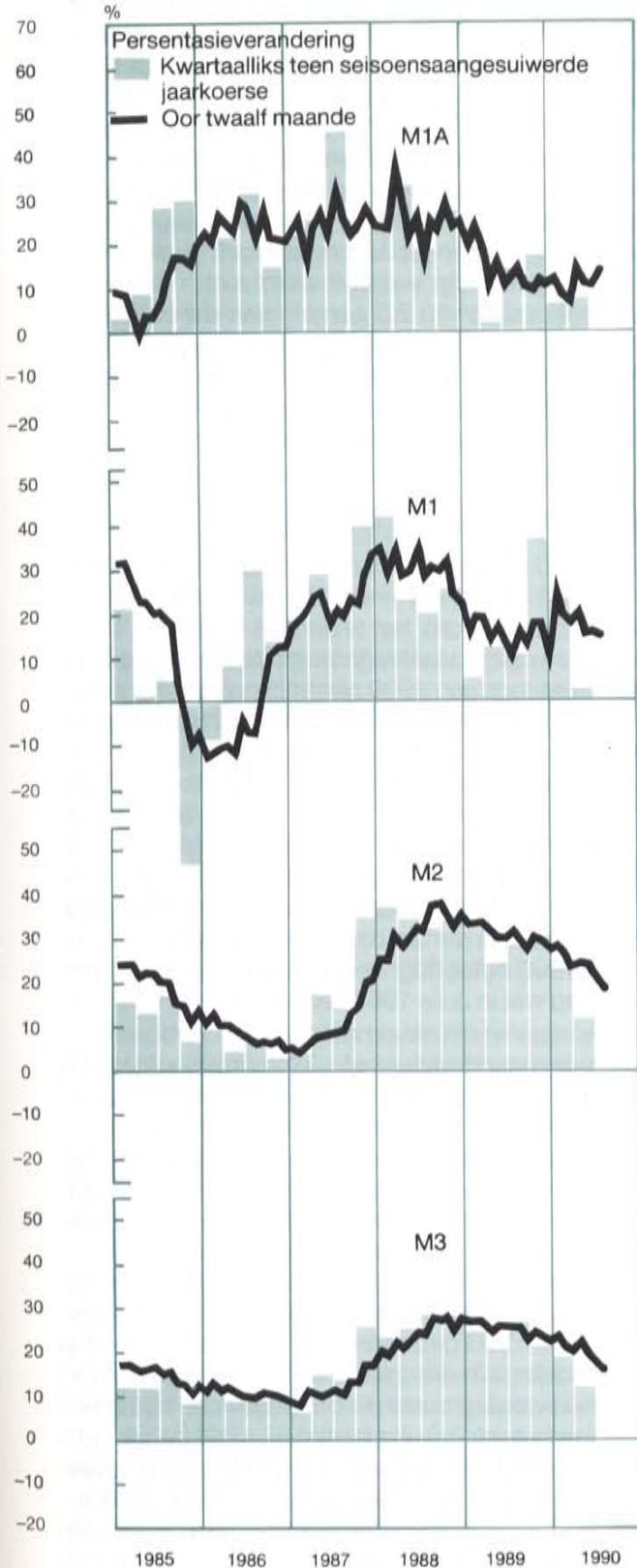
Nes die koerse van toename in M3, het die groeikoerse van die enger monetêre totale ook vanaf die laaste paar maande van 1988 'n dalende neiging getoon. In Julie 1990 het die groeikoers van M1A, M1 en M2 oor tydperke van twaalf maande onderskeidelik 13,6 persent, 15,0 persent en 18,2 persent beloop. Die vergelykenderwys lae groei in M1A (wat bestaan uit munte en note in omloop en uit die saldo's op tjek- en transmissierekeninge van private deposante wat nie monetêre instellings is nie) was 'n weerspieëeling van die verlangsaming van die groei in die nominale besteding en van die stygende reële opbrengste op ander vorms van geldbesit as M1A. Vir die grootste deel van die periode sedert April 1989 was die groeikoers van M1A soos gemeet oor twaalf maande slegs ongeveer die helfte so hoog as die toenamekoers in M3.

In teenstelling hiermee het die toenamekoers in die langtermyn-depositokomponent van M3 – wat sedert

Riglyne vir groei in M3



Monetêre totale



die laaste deel van 1987 op lae vlakke gebly het namate beleggers in 'n milieu van stygende rentekoerse en stygende rentekoersverwagtinge die minder geredelik hernieubare depositobeleggings vermy het – vanaf die einde van Maart 1990 tot die einde van Julie vinnig versnel. Die jaarkoers van toename in hierdie deposito's tussen hierdie twee maandeindes het nie minder nie as 34,9 persent beloop. Die groei in hierdie deposito's is ook verder gestimuleer deur die banke en bouverenigings se verhogings van hul langtermyn-depositokoerse in April 1990, toe die beleggersentiment reeds na verwagtings van toekomstige dalings en verlagings van die algemene patroon van die nominale rentekoerse omgeswaai het. 'n Eerste paar verlagings van die langtermyn-depositokoerse is in werklikheid reeds vanaf ongeveer die middel van 1990 deur die betrokke instellings aangebring.

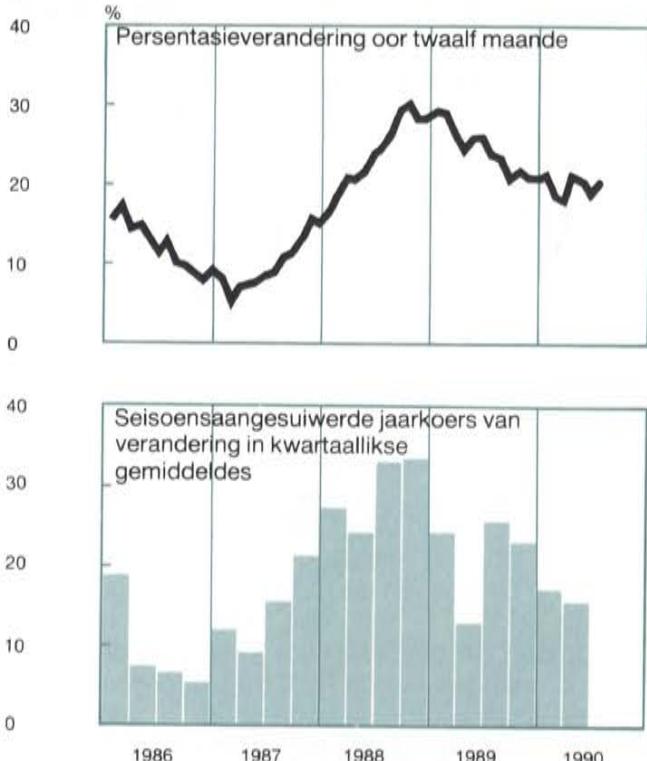
Statisties (of rekeningkundig) beskou is die seisoensaangesuiwerde toename van R3,8 miljard in M3 vanaf die einde van Maart 1990 tot die einde van Junie meer as ten volle verklaar deur 'n toename van R8,3 miljard in die eise van die monetêre instellings teen die private sektor. Die netto eise teen die regeringsektor het tussen die betrokke twee kwartaaleindes met 'n seisoensaangesuiwerde R0,6 miljard toegeneem. Die seisoensaangesuiwerde netto goud- en ander buitelandse reserwes van die monetêre sektor, wat in die eerste kwartaal van 1990 met nie minder nie as R1,3 miljard toegeneem het, het in die voetspore van die kleiner oorskot op die lopende rekening en veral van die aansienlike terugbetelings op langtermyn- buitenlandse skuld, gedurende die tweede kwartaal met R0,8 miljard teruggesak.

Kredietverlening deur monetêre instellings

Die daling in die koers van toename in die monetêre instellings se totale krediet aan die private sektor vanaf laat in 1988 tot die middel van 1990 was min of meer van dieselfde omvang as die verlangsamming van die groekkoers in die M3-geldvoorraad. Die koers van toename in die monetêre sektor se totale eise teen die private sektor oor periodes van twaalf maande het van 30,2 persent in Oktober 1988 tot 20,6 persent in Desember 1989 en tot 18,7 persent in Junie 1990 teruggesak, maar het weer matig tot 20,0 persent in Julie versnel.

Die koers van toename van kwartaal tot kwartaal in die monetêre instellings se totale krediet aan die private sektor, seisoensaangesuiwerd en teen 'n jaarkoers bereken, het selfs nog meer opmerklik teruggesak, naamlik van 'n hoogtepunt van 33,2 persent in die vierde kwartaal van 1988 tot 22,8 persent in die vierde kwartaal van 1989 en tot 15,4 persent in die tweede kwartaal van 1990, namate die geleidelik verspreidende en verdiepende uitwerking van die onlangse en die huidige peil van die reële rentekoerse en van die verlangsamming van die ekonomiese afname in die inkrementele kredietvraag tot uiting gekom het.

Eise van monetêre instellings teen binnelandse private sektor



Binne die totaal van die monetêre instellings se eise teen die private sektor het "wissels verdiskontereer" in die twaalf maande tot die einde van Junie 1990 met 55,4 persent gestyg, namate die banke en die bouverenigings daarna gestreef het om hul likwiedebateporfeuljes te versterk of aan te vul. Huurkoop- en bruikhuurkrediet, en verbandvoorskotte, het met onderskeidelik 20,5 persent en 15,7 persent toegeneem. Beleggings in effekte van die private sektor het met nie minder nie as 44,4 persent gestyg, wat waarskynlik ten dele 'n weerspieëeling was van die feit dat die gebruik van hierdie effekte as die onderliggende waardebewyse by terugkoopooreenkomste 'n sywaartse verloop begin toon het. "Ander" lenings en voorskotte, wat grotendeels uit oortrokke rekenings bestaan, het met 18,9 persent toegeneem; die grootste deel van hierdie toename was in voorskotte aan maatskappye eerder as aan huishoudings of individue saamgetrek.

Die kwartaallikse toenames in die somtotaal van huurkoopkrediet en bruikhuurfinansiering (waarvan die veranderings nou aan toenames en afnames in die aankope van duursame verbruiksgoedere en in die vaste-investeringsbesteding verbondé is) het verlangsaam van ongeveer R1,4 miljard in elk van die eerste drie kwartale van 1989 tot R1,0 miljard in die laaste kwartaal van 1989 en tot R0,9 miljard en R1,1 miljard in

die eerste en die tweede kwartaal van 1990. Die kwartaallikse toenames in die monetêre instellings se totale verbandvoorskotte het van nagenoeg R2,5 miljard in elk van die eerste twee kwartale van 1989 teruggesak tot R1,8 miljard en R1,9 miljard in die daaropvolgende twee kwartale, maar het weer effens gestyg tot R2,1 miljard in elk van die eerste twee kwartale van 1990.

"Agterstallige" bedrae op die leningsrekening van debiteure van die private banke het van 'n baie lae 0,4 persent van die totale lenings en voorskotte aan die einde van Desember 1989 tot 0,5 persent aan die einde van Maart 1990 en tot 0,7 persent aan die einde van Junie gestyg. Dit kan vergelyk word met 'n vlak van hierdie verhouding van 2,3 persent aan die einde van Desember 1986 en dui daarop dat die finansiële ontberings wat deur die afgang van die ekonomie vanaf vroeg in 1989 tot die middel van 1990 veroorsaak is, oor die algemeen nog betreklik beperk gebly het.

Reserwebankoptrede op die geldmark

Die toestand op die geldmark, soos dit aan die hand van die mark se behoefté aan Reserwebankakkommodasie gemeet word, het sedert die begin van 1990 geleidelik verruim, maar het in vergelyking met die eerste sewe maande van 1989 nietemin nog stram gebly. Die gemiddelde daagliks vlak van die Bank se akkommodasie aan die mark by die diskontovenster het gestadig vanaf die hoogtepunt (in nominale bedrae) van R4,8 miljard wat dit in Januarie 1990 bereik het, tot R2,6 miljard in Junie 1990 teruggesak, maar weer tot R3,4 miljard in Julie gestyg. In Augustus het dit R2,8 miljard beloop. *Reëel* gesproke was die gemiddelde daagliks vlak van die akkommodasie aan die mark in Januarie 1990 egter nog steeds ietwat laer as die rekordbedrag wat in Julie 1984 aangeteken is.

Die bedrag van die akkommodasie by die diskontovenster oor *maandeindes* het van 'n ongeëwenaarde hoogtepunt van R5,5 miljard aan die einde van Januarie 1990 tot R3,6 miljard aan die einde van Mei afgeneem. Daarna het dit tot R4,3 miljard aan die einde van Junie gestyg voordat dit weer tot onderskeidelik R3,5 miljard en R3,1 miljard aan die einde van Julie en Augustus teruggesak het.

Rekeningkundig beskou kon die afwaartse neiging in die marktekorte gedurende die eerste en die tweede kwartaal van 1990 gedeeltelik verklaar word aan die hand van dalings in die saldo's van die regeringsektor by die Reserwebank vanaf die buitengewoon hoë vlakte wat hierdie saldo's in die begin van 1990 bereik het. Die maandelikse gemiddelde van die daagliks totale van die saldo's op die Skatkisrekening, die Betaalmeester-Generaalrekening en die Stabilisasierekening by die Reserwebank het van R12,1 miljard en R12,2 miljard in Januarie en Februarie 1990 tot R11,0 miljard in Maart, R9,9 miljard in April, R10,0 miljard in Mei en R8,6 miljard in Junie afgeneem. In Julie en Augustus het hierdie gemiddelde daagliks bedrae egter weer tot

onderskeidelik R10,1 miljard en R9,9 miljard gestyg.

Op 16 Julie 1990 is 'n bedrag van R2,0 miljard oorgedra van die Skatkisrekening na die nuutgestigte Onafhanklike Ontwikkelingstrust, wat aksies vir die maatskaplik-ekonomiese opheffing en ontwikkeling van verskillende bevolkingsgroepe van stapel sal stuur. Die uitwerking wat hierdie groot en skielike vrystelling van fondse uit die Regering se rekeninge potensieel op die geldmarktoestand kon gehad het, is egter deur verkope van staatseffekte en van skuldbewyse van openbare korporasies deur die Reserwebank en die Openbare Beleggingskommissarisie aan die Ontwikkelingstrust geneutraliseer. Die saldo op die Skatkis se *Stabilisasierekening* is sedert 29 Maart 1990 onveranderd gehou op R2,1 miljard.

Van Januarie tot Maart 1990 is 'n verruimende uitwerking op die geldmarktoestand ook uitgeoefen deur toenames in die Reserwebank se besit aan netto goud en ander buitelandse reserwes. 'n Effense afname in die Bank se netto buitelandse reserwes is egter gedurende die tweede kwartaal aangeteken. Die Bank se dollar-ruiloooreenkoms met die groter bankinstellings, wat vanaf 23 Februarie 1990 ingestel is met die doel om kontantreserwes wat die private bankstelsel (hoofsaaklik vanuit betalingsbalansbronne) bereik het, tydelik te steriliseer, is nog van tyd tot tyd gebruik as 'n gerieflike metode om die geldmarktoestand beleidsmatig te beïnvloed. Die totale bedrag van hierdie dollar-ruiloooreenkoms het in die middel van Mei 1990 'n hoogtepunt van R1,7 miljard bereik en het in die middel van Augustus R1,2 miljard beloop.

Die gemiddelde daaglikske bedrag aan note in omloop het van R8,1 miljard in Januarie 1990 tot R7,9 miljard in Februarie afgeneem. Daarna het dit gestadig tot R8,5 miljard in Julie 1990 en tot R8,7 miljard in Augustus 1990 gestyg.

Akkommodasie aan die banke in die vorm van oornaglenings by die diskontovenster oor maandeindes het van R0,8 miljard aan die einde van Mei tot R1,1 miljard aan die einde van Junie 1990 toegeneem. Oor die maandeindes van Julie en Augustus was dit egter nie nodig om op hierdie wyse bystand aan die mark te verskaf nie.

Die netto verkope van staatseffekte deur die Reserwebank het van April tot Junie 1990 in totaal R3,8 miljard beloop. In Julie en Augustus het sodanige verkope onderskeidelik R0,8 miljard en R0,9 miljard bedra. Die Bank het ook sy bedrywigheid in die opsiemark vir staatseffekte in opmerklike mate uitgebrei. Gedurende Julie het die Bank se transaksies in verhandelbare opsiekontrakte byvoorbeeld byna R0,8 miljard beloop.

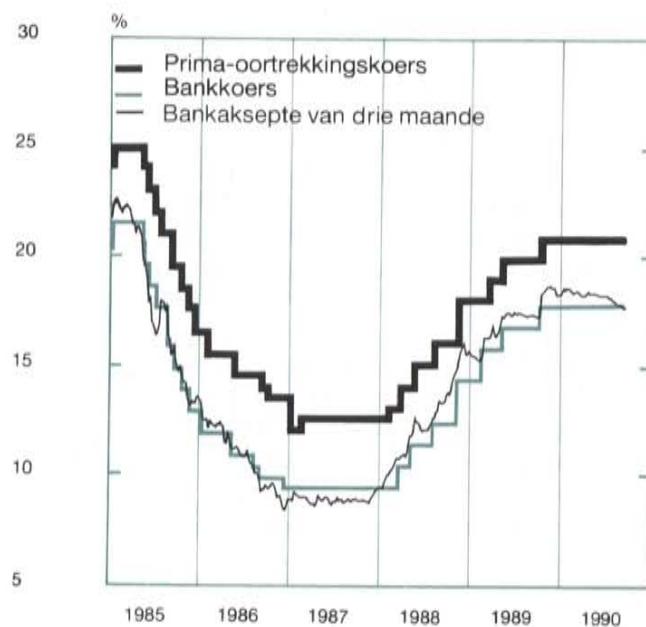
Die bedrag aan skatkiswissels wat by die weeklikse tender aangebied word, is vanaf 11 Mei 1990 tot R70 miljoen, vanaf 15 Junie tot R100 miljoen en vanaf 24 Augustus 1990 tot R120 miljoen verhoog. Die bedrag aan uitstaande skatkiswissels het van slegs R247 miljoen op 11 Mei 1990 tot R1 104 miljoen op 17 Augustus 1990 toegeneem.

Geldmarkrentekoerse

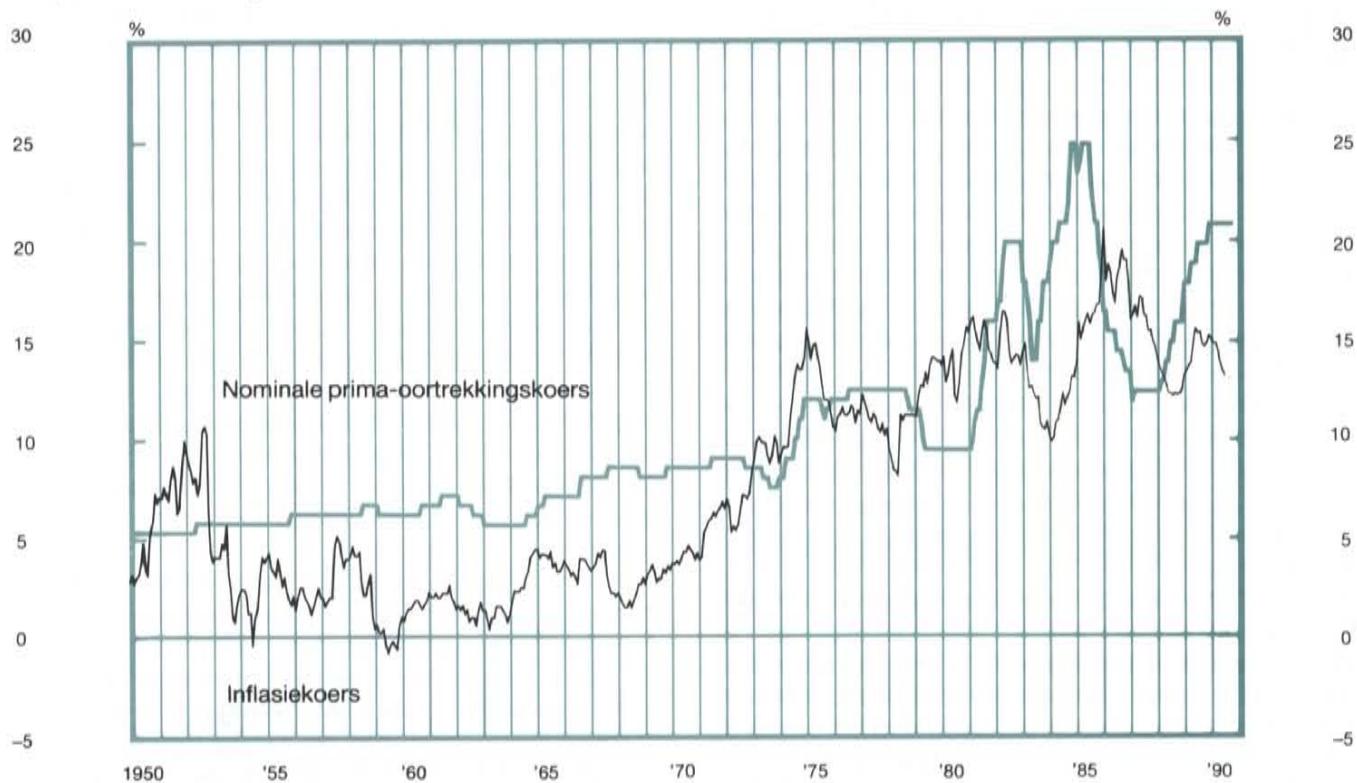
Ná die verhoging van die Bankkoers (tot 18 persent) op 11 Oktober 1989 (en die gelykydige verhoging van die Reserwebank se herdiskonteringskoers vir likwiede bankaksepte van drie maande tot 18,30 persent) het die markkoers op likwiede bankaksepte tussen 'n hoogtepunt van 18,80 persent op 18 November 1989 en 18,30 persent op 6 Julie 1990 geskommel. Namate die mark in stygende mate begin verwag het dat die Bankkoers en die Reserwebank se verwante akkommodasiekoerse binne die eersvolgende paar maande verlaag sou word, het die markkoers op likwiede bankaksepte vanaf ongeveer 7 Julie 1990 tot onder 18,30 persent teruggesak en vanaf 17 Augustus tot onder die Bankkoers gedaal. Dit was die eerste sodanige negatiewe differensiaal tussen die aksepkoers en die Bankkoers sedert die laaste paar dae van 1987. Op 12 September 1990 het die markkoers op likwiede bankaksepte van drie maande 'n laagtepunt van 17,80 persent bereik.

In sy Presidentsrede by die Reserwebank se Algemene Jaarvergadering van aandeelhouers op 28 Augustus 1990 het die President verklaar dat, ofskoon die tyd vir 'n verslapping van die monetêre beleid na sy mening nader begin kom het, die regte oomblik vir so 'n beleidsverandering nog nie aangebreek het nie. In die middel van September 1990 was die "gemiddelde" verwagting van die mark ten aansien van toekomstige rentekoersbewegings, soos dit in die genoteerde koerse in termynkontrakte vir likwiede bankaksepte van drie maande weerspieël is, dat die koers op likwiede bankaksepte teen November 1990 tot 17,08 persent bereik.

Korttermynrentekoerse



Die prima-oortrekkingskoers en twaalftmaande-inflasie in verbruikerspryse



sent en teen Februarie 1991 tot 16,12 persent sou daal.

Die diskontohuise se daggeldkoers het aanmerklik van 21,25 persent aan die einde van Junie 1990 tot 20,25 persent aan die einde van Julie en tot slegs 19,00 persent aan die einde van Augustus gedaal. Leen-deponering ("round-tripping") kon egter aan die einde van Junie nog steeds deur die positiewe differensiaal tussen die daggeldkoers en die primakoers uitgelok gewees het.

'n Vergelyking oor die afgelope veertig jaar van die prima-oortrekkingskoers van die Suid-Afrikaanse handelsbanké met die koers van die inflasie in die verbruikerspryse oor periodes van twaalf maande toon dat, in teenstelling met die eerste drie-en-twintig jaar van hierdie tydperk, die prima-uitleenkoers sedert 1973 reëel gesproke nooit vir meer as ongeveer $2\frac{1}{2}$ jaar ná mekaar betekenisvol positief was nie. Daar is eers betreklik onlangs na behore erkenning gegee aan die feit dat die negatiewe reële rentekoerse wat skynbaar deur regstreekse krediet- en deviesebeheer, deur swewing van die wisselkoers en/of deur die stewigheid van die betalingsbalans onder invloed van die hoë dollarprys van goud in die goud-boom-jare 1973-75 en 1979-81, prakties moontlik en toelaatbaar gemaak is (en wat skynbaar herhaaldelik nodig was om die binnelandse ekonomie weer aan te wakker), ook 'n faktor was wat

daartoe bygedra het dat verskeie langtermynprobleme en strukturele tekortkomings in die Suid-Afrikaanse ekonomie ontwikkel het. Die behoefte daaraan om hierdie tekortkominge reg te stel is 'n argument in die pleidooi vir rentekoerse wat reëel gesproke onder nagenoeg alle denkbare omstandighede positief sal wees.

Kapitaalmarkgebeure

Die handelsbedrywigheid op die sekondêre kapitaalmarkte, wat in die eerste kwartaal van 1990 tot heel buitengewone hoogtes gestyg het, het gedurende die tweede kwartaal skerp teruggesak. Afnames is ook in die totale omvang van die transaksies in vaste eiendom aangeteken, terwyl die aandelepryse verder verswak het nadat die effektebeurs vanaf ongeveer Maart 1990 'n meer weifelende voorkoms begin toon het. Op die *primäre* markte het die bedrag aan nuwe uitgiftes van effekte gedurende die tweede kwartaal daarenteen betekenisvol toegeneem nadat dit gedurende die voorafgaande drie maande aansienlik gedaal het.

Die waarde van die *effekte van die openbare sektor* wat op die effektebeurs verhandel is, het van R58,1 miljard in die vierde kwartaal van 1989 tot 'n geheel en al ongeëwenaarde R77,3 miljard in die eerste kwartaal van 1990 gestyg, maar het in die tweede kwartaal weer

met 'n merkwaardige 35 persent tot R50,2 miljard terugval. Op sy vlak van R19,3 miljard was die waarde van hierdie transaksies in Julie egter weer betekenisvol hoër as die gemiddelde *maandelikse* omset van R16,7 miljard wat van April tot Junie in effekte van die openbare sektor aangeteken is.

Die dalende vlak van die handelsbedrywigheid in *effekte van die openbare sektor* in die tweede kwartaal van 1990 kon in geringe mate toegeskryf word aan die afnemende netto aankope van sodanige effekte deur buitelanders, op die Johannesburgse Effektebeurs wat van R883 miljoen in die vierde kwartaal van 1989 tot R705 miljoen in die eerste kwartaal van 1990 en tot slegs R296 miljoen in die tweede kwartaal afgeneem het. Hierdie bedrag het vervolgens egter weer van 'n maandelikse gemiddelde van R97 miljoen gedurende die periode April tot Junie tot R190 miljoen in Julie 1990 herstel.

Die waarde van die *aandele* wat op die effektebeurs verhandel is, wat van die toenmalige rekordvlak van R6,2 miljard in die vierde kwartaal van 1989 tot 'n nuwe rekordvlak van R8,6 miljard in die eerste kwartaal van 1990 toegeneem het, het in die tweede kwartaal met 36 persent tot R5,5 miljard teruggesak. In teenstelling met die omset op die mark vir die effekte van die openbare sektor, het die bedrag van die verhandelde aandele daarná egter ietwat verder ingekrimp, naamlik van 'n maandelikse gemiddelde van ongeveer R1,8 miljard in die tweede kwartaal tot R1,7 miljard in Julie.

Die waarde van die netto *verkope* van aandele deur nie-inwoners op die Johannesburgse Effektebeurs het sy hoogtepunt eers in die eerste kwartaal van 1990 bereik. Die bedrag van hierdie verkope het van R518 miljoen in die vierde kwartaal van 1989 tot nie minder nie as R2 832 miljoen in die eerste kwartaal van 1990 gestyg maar het in die tweede kwartaal van 1990 skerp teruggesak, naamlik tot R803 miljoen of tot 'n maandelikse gemiddelde van sowat R268 miljoen. Daarná het dit in Julie selfs nog verder gedaal, naamlik tot slegs R118 miljoen.

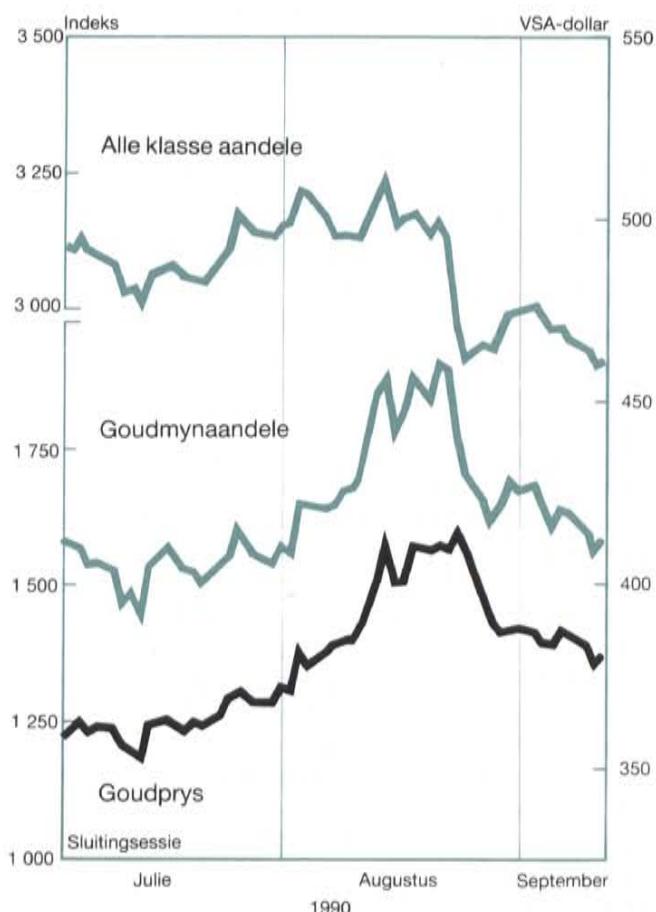
Die feit dat nie-inwoners se netto *verkope* van aandele in die eerste sewe maande van 1990 vinniger as hul netto *aankope* van effekte van die openbare sektor verskrompel het, het meegebring dat nie-inwoners se totale netto verkope van sowel aandele as effekte skerp gedaal het van R2 127 miljoen in die eerste kwartaal van 1990 tot slegs R506 miljoen in die tweede kwartaal; hierdie netto *verkope* het vervolgens in Julie na netto *aankope* van R72 miljoen omgeswai (teenoor netto aankope in die vierde kwartaal van 1989 ten bedrae van R365 miljoen).

Meer in die algemeen beskou het die afname in die transaksies in effekte van die openbare sektor en in maatskappyaandele gedurende die tweede kwartaal van 1990 'n terugkeer beteken na meer normale en handhaafbare vlakke van die handelsbedrywigheid, nadat die betrokke transaksies gedurende die eerste

kwartaal so 'n koorsagtige opwelling getoon het. Dit wil voorkom asof 'n groot deel van hierdie algemene afname in die handelsbedrywigheid toegeskryf kan word aan die feit dat die herskommelings van portefeuilles (hoofsaaklik wegbewegings uit effekte van die openbare sektor ten gunste van aandele) deur verskeraars en pensioenfondse in reaksie op die nuwe reëls met betrekking tot maksimum perke op hul beleggings, sowel as die teenoorgeselde omskakelings deur nie-inwoners van aandele na effekte van die openbare sektor waarop hoér opbrengste verdien kan word, nou grotendeels hul beloop geneem het. Hierbenewens is die uitbundigheid wat die bedrywigheid van die handel in aandele gedurende die eerste kwartaal van 1990 gekenmerk het, ook gedemp deur dalings in die dollarprys van goud in Maart, Mei en Junie, en deur die invloed wat hierdie dalings op die prys van goudmynaandele, ander aandelepryse en die gemoedstoestand op die mark uitgeoefen het.

Die gemiddelde *prysvlak* van alle klasse aandele, wat in die vierde kwartaal van 1989 met 7 persent gestyg het, het in die eerste kwartaal van 1990 met 'n

JE-Aktuarisse-prysindekse vir aandele en goudprys



verdere 4 persent verbeter maar in die tweede kwartaal met 7 persent gedaal. Dit was die tweede-grootste prysdaling in 'n enkele kalenderkwartaal sedert die prysneenstorting van Oktober 1987 (wat toentertyd meegebring het dat die gemiddelde prysvlak van alle aandele in die vierde kwartaal van 1987 met 33 persent gedaal het), maar is nog steeds deur die prysdaling van 10 persent in die eerste kwartaal van 1988 oortref. In Junie 1990 was die maandelikse gemiddelde prysvlak van alle klasse aandele 8 persent laer as by die jongste hoogtepunt daarvan in Februarie 1990.

Die gemiddelde prysvlak van *goudmynaandele* het in Januarie 1990 'n hoogtepunt bereik, maar het daarna geleidelik met 'n totaal van 35 persent teruggesak tot op 'n peil in Junie 1990 wat 42 persent laer was as die historiese hoogtepunt waarop hierdie pryse in Augustus 1987 te staan gekom het. Die pryse van goudmynaandele het egter in Julie-Augustus 1990 met 24 persent herstel in reaksie op die verstewiging van die dollarprys van goud, veral nadat Irak Koeweit op 2 Augustus 1990 binnegeval het.

Die gemiddelde prysvlak van *finansiële aandele* het eers in Maart 1990 op die hoogste punt gekom wat dit tot dusver in 1990 bereik het. Die pryse van finansiële aandele het in die eerste kwartaal van 1990 met 8 persent gestyg, in die tweede kwartaal met 3 persent gedaal, maar in Julie weer met 2 persent gestyg. Die pryse van *nywerheids- en handelsaandele* het in Februarie 1990 'n hoogtepunt bereik maar in die tweede kwartaal met 2 persent en in Julie met 1 persent teruggesak.

Die maandelikse totale waarde van die transaksies in *termynkontrakte* het in Mei, Junie en Julie 1990 onderskeidelik op bykans R2,3 miljard, R2,3 miljard en nageenoeg R2,0 miljard te staan gekom. Daarna het die bedrag van hierdie transaksies in Augustus skerp en skielik (naamlik met 59 persent) tot meer as R3,1 miljard toegeneem, en wel hoofsaaklik in reaksie op die onsekerheid wat deur die krisistoestand in die gebied rondom die Persiese Golf veroorsaak is.

In die *primêre kapitaalmarkte* het die bedrag aan fondse wat deur leners in die openbare sektor deur die uitreiking van nuwe vaste-rentedraende effekte aan bank- en nie-bankbeleggers in die private sektor opgeneem is, van 'n netto *terugbetaling* van skuld van R0,8 miljard in die vierde kwartaal van 1989 na netto nuwe leningsopnames ten bedrae van onderskeidelik R0,4 miljard en R5,3 miljard in die eerste en die tweede kwartaal van 1990 omgeswaai. Maatskappye in die *private sektor*, wat in die eerste kwartaal van 1990 nuwe vaste-rentedraende effekte uitgereik het tot 'n bedrag van slegs R60 miljoen, het in die tweede kwartaal R109 miljoen op hierdie wyse opgeneem. Hierbenewens het maatskappye wat op die effektebeurs genoteer is, ook die bedrae van nuwe uitgiftes van gewone aandelekapitaal van slegs R0,3 miljard in die eerste kwartaal van 1990 tot R2,2 miljard in die tweede kwartaal opgestoot. Laasgenoemde totaal het drie groot individuele

uitgiftes van onderskeidelik R0,8 miljard, R0,6 miljard en R0,4 miljard ingesluit.

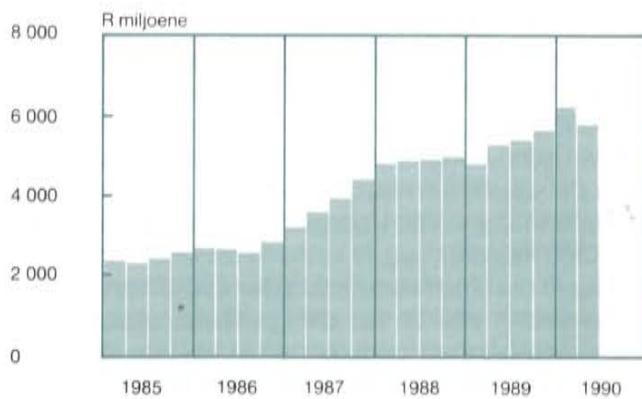
In die *verbandmark* het die verbandlenings deur bouverenigings uitbetaal, wat in die derde en die vierde kwartaal van 1989 tot R1,4 miljard en R1,5 miljard gedaal het, geleidelik tot 'n vlak van R1,8 miljard in sowel die eerste as die tweede kwartaal van 1990 toegeneem. Die toename in die bouverenigings se *besit aan verbandlenings*, wat in sowel die derde as die vierde kwartaal van 1989 R0,5 miljard bedra het, het tot R0,7 miljard in die eerste kwartaal van 1990 en R0,8 miljard in die tweede kwartaal gestyg. Die toename in die *bankinstellings* se besit aan verbandlenings het egter effens afgeneem van R1,3 miljard in die vierde kwartaal van 1989 tot R1,2 miljard in die eerste kwartaal van 1990, en vervolgens selfs nog verder ingekrimp tot R0,9 miljard in die tweede kwartaal.

Die waarde van die *transaksies in vaste eiendom* het van sy vorige rekordvlak van R5,7 miljard in die vierde kwartaal van 1989 tot 'n nuwe hoogtepunt van R6,2 miljard in die eerste kwartaal van 1990 gestyg, maar het in die tweede kwartaal van 1990 weer R5,7 miljard beloop.

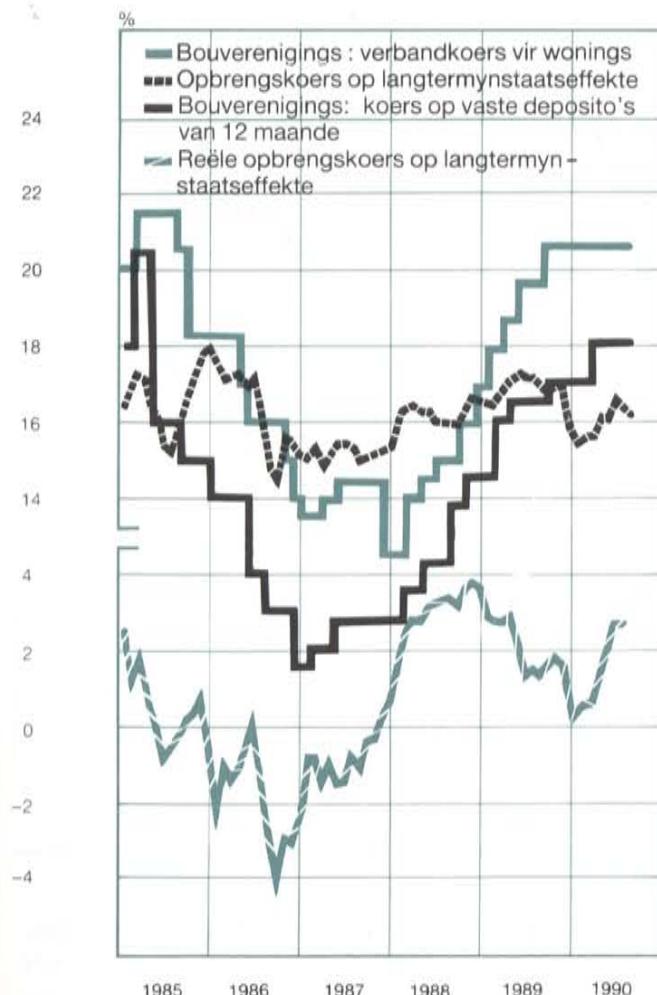
Opbrengs- en rentekoerse op die kapitaalmark

Die koerse op die kapitaalmark, wat vanaf ongeveer Februarie 1990 'n stygende verloop getoon het, het gedurende Julie en Augustus effens gedaal in die algemene milieu van verwagtings van dalende korttermynrentekoerse, verbeterings van die inflasiekoerse, die effens beter dollarprys van goud in Julie, en amptelike pogings om die verhandelbaarheid van staatseffekte te verhoog. Die gemiddelde maandelikse opbrengskoers op langtermynstaatseffekte, wat betreklik skerp van 16,9 persent in Oktober 1989 tot 15,5 persent in Januarie 1990 gedaal het, het in Junie na 16,7 persent teruggekeer. Daarna het dit effens gedaal tot 16,4 persent in Julie 1990 en 16,3 persent in Augustus.

Transaksies in vaste eiendom



Kapitaalmarkrente- en opbrengskoerse



1990, voordat dit in Julie weer tot 15,1 persent en in Augustus tot 15,2 persent herstel het.

Die bouverenigings se mees algemene koers op behuingsverbandlenings, wat in Oktober 1989 van die vorigevlak van 19,75 persent tot 20,75 persent verhoog is, is tot in September 1990 op hierdie nuwevlak gehandhaaf – die langste tydperk waarin daar geen verandering aangebring is nie sedert die periode Oktober 1975-Maart 1979. Die oorheersende koers op *depositos van twaalf maande* by die banke en bouverenigings, wat as verteenwoordigend van depositokoerse in die algemeen beskou word, is in Oktober 1989 van 16,5 tot 17,0 persent en in April 1990 tot 18,0 persent verhoog. In Augustus 1990 is hierdie koers egter tot 17,0 persent verlaag as deel van hierdie instellings se pogings om in 'n ietwat gemakliker kredietvraagsituasie, ietwat meer gerieflike rentekoermarges te bewerkstellig.

Die maksimum toelaatbare finansieringskostekoerse, soos dit kragtens die Woekerwet vasgestel word, is om tegniese redes met ingang van 27 Julie 1990 in die geval van geldlenings-, krediet- en bruikhuurtransaksies vir bedrae van meer as R6 000 (maar nie meer as R500 000 nie) van 30 tot 29 persent en in die geval van transaksies tot en met R6 000 van 33 tot 32 persent verlaag.

Die koerse op *belastingvrye beleggings* by die bouverenigings, die Posspaarbank en die Tesourie is in Maart 1990 met 1,5 persent verhoog. Hierdie verhoging is gedeeltelik aangebring as vergoeding vir die eerste stap in die geleidelike uitfasering (teen 20 persent per jaar oor 'n tydperk van vyf jaar) van die belastingvrye status van die rente wat op hierdie beleggings verdien word. Die huidige rentekoers van 11,5 persent op Posspaarbank-spaarsertifikate en op belastingvrye deposito's en subskripsie-aandele by die bouverenigings kan met 'n koers van 9,5 persent in November 1989 vergelyk word.

Die *reële* opbrengskoers op langtermynstaatseffekte (dit wil sê die nominale koers ná aansuiwing vir die heersende inflasiekoers van jaar tot jaar), wat in November 1988 'n hoogtepunt van 3,9 persent bereik het, het betreklik gestadig maar sterk tot slegs 0,3 persent in Januarie 1990 teruggesak. Daarna het die stygings in die nominale opbrengskoers op langtermynstaatseffekte tot in Junie, en die daling in die inflasiekoers, egter meegebring dat hierdie koers weer na 2,7 persent in Julie 1990 teruggekeer het.

Die maandelikse gemiddelde *dividendopbrengskoers* op alle klasse aandele het, as die spieëlbewind van die verswakkings van die algemene aandelepryspeil in die tweede kwartaal van 1990, van 5,3 persent in Maart 1990 tot 5,6 persent in Julie verstewig; in Augustus het dit op hierdievlak gebly. Die gemiddelde *verdiensteopbrengskoers* op alle klasse aandele (uitgesonderd goudmynaandele) het afgeneem van 15,4 persent in Desember 1989 tot 14,5 persent in Junie

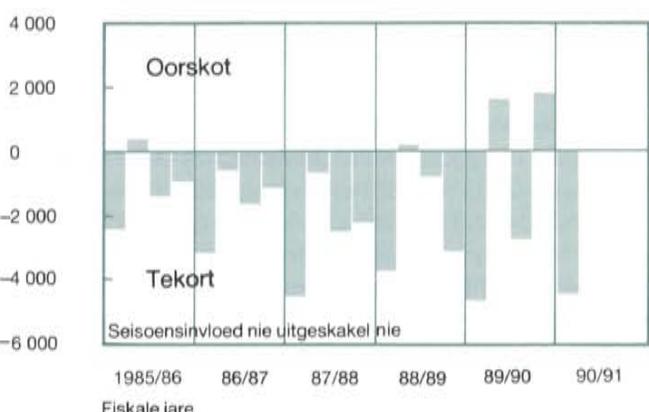
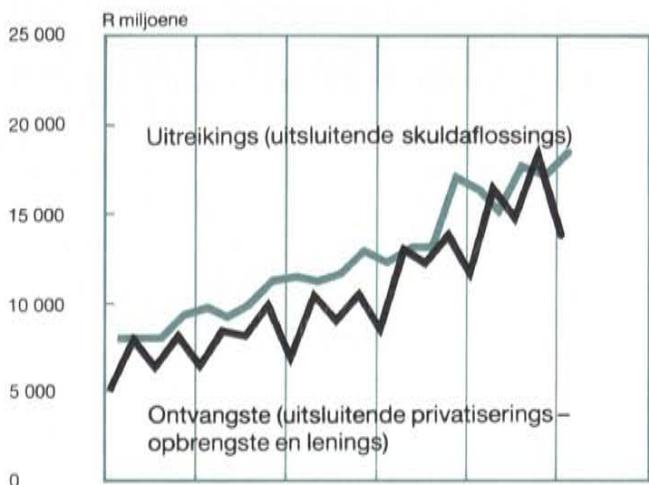
Staatsfinansies

Skatkisuitreikings

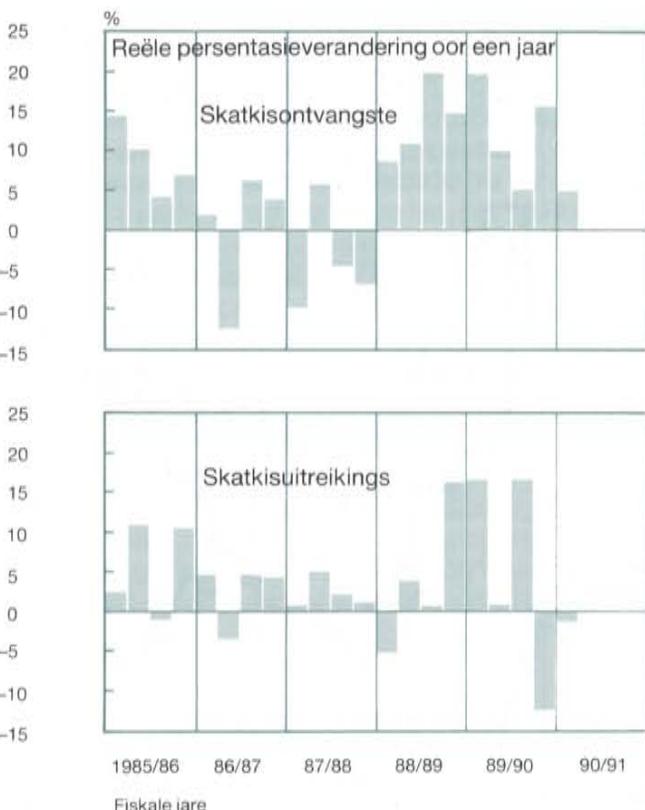
Die verandering in die skatkisuitreikings aan die verskillende departemente van die Sentrale Regering (ná die gebruiklike aansuiwering vir veranderings in die saldo op die Betaalmeester-Generalrekening) het, in vergelyking met die ooreenstemmende kwartaal van die vorige fiskale jaar, van 'n werklike afname van 1,0 persent in die laaste of Maart-kwartaal van die fiskale jaar 1989/90 na 'n toename van 12,6 persent in die eerste of Junie-kwartaal van die fiskale jaar 1990/91 omgeswaai. Die persentsgewyse toename in hierdie uitreikings oor vier kwartale was in die Junie-kwartaal van 1990 dus effens hoër as die begrote toename van 11,9 persent vir die fiskale jaar 1990/91 in sy geheel.

In Julie-Augustus 1990, en met name in Augustus, het die koers van toename in die skatkisuitreikings aan staatsdepartemente in vergelyking met Julie-Augustus in die vorige jaar aansienlik gestyg. As gevolg hiervan was hierdie uitreikings in die eerste vyf maande van die fiskale jaar 1990/91 17,0 persent hoër as in die eerste vyf maande van die fiskale jaar 1989/90.

Skatkisrekening



Skatkisontvangste en -uitreikings



Die gepubliseerde gegewens vir die *totale* skatkisuitreikings in Julie 1990 sluit egter ook die betaling in van R2,0 miljard aan die Onafhanklike Ontwikkelingstrust (OOT), wat gestig is met die uitdruklike doel om programme en aksies in te stel vir die maatskaplik-ekonomiese opheffing en ontwikkeling van die land se verskillende bevolkingsgroepes. Hierdie besteding is uit die Staat se financieringsoorskot van die fiskale jaar 1989/90 befonds en is nie by die Staat se begrotingsramings van die staatsbesteding in 1990/91 ingesluit nie. Wanneer hierdie bedrag van R2,0 miljard aan die skatkisuitreikings aan staatsdepartemente in die eerste vyf maande van die fiskale jaar 1990/91 toegevoeg word, styg die koers van toename in hierdie uitreikings gedurende die betrokke vyf maande teenoor dieselfde vyf maande in 1989/90 tot 24,4 persent.

Reëel gesproke het die verandering oor twaalf maande in die skatkisuitreikings aan *staatsdepartemente* gedurende die periode April-Augustus 1990 op 'n toename van 2,9 persent te staan gekom. Die insluiting van die uitreiking van R2,0 miljard aan die OOT het tot gevolg dat die koers van toename in die reële bedrag van die skatkisuitreikings gedurende hierdie tydperk teenoor dieselfde periode in 1989/90 tot 9,4 persent styg. Afhangende van die tempo waarteen hierdie fondse deur die OOT bestee gaan word, kan die uitwerking van die fiskale beleid op die ekonomie op die

kort termyn dus meer ekspansionisties wees as wat verwag is.

Skatkisontvangste

Die koers van toename oor vier kwartale in die skatkisontvangste het van 27,2 persent in die Maart-kwartaal van 1990 tot 19,1 persent in die Junie-kwartaal afneem. Daarna het hierdie koers van toename in Julie 'n effense verdere verlangsaming en in Augustus 'n meer opmerklike afname getoon – laasgenoemde as gevolg van laer ontvangste aan inkomstebelasting uit die goudmynboubedryf. Die totale ontvangste in die eerste vyf maande van die fiskale jaar 1990/91 was gevoldiglik 15,0 persent hoër as in die ooreenstemmende periode van die fiskale jaar 1989/90.

Die koers van toename van 15,0 persent in die skatkisontvangste in die eerste vyf maande van die fiskale jaar 1990/91 was aanmerklik hoër as die toename van 5,8 persent in die staatsinkomste wat in die Begroting van Maart 1990 vir die fiskale jaar in sy geheel in die vooruitsig gestel is. Reëel gesproke het die toename in die skatkisontvangste gedurende die vyf maande tot Augustus 1990 in vergelyking met dieselfde periode in 1989 1,2 persent beloop.

Die onverwagte sterkte van die skatkisontvangste in die eerste vyf maande van die fiskale jaar 1990/91 kon hoofsaaklik toegeskryf word aan onverwagte groot toenames in die ontvangste aan inkomstebelasting vanaf individue en maatskappye. Die ontvangste aan

doeane- en aksynsregte en uit die bo-belasting op invoergoedere was gedurende hierdie periode ook groter as volgens die Begrotingsverwagtings vir die fiskale jaar in sy geheel. Die koers van toename in die ontvangste uit die brandstofheffing en uit die algemene verkoopbelasting was gedurende die vyf maande tot Augustus 1990 egter laer as wat in die Begrotingsramings vir die huidige fiskale jaar voorsien is. Dit was grotendeels 'n weerspieëeling van die algemene verlangsaming van die binnelandse ekonomiese bedrywigheid.

Tekort voor lenings

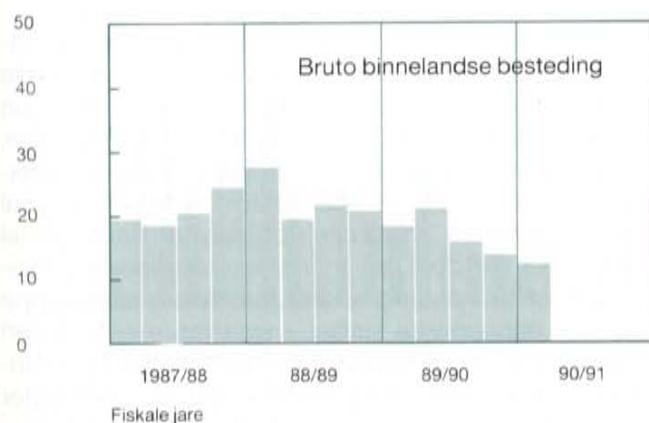
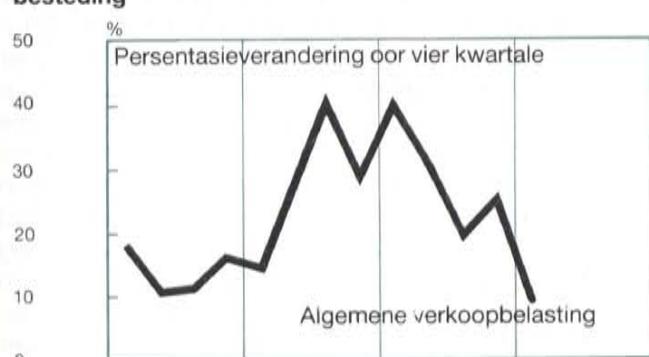
Die tekort voor lenings en skuldaflossings op die Skatkisrekening het in die eerste vyf maande van die fiskale jaar 1990/91 R7 126 miljoen bedra, wat R3 132 miljoen meer was as in die ooreenstemmende tydperk in die fiskale jaar 1989/90. Op hierdie vlak was die kumulatiewe tekort vir die vyf maande tot Augustus 1990 gelyk aan 89 persent van die tekort van R7 994 miljoen wat in die Begroting van Maart 1990 vir die fiskale jaar in sy geheel in die vooruitsig gestel is. Indien die betaling aan die Onafhanklike Ontwikkelingstrust nie as 'n skatkisuitreiking beskou word nie, het die kumulatiewe tekort van April tot Augustus 1990 R5 126 miljoen, of 64 persent van die begrote tekort vir die fiskale jaar, bedra. Die skatkisrekeningtekort van R4 856 miljoen vir die vier maande tot Julie 1990, plus die diskonto van R1 670 miljoen op nuwe uitgifte van staatseffekte (in totaal dus R6 526 miljoen), is uit die volgende bronne gefinansier:

	R miljoene
Openbare Beleggingskommissaris...	-970
Nie-bank- private sektor	6 726
Banksektor:	
Korporasie vir Openbare Deposito's	-581
Ander banke	1 403
Buitelandse sektor	-52
Totaal	6 526

Die skuldinstrumente en beschikbare kontantsaldo's wat aangewend is om die tekort van R7 126 miljoen vir die eerste vyf maande van die fiskale jaar 1990/91 te finansier, was soos volg:

	R miljoene
Staatseffekte	7 917
Skatkiswissels	719
Nie-bemarkbare lenings	-88
Buitelandse lenings	-24
Aanwending van kontantsaldo's	696
Totale bruto finansiering	9 220
Min: Diskonto op nuwe effekte-uitgifte	2 094
 Totale netto finansiering (= tekort op skatkisrekening)	 7 126

Algemene verkoopbelasting en bruto binnelandse besteding



Aantekeninge oor inflasie*

Tweesyferinflasie in die verbruikerspryse van jaar tot jaar – dit wil sê stygings in die jaarlikse gemiddelde vlak van die verbruikerspryse wat van een jaar na die volgende meer as 10 persent beloop – was van 1974 tot 1989 sonder onderbreking 'n verontrustende, ongesonde en onaangename kenmerk van die Suid-Afrikaanse ekonomie. Gedurende hierdie periode van ses-tien jaar het die Suid-Afrikaanse verbruikerspryse teen 'n gemiddelde jaarkoers van byna 13,6 persent gestyg. Die gevolg hiervan was dat die gemiddelde artikel op die inkopielys van die gemiddelde Suid-Afrikaanse huishouding in geld uitgedruk in 1989 ongeveer 7,7 keer so duur was as in 1973. Met een honderd rand van die gemiddelde huishouding se gesinsinkome kon in 1989 net so veel – of net so min – gekoop word as met R13,02 in 1973.

Om redes waarop hieronder ingegaan word, word tans algemeen aanvaar dat langdurige inflasie – op watter peil ook al, maar beslis teen koerse wat met twee syfers geskryf word – negatief inwerk op die mees effektiewe aanwending van die produktiewe hulbronne van die ekonomie, ekonomiese groei en ontwikkeling belemmer, en gevoglik ook die volk se materiële welsyn verminder. Hierbenewens is langdurige inflasie ook 'n aanhouende bron van irritasie, gegriefheid, slegte gevoelens en wrywing tussen verskillende maatskaplike groepe.

Dat inflasie 'n euwel is, is by talryke geleenthede deur die Suid-Afrikaanse monetêre en fiskale owerhede erken. Dit is dus nie verbasend nie dat die De Kock-Kommissie in sy *Finale Verslag* (getiteld *Die Monetêre Stelsel en Monetêre Beleid in Suid-Afrika*), wat in Mei 1985 ingedien is, verklaar het dat "die hoofdoelstelling van monetêre beleid in Suid-Afrika op lang termyn die handhawing van redelike stabiliteit van die binnelandse pryspeil moet wees."¹ Ooreenkomsdig hierdie en verwante aanbevelings in die Kommissie se *Verslag*, bepaal Artikel 3 van die nuwe Wet op die Suid-Afrikaanse Reserwebank, 1989 (Wet nr. 90 van 1989), wat op 1 Augustus 1989 in werking getree het, dat die nastrewing van monetêre stabiliteit en gebalanceerde ekonomiese groei by die Bank se uitoefening van sy bevoegdhede en die verrigting van sy pligte die Bank se primêre oogmerke moet wees.

Kort ná die promulgering van die nuwe Reserwebankwet het die huidige President van die Reserwebank, dr. C.L. Stals, op 29 Augustus 1989 in sy eerste Presidentsrede voor die Bank se aandeelhouers verklaar dat die tyd nou geleë was om "in alle erns" 'n aanslag teen inflasie "van stapel te stuur". Hierdie aanslag sou oor 'n wye front geloods word, maar 'n paslik beperkende monetêre en fiskale beleid sou aan die voorpunt daarvan staan. Sedert Augustus 1989 is die Reserwebank se rentekoers- en verwante beleidsmaatreëls derhalwe sterker, meer uitdrukliek en meer konsekwent as wat voorheen die geval was, gebaseer op die behoefté, soos die Bank dit ervaar, om die inflasiekragte in die Suid-Afrikaanse ekonomie die hoof te bied.

Teen die agtergrond van hierdie beleidsgerigtheid beoog die hieronder volgende "aantekeninge" oor inflasie om – op 'n betreklik nie-tegniese wyse, en met die bedoeling om in herinnering te roep, in te lig en te verduidelik eerder as om 'n polemiek uit te lok – 'n aantal van die feite omtrent en eienskappe van inflasie soos dit hom in die na-oorlogse tydperk in Suid-Afrika voorgedaan het, geordend byeen te bring. Die inleidende paragrawe begin met 'n definisie van inflasie. Daaropvolgende paragrawe gaan kortliks na wat die omvang en die verloop van inflasie sedert 1946 in Suid-Afrika was en vestig die aandag op die verwantskap tussen inflasie in Suid-Afrika, inflasie in die ekonomiese van Suid-Afrika se belangrikste internationale handelsvennote en die effektiewe wisselkoers van die rand.

Getuienis word aangebied wat daarop duï dat die ekonomiese groei inderdaad wel ongunstig deur langdurige inflasie geraak word, en redes word aangevoer waarom verwag kan word dat inflasie die werkverrigting van die ekonomie verswak en die ekonomiese groei en ontwikkeling nadelig beïnvloed. Vervolgens word beredeneer dat, wat die oorsake van stygings in die algemene pryspeil ook al mag wees, inflasie "altyd en orals 'n monetêre verskynsel is": inflasies wat tereg as sodanig beskryf word, sal normaalweg nie voorkom by afwesigheid van "oormatige" groei in die geldhoeveelheid nie, en die inflasiekoerse wat waargeneem word, hou hulle oor 'n tydperk van jare nou by die koerse van toename in die relatiewe geldvoorraad.

In die loop van hierdie uiteensetting word gekonstaar dat terwyl 'n beteueling van die groei in die geldvoorraad noodwendig 'n deel moet uitmaak van enige omvattende en suksesvolle anti-inflasiestrategie, 'n verlaging van die tempo van die monetêre uitbreiding selde of nooit 'n heeltemal pynlose taakstelling sal wees. Monetêre "mikpunte" (of "riglyne") kan ingestel word met die doel om finansiële discipline te vergemaklik of te versterk; sekere strukturele eienskappe van die ekonomiese stelsel – waarvan minstens een skynbaar in 'n ongewoon hoë mate in die Suid-Afrikaanse finansiële milieu teenwoordig is – kan egter

* Hierdie artikel is corspronklik in Engels geskryf deur dr J.H. Meijer. Waardevolle hulp by die voorbereiding daarvan is egter ontvang van ander lede van die Departement Ekonomie van die Reserwebank, en welveral van mnr B.L. de Jager (wat 'n vroeëre konsep van "aantekeninge" oor inflasie opgestel het) en van mnr W.S. Pretorius, dr B.E. van der Walt en mnr P.J. Weideman van die Afdeling Konjunktuurstudies van die Departement. Hulp in die vorm van waardevolle kommentaar en voorstelle wat van verskeie ander personeellede van die Reserwebank ontvang is, word eweneens met dank erken.

¹ Republiek van Suid-Afrika, Kommissie van Ondersoek na die Monetêre Stelsel en Monetêre Beleid in Suid-Afrika: *Die Monetêre Stelsel en Monetêre Beleid in Suid-Afrika* (Finale Verslag), RP70/1984, Staatsdrukker, Pretoria, 1985, par. 13.22.

maak dat 'n mikpuntstellingsprogram sowel ingewikkelter as moeiliker uitvoerbaar is as wat dit met die eerste oogopslag mag lyk.

Die definisie van inflasie

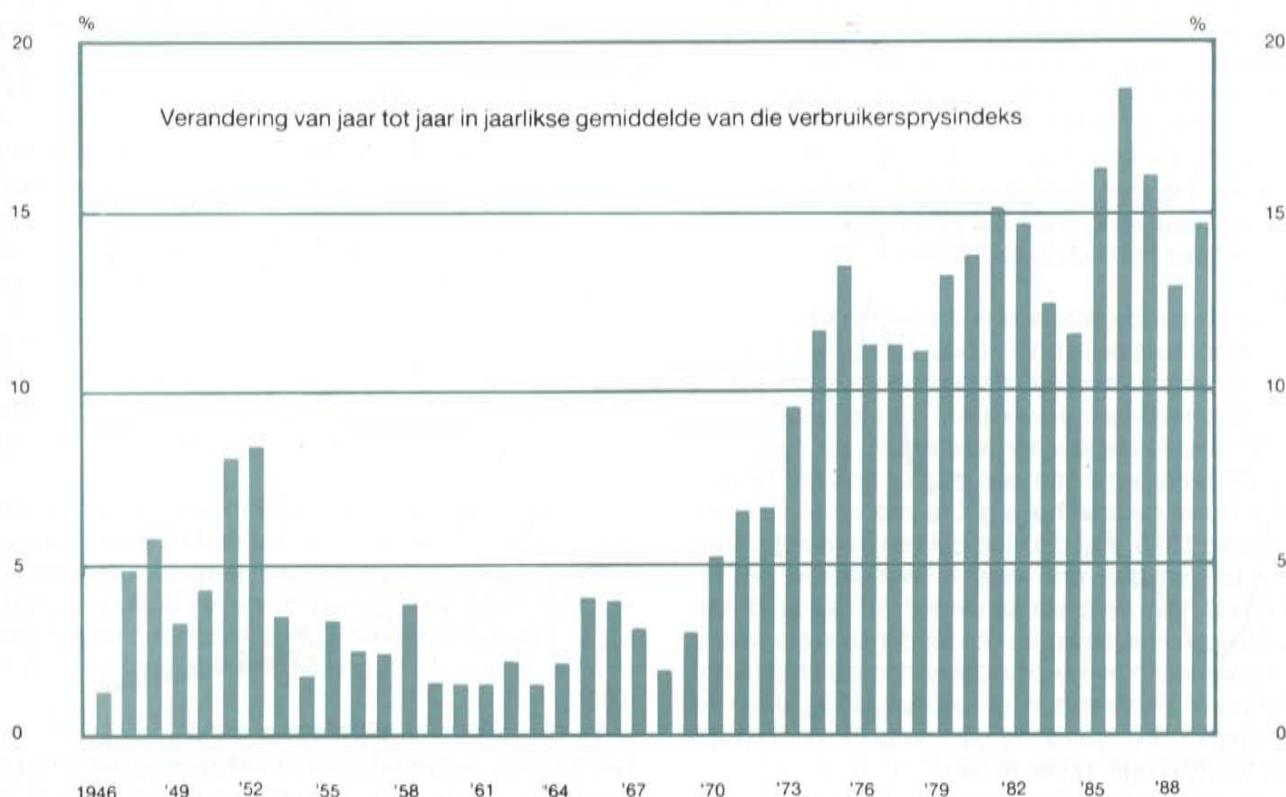
Inflasie word die beste beskryf as 'n *volgehoue* styging in die *algemene* pryspeil. Die sleutelwoorde in hierdie definisie is "volgehoue", "styging" en "algemene peil": inflasie het betrekking op die *proses* of *prosesse* van prysstygings eerder as op 'n *toestand* van "hoë" prys (wat in elk geval moeilik sou wees om sinvol te omskryf). Wanneer inflasie op hierdie wyse gedefinieer word, blyk dat dit *slegs* uitgeken kan word deur oor 'n betreklik lang periode die veranderings in een of ander samevattende meting van 'n *aantal* prys dop te hou, en nie deur slegs te kyk na veranderings in die prys van een enkele, spesifieke, soort handelsware, diens of artikel nie.

Verskeie opmerkings kan na aanleiding van hierdie definisie gemaak word. In die eerste plek kan inflasiekoers met betrekking tot 'n verskeidenheid *stelle* (of versamelings) goedere en dienste gemeet word. Verskillende stelle goedere en dienste, die prys daarvan en veranderings in die prys daarvan sal vir verskillende groepe persone of besluitnemers in die ekonomiese belang wees. Die meting van inflasiekoers met betrekking tot verskillende stelle goedere en dienste kan

ook van hulp wees by die ontleding van die oorsake en bronse van inflasie in die algemeen en kan moontlik lig werp op die aard en die dinamika van die inflasieproses. In Suid-Afrika bestaan die belangriker prysindeks wat gebruik word om die inflasie te meet uit die indekse vir die prys van ingevoerde goedere en van binnelands geproduseerde goedere, die totale produksieprysindeks en die verbruikersprysindeks.

In die tweede plek het inflasie betrekking op die koers van styging in die *gemiddelde* (normaalweg 'n *geweegde* gemiddelde) van die prys van die goedere en dienste wat by die betrokke prysindeks of -indekse ingesluit is. Hoewel inflasie gewoonlik beteken dat al die, of die meeste, prys wat by 'n sekere prysindeks ingesluit is, besig is om gelykydig op te beweeg, hoef dit nie die geval te wees nie, en al die prys wat deur 'n sekere prysindeks omvat word, hoef oor enige gegewe periode ook geensins in dieselfde verhouding of in dieselfde mate te styg nie. Namate goedere en dienste *in die algemeen* in geld uitgedruk duurder word, kan sekere goedere en dienste nog steeds in *vergelyking met ander goedere en dienste* of duur of goedkoop word. Inflasie laat dus normaalweg nog steeds *relatiewe* prysveranderings toe (wat gewoonlik "'n goeie ding" sal wees), en sal hoogswaarskynlik ook self sekere relatiewe prysveranderings voortbring (waarvan dit minder waarskynlik is dat dit "'n goeie ding" is).

Grafiek 1: Veranderings in verbruikerspryse



In die derde plek is gestel dat inflasie 'n *volgehoue* styging van die algemene pryspeil is. 'n Suiwer tydelike styging in die pryspeil wat spoedig weer in trurat gaan, of 'n eenmalige styging in die pryspeil oor 'n betreklik kort periode, sal normaalweg nie as inflasie beskou word nie.

Ten slotte het die omskrywing wat hierbo verskaf is, niks te sê oor die *oorsaak* of oorsake van inflasie nie. Vanweë hierdie stelswee bevat die definisie ook geen wenke oor die wyse waarop inflasie bekamp of onder beheer gebring kan of behoort te word nie. Meer tendensieuse definisies kan egter ook opgestel word. Inflasie kan byvoorbeeld gedefinieer word – gewoonlik deur persone wat aanhangers is van een of ander besondere skool van ekonomiese denke – as bestaande uit prysstygings wat die gevolg is van loonsverhogings wat groter is as gelykydige produktiwiteitsverbeterings, of uit prysstygings wat voortspruit uit voorafgaande, oormatige groot, toenames in 'n "eksogeen bepaalde" geldvoorraad.

Die verloop van die inflasie in Suid-Afrika

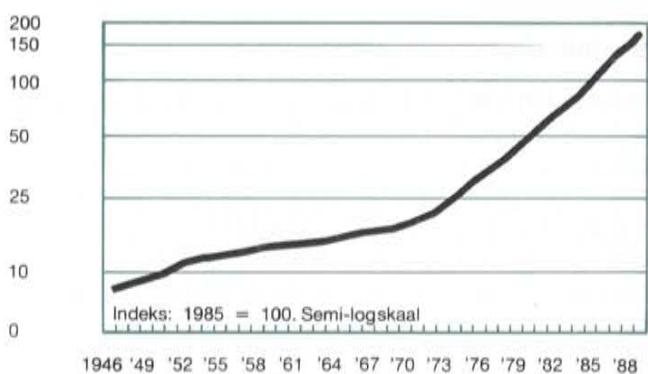
Grafiek 1 toon die verloop van die inflasie in die Suid-Afrikaanse ekonomie vanaf 1946 (wat die eerste volledige kalenderjaar in die tydperk ná die Tweede Wêreldoorlog was). Die inflasie word hier weergegee deur die persentasieverandering van jaar tot jaar in die jaarlikse gemiddelde van die verbruikersprysindeks.

'n Aantal opmerkings kan weer eens hieroor gemaak word. In die eerste plek is daar in letterlik elke jaar van die na-oorlogse periode minstens 'n sekere styging in die jaarlike gemiddelde vlak van die verbruikerspryse aangeteken. Soos deur Grafiek 2 uitgebeeld word, het die gemiddelde vlak van die verbruikerspryse gedurende die 44 jaar van 1946 tot 1989 (die begin- en eindjaar albei hierby ingesluit) meer as twintigvoudig, naamlik met 1 996 persent, gestyg. Die gemiddelde jaarlikse koers van die styging in die verbruikerspryse gedurende hierdie 44 jaar het derhalwe ietwat meer as 7,1 persent beloop.

Vanaf die middel-sewentigerjare het die inflasie egter duidelik op aansienlik hoër vlakke te staan gekom as wat in die eerste kwart eeu ná die oorlog die geval was. 'n Skeidslyn kan getrek word aan die einde van 1973, wat die laaste kalenderjaar was waarin die styging in die verbruikerspryse van jaar tot jaar nog nie 10 persent te bove gegaan het nie. Die jare vanaf 1973 tot omstreeks 1975, wat die stempel van die eerste internasionale oliekrisis dra, neig in werklikheid om, in ontledings van verskeie tendense in die Suid-Afrikaanse ekonomie sowel as van tendense in die wêreld se vooraanstaande nywerheidsekonomieë en in die internasionale ekonomie in sy geheel, uit te staan as keerpuntjare (en soms as jare waarin verskynsels "kwantumspronge" gemaak het).

In die enkelsyfer-inflasiejare van 1946 tot en met 1973 het die jaarlikse gemiddelde vlak van die Suid-

Grafiek 2: Die verbruikersprysindeks



Afrikaanse verbruikersprysindeks met 'n faktor van 2,7, of teen 'n gemiddelde jaarlikse koers van bykans 3,7 persent, gestyg. Hierdie tydperk kan egter self weer in drie sub-periodes onderverdeel word. In die eerste van hierdie sub-periodes, van 1946 tot en met 1952, is die prysveranderings nog beïnvloed deur na-oorlogse aanpassings (waaronder ook die devaluasie van die Suid-Afrikaanse pond in 1949), asook deur die ekonomiese uitvloeiels van die oorlog in Korea (wat van Junie 1950 tot Julie 1953 geduur het, ofskoon aktiewe krygshandelinge oor die algemeen reeds voor die einde van 1951 gestaak is). Die gemiddelde jaarlike koers van die stygings in die verbruikerspryse het gedurende hierdie periode van sewe jaar nagenoeg 5,0 persent beloop; die vlak van 5 persent van die inflasie van jaar tot jaar is gedurende hierdie jare by drie geleenthede oorskry.

'n Vergelykenderwys hoë mate van prysstabiliteit het gedurende die res van die vyftigerjare en gedurende die sestigerjare voorgekom. Van 1953 tot en met 1968 het die gemiddelde jaarlikse inflasiekoers in die verbruikerspryse 'n baie matige 2,4 persent beloop; teen hierdie koers sou die gemiddelde vlak van die verbruikerspryse 'n periode van meer as 29 jaar nodig hê om te verdubbel. In geen jaar gedurende die betrokke tydperk van 16 jaar het die inflasiekoers van jaar tot jaar meer as 5 persent (of selfs meer as 4 persent) beloop nie.

Die "oorgangsjare" van 1969 tot en met 1973 was getuie van die aanloop tot tweesyferinflasie. Gedurende hierdie periode het die gemiddelde jaarlikse stygingskoers van die algemene verbruikerspryspeil tot 6,0 persent versnel. Die gemiddelde verbruikerspryspeil was in 1973 ongeveer 34 persent hoër as in 1968.

In die tweesyfer-inflasiejare vanaf 1974 het die gemiddelde jaarlikse koers van styging in die verbruikerspryse op die vlak van ongeveer 13,6 persent te staan gekom waarvan in die inleidende opmerkings tot

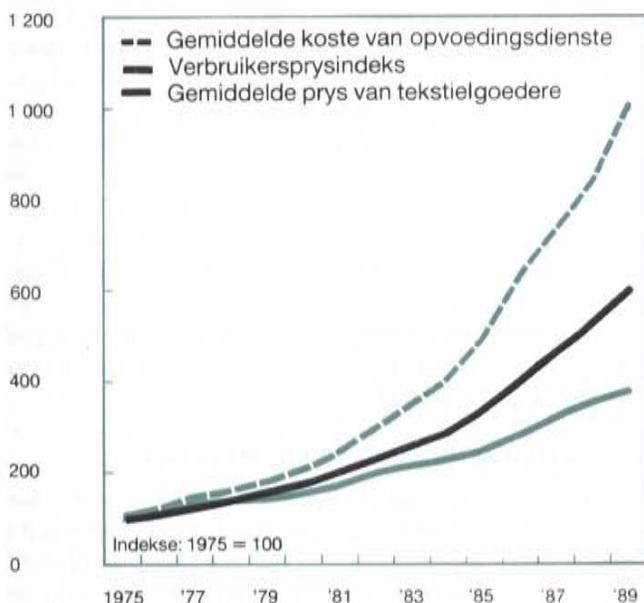
hierdie aantekeninge reeds melding gemaak is; inflasie teen hierdie koers beteken dat die algemene pryspeil ongeveer elke vyf jaar, vyf maande en agt dae verdubbel (wat op sy beurt weer beteken dat die algemene pryspeil gedurende die mens se Bybelse lewensduur van 70 jaar met 'n verbasingwekkende *veelvoud* van nagenoeg 7 476 sou styg).² In 1989 was die gemiddelde vlak van die verbruikerspryse, behalwe dat dit meer as 20 keer so hoog was as aan die einde van die oorlog, ook ongeveer 7,7 maal so hoog as in 1973.

Skommelings met 'n toenemende swaaiwydte is gedurende die tydperk van tweesyferinflasie tot dusver deur die koers van die inflasie van jaar tot jaar aan die dag gelê. As 'n verontrustende verskynsel het elk van die opeenvolgende boonste en onderste draapunte van die inflasiekoers van jaar tot jaar – in 1975, 1981 en 1986 en in 1978, 1984 en 1988 onderskeidelik – egter konsekwent op 'n hoër vlak gelê as wat by die onmiddellik voorafgaande draapunt die geval was.

Soos hierbo ook reeds opgemerk is, beteken inflasie egter nie dat alle prys wat by 'n sekere prysindeks ingesluit is, oor enige besondere periode noodwendig in dieselfde verhouding sal styg nie. Om hierdie stelling toe te lig, toon Grafiek 3 dat die gemiddelde koers van die inflasie in die prys van "tekstielgoedere" (soos dit by die verbruikersprysindeks ingesluit is) heel aansienlik laer was as die inflasie in die koste van "opvoedkundige dienste" oor enige periode (tot op hede) wat in

² Dit styg na vervaervoudiging met 'n faktor van byna 8 493 indien 'n mens vir 71 jaar in plaas van 70 jaar leef.

Grafiek 3: Verskille tussen prysbewegings van komponente van verbruikersprysindeks

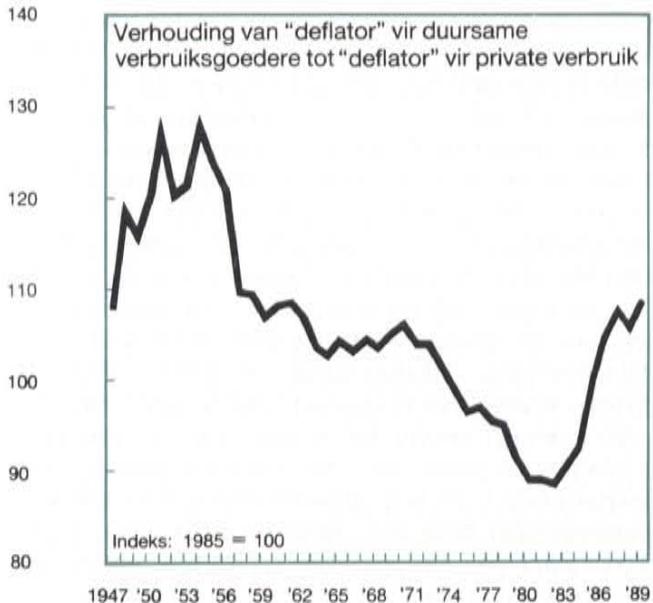


1975 begin. Die persentasiestygging in die koste van opvoedkundige dienste het ook bykans elke jaar vanaf 1976 die stygging in die verbruikersprysindeks met gemaak oorskry, terwyl die koers van stygging in die prys van tekstielgoedere van jaar tot jaar huis in elke jaar vanaf 1978 laer was as dié van die algemene prysindeks. (Dit kan natuurlik opgemerk word dat hierdie uiteenlopendheid in die verloop van die betrokke prys *slegs* kon voorkom op grond van die feit dat tekstielgoedere en opvoedkundige dienste op geen manier beskou kan word as artikels wat in die gemiddelde gesin se huishoudelike bestedingspatroon nabye *plaasvervangers* vir mekaar is nie.)

'n Interessante en belangrike voorbeeld van gedifferentieerde koersse van prysstyggings oor langdurige periodes word verskaf deur die verloop van die prys van duursame verbruiksgoedere in vergelyking met die verloop van die algemene verbruikerspryspeil. Grafiek 4 toon die verhouding van die prys-"*deflator*" vir duursame verbruiksgoedere tot die "*deflator*" vir verbruiksbesteding in die algemeen vanaf 1975.

Oor die jare het belangrike vooruitgang in die tegnologie en die verbeterings in produksiemetodes en -tegnieke wat daar mee gepaard gegaan het, toegelaat dat daar op die gebruik van grondstowwe, arbeid en kapitaal in produksieprosesse besuinig kon word. Die betrokke besparings aan insette was klaarblyklik van groter relatiewe betekenis in die geval van die vervaardiging van duursame verbruiksgoedere as in die geval van die produksie van semi- en nie-duursame goedere en van die lewering van dienste; as gevolg hiervan het dit die koers van stygging in die prys van duursame ver-

Grafiek 4: Relatiewe "duurheid" van duursame verbruiksgoedere



bruiksgoedere teruggehou in vergelyking met die stygingskoers wat die prys van verbruiksgoedere en -dienste in die algemeen aan die dag gelê het.

Hierbenewens het die styging in reële inkomens in die na-oorlogse periode beteken dat die mark vir duursame verbruiksgoedere sowel verbreed as verdiep het, wat die vervaardigers van hierdie soort goedere waarskynlik in staat gestel het om die voordele van kosteverlaging by produksie op groter skaal meer volledig uit te buit. Duursame goedere in Suid-Afrika het egter 'n betreklik hoë invoerinhoud. Dit het betekenis dat die prys van hierdie goedere meer as eweredig deur die verswakking van die wisselkoers van die rand vanaf 1981 beïnvloed is. As gevolg hiervan wil dit voorkom asof die afwaartse neiging in die *relatiewe* duurte van hierdie goedere wat vanaf die middel-vyftigerjare tot die vroeë tagtigerjare opgemerk kon word, sedert omstreeks 1983 omgekeer is.

Gedurende die grootste deel van die tagtigerjare was die tweesyfer-inflasiekoerse in Suid-Afrika aansienlik hoër as die inflasiekoerse in die ekonomiese van Suid-Afrika se vernaamste internasjonale-handelsvennootlande. Inflasieverskille van hierdie aard moet uiteindelik deurwerk na die wisselkoers van die rand teenoor ander geldeenheide: namate die hoeveelheid (internasionaal verhandelbare) goedere en dienste wat vir een rand in Suid-Afrika gekoop kan word, afneem in verhouding tot die hoeveelhede van sodanige goedere en dienste wat vir een dollar in die Verenigde State of vir een Duitse mark in Duitsland gekoop kan word, sal diegene wat na keuse in enige een van hierdie lande kan koop, klaarblyklik bereid wees – en normaalweg ook *verplig* wees – om 'n verhoogde aantal rand te betaal vir een Amerikaanse dollar of vir een Duitse mark.

Omgekeerd sal 'n styging – om watter rede ook al – in die aantal rand wat vir een dollar of vir een Duitse mark betaal moet word, klaarblyklik egter daartoe neig om die prys in rand van goedere wat uit die Verenigde State of Duitsland ingevoer word, te verhoog – en al te dikwels ook die prys in rand van die plaasvervangers of ekwivalente van die betrokke goedere wat in Suid-Afrika vervaardig word. In beginsel kan 'n versnelde styging in die randpryse van ingevoerde goedere of van goedere wat met ingevoerde goedere meeding, natuurlik deur 'n stadiger styging in die prys van Suid-Afrikaans-geproduseerde, nie-verhandelde, goedere en dienste geneutraliseer word, sodat die Suid-Afrikaanse inflasiekoerse (of altans party van daardie koerse) nie beïnvloed hoef te word nie. Die meer normale verskynsel is egter dat 'n versnelde styging in die prys van ingevoerde goedere sal neig om die tempo van die waargenome stygings in die omvattende Suid-Afrikaanse produksie- en verbruikersprysindekse te verhoog, en dus sal neig om 'n "inflasioneer" uitwerking te hê.

In den brede beskou, en oor periodes wat van voldoende lengte is, moet (sê) 'n *verdubbeling* van die

verhouding van 'n omvattende indeks van die randpryse van Suid-Afrikaanse goedere tot die indeks van die dollarpryse van vergelykbare goedere in die VSA, of van die prys in Duitse mark in Duitsland, by benadering ook 'n *verdubbeling* beteken van die rand-"*pryse*" van dollars en Duitse marke – wat betekenis dat dit 'n *halvering* moet meebring van die *wisselwaarde* van die rand wanneer dit in eenhede van hierdie ander geldeenheide uitgedruk word of dat dit 'n *depresiasië* van 50 persent sal behels van die wisselkoers van die rand teenoor hierdie ander geldeenheide.

In die praktyk het die verskille tussen die inflasiekoerse in Suid-Afrika en dié in Suid-Afrika se onderskeie internasjonale-handelsvennootlande natuurlik self – in meer of minder belangrike mate – van handelsvennootland tot handelsvennootland verskil. Dit het bygedra tot verskille in die mate waarin die rand-"*pryse*" van (eenhede van) die onderskeie buitelandse geldeenheide gestyg het en in die dienooreenkomslike mate waarin die wisselwaarde van die rand gedaal het wanneer dit in hierdie verskillende geldeenheide uitgedruk word.

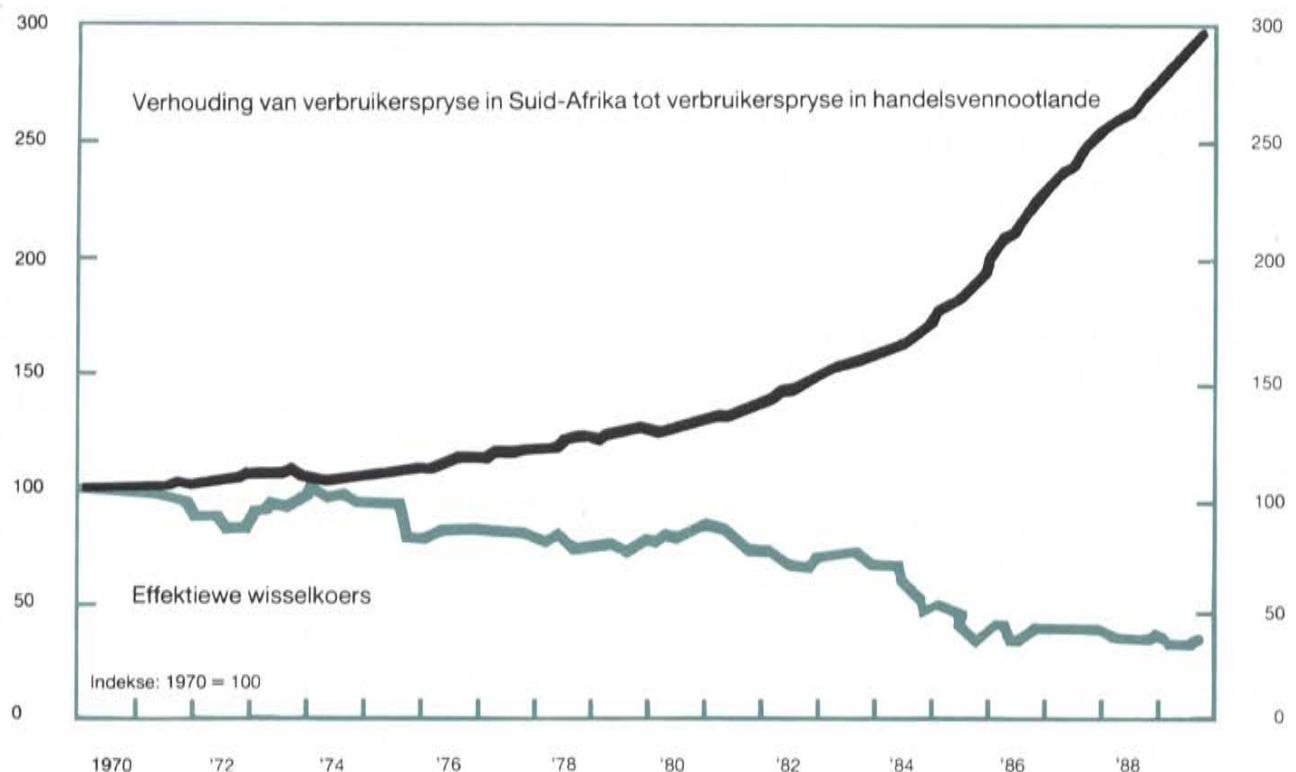
Dit behoort ook opgemerk te word dat die wisselwaarde van die rand, in enige ander geldeenheid of in alle ander geldeenheid uitgedruk, altans oor korter periodes kragtig beïnvloed kan word deur faktore wat weinig te doen het met die vergelykende *koopkrag* van die rand en van hierdie ander geldeenheide in hul onderskeie lande van oorsprong. Hierbenewens sluit die *verbruikersprysindeks* in Suid-Afrika sowel as in ander lande 'n hele aantal poste in (goedere sowel as dienste) wat normaalweg nie internasionaal verhandel word of selfs internasionaal verhandel kan word nie.

Grafiek 5 toon nietemin hoe die styging in die verhouding van die indeks van die randpryse van verbruiksgoedere en -dienste in Suid-Afrika tot die (geweegde) gemiddelde indeks van die verbruikerspryse (in dollars, Duitse mark, jen ens.) in handelsvennootlande veral sedert 1983 taamlik nou geëwenaar is deur 'n min of meer eweredige verswakking van die gemiddelde effektiewe wisselkoers van die rand (dit wil sê deur 'n min of meer eweredige daling in die effektiewe *wisselwaarde* van die rand): die nagenoeg drievoudige styging in die verhouding van die Suid-Afrikaanse verbruikersprysindeks tot die geweegde gemiddelde indeks van die verbruikerspryse in handelsvennootlande van 1970 tot 1989 het gepaard gegaan met 'n daling in die gemiddelde effektiewe wisselwaarde van die rand tot op 'n peil wat uiteindelik slegs ongeveer een-derde so hoog was as in 1970.

Waarom inflasie bekamp behoort te word

Min ekonome sal betwissel dat dit, deur die ekonomiese deur middel van monetêre en/of fiskale beleidsmaatreëls te stimuleer, moontlik is om die werkloosheid te verminder, 'n hoër mate van kapasiteitsbenutting te bewerkstellig, die reële bruto binnelandse produk te laat styg, en derhalwe ook om minstens 'n ruk lank 'n

Grafiek 5: Relatiewe inflasie en die wisselkoers



hoër gemete reële ekonomiese groeikoers te voorskyn te roep – selfs indien dan voorsien behoort te word dat die owerhede se stimulerende beleidsmaatreëls uiteindelik ook 'n verhoogde inflasiekoers sal meebring. Uit hierdie algemeen aanvaarde sienswyse is gevolgtrekkings gemaak ten effekte dat 'n mate van inflasie geduld behoort te word as dit die bedoeling is om 'n bevredigende reële ekonomiese groeikoers te bewerkstellig; dat 'n mate van inflasie as bewys dien dat die hulpbronne van die ekonomie ten volle benut en die ekonomiese groepotensiaal ten volle uitgebuit word; en selfs dat inflasie as sodanig beskou behoort te word as heilsaam of bevorderlik vir ekonomiese groei.

Terselfdertyd het waarnemings van historiese omgekeerde verwantskappe tussen inflasie en werkloosheid (waarvolgens hoér inflasiekoerse gepaard gegaan het met laer koerse van die werkloosheid en andersom, soos wat deur die sogenaamde Phillipskromme uitgebeeld is) vir geruime tyd die indruk geskep dat werkloosheid en inflasie op 'n kwasi-permanente basis teen mekaar "afgeruil" kon word: gemeenskappe kon skynbaar kies of hulle, aan die een kant, teen die prys van ietwat hoér inflasie, laer werkloosheid en verhoogde ekonomiese bedrywigheid, produksie, besparing en investering (en dus ook versnelde ekonomiese groei) tot stand wou bring, of, aan die ander kant, sou berus in meer gematigde peile van die bedrywigheid

en die ekonomiese groei terwyl hulle die voordele sou geniet (wat daardie voordele dan ook al nog sou kon wees) van betreklike stabiliteit van die algemene pryspeil.

Aanvanklik altans is daar nie juis stilgestaan by die vraag of 'n gegewe werkloosheidskoers ook by die inflasiekoers wat daarmee ooreengestem het, gehandhaaf kon word nie. Die empiriese Phillipskromme self, wat maar net in die vorm van 'n grafiese uitgebeelde tabel "verslag gedoen het" oor die kombinasies van die inflasiekoerse en die werkloosheidskoerse wat histories aangeteken is, het geen insig gegee in die aanpassingsprosesse wat tot hierdie kombinasies geleid het nie.

Hierbenewens het die oorspronklike Phillipskrommes geen gronde verskaf om te twyfel aan die stabiliteit van die vorms en posisies van hierdie krommes nie. Die krommes het ook geen rede gegee nie om te vermoed dat enige besondere kombinasie van 'n inflasiekoers en 'n werkloosheidskoers moontlik beskou sou moes word as *uniek* en as *slegs* van toepassing op die besondere tydstip waarop hierdie kombinasie wel voorgekom het, wat sou betekenis dat so 'n kombinasie moontlik nog gereproduseer nog "vir onbepaalde tyd" gehandhaaf kon word. Soos dit toentertyd gelyk het, sou 'n hoë indiensnemingspeil "vir altyd" teen die prys van slegs geringe inflasie behou kon word; terwyl die herinnering aan die Groot Depressie nog voortgeleef

het, het dit na 'n baie billike prys gelyk om vir 'n hoë indiensnemingspeil te betaal.

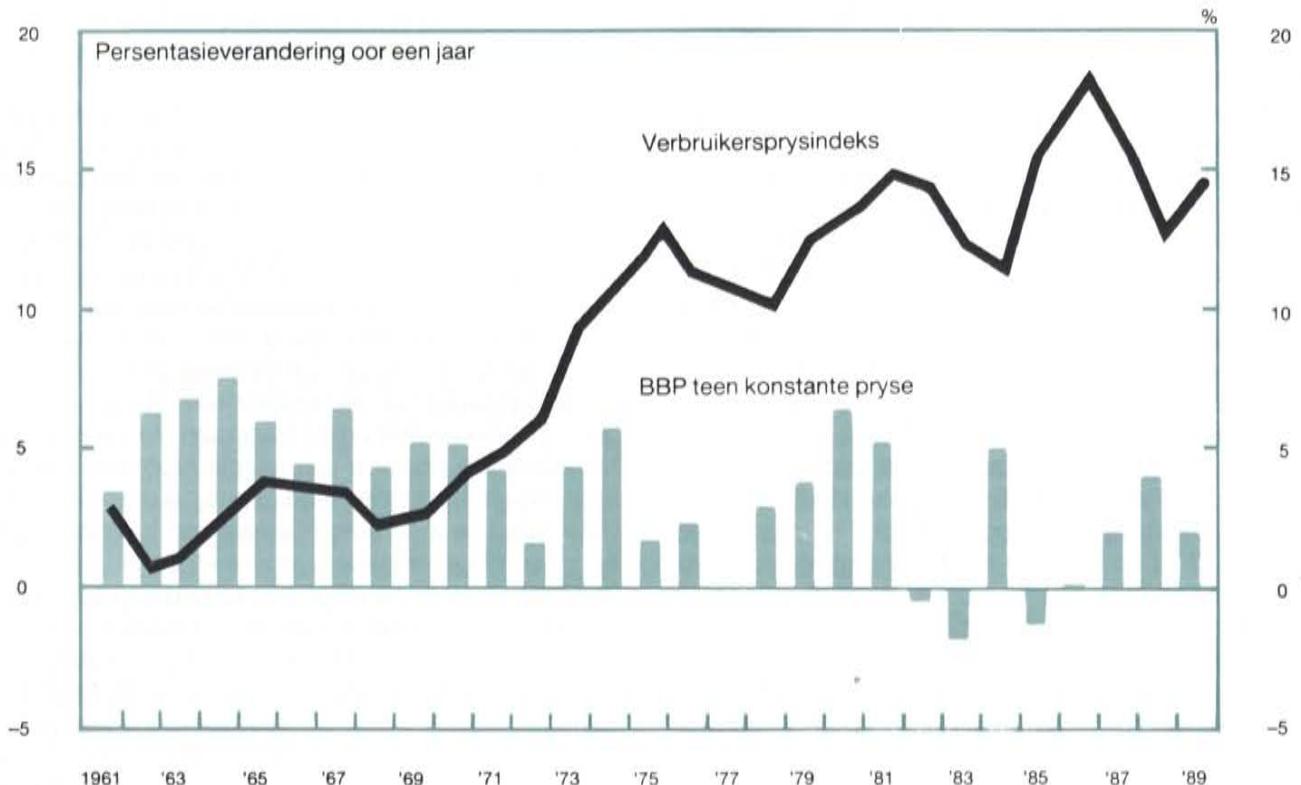
Jonger sienswyses het nie daarin geslaag om hierdie vroeë en ietwat naïeve optimisme in stand te hou nie. Volgens een huidige beskouingswyse (aanvanklik 'n meer monetaristiese beskouingswyse) van hierdie sake sal langdurige inflasie teen 'n min of meer bestendige koers uiteindelik ten volle verwag en geantisipeer word. Namate die inflasie ten volle in die verwagtings ingebou word, sal aanpassings in die gedrag van besluitnemers die werkloosheid terugdwing na die sogenoemde "natuurlike" peil daarvan – soos dit deur sekere grondliggende eienskappe van die arbeidsmag en deur ter sake dienende kenmerke (in wese strukturele kenmerke) van die arbeidsmark en die algemene ekonomie bepaal word. Die totale reële produksie, besparing, investering en die reële ekonomiese groeikoers sal dan, tesame met die werkloosheid, selfs in die gunstigste geval terugkeer na die vlakke daarvan wat in die voor-inflasionele tydperk geheers het. Die samelewing sal dan nog steeds gepla wees met die inflasie, maar die werkloosheidstoestand sal nie beter wees as wat voorheen die geval was nie.

'n *Blywend* (of minstens langdurig) hoë peil van die reële ekonomiese bedrywigheid en ekonomiese groei sou volgens hierdie sienwyses slegs teen die prys van *aanhouwend versnelende inflasie* verwesenlik kon

word. Steeds versnellende inflasie sal egter – volgens hierdie en elke ander teoretiese beskouingswyse – uit-eindelik daartoe lei dat die gebruik van geld vir die maak van betalings prysgegee word en dat die monetêre stelsel in die algemeen ineenstort; dit sal onvermydelik met 'n ernstige verlies aan reële produksie en aan ekonomiese welsyn gepaard gaan. Blywend hoë inflasie teen 'n koers wat moontlik kan verander maar *nie* konsekwent *versnel* nie, sal daarenteen nie slegs van geen hulp wees om die reële groeikoers van die ekonomie te verhoog nie. Veel meer waarskynlik is dat dit ook 'n beduidend nadelige invloed op die doelmatigheid van die toedeling van hulpbronne en van die ekonomie se produksieprosesse sal uitoefen. Selfs indien die koers van toename in die reële produksie op lang termyn nie veel van dié in die voor-inflasionele tydperk sou verskil nie, sou hierdie inboeting van doelmatigheid meebring dat die *vlak* van die reële produksie beduidend en blywend laer sou wees as wat dit kon gewees het. Die vlak van die reële produksie sou ook 'n ruk lank laer kon wees as voordat daar met die inflasieproefneming begin is.

Grafiek 6 toon dat die betreklik lae inflasiekoerse in Suid-Afrika oor die grootste deel van die jare vyftig en sestig met vergelykenderwys hoë groeikoerse van die reële ekonomie gepaard gegaan het. Dit toon ook dat die hoë en deurgaans stygende tweesyfer-inflasie-

Grafiek 6: Inflasie en ekonomiese groei



koerse van 1974 en daarna deur 'n afwaartse langtermynneiging in die koerse van die reële ekonomiese groei van jaar tot jaar vergesel is. Soortgelyke bevindings, maar op 'n deursneebasis, is ook met betrekking tot 'n groot aantal lande met hoë en lae inflasie gedurende die periode 1980-1986 (of ander uitgesoekte tydperke) deur Gylfason (en ander navorsers) bekend gemaak.³ Gylfason se statistiese toets "dui daarop" dat die produksie-aanwas in die ekonomieë met hoë inflasie gemiddeld beduidend laer was as in die ekonomieë met lae inflasie *en* dat die lae koerse van die ekonomiese groei wat gemiddeld in die ekonomieë met hoë inflasie behaal is, byna seker "nie toevallig" was nie.

Daar behoort natuurlik opgemerk te word dat daar geen "bewys" bestaan dat Suid-Afrika se reële ekonomiese groeikoers gedaal het omdat Suid-Afrika se inflasiekoers gestyg het, of dat lande met lae groei en hoë inflasie lande met lae groei is *op grond van die feit dat hulle lande met hoë inflasie is nie*. Soos ook deur Gylfason opgemerk word, kan die inflasie hoog wees omdat die reële groei laag is; daar kan aan verskeie meganismes gedink word wat aan 'n ekonomie wat (onlangs) lae groei (begin) toon het, 'n inflasionêre sydigheid kan gee. 'n Ander moontlikheid is dat sowel die lae groei as die hoë inflasie gesamentlike en gelyktydige gevolge van 'n derde faktor of stel faktore is. Hierbenewens kan in Suid-Afrika se geval die moontlikheid nie uitgesluit word nie dat die verlangsaming van die ekonomiese groei en die versnelling van die inflasie sedert die middel-sewentigerjare in werklikheid afsonderlike resultate was van twee onafhanklike faktore of stelle faktore wat, deur 'n blote sameloop van omstandighede, die ekonomie toevallig op dieselfde tyd getref het.

Die ondervinding in Suid-Afrika sowel as internasionaal doen nietemin die standpunt aan die hand dat langdurige inflasie teen meer as 'n sekere (lae) maksimum koers byna seker "nie goed is" vir groei nie en hoogs waarskynlik "sleg is" vir groei. In die Suid-Afrikaanse geval sou dit beteken dat die tweesyfer-inflasiekoerse wat sedert die middel-sewentigerjare ervaar is, bygedra het tot die verswakkings van die groeprestasie wat die ekonomie, in vergelyking met die aannerklik meer indrukwekkende groeprestasies van die jare vyftig en sestig, gedurende daardie periode aan die dag gelê het. Verskeie redes kan aangevoer word waarom inflasie die vlak van die reële produksie in die ekonomie ongunstig beïnvloed en die reële groeikoers van die ekonomie verlaag:

- Langdurige hoë inflasie kan die vertroue van die sakegemeenskap en van verbruikers verswak deurdat dit twyfel kan saai omtrent die owerhede se bekwaamheid om die ekonomie reg te bestuur, of om-

trent hul vasbeslotenheid om gesonde monetêre en finansiële toestande te handhaaf. As tweesyferinflasie eenmaal geduld word, kan vrees en verwagtings ontstaan oor inflasie wat "op homself teer", of oor 'n moontlike gebrek aan weerstand by die owerhede teen aanhoudend verder versnelende inflasie. Tenoor die moontlikheid van steeds verder versnelende inflasie moet ook die moontlikheid in gedagte gehou word dat die owerhede deur skerp en skielike regstellende optrede kan probeer om die inflasie onder beheer te kry.

- Opwaartse prysversienings wat 'n deel van die inflasieproses uitmaak, kan ten onregte beskou word as veranderings in *relatiewe* prys as gevolg van verskuiwings in vraag en aanbod, wat normaalweg 'n teken sou wees van 'n behoefté aan 'n hertoedeling van produktiewe hulpbronne tussen verskillende produksiebedrywighede. Inflasie verminder derhalwe die toedelingsvermoë van die markprysvormingsmeganisme, wat beteken dat die prysvormingsmeganisme minder doelmatig en minder doeltreffend word om te verseker dat alle beskikbare produksiemiddelle op die bes moontlike wyse aangewend word. Daarteenoor kan die *indeksering* van prys – dit wil sê die automatiese of kwasi-automatiese aanpassing van prys (waarby die lone ook ingesluit is) ooreenkomsdig en eweredig met veranderings in 'n meer omvattende prysindeks – weer veranderings in relatiewe prysveranderings in werklikheid dringend noodsaklik is.
- Reële hulpbronne word geabsorbeer deur die aanhoudende herberekening en hersiening van prys, die versameling van inligting oor onlangse prysveranderings, die bepaling van die betekenis van hierdie prysveranderings, en die behoefté om onpopulêre prysverhogings in die openbaar te verdedig.
- Inflasie ontmoedig die gebruik van nie-rentedraende vorms van geld. Meer in die algemeen moedig dit 'n "besuiniging" aan op die besit van "reële" geldsaldo's (dit wil sê op die besit van geldsaldo's gemeet volgens die koopkrag daarvan), wat as 'n kapitaalgoed vir sakeondernemings en as 'n duursame gebruiksartikel vir verbruikers dien. Dit beteken 'n verlies van doelmatigheid onder sakeondernemings en van die "gerief, likwiditeit en veiligheid" wat reële geldsaldo's aan die besitters daarvan verleen.

'n Paar van hierdie invloede (in die besonder die laastgenoemde "reële-saldo"-effek, wat in die ekonomiese literatuur betekenisvolle aandag geniet het) sou nog voortduur selfs indien langdurige inflasie teen 'n bestendige koers ten volle in die verwagtings opgeneem is en ten volle geantisipeer word. In die praktyk het inflasies wat nie ten volle geantisipeer word nie en tot op sekere hoogte onvoorspelbaar is, egter nog verskeie ander uitwerkings wat grotendeels verklaar waarom die algemene publiek deur inflasie gegriefd voel en

³ Gylfason, T.: "Inflation and Economic Decline: A Coincidence?", Skandinaviska Enskilda Banken Quarterly Review, 2/1989, pp. 35-40.

waarom die reële ekonomiese bedrywigheid, groei en voorspoed ongunstig deur inflasie beïnvloed word:

- Inflasionêre prysverhogings, wat aangebring word om redes waarvan "die gewone man" moontlik wel verneem het maar waarvan nie veronderstel kan word dat hy dit ten volle verstaan nie, skep 'n gevoel van uitbuiting. Terselfdertyd skep sodanige prysstygtings ook geleenthede vir *ongeregverdigde* prysverhogings wat inderdaad *wel* op misbruik en uitbuiting neerkom. In die daaruit voortvloeiende milieu van agterdog en vyandigheid kan die owerhede dit noodsaaklik vind om administratiewe reëlings aan te gaan of nuwe burokratiese liggame in die lewe te roep om aan die verbruker verhoogde "beskerming" te verleen. (Meer in die algemeen kan 'n periode van inflasionêre prysstygtings die owerhede natuurlik daartoe verlei om 'n min of meer omvattende stelsel van prysbeheer in te stel, waardoor oordele betreffende die pryse wat artikels in die mark behoort te behaal in die hande van staatsamptenare geplaas word eerder as dat die ter sake dienende prysvasstellingsbesluite aan die markprysvormingsmeganisme oorgelaat word.)
- Belangriker is dat inflasie waarskynlik sal lei tot 'n arbitrière en onbillike herverdeling van inkome en rykdom. So 'n herverdeling sal tipies grotendeels plaasvind ten koste van persone of groepe persone (soos pensionarisse, werkloses, en mense met slegs beperkte finansiële vermoëns en gesofistikeerdheid) wat nie in staat is, of wat nie langer in staat is, om "van nuuts af aan te kontrakteer" met betrekking tot die voorwaardes waarop hulle hul (arbeids)dienste te koop aanbied of met betrekking tot die opbrengste wat hulle verdien op hul reële of finansiële batebesit nie, en wat dikwels ook slegs weinig of geen toegang het tot inflasiebestande vorms van vermoënsbesit nie. Gegewe dat die meeste inkomens ná belasting nie geïndekseer of inflasiebestand gemaak is nie en dat die meeste inkomstbelastingstelsels progressiwiteit bevat, val regerings – deur die welbekende prosesse van "blokkruiping" of "belasting deur inflasie" – behalwe in vergelykenderwys baie ernstige inflasies gewoonlik ook onder die partye wat voordeel trek uit die herverdeling van inkome en rykdom wat deur inflasies teweeggebring word. Dit beteken weer dat die aandeel van die owerheidsbesteding in die totale reële bruto binnelandse besteding gedurende inflasieperiodes waarskynlik sal toeneem. Daar bestaan egter 'n vermoede dat owerheidsbesteding wat sekere betreklik lae maksimum perke oorskry, vanuit die oogpunt van die bevordering van reële ekonomiese groei en ontwikkeling sub-optimaal sal wees.
- Inflasie gaan dikwels gepaard, hetby as oorsaak of as gevolg, met sub-optimaal lae (en heel moontlik negatiewe) reële rentekoerse. Wanneer die invloed van belasting op bedryfskoste en op geldelike verdienstes (en van blokkruiping op belasting) ook nog in ag geneem word, kan dit beteken dat die effektiewe reële rentekoste van geleende fondse ná belasting gedurende inflasietydperke baie laag is vir die leners van hierdie fondse, terwyl die effektiewe reële rente-opbrengs op finansiële bates ná belasting gedurende sulke periodes weer vir spaarders baie laag kan wees. Dit is goed moontlik dat die verskeie ongewenste resultate van hierdie skeeftrekkings 'n daling in die totale reële binneilandse besparing kan insluit; 'n wantodeling van 'n deel van die reële investeringsbesteding aan oormatig en sub-optimaal kapitaalintensiewe produksiefasiliteite en -prosesse sal egter byna seker 'n deel van hierdie resultate uitmaak. Die vraag na arbeid en die gemiddelde peil van die reële loon of reële arbeidsvergoeding sal dan laer wees as wat dit sou, kon en moes gewees het; dit sal op sy beurt weer in groter werkloosheid en verhoogde gedeeltelike of verbloemde werkloosheid tot uiting kom. Terselfdertyd kan oormatig lae reële rentekoerse lei tot oormatig hoë verhoudings van skuld tot eie middele en verwante ongesonde finansieringspraktyke onder sakeondernemings. Sulke praktyke kan die betrokke ondernemings meer kwesbaar maak wanneer die monetêr-finansiële omstandighede 'n ongunstige wending neem.
- Onvolledig voorsienbare inflasie bemoeilik loon- en verwante onderhandelings en kan meer veelvuldige heronderhandelings van lone en ander elemente van die arbeidsvergoeding noodsaaklik maak. Dit verhoog weer die kans op botsings tussen die werkerskorps en die bestuur van ondernemings, stakings, buitesluitings en arbeidsonrus.
- Inflasie skep aansporings om te soek na inflasiebestande bates of inflasie-"*verskansings*" en na metodes vir die vermyding of ontduiking van belastings waarvan die druk – gedeeltelik vanweë blokkruiping – as oormatig en onredelik hoog aangevoel word. Om verskeie redes is dit waarskynlik dat beleggers in die private sektor wat nie ondernemers is nie, tasbare verskansingsbates sal uitsoek (soos byvoorbeeld strandhuse, "tweede wonings" en ander vorms van vaste eiendom wat nie veel bestuursvernuf vereis nie) waarvan die konstruksie beslag lê op die reële besparings van die ekonomie maar wat, as deel van die ekonomie se reële vastekapitaalvoorraad, vanuit die oogpunt van meer langdurige werkskepping en vir ekonomiese groei waarskynlik ernstig sub-optimaal is.⁴ Inflasie en

⁴ Die neiging om gedurende inflasionêre periodes te belê in vaste eiendom wat met skuld gefinansier word, sal egter tot op sekere hoogte teengewerp word deur die "aanvangsbeswaring" ("front-end-loading") wat gedurende sulke periodes aanwesig is in die gelyke maandelikse paaiemente wat gedurende die looptyd van die verbandlengte op die lening betaal moet word. Aanvangsbeswaring het hier betrekking op die vergelykenderwys groot reële las van die vaste maandelikse paaiemente in die eerste paar jaar van die verbandlengte; ingesluit by hierdie paaiemente is 'n onbedoelde groot bestanddeel van *de facto aflossing* van die hoofskuld (reëel gesproke), wat bykomend is tot die rente-element. Terselfdertyd kan die hoë *nominale* rentekoerse in inflasionêre periodes vir groepe debiteure soos huiseienaars ook kontantvloeiprobleme meebring.

depresiasi van die geldeenheid kan ook kapitaaluitvloeiings uit die land aanmoedig wat na die mening van die owerhede die instelling of verskerping van deviesebeheermaatreëls noodsaklik maak. Op meer regstreekse wyse kan 'n deel van die arbeidsmag en ander hulpbronne wat nie onbeduidend klein is nie, in beslag geneem raak deur die soek na en die uitbuiting van maniere waarop die pynlike gevolge van inflasie vermy kan word (soos byvoorbeeld blyk uit die vinnige opkoms van sakeondernemings wat spesialiseer in die verskaffing van belasting- en beleggingsadvies). Dit kan ook meebring dat die finansiële stelsel oormatig en buite verhouding "gesofistikeerd" raak met betrekking tot die verskeidenheid fasilitete, dienste en beleggingsinstrumente wat dit bereid en in staat is om te voorsien.

- Deurdat die inflasie tot hoë *nominale* rentekoerse lei, skep dit ook omstandighede waarin die monetêre beleid geredelik baie wisselvallig kan raak. 'n Nominale Bankkoers van 22 persent – in reaksie op 'n (verwagte) inflasiekoers wat, sê, 18 persent beloop – kan klaarblyklik *in beginsel* met enige aantal persentasiepunte tot by die volle 22 persentasiepunte daarvan verlaag word; teoreties laat dit dus 'n *reële* Bankkoers toe wat in die volle mate van die inflasiekoers (dit wil sê, in die geval van die gebruikte voorbeeld, met tot 18 persent) negatief kan word. Die baie groot strekwydte van die *potensiële* verlagings van die Bankkoers in 'n inflasionêre milieu kan met hoë onstabilitet van die *werklike* reële Bankkoers gepaard gaan in omstandighede wat skynbaar vereis dat die monetêre owerhede enersyds deurtastend optree en andersyds veelvuldige koersveranderings aanbring in hul beleid. Die wye swaai in die peil van die reële (korttermyn)rentekoerse kan dan egter nog weer 'n verdere bron van onsekerheid vir die sakewêrelde word waardeur ondernemerskap en inisiatief ontmoedig word.

Inflasie as 'n "monetêre" verskynsel

Die feit dat inflasie "altyd en orals 'n monetêre verskynsel" is, kan toegelig word aan die hand van die welbekende handelsverkeersvergelyking (die "Equation of Exchange"), wat (in die huidige verband) stel dat –

$$MV = Py.$$

In hierdie vergelyking is y die reële bruto binnelandse produk gedurende enige gegewe tydsperiode. P is die gemiddelde pryspeil, in geld uitgedruk, van die goedere en dienste wat gedurende die betrokke periode by die reële bruto binnelandse produk ingesluit is. Py is dus die bruto binnelandse produk teen heersende prys. M is die (gemiddelde) geldhoeveelheid, volgens enige een van die verskillende definisies daarvan, gedurende die betrokke periode. V is die "omloopsnelheid" van die geldvoorraad, wat in die huidige verband opgevat kan word as die gemiddelde aantal kere wat elke eenheid geld in die geldvoorraad gebruik moes word (dit wil sê, "van hand tot hand moes gaan") om te help

"betaal" vir die bruto binnelandse produk terwyl dit óf geskep óf aangekoop is (deur huishoudings, sakeondernemings, die owerheid ens.).

Die handelsverkeersvergelyking is *nie* 'n teorie nie en is ook nie van enige teorie afgelei nie. In plaas daarvan is dit 'n identiteit of toutologie waarvan die tydelose en onweerlegbare geldigheid berus op die definisie van "omloopsnelheid".⁵ Dit kom neer op 'n stelling dat die bedrag geld wat gedurende enige besondere periode vir die bruto binnelandse produk "betaal" is (MV), gelyk is aan die geldwaarde van die bruto binnelandse produk teen heersende prys (Py) gedurende daardie periode.⁶

Uit $MV = Py$ volg dit dat $P = \frac{MV}{y}$. Wanneer dit op hierdie manier gestel word, vestig die handelsverkeersvergelyking die aandag daarop dat solank y konstant is, 'n styging in die pryspeil P (wat deel van 'n inflasie kan wees) *slegs* kan voorkom "in samehang met" (1) 'n toename in die geldvoorraad M , of (2) 'n styging in die omloopsnelheid van die geld V , of (3) 'n kombinasie van (1) en (2).

⁵ Let op dat V bereken word as die verhouding tussen die bruto binnelandse produk teen heersende prys in enige gegewe periode en die gemiddelde geldhoeveelheid gedurende daardie periode, dit wil sê dat $V = Py/M$. Die handelsverkeersvergelyking stel derhalwe dat $M(Py/M) = Py$, wat nouliks bewis kan word.

⁶ Ofskoon die handelsverkeersvergelyking as sodanig geen teorie behels nie, het dit histories diens gedoen as die wegspringplek vir die sogenaamde Kwantiteitsteorie van Geld, wat as die geldhoeveelheidsteorie van die algemene pryspeil verstaan moet word. Hierdie teorie het ten doel gehad om verandering in die algemene pryspeil te verklaar aan die hand van verandering in die geldhoeveelheid. In sy mees elementêre vorm het dit gepostuleer dat relatiewe verandering (persentasieveranderings) in die geldvoorraad M en die pryspeil P streng eweredig aan mekaar verbonde was: 'n toename van x persent in die geldvoorraad sou 'n styging van x persent in die algemene pryspeil veroorsaak en dus deur so 'n pryspeilstyging gevolg word of daarvan gepaard gaan. Hierdie resultaat kon verkry word deur aan te neem dat sowel y as V vir ter sake dienende periodes konstant is en dus ook onafhanklik is van M . (Van die reële bruto binnelandse produk y is aangeneem dat dit vas en konstant sou wees op die volle-indiensnemingspeil van die ekonomiese bedrywigheid; van die omloopsnelheid V is aangeneem dat dit slegs baie stadig oor langdurige periodes verander het, in reaksie op stadige veranderings in betalingsgewoontes, betalingsmechanismes en betalingsfasilitete.)

Meer in die algemeen vereis 'n geldhoeveelheidsteorie van die pryspeil (waarvolgens verandering in die pryspeil aan die hand van verandering in die geldvoorraad, en aan die hand van verandering in die geldvoorraad alleen, voorspel kan word) dat daar aan twee voorwaarde voldoen word. In die eerste plek moet verandering in die geldvoorraad "eksogeen" wees en nie self afhang van verandering in V , P of y nie. Eksogeniteit van die geldvoorraad beteken dat die oorsaklikheid, as daar wel daarvan sprake is, van die linkerkant na die regterkant van die handelsverkeersvergelyking sal loop. In die tweede plek moet V en y konstant wees gedurende die periode waarop die ontleding betrekking het; indien nie konstant nie, moet V en y slegs reageer op veranderings in die geldvoorraad, en dan wel op 'n wyse wat self voorspelbaar is.

V hang klaarblyklik af van die hoeveelheid geld wat mense in verhouding tot die geldwaarde van die bruto binnelandse produk in besit wil hou. Onder taamlik tipiese "monetaristiese" aannames sou die vraag na *nominale* geldsaldo's streng eweredig met die algemene pryspeil verander. Aangesien "reële" geldsaldo's as 'n weelde-artikel beskou is, sou die vraag na "reële" geldsaldo's per kop van die bevolking 'n toenemende funksie wees van die reële "permanente" inkomse per →

Dit verdien om opgemerk te word dat, ander dinge gelyk synde, 'n styging van x persent in die omlooppnelheid V net soveel krag het om die prysvlak P te laat styg as 'n styging van x persent in die geldhoeveelheid M self. Dit kan ook lonend wees om nogmaals daarop te wys dat – wat ook al die rigting van oorsaaklikheid tussen MV en Py – solank sowel V as y konstant is, die pryspeil P noodwendig regstreeks eweredig met 'n toename in die geldvoorraad M moet styg, en omgekeerd. 'n Bestendige styging van 15 persent per jaar in die geldvoorraad moet dan – in elke onplesierige inflasiejaar ná elke vorige onplesierige inflasiejaar – onvermydelik en onafwendbaar met 'n styging van 15 persent in die algemene pryspeil gepaard gaan. Ten slotte kan daarop gewys word dat, by afwesigheid van 'n toename in die geldvoorraad (en onder die aanname dat die reële bruto binnelandse produk y altans nie besig is om te daal nie), 'n styging in die algemene pryspeil *slegs* moontlik is in die mate waarin die omlooppnelheid sal styg of verhoog kan word.

In werklikheid het nog die reële bruto binnelandse produk y nog die omlooppnelheid van die geldvoorraad V oor die jare natuurlik ook maar enigsins konstant gebly. As gevolg daarvan het P nie eenvoudig eweredig met M of selfs met MV gestyg nie; in plaas daarvan het dit opgegaan *ooreenkomsdig die verhouding van MV tot y* .

Wat die omlooppnelheid betref, was dit oor die kort termyn, die middeltermyn of die lang termyn baie beslis *nie* stabiel nie. Belangrike kragte was byna steeds en oor die kort en middel- sowel as oor die lang termyn

capita; die "permanente" inkome p.c. sou deur 'n (geweegde) gemiddelde van vorige vlakke van die *gemete* reële inkome p.c. benader en verteenwoordig kon word.

Probleme sou egter nog oorbly by die voorspelling van die manier waarop 'n verandering in MV , uit hoofde van 'n (op gepaste wyse eksogene) verandering in M , homself "sou verdeel tussen" veranderings in die reële bruto binnelandse produk y (met sy moontlike terugkoppelingseffekte op die permanente inkome of rykdom, en derhalwe op die omlooppnelheid) aan die een kant, teenoor veranderings in die pryspeil P aan die ander kant. Dit sou weer op taamlik voor die hand liggende wyse afhang van die elastisiteit van die reële produksie met betrekking tot veranderings in die reële *ex ante* effektiwef vraag (dit wil sê met betrekking tot die beplande of begeerde toename in MV volgens die reële waarde daarvan). Hierdie elastisiteit sou op sy beurt weer in baie groot mate 'n kwessie wees van die heersende mate van werkloosheid en van ledige hulpbronne in die algemeen: hoe hoër die heersende werkloosheidskoers, hoe meer sou die toename in die reële waarde van MV bykomende reële produksie te voorskyn roep eerdere as om deur inflasie (of deur 'n versneling van die inflasie) gevolg te word.

Die hiervoor vereiste inligting kon egter, in beginsel, aan historiese gegewens van die soort wat deur die Phillipskromme voorsien is, ontleen word. Die Phillipskromme-gegewens kon – weer eens altans in beginsel – toon hoe gegewe toenames in die geldvoorraad uit die veronderstelde eksogene bronne daarvan, en die daar mee gepaardgaande toenames in die *ex ante* effektiwef vraag, histories in enige besondere beginsituasie met betrekking tot die benutting van hulpbronne, in afnames in die werkloosheid (en in die daar mee gepaardgaande toenames in die fisiese produksie en in die reële inkome) aan die een kant, teenoor versnellings van die inflasiekous aan die ander kant, weer-spieël is. Op grond hiervan is 'n ruk lank geglo dat "die" Phillipskromme die ontbrekende skakel voorsien het wat nodig was om te voorspel watter veranderings in die pryspeil uit veranderings in die geldvoorraad sou voortvloeи.

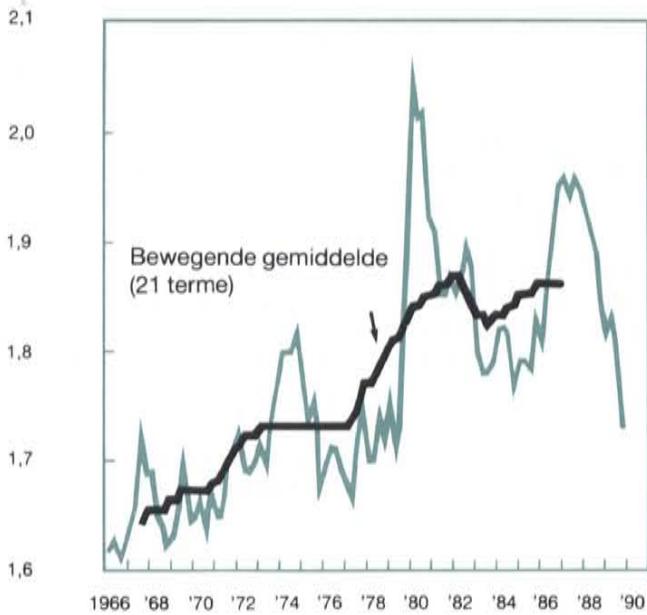
aan die werk wat invloede uitgeoefen het op mense se besluite met betrekking tot die bedrag geld wat hulle in verhouding tot die nominale of geldelike bedrae van hul inkomens en bestedings in besit wou hou.

Ingesluit by sodanige kragte was byvoorbeeld 'n verskeidenheid "toevallige" faktore met invloed op die ultra-kort termyn, soos die suwer tydelike en toevallige besit van geldsaldo's wat met nuwe aandele-uitgiftes op die effektebeurs in verband gestaan het; die aangroeiing en wegkwyning van "balansstaatverfriaaiing" ("window dressing") deur private maatskappye oor maandeindes, wat gedeeltelik 'n seisoensverskynsel is; die konjunktuurkragte van stygende en dalende rentekoerse en die vernouing of verruiming van die marges tussen banke se uitleen- en depositokoerse – wat "herintermediasie" of "disintermediasie" uitlok; veranderings in rentekoersverwagtings; onsekerheid oor die rentekoerse as 'n bron van "egte likwiditeitsvoorkleur"; veranderings in die wette, reëls en regulasies met betrekking tot depositonemende instellings, wat 'n invloed het op hierdie instellings se bereidwilligheid en/of vermoë om rente te betaal op deposito's, sekere soorte deposito's of plaasvervangers vir deposito's (soos terugkoopooreenkomste); kredietplafonne en statutêre depositokoersbeheer, weer eens as 'n bron van disintermediasie; die lang uitgerekte invloed van langdurig negatiewe reële opbrengskoerse ná belasting op deposito- of deposito-agtige beleggings; veranderings in die betalings- en kredietfasilitete wat deur die banke aangebied word (soos kredietkaarte), in die betalingsgewoontes van die publiek, en in die mate van monetisering van, of die gebruik van geld in, die ekonomie in die algemeen; en stygings en dalings in die vlak van die reële inkome per persoon as 'n moontlike bron van verskuiwings in die vraag na reële geldsaldo's *per capita*.

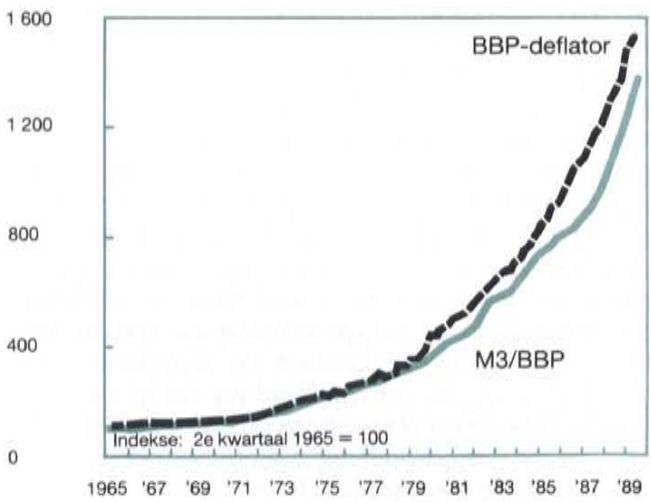
Grafiek 7 toon die skommelings in die omlooppnelheid van $M3$ oor die jare sedert 1965. Dit toon ook die ligte opwaartse neiging in $M3$ se omlooppnelheid op lang termyn (wat al dan nie in die tagtigerjare deur 'n meer sywaartse verloop gevolg is). In die derde plek wys dit ook die baie beperkte mate – wat ongeveer 7 persent beloop – waarin die omlooppnelheid van $M3$ per saldo oor 'n tydperk van 25 jaar toegeneem het.

Dit is dus belangrik om daarop te let dat hoe betekenisvol die persentasieveranderings in die omlooppnelheid oor korter en selfs oor heelwat langer periodes ook al mag gewees het, *hierdie veranderings in vergelyking met die baie groot persentasieveranderings wat oor die langer periodes in die geldvoorraad self plaasgevind het, van relatief heel ondergeskikte belangrikheid was*. Dit beteken dat, ofskoon veranderings in sowel M/y as V (volgens die formule wat stel dat $P = \frac{MV}{y}$ of $P = \frac{M}{y} \cdot V$) wel 'n rol gespeel het by die "verklaring" van veranderings in die algemene pryspeil, *veranderings in die pryspeil oor hierdie langer periodes in oorweldigende mate verband gehou het met die sty-*

Grafiek 7: Inkome-omloopsnelheid van M3



Grafiek 8: Die BBP-deflator en die "relatiewe geldvoorraad"



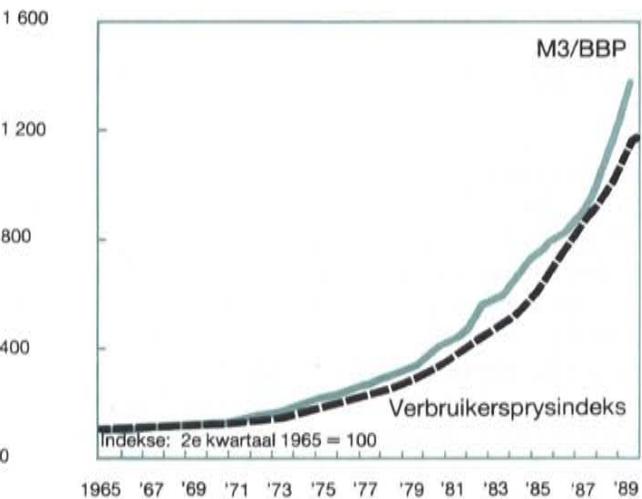
ging in die nominale geldhoeveelheid per eenheid fisiiese produksie (M/P), eerder as met enige (netto) stygging in die omloopsnelheid van die geldvoorraad (V). So het die algemene pryspeil soos dit deur die sogenaamde "deflator" van die bruto binnelandse produk (P in $MV = Py$) gemeet word, byvoorbeeld gedurende die periode vanaf die tweede kwartaal van 1965 (waarvoor 'n konsekwente tydreeks van die M3-geldvoorraad beskikbaar is) byna sestenvoudig, naamlik met 1 465 persent, gestyg. Dit is "verklaar" deur 'n toename van 2 920 persent in M3, deur 'n toename van 1 357 persent in die hoeveelheid M3 per eenheid van die reële bruto binnelandse produk, en deur 'n netto stygging van slegs 7 persent (of 7,4 persent, om presies te wees) in die omloopsnelheid van die M3-geldvoorraad.

Grafiek 8 toon dat die aanhoudende en versnelende stygging in die deflator van die bruto binnelandse produk van 1965 tot en met 1989 taamlik nou gehou het by die stygging in die verhouding van M3 tot die reële bruto binnelandse produk, dit wil sê by die stygging in die "relatiewe geldvoorraad" $M3/P$. Groeiende afwykings tussen die paaie wat hierdie twee groothede geloop het, kon egter in die tweede helfte van 1979 en die begin van 1980 en weer eens gedurende die grootste deel van 1986 en die begin van 1987 opgemerk word, toe die vlakke van die deflator in toenemende mate uitgestyg het bo die peil wat deur die toentertyd bestaande vlakke van die relatiewe geldhoeveelheid in die betrokke kwartale "geimpliseer" (of minstens "gesuggereer") is. 'n Nadere bekouing van Grafiek 7 toon, soos verwag kon word, dat hierdie

twee periodes ook periodes was waarin die omloop-snelheid toegeneem het.

Die verbruikerspryse het oor die afgelope 25 jaar weliswaar nie heeltemal so sterk gestyg as die deflator van die bruto binnelandse produk nie – gedeeltelik omdat die prys van verbruiksartikels nie op 'n regstreekse wyse geraak is deur die stygging in die dollarprys en die randprys van goud nie. Van die tweede kwartaal van 1965 tot die eerste kwartaal van 1990 het die verbruikersprysindeks effens meer as twaalfvoudig, naamlik met 1 104 persent, toegeneem. Grafiek 9 toon egter duidelik dat "selfs" die stygging in die verbruikersprysindeks taamlik nou gehou het by die stygging in die relatiewe geldvoorraad.

Grafiek 9: Die verbruikersprysindeks en die "relatiewe geldvoorraad"



Soos hierbo reeds opgemerk is, kan die feit dat die inflasie nou gekoppel gebly het aan veranderings in die verhouding van M3 tot y, egter nie eenvoudig vertolk word as dat inflasie deur toenames in M relatief tot y veroorsaak word nie (ofskoon dit bepaald wel 'n moontlikheid is en in werklikheid korrek beskryf wat oor die eeue in 'n groot aantal ekonomiese gebeur het). Waarvan egter nie weggekom kan word nie is die feit dat groei in die geldvoorraad ten minste 'n noodsaaklike voorwaarde vir inflasie is. Sover geredelik vasgestel kan word, het omloopsnelheidveranderings op hul eie skynbaar nog nooit 'n inflasie wat tereg as sodanig beskryf kan word, of veroorsaak of selfs maar net *toegelaat* dat dit plaasvind nie. Dit wil derhalwe voorkom asof inflasies nog nooit kon bestaan by afwesigheid van groeikoerse van die geldvoorraad wat die groeikoerse van die reële bruto binnelandse produk (duidelik) oorskry het nie. Omgekeerd het duidelik oormatige groeikoerse van die geldvoorraad ($M > y$) selde indien ooit nagelaat of om deur inflasie gevolg te word of om met inflasie gepaard te gaan.

Solank inflasie nie sal voorkom by afwesigheid van oormatige groeikoerse van die geldhoeveelheid nie, maar *sal* voorkom wanneer die groeikoerse van die geldhoeveelheid oormatig is, volg dit dat die monetêre owerhede nie die oorwinning in hul stryd teen inflasie kan uitroep solank die groeikoers van die geldvoorraad oormatig hoog bly nie – wat die oorspronklike of huideige oorsake van die inflasie ook al mag wees en ongeag watter ander maatreëls ook al deur die owerhede getref mag word om die inflasie onder beheer te kry. Terzelfdertyd bly die waargenome koers van toename in die geldvoorraad (vir sover dit nie deur toenames in die egte likwiditeitsvoorkleur te voorskyn geroep word en met afnames in die omloopsnelheid gepaard gaan nie) ook 'n aanduiding van die inflasionele druk wat nog in die ekonomie aanwesig is.

Wat die oorsake van inflasie betref, het dit afgesaag geword om op te merk dat dit waarskynlik 'n ingewikkelde kwessie is. As inflasie eenmaal aan die gang is, raak die vrees en die hoop, die verwagtings en begeertes van nagenoeg alle besluitnemers in toenemende mate daarby betrokke. Namate die besluitnemers probeer om hulle te beskut teen die welsynsverterende invloed wat die inflasie op hul eie inkome- en vermoeënsposisies uitoefen, word hul verdedigende optrede gewoonlik self weer deel van die inflasieproses. Die resultaat van sodanige optrede is dan dat die inflasiekroef met 'n verdere halwe slag aangedraai word.

Daar is egter tereg daarop gewys dat dit die *besteding* van geld is, nie die geld self nie, wat inflasioneel is. (As nuutgeskepte geld "opgepot" word, sal die uitwerking van die toename in die geldvoorraad M op MV net mooi deur 'n dienooreenkomsstige daling in die omloopsnelheid van die geld geneutraliseer word.) In die reëel is dit bowendien ook toenames in die *besteding* van geld wat die georganiseerde arbeid in staat stel om met welslae verhogings van die geldelike vergoeding

vir arbeidsdienste te eis wat verbeterings in die fisiese *produktiwiteit* van arbeid duidelik te bowe gaan – en om dit *ongestraf* te doen, dit wil sê sonder dat werkgeleenthede in die proses vernietig word.

Die grondoorsake van elke inflasie (voordat *inflasieverwagtings* oorneem as 'n aandrywer van inflasie in hul eie reg) moet derhalwe gesoek word in faktore – soos 'n outonome toename in die owerheidsbesteding wat met skuld gefinansier word, 'n te lae peil van die amptelik bepaalde nominale en reële rentekoerse, of verskillende soorte skokke wat in die buitelandse sektor of in die goedere- of faktormarkte hul ontstaan het – wat meegebring het dat die nominale monetêre vraag na goedere en dienste teen die heersende pryse daarvan in enige besondere periode groter is as die aanbod van die betrokke goedere en dienste wat teen daardie pryse op die markte verskyn.

Gelukkig is dit egter so dat maatreëls wat daarop gemik is om die *besteding* van geld op lopende produksie aan bande te lê, normaalweg ook die *leen* van geld sal ontmoedig, asook die *skep* van nuwe geld deur banke wat die maak van lenings vir bestedings as bedryf uitoefen. Omgekeerd sal maatreëls wat bedoel is om die skep van nuwe geld te beperk, gewoonlik ook die leen en die besteding van geld ontmoedig.

Die slechte nuus is dan egter dat geld gewoonlik nie skaarser gemaak kan word sonder om dit altans 'n ruklank ook duurder te maak nie. As die monetêre owerhede maatreëls tref om die geldvoorraad te verminder (of om die *werklike* koers van toename in die geldvoorraad tot onder die *verwagte* koers van toename in die geldvoorraad te verlaag), sal die rentekoerse styg. Indien die owerhede se beleidshandelinge nie tot hoër rentekoerse lei nie, kon geld en krediet nie *effektief* skaarser geword het nie – wat beteken dat daar geen goeie gronde kan bestaan waarom die inflasie nie maar baie soos voorheen sal voortgaan nie. As die owerhede, in die omgekeerde geval, die rentekoerse verhoog, sal hierdie hoër rentekoerse nie kan standhou nie tensy die geldvoorraad en die beskikbaarheid van krediet ook *effektief* verminder is. Indien geld en krediet nie effektief moeiliker bekombaar gemaak is nie, sal hulle effektief nie baie lank duurder kan bly as wat hulle was nie.

As die voorgaande paragrafe in samehang met mekaar gelees word, volg dit dat dit *tegnies* gesproke nie moeiliker is om 'n inflasie tot stilstand te bring as wat dit is om die groeikoers van die geldvoorraad in toereikende mate te beteuel nie. Dit ly geen twyfel dat sentrale banke tegnies wel in staat is om dit te doen nie. As 'n *praktiese* aangeleentheid is die beëindiging van 'n inflasie egter so moeilik as wat al die ekonomiese, maatskaplike en politieke argumente en die liefdadigheids-, menslikheids- en soms strategiese oorwegings teen tydelik hoë rentekoerse en daarmee gepaardgaande tydelike inboetings van produksie en verlies van werkgeleenthede dit kan maak. Ingewikkelde stelle ekonomiese, maatskaplike en politieke omstandighede, reëlings en oorwegings kan meebring

dat die koers van monetêre uitbreiding aanvanklik in verskillende lande te hoog word; soortgelyke omstandighede en oorwegings kan die regerings in die betrokke lande dan daartoe lei om maar te berus in die feit dat dit te hoog is. Gevolglik moet daar sorgvuldig besin word oor die reperkussies van 'n beteueling van die monetêre groeikoers, oor wie die potensiële slagoffers van en voordeeltrekkers uit sodanige optrede gaan wees, en oor wat die vooruitsigte is om te verhoed dat die inflasie in 'n latere stadium maar net weer terugkom.

Lande wat in die jare tagtig in opmerklike mate daar-in geslaag het om hul inflasies in bedwang te kry, het tot dusver selde daarin geslaag om dit geheel en al uit te skakel. Hulle het ook ontdek dat deurlopende waaksamheid nodig is om te voorkom dat die inflasie weer opylam. Die huidige "hoe" rentekoerse en verwante beleidsmaatreëls van die Suid-Afrikaanse monetêre owerhede, en die owerhede se pogings om voortaan te alle tye gepaste positiewe reële rentekoerse te verseker, is – binne die raamwerk van 'n meer omvattende anti-inflasiestrategie – 'n deel van die owerhede se beste pogings om inflasie en die pynlike gevolge daarvan te neutraliseer maar om terselfdertyd ook die pyn wat aan die inflasiekamping verbonden is, tot die minimum te beperk.

'n Slotaantekening oor monetêre-mikpuntstelling

Die voorgaande opmerkings het probeer om sekere aspekte van inflasie en van die rol van geld in inflasie te behandel, eerder as om in te gaan op monetêre-mikpuntstelling as 'n stuk gereedskap in die monetêre-beleidsvoering. Monetêre-mikpuntstelling is 'n onderwerp wat in sy eie reg verdien om in besonderhede bespreek te word. In die lig van die nadruk wat hierbo geplaas is op monetêre uitbreiding as 'n noodsaaklike voorwaarde vir inflasie, kan 'n paar opmerkings oor monetêre-mikpuntstelling met die doel om monetêre uitbreiding aan bande te lê, egter in die huidige verband van pas wees.

'n Mikpunt met betrekking tot die groei in M3 is in Suid-Afrika vir die eerste maal ten opsigte van die kalenderjaar 1986 vasgestel. Monetêre-mikpuntstelling het Suid-Afrika dus eers betreklik laat bereik: teen 1986 het 'n mate van ontnugtering (of "realistiese skeptisisme") ten aansien van mikpuntstellingsprogramme reeds ingetree in verskeie van die wêreld se vooraanstaande volkshuishoudings (waarvan die meerderheid egter reeds onmiskenbare sukses behaal het met die verlaging van die inflasiekoerse vanaf die hoogtepunte wat dit in die vroeë jare tagtig bereik het). Elders in die wêreld was die monetêre mikpunte dus reeds besig om 'n statusverlaging te ondergaan of om meer op die agtergrond geskuif te word (indien dit nie geheel en al gestaak is nie) teen die tyd toe dit in Suid-Afrika ingestel is.

Die laat instelling van formele mikpuntstelling in Suid-Afrika kon gedeeltelik toegeskryf word aan die

feit dat die monetêre owerhede die publikasie afgewag het van die *Finale Verslag* van die Kommissie van Ondersoek na die Monetêre Stelsel en Monetêre Beleid in Suid-Afrika (die De Kock-Kommissie). Volgens die Kommissie se beskouingswyse moes die behaling van mikpunte (wat van 'n "lae profiel" en "buigsaam" sou wees) vir die koers van toename in M3 (of 'n ander monetêre totaal) gesien word as 'n "intermediêre doelstelling" van die sterk markgerigte monetêre-beleidsvoering waarvan die Kommissie 'n voorstander was. In sy *Verslag* het die Kommissie nie veel tyd daaraan afgestaan om die gronde vir of verdienstelikhede van die aanvaarding van mikpunte te bespreek nie. In latere toelichtings het die Reserwebank egter gewoonlik gebruik gemaak van argumente soos die volgende:

- Perke aan die groei van die geldvoorraad beteken *de facto* perke aan die inflasiekoers, altans oor iet-wat langer periodes. Die inflasiekoerse sal verlaag word deur die verwesenlike koerse van toename in die geldvoorraad te verminder (of, meer korrek, deur die soort optrede wat nodig is om die koers van toename in die geldvoorraad te verminder). Wat die oorsake van inflasie ook al mag wees, en hoe ingewikkeld die inflasie self ook al mag wees as 'n maatskaplike-polities-ekonomiese verskynsel, kan die inflasie nie voortbestaan nie tensy die geldhoeveelheid toegelaat word om aan te hou om teen oormatig hoe koerse te styg.
- Die bestaan van mikpunte kan help om te verduidelik waarom soms ongewilde maatreëls van 'n beperkende monetêre beleid noodsaaklik is. Mikpunte kan dus dien om sodanige maatreëls meer algemeen aanvaarbaar te maak.
- Die groeikoers van die geldhoeveelheid waarna gemik word of wat as wenslik beskou word, kan – in vergelyking met die koerse van monetêre uitbreiding wat onlangs werklik aangeteken is, of wat verwag word – 'n aanduiding gee van hoe verruimend of beperkend die owerhede se toekomstige monetêre-beleidsingesteldheid sal wees. As sodanig kan dit leidrade aan sakeondernemings verskaf by die beplanning van hul prysvasstellingsbeleid en ander aspekte van hul bedryfspotpoliek. Dit kan ook dien as 'n nuttige inset by die formulering van looneise en verwante bedingingsake, en om in loononderhandelings ooreenkoms te bereik. Meer in die algemeen kan die mikpunte, indien dit hoegenaamd enige geloofwaardigheid het, 'n heilsame invloed op die inflasieverwagtings uitoefen.
- Die monetêre mikpunte voorsien 'n maatstaf waar-aan die doeltreffendheid en toereikendheid van die owerhede se huidige beleidsoptrede getoets kan word. Hulle dwing die owerhede ook om die gepastheid van hierdie optrede op 'n deurlopende basis onder oë te hou, te weeg en moontlik in heroorweging te neem, en om hul beleidsingesteldheid te regverdig.

Wat die jaar 1990 betref, is die perke aan die groei in M3 wat deur die Reserwebank voorgedra is, as "riglyne" eerder dan as "mikpunte" beskryf, om daarmee kenbaar te maak dat hulle bedoel is as 'n aanduiding van wat onder die heersende omstandighede met die groei in die geldhoeveelheid behoort te gebeur, eerder dan as 'n gesaghebbende vooruitskatting van, of as 'n bindende verpligting tot die bewerkstelliging van, 'n sekere monetêre groeikoers wat tot elke prys deur die Bank se beïnvloeding van die monetêre toestand behaal moet word. In die voorafgaande jare van 1986 tot 1989 het die Bank by die nastrewing van sy mikpunte slegs matige welslæe behaal: ofskoon die mikpunt vir 1987 reg in die kol getref is, is daar in 1986 'n onderbereiking aangeteken; in 1988 sowel as 1989 het daar vervolgens aanmerklike oorskrydings voorgekom.

Heelwat meer sukses is in elk van hierdie jare met die bereiking van die mikpunte behaal indien veranderings in die omloopsnelheid van M3 ook in ag geneem word, dit wil sê indien die mikpunte geag word om betrekking te hê op die "effektiewe" of "omloopsnelheid-aangesuiwerde" geldvoorraad (MV eerder as M "sonder meer"). Sodanige aansuiwerings vir omloopsnelheidveranderings het egter nie daarin geslaag om 'n aantal kommentators gunstig te beïndruk nie. Dit het ook aanleiding gegee tot die *misverstand* dat die Bank in werklikheid 'n mikpunt vir MV nastreef eerder as 'n mikpunt vir M3; aangesien MV gelyk is aan Py (soos voorheen reeds opgemerk is), sou dit daarop neerkom dat 'n mikpunt nagestreef word vir die bruto binnelandse produk teen heersende prysse.

Sekere argumente kan egter aangevoer word waarom omloopsnelheidveranderings in ag geneem behoort te word by die beoordeling van die welslæe of mislukking van 'n mikpuntstellingsprogram enanneer besluit word in watter mate die gemete groeikoerse van die geldvoorraad toegelaat behoort te word om terugkoppelingsinvloede op die owerhede se beleidsoprede uit te oefen:

- Veranderings in die omloopsnelheid van M3 was in die Suid-Afrikaanse ekonomie in die eerste plek aanduidings van belangrike verskuiwings in die "disintermediëring" of "herintermediëring" van bankkrediet (dit wil sê in die *substitusie* van *regstreekse kredietvoorsiening* tussen nie-bank-partye vir krediet wat voorheen deur banke verleen is of normaalweg deur banke verleen word, en andersom), en van afnames of toenames in die depositobesit van partye in die private sektor op grond van veranderings in hul "egte likwiditeitsvoordeur". Disintermediërings- en herintermediëringverskynsels bring op hul eie geen afname of toename mee in die *totale* hoeveelheid krediet wat deur die banke en deur uitlenende partye buite die bankstelsel *gesamentlik* verleen word nie.⁷ Terselfdertyd word deposito's wat in besit gehou word om 'n "egte likwiditeitsvoordeur" te bevredig, uit die aard van die saak nie aangehou met die oog op besteding nie. So-

danige deposito's is dus per se nie inflasioneer nie, is geen voorteken van en gaan ook nie gepaard met 'n toename in die besteding nie, en is geen aanduiding of weerspieëeling van inflasioneire ontwikkelings in die ekonomie nie.⁸

- Indien naglaat word om die ""egte likwiditeitsvoordeur" te bevredig, of indien maatreëls toegepas word om die invloed van verhoogde likwiditeitsvoordeur op die gemete geldvoorraad teen te werk, sou dit derhalwe daarop neerkom dat die ekonomie aan 'n oormatig en onnodig beperkende beleid onderwerp word. 'n Sodanige beleid sou dan in die heersende omstandighede onnodig knellend of oormatig neerdrukkend op die ekonomie inwerk.

Veranderings in die omloopsnelheid vestig egter die aandag op een van minstens twee strukturele eienkappe wat die taak van suksesvolle mikpuntstelling in die Suid-Afrikaanse ekonomie binne 'n mikpuntperiode van een jaar aansienlik bemoeilik. In die eerste plek neig herintermediëringverskynsels – wat die groei in die gemete geldhoeveelheid versnel en die omloopsnelheid van die geld dienooreenkomsdig verlaag – om voor te kom gedurende periodes van hoë kredietvraag en stygende rentekoerse; dit is ook die periodes wat gewoonlik 'n vernouing van die verskille tussen die banke se gemiddelde uitleen- en depositokoerse toon. "Perverse" *versnellings* van die geldgroeikoerse in periodes van hoë of stygende rentekoerse is, veral wat die groeikoerse van die meer omvattende monetêre totale betref, nie onbekend in ander Westerse ekonomiese nie. Dit wil egter wel voorkom asof die algemene samestelling, die verdeling tussen huishoudings en maatskappye, en die hoë mate van konsentrasie van die besit van deposito's, die Suid-Afrikaanse monetêre stelsel 'n groter vatbaarheid vir hierdie soort "perversie" gee as wat in die monetêre stelsels van hierdie oorsese ekonomiese die geval is.

⁷ Let op dat herintermediëring en disintermediëring *substitusiever*-skynsels is: "primêre uitleners" A, wat besluit om te herintermediëer, oefen in werklikheid 'n keuse uit om krediet aan "uiteindelike lener" B te voorsien via 'n bankinstelling eerder as om dit regstreeks te doen. Die bank se kredietverlening aan B *neem dan die plek in* van A se kredietverlening aan uiteindelike leners in die ekonomie nie. Let ook op dat die herintermediëringproses, ofskoon dit tot 'n toename in die totale gemete geldvoorraad en in die totale bankkrediet lei, *per se* in werklikheid beperkend is: dit is beperkend omdat die banke, wat nou 'n toename in hul totale bates en in hul verpligtings teenoor die publiek ondervind, ook 'n tekort salervaar in hul statutêr vereiste minimum besit aan kontantreserves, en ook kan ondervind dat daar nou 'n knapheid in hul likwiede-batebesit bestaan wat voorheen nie daar was nie.

⁸ In 'n meer gedetailleerde bespreking van hierdie sake sou daar op gewys moes word dat, in stelsels waarin die geldvoorraad in wese van 'n *vraagbepaalde* aard is, 'n sodanige depositobesit ook nie noodwendig as van 'n *potensieel* inflasioneire aard beskou kan word nie. ('n Latere afname in die vraag na sodanige deposito's, uit hoofde van 'n wegkywing van "egte likwiditeitsvoordeur", sal meebring dat sulke deposito's *vernietig* word eerder as om *bestee* te word – tensy daar terselfdertyd *ander* faktore aan die werk is wat van 'n bestedingsaanmoedigende aard is.)

In die tweede plek bestaan daar, in Suid-Afrika soos elders in die wêreld, normaalweg aansienlike sloerings in die sigbare uitwerking van monetêre beleidsmaat-reëls op die reële ekonomiese bedrywigheid. Die "reële" ekonomie hoef vir ongeveer drie tot vyf kwartale ná die instelling van 'n beleidsverandering geen sigbare reaksie daarop te toon nie; die inflasiekoerse reageer gewoonlik selfs nog stadiger. Hierdie sloerings is lank in vergelyking met die mikpuntperiode van een kalenderjaar. Hierbenewens kan verhogings van die rentekoerse as deel van 'n verskerpte monetêre-beleidsvoering gedurende die sloerings in hul "reële" uitwerking, via verskillende kanale soos kredietopname-uit-nooddruf en die debitering van rente, in werklikheid meebring dat bankkrediet en die geldvoorraad *vinniger* uitbrei as wat voorheen die geval was. Gebeure van hierdie aard kan maak dat die optrede van die owerhede – selfs as dit volkome van pas is en uiteindelik in sy doel sal slaag – altans 'n ruk lank swakker vertoon as maar net oneffektief en die geloofwaardigheid van die owerhede in 'n ongunstige lig stel. Dit hou ook 'n risiko in dat die owerhede uiteindelik sal oorreageer ("overkill", "te min op tyd gedoen, en te veel te laat") wat betref die wyse waarop die monetêre beleid deur hulle uitgevoer word.