

Vertraulich  
Uebersetzung

PROTOKOLL\* DER 156. SITZUNG DES  
AUSSCHUSSES DER PRAESIDENTEN DER ZENTRALBANKEN  
DER MITGLIEDSTAATEN DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSGEMEINSCHAFT  
BASEL, SONNTAG, 14. JUNI 1981, 15.30 UHR

---

Anwesend sind: der Gouverneur der Bank of England und Ausschussvorsitzende, Herr Richardson, begleitet von den Herren Loehnis und Balfour; der Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, Herr de Strycker, begleitet von Herrn Janson; der Gouverneur der Danmarks Nationalbank, Herr Hoffmeyer, begleitet von den Herren Andersen, Mikkelsen und Dalgaard; der Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Pöhl, begleitet von den Herren Schlesinger, Rieke, Kloft und von Rosen; der Gouverneur der Bank von Griechenland, Herr Zolotas, begleitet von den Herren Chalikias, Papanicolaou und Papageorgiou; der Gouverneur der Banque de France, Herr de la Genière, begleitet von den Herren Lefort und Waitzenegger; der Gouverneur der Central Bank of Ireland, Herr Murray, begleitet von Herrn Breen; der Gouverneur der Banca d'Italia, Herr Ciampi, begleitet von den Herren Sarcinelli und Magnifico; der Präsident der Nederlandsche Bank, Herr Zijlstra, begleitet von Herrn de Boer; der Direktor für Währungsangelegenheiten der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Herr Boyer de la Giroday, begleitet von den Herren Kees und Louw; der Kommissar für die Bankenaufsicht des Grossherzogtums Luxemburg, Herr Jaans. Zugewegen ist ferner der Vorsitzende der Expertengruppe, Herr Heyvaert. Ebenfalls anwesend sind der Generalsekretär des Ausschusses, Herr Morelli, und sein Beigeordneter, Herr Bascoul, sowie die Herren Scheller und Mortby und die Herren Lamfalussy und Dagassan.

---

\* Endgültige, in der Sitzung vom 14. Juli 1981 gebilligte Fassung, die gegenüber dem Text des Entwurfs nur einige Änderungen redaktioneller Art aufweist.

I. Billigung des Protokolls der 155. Sitzung

Der Ausschuss billigt einstimmig das Protokoll der 155. Sitzung vom 12. Mai 1981 vorbehaltlich einiger Aenderungen redaktioneller Art, die im endgültigen Text berücksichtigt werden.

II. Gedankenaustausch über das Funktionieren der innergemeinschaftlichen Konzertation und die monetäre Entwicklung in den EWG-Ländern:

Vorlage des Berichts über die Entwicklung an den Devisenmärkten der an der Konzertation beteiligten Länder im Mai und in den ersten Junitagen 1981 durch Herrn Heyvaert; Verabschiedung des Ausschussberichts an die Finanzminister der EWG-Länder; Monatsstatistiken

A. Zusammenfassender Ueberblick von Herrn Heyvaert und Verabschiedung des Berichts an die Finanzminister der EWG-Länder

Herr Heyvaert fasst kurz die wesentlichen Punkte des dem Protokoll beigefügten Berichts zusammen und kommentiert sie.

Der Vorsitzende dankt Herrn Heyvaert für seine Ausführungen und stellt die Annahme des Berichts durch den Ausschuss fest.

B. Diskussion des Ausschusses

Herr de la Genière teilt zunächst mit, er habe in allerletzter Minute davon Abstand nehmen müssen, zur letzten Sitzung im Mai nach Basel zu kommen; anschliessend gibt er die nachstehend zusammengefassten Erläuterungen über die Entwicklung der Währungslage in Frankreich.

Von Jahresbeginn an bis zum 19. Februar 1981 sei der französische Franken innerhalb des EWS stark gewesen; diese Stärke habe sich darin gezeigt,

- dass der Franken sehr häufig an der Spitze des Gemeinschaftsbandes gestanden habe,
- dass die Zinssätze in Anbetracht der Inflationsrate in Frankreich einerseits und der Zinssätze im Ausland andererseits auf einem besonders massvollen Niveau gehalten werden konnten,
- dass die Bank von Frankreich sowie andere Zentralbanken des Systems erhebliche Interventionen getätigt hätten, in deren Gefolge in der Zeit vom 1. Januar bis zum 15. Februar Devisen

in der Grössenordnung von US-\$ 2 Mrd. in die amtlichen französischen Reserven geflossen seien.

Da die Bank von Frankreich der von der Deutschen Bundesbank am 19. Februar vorgenommenen beträchtlichen Anhebung der Zinssätze nicht gefolgt sei, hätten sich die Kapitalströme umgekehrt (die davor zugeflossenen US-\$ 2 Mrd. seien in wenigen Wochen wieder abgeflossen), worauf der französische Franken nach der D-Mark die zweite Stelle in der Nähe der Mitte des Gemeinschaftsbandes eingenommen habe. Solcherart sei im grossen Durchschnitt die Situation gewesen, als Frankreich die vom 13. April bis zum 11. Mai 1981 dauernde Kampagne der Präsidentschaftswahlen begann.

Innerhalb dieser vier Wochen habe sich der Franken langsam abgeschwächt, wobei diese Abschwächung mittels Interventionen in Höhe von nochmals US-\$ 2 bis 2,5 Mrd. unter Kontrolle gehalten worden sei. Diese Interventionen hätten in Anbetracht der Tatsache, dass eine spontane Umkehr der Lage erfolgen konnte, nur vorübergehender Natur sein können. Doch seit dem 11. Mai hätten sich diese Aussichten verflüchtigt: Der Franken habe sich plötzlich am unteren Rand der Bandbreite befunden, und die Bank von Frankreich habe in den beiden Wochen nach dem 11. Mai wöchentlich US-\$ 3 Mrd. eingesetzt. Die Bank von Frankreich habe zunächst ihre Guthaben im EFWZ in Anspruch genommen und sich danach über die sehr kurzfristige Finanzierung rasch wachsende Beträge beschafft, die freilich Mitte Juni (mit rund US-\$ 5 Mrd.) noch von mässigem Umfang gewesen seien.

Um diesen Kapitalabflüssen ein Ende zu setzen, seien einschneidende Massnahmen ergriffen worden, einige davon bereits am Tage nach den Präsidentschaftswahlen, wie die ausserordentliche Anhebung der sehr kurzfristigen Zinssätze, die gegenwärtig ungefähr 20% betragen. Massnahmen zur Verschärfung der Devisenkontrolle seien am 22. Mai eingeführt worden; sie beinhalteten einerseits eine Fristenverkürzung bei der Termindeckung für Einfuhren und bei den Devisenabgaben der Exporteure, andererseits die Wiedereinführung des Systems der Wertpapierwährung, dem zufolge es Gebietsansässigen untersagt ist, ausländische Wertpapiere mittels Fremdwährungen zu erwerben. Diese Massnahmen hätten eine gewissermassen unverzügliche Wirkung gezeitigt (der Druck auf den Franken habe praktisch ausgesetzt, und die französische Währung sei innerhalb des Gemeinschaftsbandes deutlich gestiegen), doch dürfte diese Wirkung bei mehreren dieser Massnahmen nur von begrenzter Dauer sein. Dies gälte beispielsweise für die Fristenverkürzung, deren Entlastungseffekt für den französischen Franken sechs Wochen bis zweieinhalb,

eventuell drei Monate andauern könnte. Demgegenüber würde das System der Wertpapierwährung, solange es in Anwendung bleibe, die Devisenabflüsse versiegen lassen. Die Beibehaltung sehr hoher Zinssätze für kurzfristiges Geld dürfte nach mehreren Wochen schwerwiegende Folgen für das finanzielle Gleichgewicht der Unternehmen und für die Wirtschaftstätigkeit haben. Ausserdem habe sich diese Zinshausse nahezu gänzlich auf die obligatorischen Zinssätze durchgeschlagen und damit eine praktisch vollständige Blockierung sämtlicher Emissionen bewirkt.

Hauptzweck der von den Währungsbehörden ergriffenen Massnahmen sei gewesen, dem übergrossen Devisenabfluss Einhalt zu gebieten und der neuen französischen politischen Führung einen Zeitgewinn zu verschaffen, um die Parlamentswahlen durchzuführen und eine kohärente Wirtschaftspolitik zu formulieren. Tatsächlich müssten die im Mai ergriffenen Massnahmen von einer auf Gleichgewicht abzielenden Wirtschaftspolitik abgelöst werden, und wenn diese mit den Zielen der Inflationsbekämpfung, der Reduzierung des Zahlungsbilanzdefizits und der inländischen Geldmengensteuerung vereinbar sei, werde die für die Gemeinschaft und das EWS schwierige Periode ein Ende finden. Die Währungsbehörden seien bestrebt, eine auf Gleichgewicht abzielende Wirtschaftspolitik zu formulieren, und es bestehe im gegenwärtigen Zeitpunkt keinerlei Anlass zu der Auffassung, die neue französische Regierung werde diesen Weg nicht mit Entschlossenheit einschlagen.

Abschliessend richtet Herr de la Genière seinen Dank an alle diejenigen seiner Kollegen, die bei der Durchführung ihrer eigenen binnenwirtschaftlichen Geldpolitik den Schwierigkeiten des französischen Frankens, insbesondere hinsichtlich der Zinssätze und der sehr kurzfristigen Finanzierung, Rechnung getragen hätten. Dies sei ein Beispiel dafür, dass die Zusammenarbeit innerhalb des EWS gut funktioniere.

Der Vorsitzende dankt Herrn de la Genière für seinen sehr ausführlichen Vortrag und für die liebenswürdigen Worte, die er an seine Kollegen gerichtet hat.

Herr Pöhl dankt ebenfalls Herrn de la Genière für seine Ausführungen und unterstreicht die bedeutsame Tatsache, dass dank der rasch ergriffenen Massnahmen in Frankreich eine Krise innerhalb des EWS habe vermieden werden können. Es sei indes klar, dass solche Massnahmen nur von vorübergehender Dauer sein dürften, denn eine Ausdehnung der Devisenkontrollen träte mit den Zielen des EWS in Widerspruch. Das EWS ziele

nämlich nicht nur auf stabile Wechselkurse, sondern auch auf grösstmögliche Freizügigkeit im Kapitalverkehr ab. Zu gegebener Zeit wäre es angezeigt, über die längerfristigen Auswirkungen der in Frankreich wie auch der in Italien getroffenen Massnahmen, die den Zielen des EWS zuwiderliefen, nachzudenken. Ueber diese Massnahmen hinaus träte nämlich die grössere Tragweite habende Feststellung hervor, dass es in den am System beteiligten Ländern nicht möglich gewesen sei, die Divergenzen zwischen den Inflationsraten auf ein bescheideneres Ausmass zu reduzieren. Ihrerseits sei die Bundesrepublik Deutschland besorgt sowohl über dieses inflationistische Umfeld, das die Beibehaltung ihrer verhältnismässig niedrigen Inflationsrate mehr und mehr erschwere, als auch über die Abschwächung der EWS-Währungen gegenüber dem Dollar.

Herr Ciampi gibt zu, dass die in Italien ergriffenen Massnahmen langfristig gesehen nicht im Sinne des EWS seien, dass sie indes angesichts des Ernstes der Lage ergriffen worden seien, der sich insbesondere in folgendem dokumentiere:

- einem überaus hohen Leistungsbilanzdefizit, auf "Cash"-Basis ungefähr US-\$ 7 Mrd. in den vier Monaten von Januar bis April 1981 und somit doppelt so hoch wie in der entsprechenden Vorjahrsperiode,
- der im Mai trotz gewöhnlich günstiger saisonaler Faktoren nicht eingetretenen Besserung,
- den massiven Interventionen zur Stützung der Lira,
- der plötzlichen Demission der italienischen Regierung, die eine rasche Einführung der erwarteten energischen Massnahmen verhindert habe.

Unter diesen Umständen hätten die italienischen Behörden, um eine Krise grössten Ausmasses zu vermeiden, am 28. Mai 1981 verschiedene Massnahmen ergriffen, zu denen insbesondere ein nichtverzinsliches Pflichtdepot in Höhe von 30% für sämtliche Devisenkäufe Gebietsansässiger gehöre. Die Behörden seien sich dessen bewusst, dass diese Vorschrift, die sich sowohl auf die Zahlungsbilanz als auch auf die Liquidität des Bankensystems und auf die Finanzlage der Unternehmen auswirke, nachteilige Folgen für die EWG habe und sie deshalb raschmöglichst, sobald die binnenwirtschaftliche Lage dies zulasse, abgeschafft werden müsse.

Herr Ciampi erinnert daran, dass einerseits das System der Kreditplafonierung in Anwendung bleibe und dass andererseits im letzten

Jahresbericht der Bank von Italien er auf drei Aspekte, in deren Bereich er hoffe, die italienische Regierung werde Massnahmen ergreifen, eigens hingewiesen habe, nämlich das System der Defizitfinanzierung des Schatzamtes über die Zentralbank, die Reduzierung des Finanzbedarfs des gesamten öffentlichen Sektors und die Revision des Indexierungsmechanismus.

Herr de Strycker macht zur Lage in Frankreich und zu den von Herrn de la Genière klar umrissenen Massnahmen drei Bemerkungen.

1. Die erhebliche Veränderung der Position des französischen Frankens beruhe weniger auf grundlegenden wirtschaftlichen Gegebenheiten, sondern habe wegen des politischen Wechsels vielmehr psychologische Gründe. Wenn auch weiter Unsicherheiten bestünden, so könne man doch hoffen, dass in Frankreich eine auf Stabilisierung ausgerichtete Politik verfolgt werden würde.

2. Die Devisenkontrollmassnahmen, deren unmittelbare Wirkung unbestreitbar sei, wären nicht sonderlich einschneidend: Die Fristenverkürzung beim Devisenankauf und bei den Devisenabgaben sei weder anormal noch gravierend angesichts der Tatsache, dass jedes EWG-Land in diesem Bereich seine eigene Rechtsordnung habe. Das System der Wertpapierwährung sei etwas anormal, doch beeinträchtige es die Freizügigkeit der kommerziellen Transaktionen und des damit in Zusammenhang stehenden Zahlungsverkehrs nicht, was innerhalb der EWG von Wichtigkeit sei. Insgesamt gesehen seien die französischen Massnahmen zwar etwas aussergewöhnlich, aber doch mit dem EWS nicht unvereinbar (dieses beinhalte übrigens keinerlei Regeln für die von diesen Massnahmen betroffenen Bereiche), und selbst wenn sie eine bestimmte Zeit lang in Geltung bleiben bzw. angepasst werden sollten, so bestünde kein Anlass, die Beteiligung des französischen Frankens am EWS zu modifizieren.

3. Ein Fortbestehen starker Divergenzen zwischen den Inflationsraten würde, wie dies Herr Pöhl unterstrichen habe, zweifellos die Beibehaltung der gegenwärtigen Paritäten innerhalb des EWS erschweren. Anpassungen der Leitkurse seien indes durchaus zulässig und könnten sogar zu einem bestimmten Zeitpunkt notwendig werden, damit das gute Funktionieren des Systems und die Beteiligung aller seiner Mitglieder gewährleistet bleibe.

III. Ausarbeitungen zur Vorlage auf der Tagung des Rates der EWG-Finanzminister am 15. Juni 1981 in Wahrnehmung des von diesem erteilten Mandats vom 16. März 1981: Abschliessende Prüfung des Berichts über die Koordinierung der Zins- und Wechselkurspolitik gegenüber Drittländern; Prüfung und Verabschiedung einer Note zuhanden der Minister nach der Aussprache im Ausschuss über die Berichte Nr. 46 und Nr. 47 der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Heyvaert

1. Abschliessende Prüfung des Berichts über die Koordinierung der Zins- und Wechselkurspolitik gegenüber Drittländern

Der Vorsitzende teilt mit, dass das Verfahren für die Ratssitzung der Wirtschafts- und Finanzminister am 15. Juni 1981 noch nicht feststehe, weshalb die Frage der Beziehungen zwischen der Gemeinschaft und Drittländern entweder beim Essen der Minister oder im Rahmen einer Sitzung in kleinerem Kreis erörtert werden könnte. Jedenfalls wäre es angezeigt, dass sich die Zentralbankpräsidenten in dieser Sitzung über den Inhalt des Berichts einigten, den der Ausschussvorsitzende als Basis für seinen mündlichen Vortrag benützen werde; ebenso wäre es angebracht, dass die Gouverneure die endgültige Fassung der zweiten Note beschliessen, die morgen, Montag, dem 15. Juni 1981, im Rat den Ministern ausgehändigt werden müsse.

Auf Ersuchen des Vorsitzenden erläutert Herr Loehnis kurz die neue Fassung vom 14. Juni, die gegenüber dem Entwurf vom 11. Mai 1981 nur geringfügige - von den Stellvertretern in ihrer Sitzung am Sonntagmorgen angebrachte - Aenderungen aufweist.

Herr Lamfalussy erläutert die von ihm in der Sitzung verteilten Grafiken über Höhe und Veränderung von vier amerikanischen Zinssätzen: dem Satz für Federal funds, dem Satz für dreimonatige Eurodollareinlagen, dem Satz für dreimonatige Schatzwechsel und einem repräsentativen Satz am Finanzmarkt. Diese Grafiken bezögen sich auf einen Zeitraum von drei Jahren, wobei zwischen der Zeit vor und der Zeit nach Oktober 1979 unterschieden werde, dem Zeitpunkt, als die Federal Reserve ihr währungspolitisches Instrumentarium änderte; sie bestätigten, dass sich das durchschnittliche Zinsniveau von Oktober 1979 an erheblich erhöht und sich eine zweifache Unbeständigkeit sowohl über eine mehrmonatige Periode gesehen als auch auf täglicher Basis (wöchentlich in den Grafiken) eingestellt habe. Die Grafiken verdeutlichten auch, dass die Schwankungen der Federal-funds-Rate sich praktisch voll auf die anderen Zinssätze auswirkten, auch

auf jene im langfristigen Bereich, was weniger normal und zu erwarten war.

Als Fazit stellt Herr Lamfalussy fest, dass die Fakten die im Ausschussbericht angestellten Ueberlegungen stützten und sie, da sie nicht vertraulich seien, eventuell, wenn die Gouverneure dies wünschten, an die Minister weitergeleitet werden könnten.

Herr Pöhl erklärt, er sei nicht völlig zufrieden mit dem Bericht, insbesondere nicht mit dessen zweiten und dritten Absatz. Ohne konkrete Abänderungsvorschläge machen zu wollen, habe er das Folgende zu bemerken: Der zweite Absatz vermittele den Eindruck, man wolle den Amerikanern nahelegen, mehr am Devisenmarkt zu intervenieren. Die Bundesbank begrüße jedoch keineswegs eine solche Anregung. In den Jahren 1978 und 1979 hätten die USA zur Stützung ihrer Währung interveniert; gegenwärtig könnten die Europäer, wenn sie den Dollar für überbewertet hielten, im Bedarfsfall intervenieren, um den Kursverlust ihrer Währungen zu mildern. Jedes am EWS teilnehmende Land könne - natürlich unter Berücksichtigung der sich daraus für die Partnerländer ergebenden Folgen - dergestalt vorgehen (und tue dies in der Praxis), ohne dass sich die Federal Reserve dem entgegenstellen könne. Diese habe im Gegenteil Bereitschaft zur Zusammenarbeit gezeigt, indem sie beispielsweise nach der Schliessung der europäischen Märkte Dollarverkäufe für Rechnung der Bundesbank getätigt habe. Tatsache sei, dass die Reservesituation die Interventionsmöglichkeiten der Länder des EWS beschränke.

Was den Grad der Unbeständigkeit der kurzfristigen amerikanischen Zinssätze angehe (dritter Absatz des Berichts), so könne man hierzu sein Bedauern oder seine Besorgnis äussern, aber nicht behaupten, diese seien die Ursache für die Spannungen im EWS. Diese hätten bekanntlich andere Gründe. Ueberhaupt sei es heikel, den Amerikanern Ratschläge zu erteilen. Wenn man ihnen etwa eine andere "policy mix" nahelegen würde, so könnten sie erwidern, dass das öffentliche Finanzierungsdefizit der Bundesrepublik Deutschland gemessen am Bruttosozialprodukt das Dreifache dessen der USA betrage. Deshalb solle man sich besser auf den Hinweis beschränken, die USA müssten wie die anderen Länder die Inflation weiterhin energisch bekämpfen, und hierfür sei der Einsatz der Geldpolitik unabdingbar, dürfe aber nicht das einzige Instrument bleiben.

Herr de la Genière erklärt, dass auch er mit dem Bericht nicht völlig zufrieden sei, insbesondere mit dessen Schlussfolgerungen und



Empfehlungen, die ihm zu schwach erschienen. Ohne konkrete Aenderungsvorschläge zu machen, äussert er sich wie folgt: Die Schwierigkeiten der europäischen Länder hätten vor allem interne Gründe, doch sei die amerikanische Geldpolitik mit ihrem derzeitigen Instrumentarium ein neuer Störfaktor und habe negative Auswirkungen auf die internationalen Währungsbeziehungen und auf die Wirtschafts- und Währungspolitik in Europa. Tatsächlich entsprächen die Höhe der amerikanischen Zinsen und das Ausmass ihrer Fluktuationen weder den grundlegenden wirtschaftlichen Gegebenheiten in den USA noch trügen sie den grundlegenden wirtschaftlichen Beziehungen oder Unterschieden zwischen diesem Land und Europa ausreichend Rechnung. Da es einerseits nicht sehr korrekt wäre, den Amerikanern Ratschläge zu erteilen (was auch für den umgekehrten Fall gelte, dass diese den Europäern Ratschläge erteilen wollten), und andererseits der allgemeine Kurs ihrer Politik sicherlich richtig sei, sollte man wenigstens die USA auffordern, die Folgen, die ihre Politik für die EWG-Länder habe, ins Kalkül zu ziehen. Es sei völlig unwahrscheinlich, dass die USA ihre Politik und ihre monetären Techniken ändern würden, so dass es kaum angezeigt wäre, den Ministern zu empfehlen, hiergegen zu Felde zu ziehen; gleichwohl müsste den Amerikanern immer wieder gesagt werden, welche negativen Auswirkungen ihre Politik für Europa habe.

Der Vorsitzende erwidert, es sei nicht leicht, in einem kurzen Schriftstück sämtliche Anliegen und Betrachtungsweisen der Zentralbankpräsidenten widerzugeben; immerhin werde in dieser Ausarbeitung den Ministern nahegelegt, sich nicht zu sehr der Illusion hinzugeben, die amerikanische Geldpolitik angreifen und ändern zu können. Er zitiert verschiedene Stellen des Berichts, aus denen das behutsame Vorgehen der Gouverneure (das einigen Ministern vielleicht übertrieben erscheinen mag) hervorgeht, aber auch jene Argumente, die im Rahmen eines ständigen Dialogs mit den US-Behörden vorgebracht werden könnten.

Herr Zijlstra teilt die Auffassung des Vorsitzenden und ist der Ansicht, dass die Ausarbeitung den Ministern eine vernünftige und realistische Sicht der Dinge vermitteln, ohne ihnen nahezu legen, gegenüber den Amerikanern diese oder jene Empfehlung auszusprechen. Was die Interventionspolitik der USA anbelange, so sei sehr wohl ein radikaler Wandel eingetreten, der sich der Haltung stark annähere, die vor der Administration Carter bestanden habe. Ganz allgemein scheine gegenwärtig jede Administration überzeugt zu sein, dass sie mit einer Steuerung der Geldmenge die internen

und externen Variablen zu beeinflussen in der Lage sei. Man könne diese Doktrin, die sich wohl mit der Zeit weiterentwickeln werde, ganz oder teilweise ablehnen; wichtig sei indes, wie der Bericht sage, dass man mit den amerikanischen Behörden ständig im Dialog bleibe, und zwar insbesondere bezüglich der geldpolitischen Techniken und deren Konsequenzen sowie deren eventuellen Verbesserung sowohl in den USA als auch in Europa.

Herr Pöhl schliesst sich den Ausführungen von Herrn Zijlstra über die radikale Aenderung der amerikanischen Doktrin an; indes müsse man sich einig sein, dass der zweite Absatz der Ausarbeitung ein analytischer Teil sei, der - auch nicht indirekt - weder den Rat noch das Ersuchen an die amerikanischen Behörden enthalte, ihre Devisenmarktinterventionen wiederaufzunehmen. Auf eine Bemerkung des Vorsitzenden in bezug auf das vom Ausschuss erhaltene Mandat räumt Herr Pöhl ein, dass es nützlich sein könne, den Ministern einerseits den in den USA eingetretenen Wandel, d.h. die Aufgabe der Wechselkurs- und Zinspolitik und die starke Betonung der Geldmengensteuerung, und andererseits die Auswirkungen zu erläutern, die diese Veränderungen auf die Kapitalströme und -märkte und auf die Devisenmärkte gehabt hätten.

Herr Ciampi hält die Ausarbeitung, über die bereits im Mai diskutiert worden sei, insgesamt für gut. Wenn man einige Aeusserungen des heutigen Tages berücksichtigen wolle, so könne man den zweiten Absatz kürzen und ihn mit dem dritten zusammenfassen. Ueberdies wäre es wichtig, die amerikanischen Behörden nicht nur auf die schädlichen Folgen der erratischen Schwankungen der New Yorker Geldmarktsätze (die im vorletzten Absatz der Ausarbeitung auf S. 4 angesprochen würden) aufmerksam machen, sondern auch auf das sehr hohe durchschnittliche Niveau dieser Zinsen.

Herr Zolotas hält die Ausarbeitung ebenfalls für gut und nützlich für die Minister, wobei man eventuell einige geringfügige Aenderungen anbringen könnte. Man könnte beispielsweise vorab die Gründe für das geplante Vorstelligwerden bei den Amerikanern nennen, also die beherrschende Rolle der USA in der Weltwirtschaft und die Folgen, die deren Binnenwirtschaftspolitik für die anderen Länder und insbesondere für Europa hätten.

Herr Zolotas teilt nicht die Ansicht von Herrn Pöhl über die amerikanische Haltung gegenüber Devisenmarktinterventionen; seiner Meinung nach müsste die amerikanische Notenbank zur Kursglättung intervenieren, wenn der Dollarkurs zu steil und schnell steige, und auch dann, freilich in entgegengesetzter Richtung, wenn der Dollar sich abschwäche. Die

Federal Reserve könnte dadurch die fast ständig ungeordneten Verhältnisse an den Devisenmärkten, die vornehmlich durch ihre Geldpolitik entstanden, ändern oder solchen vorbeugen. Die USA betrieben, wenn nunmehr auch indirekt, eine Zinspolitik, deren Ziel es sei, die Geldmenge tagtäglich zu steuern. Vieles deute darauf hin, dass eine weniger kurzfristig ausgerichtete Zinspolitik gleichwertige Ergebnisse hinsichtlich der Geldmengenentwicklung zeitigen würde, bei gleichzeitig niedrigeren sowie weniger erratischen und ständig die Richtung ändernden Zinsen.

Herr Murray hält die Ausarbeitung für gut und ausgewogen. Sie rate den Ministern ab, gegen die amerikanische Politik zu Felde zu ziehen und warne vor zu grossen Hoffnungen auf einen Erfolg. Im zweiten Absatz der Ausarbeitung sei mit der neuen amerikanischen Haltung gegenüber Interventionen eine offenkundige Tatsache erwähnt und keine versteckte Aufforderung enthalten, die Interventionen wiederaufzunehmen. Er pflichte seinen Kollegen bei, dass die innerhalb des EWS bestehenden Probleme nicht ausschliesslich auf die amerikanische Politik zurückzuführen seien und man daher bei der Darlegung der Ansichten des Ausschusses diesbezüglich keinen falschen Eindruck erwecken dürfe.

Herr Lamfalussy ist der Auffassung, dass der Text der Ausarbeitung nicht geändert werden sollte, denn er sei sehr geschickt abgefasst und vermeide zweierlei: einmal, wie Herr Pöhl hervorgehoben habe, zuviel zu sagen und sich lächerlich zu machen (in der Tat zeige die Ausarbeitung den Amerikanern keine Alternative auf, und selbst wenn sie das getan haben sollte, so wäre das Ergebnis bestimmt dasselbe); andererseits hüte sie sich davor, wie Herr Zijlstra gesagt habe, zu den grundlegenden wirtschaftspolitischen Änderungen in den USA (Einsatz operationeller Techniken der Federal Reserve und Einstellen von Devisenmarktinterventionen), die Ausdruck einer - die Auswirkungen der amerikanischen Geldpolitik auf die übrigen Länder nicht beachtenden - politischen Grundhaltung seien, völlig zu schweigen.

Herr Boyer de la Giroday teilt dem Ausschuss mit, dass die Erklärungen, die Herr Ortoli im Rat der Wirtschafts- und Finanzminister am 15. Juni abzugeben beabsichtige, den in der Ausarbeitung der Gouverneure enthaltenen Ausführungen sehr nahe kämen. Er verweist darauf, dass die von der amerikanischen Notenbank im November 1978 eingeleitete aktive Interventionspolitik ein sehr günstiges Echo in Europa und insbesondere in Deutschland gefunden habe und dass man deshalb angesichts einer neuen

Sachlage seine Meinung darüber ändern könne, ob Interventionen an den Devisenmärkten angezeigt seien oder nicht.

Der Vorsitzende schliesst die Aussprache des Ausschusses mit der Bemerkung, dass er bei seiner mündlichen Stellungnahme im Rat von der Ausarbeitung ausgehen, aber auch bestrebt sein werde, die Auffassungen und abweichenden Betrachtungsweisen der Zentralbankpräsidenten zu berücksichtigen.

2. Prüfung und Verabschiedung einer Note zuhanden der Minister nach der Aussprache im Ausschuss über die Berichte Nr. 46 und Nr. 47 der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn Heyvaert

Der Vorsitzende ruft in Erinnerung, dass der Ausschuss übereingekommen war, dem Rat eine kurze schriftliche Ausarbeitung zu übergeben, in der auf der Basis der Arbeiten der "Gruppe Heyvaert" die Schlussfolgerungen der Zentralbankpräsidenten in bezug auf zwei technische Fragen enthalten sind, die die Notenbanken aufgrund des vom Rat erteilten Mandats untersucht haben.

Herr Loehnis erklärt, die Stellvertreter hätten am Sonntagmorgen die Note vom 14. Juni 1981 auf der Basis eines Entwurfs vom 2. Juni abgefasst. Dieser sei vom Sekretariat anhand der Berichte Nr. 46 und Nr. 47 und auf der Grundlage eines ersten Gedankenaustausches zwischen den Gouverneuren vom Mai vorbereitet worden. Die wenigen von den Stellvertretern am Entwurf vom 2. Juni vorgenommenen Aenderungen bezweckten im wesentlichen:

- deutlich zu machen, dass die Einführung einer einzigen Swaplinie zwischen der Federal Reserve und dem EFWZ unter den gegenwärtigen Umständen von keinerlei praktischem Nutzen wäre und auch unter günstigeren Umständen (aus währungspolitischen Ueberlegungen und praktischen Gründen heraus) auf grundsätzliche Vorbehalte seitens einiger Zentralbanken stossen würde;
- hinsichtlich der Möglichkeit einer Verbesserung oder Formalisierung der für intramarginale Interventionen in Gemeinschaftswährungen geltenden Ad-hoc-Absprachen zwischen den einzelnen Standpunkten der Zentralbankpräsidenten zu unterscheiden, von denen einige bereit seien, von dieser Möglichkeit zu gegebener Zeit Gebrauch zu machen, während andere der Beibehaltung des derzeitigen pragmatischen Status quo den Vorzug gäben.

Herr Murray erklärt sich mit der Note einverstanden, erinnert aber zugleich an seinen im Mai geäußerten Wunsch, dass die Frage der intramarginalen Interventionen der Gemeinschaftswährungen eingehend diskutiert werde; er hoffe, dass eine solche Aussprache, wenn nicht im Juli, so doch in einer nicht zu fernen Zukunft stattfinden könne.

Der Vorsitzende nimmt den Wunsch von Herrn Murray zur Kenntnis und stellt das allgemeine Einverständnis des Ausschusses zum Inhalt der Note fest, die den Finanzministern in der Ratssitzung am 15. Juni 1981 in Luxemburg übergeben wird.

IV. Weitere Fragen innerhalb der Zuständigkeit des Ausschusses

Dem Ausschuss werden keine anderen Fragen zur Behandlung vorgelegt.

V. Zeit und Ort der nächsten Sitzung

Die nächste Ausschusssitzung findet am Dienstag, dem 14. Juli 1981, um 10 Uhr in Basel statt.

Ausschuss der Präsidenten  
der Zentralbanken der Mitgliedstaaten  
der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft

14. Juni 1981

Vertraulich

Uebersetzung

KURZBERICHT UEBER DIE ENTWICKLUNG AUF  
DEN DEVISENMAERKTEN DER AN DER KONZERTATION  
BETEILIGTEN ZENTRALBANKEN

---

MAI 1981

---

Der vorliegende Bericht gibt einen Ueberblick über die Entwicklung auf den Devisenmärkten der Länder der an der Konzertation beteiligten Zentralbanken\* und über deren Interventionen im Mai und in den ersten Junitagen 1981.

I. ENTWICKLUNG DER WECHSELKURSE

Die Devisenmärkte zeichneten sich im Mai durch hochgradige Unbeständigkeit aus. Als wichtigste Entwicklungen lassen sich kurz zusammengefasst nennen:

- die fortdauernde Festigung des US-Dollars gegenüber allen wichtigen Währungen mit Ausnahme des kanadischen Dollars;
- der starke Verkaufsdruck, der in den beiden Wochen nach den französischen Präsidentschaftswahlen auf dem französischen Franken lastete.

Für die Festigkeit des US-Dollars waren mehrere Faktoren verantwortlich. Zu diesen gehören erstens die positive Antwort der Devisenmärkte auf die Entschlossenheit der Reagan-Administration, die Probleme der US-Wirtschaft zu lösen, während viele andere Industrieländer weiterhin Schwierigkeiten haben, eine glaubwürdige Politik durchzusetzen, zweitens

---

\* Zentralbanken der EWG, Norwegens, Schwedens, der Schweiz, Japans, Kanadas und der USA.

die günstige Leistungsbilanzposition gegenüber den meisten anderen Industrieländern, drittens die restriktive Geldpolitik, in deren Gefolge das sehr starke Gefälle zwischen den US-Zinssätzen und den Zinssätzen in den meisten anderen Industrieländern bestehen blieb. Ende Mai lagen die amerikanischen Prime Rate-Sätze bei 20%, also um rund 2% höher als Ende April; am gleichen Tage waren die Dreimonatssätze für Eurodollar um rund 10 1/4 bzw. 8 und 5 1/4% höher als die japanischen, die Schweizer und die deutschen Sätze. Infolge der oben erwähnten Faktoren verbesserte sich der US-Dollar im Mai gegenüber den meisten Währungen beträchtlich. Der durchschnittliche Anstieg gegenüber den EWS-Währungen betrug 5,1%; gegenüber anderen wichtigen Währungen zog der US-Dollar an

- um 4,0% gegenüber dem japanischen Yen,
- um 3,6% gegenüber dem Pfund Sterling,
- um 2,5% gegenüber dem Schweizer Franken.

Die Verbesserung des US-Dollars gegenüber dem kanadischen Dollar fiel mit 0,4% bedeutend schwächer aus.

Innerhalb des EWS herrschten in der ersten Maiwoche, mit einer durchschnittlichen Bandbreite von rund 1 3/4%, ziemlich stabile Verhältnisse. Nach den französischen Präsidentschaftswahlen kam es jedoch innerhalb des Systems zu Spannungen, und während der darauffolgenden zwei Wochen nahm das Band seine ganze Breite ein, wobei der französische Franken die schwächste Position innehatte. Als Folge verschiedener Stützungsmaßnahmen seitens der französischen Behörden verbesserte sich danach der französische Franken innerhalb des Systems, und die Spannungen liessen nach, wobei sich das Band nahezu die ganze letzte Maiwoche hindurch auf weniger als 1 3/4% verengte.

Obwohl die D-Mark während der meisten Zeit des Monats stärkste Währung im EWS war, war sie dennoch sehr schwach gegenüber der amerikanischen Währung und erreichte am 27. Mai ein Vierjahrestief. Diese Entwicklung war teilweise auf die grosse Dollarnachfrage gegen französische Franken zurückzuführen, die den Kurs des französischen Frankens gegen D-Mark auf den unteren Interventionspunkt drückte. In der Folge hiervon kam es zu umfangreichen DM/FF-Interventionen der Bundesbank und der Bank von Frankreich. Die dem Markt zugeführten D-Mark wurden zum grossen Teil anschliessend in US-Dollar konvertiert, wodurch der Kursanstieg des Dollars gegen französische

Franken auch auf die D-Mark übertragen wurde. Infolge der besonderen Bedeutung, welche die US-Dollar/D-Mark-Relation am Markt hat, übertrug sich der Kursanstieg schliesslich auch auf die anderen Märkte.

Ungeachtet der scharfen Schwankungen in den amerikanischen Zinssätzen blieben die deutschen Zinssätze ziemlich stabil. Die Bundesbank intervenierte in grossem Masse in US-Dollar, konnte aber damit aufgrund des oben dargestellten Zusammenhangs den Kursanstieg des Dollars nur bremsen, nicht jedoch umkehren.

Nach den französischen Präsidentschaftswahlen fiel der französische Franken auf die untere Grenze des Gemeinschaftsbandes und überschritt auch die Abweichungsschwelle. Die französische Währung stand während der folgenden zwei Wochen unter sehr starkem Druck und blieb am unteren Rand des Systems. In diesem Zeitraum kam es seitens der Behörden zu einer Reihe von Massnahmen zwecks Stützung des französischen Frankens. Neben den sehr umfangreichen Interventionen der Bank von Frankreich und der Bundesbank gehörte zu den Stützungsmassnahmen auch eine Verschärfung der Geldpolitik sowie der Devisenkontrollen. Der Satz der Bank von Frankreich für Interventionen am Geldmarkt (der "Leitzinssatz") wurde schrittweise auf eine Rekordhöhe von 22% angehoben, und die Sätze für Tagesgeld erreichten 20%. Zudem wurden die Reserveanforderungen für die Geschäftsbanken erhöht und die Reservehaltung von 5% für Einlagen von Gebietsfremden ausgesetzt. Zu den spezifischen Devisenkontrollmassnahmen gehörten die Einführung eines Marktes für "Investitionswährungen" und weitere Beschränkungen für Termindeckungsgeschäfte. Im Anschluss an diese Massnahmen liess der Druck auf den französischen Franken nach, und er bewegte sich im Gemeinschaftsband steil aufwärts. Am Ende des Monats lag der französische Franken knapp unterhalb der Mitte des Gemeinschaftsbandes, während sein Abweichungsindikator (mit 35) sich weit innerhalb der Schwelle hielt.

Mit der Unterstützung von begrenzten Interventionen konnte sich der holländische Gulden den ganzen Monat hindurch ständig etwa in der Mitte der oberen Hälfte des Gemeinschaftsbandes behaupten.

Der belgische Franken zeigte die gleiche Verfassung, die er seit Mitte April aufgewiesen hatte, und stand während des ganzen Monats Mai nicht unter Druck. Infolgedessen war die Belgische Nationalbank in der Lage, am Markt Fremdwährungen per saldo anzukaufen sowie mit Wirkung



vom 28. Mai den Diskontsatz von 14 auf 13% und den Normalsatz für Ueberziehungen von 16 auf 15% herabzusetzen.

Die dänische Krone musste in der ersten Maiwoche in bescheidenem Umfang gestützt werden, festigte sich aber danach und bewegte sich während der restlichen Zeit des Monats innerhalb einer relativ schmalen Spanne um die Mitte des Gemeinschaftsbandes.

Das irische Pfund hielt sich etwa in der Mitte der unteren Hälfte des Gemeinschaftsbandes, doch waren zu seiner Stützung erhebliche Interventionen erforderlich. Die Schwäche des irischen Pfundes beruhte in erster Linie auf dem hohen Leistungsbilanzdefizit.

Obwohl die italienische Lira innerhalb der Mitte und der Höchstgrenze der oberen Hälfte des Gemeinschaftsbandes von 2,25% schwankte, war sie tendenziell schwach. Am 28. Mai erreichte die italienische Währung gegenüber dem US-Dollar einen historischen Tiefstand. Die Schwäche der Lira beruhte in der Hauptsache auf der Verschlechterung der Leistungsbilanzposition und politischer Unsicherheit. Neben ziemlich umfassenden Interventionen wurde die Lira durch eine weitere Anhebung der Zinssätze und die Einführung eines Importdepots gestützt. Im Rahmen der letztgenannten Massnahme müssen italienische Gebietsansässige 30% des Wertes von Auslandsüberweisungen auf einem nichtverzinslichen Konto auf drei Monate festlegen.

Obwohl sich das Pfund Sterling um rund 1,4% gegenüber den EWS-Währungen verbesserte, schwächte es sich gegenüber dem US-Dollar um 3,6% ab.

Der japanische Yen bewegte sich parallel zum Pfund Sterling und festigte sich gegenüber den EWS-Währungen, ging aber gegenüber dem US-Dollar um 4,0% zurück.

Der Schweizer Franken, dessen traditionelle Rolle als alternatives Wertaufbewahrungsmittel einmal mehr anerkannt wurde, verbesserte sich um rund 2 1/2% gegenüber den EWS-Währungen, gab aber gegenüber dem US-Dollar um 2,5% nach.

Die griechische Drachme ging um 5,3% gegenüber dem US-Dollar und um durchschnittlich 0,3% gegenüber den EWS-Währungen zurück.

Der Index der effektiven Wechselkurse wurde sowohl für die schwedische Krone als auch für die norwegische Krone stabil gehalten; beide Währungen festigten sich gegenüber den EWS-Währungen, schwächten

sich aber gegenüber dem US-Dollar ab. Dank den fortdauernden Devisenzuflüssen nach Schweden konnte die Schwedische Reichsbank per saldo Fremdwährungen am Markt ankaufen.

Der kanadische Dollar schwankte gegenüber dem US-Dollar innerhalb einer schmalen Spanne und schwächte sich im Verlauf des Monats um nur 0,4% ab. Demzufolge festigte sich die kanadische Währung gegenüber den anderen wichtigen Währungen erheblich.

## II. INTERVENTIONEN IN US-DOLLAR

Im Mai kam es zu erheblich umfangreicheren Interventionen in US-Dollar als im April. Insgesamt stellten sich die Nettoverkäufe von US-Dollar auf US-\$ 4,9 Mrd., verglichen mit US-\$ 2,3 Mrd. im April. Die Bruttoverkäufe beliefen sich auf US-\$ 5,9 Mrd. (gegenüber US-\$ 3,5 Mrd. im April), während die Bruttokäufe US-\$ 1,0 Mrd. ausmachten (gegenüber US-\$ 1,2 Mrd. im April). Mit Ausnahme der Belgischen Nationalbank, die per saldo in geringem Umfang Dollar ankaufte, waren alle für die EWS-Währungen verantwortlichen Zentralbanken Nettoverkäufer von Dollar. Die bedeutendsten Nettoverkäufer waren die Deutsche Bundesbank, die Bank von Italien und, in bescheidenerem Masse, die Bank von Frankreich. Relativ gesehen waren auch die Nettodollarverkäufe der Zentralbank von Irland umfangreich. Ausserhalb des EWS war die Schwedische Reichsbank der einzige nennenswerte Dollarkäufer.

Wie im April nahm die Federal Reserve Bank auch im Mai keinerlei Interventionen am Markt vor.

## III. INTERVENTIONEN IN GEMEINSCHAFTSWÄHRUNGEN

Die Nettointerventionen in Gemeinschaftswährungen stellten sich auf umgerechnet US-\$ 5,4 Mrd.; sie waren somit erheblich höher als die gesamten Interventionen im Monat April (US-\$ 2,2 Mrd.). Diese Interventionen fanden fast ausschliesslich (in Höhe von US-\$ 5,0 Mrd.) an den bilateralen Interventionspunkten zwischen der D-Mark und dem französischen Franken statt, als dieser während der mittleren zwei Wochen des Monats unter

starken Druck geriet. Die Bank von Frankreich deckte den grössten Teil der Interventionen mittels der sehr kurzfristigen Finanzierung.

\* \* \*

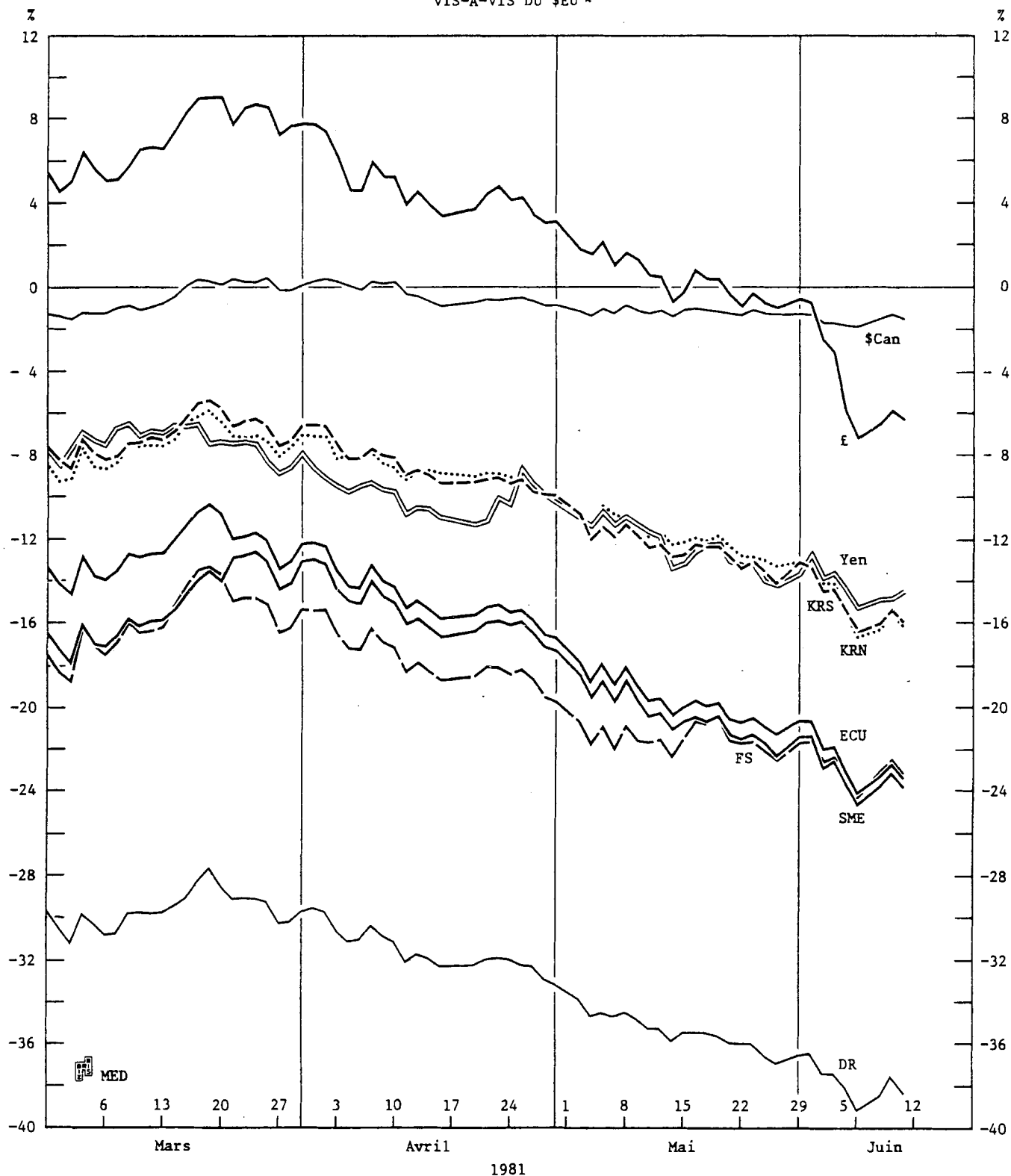
Die Devisenmärkte waren in der ersten Junihälfte äusserst unbeständig. Im Verlauf dieses Zeitraums verbesserte sich der US-Dollar gegenüber allen wichtigen Währungen. Die fortdauernde Stärke des US-Dollars war unter anderem auf die festen Eurodollarzinssätze sowie auf Befürchtungen hinsichtlich der politischen Lage in Polen und im Nahen Osten zurückzuführen. Gegenüber den EWS-Währungen verzeichnete der US-Dollar einen durchschnittlichen Kursgewinn von 3,2%, doch gegenüber dem Schweizer Franken und dem japanischen Yen zog er nur um 1,5 bzw. 0,5% an. Spektakulärer indessen war der Kursanstieg des US-Dollars - mit 6,0% - gegenüber dem Pfund Sterling, das sich damit gegenüber allen wichtigeren Währungen erheblich abschwächte. Der Kursverlust des Pfund Sterling gegenüber den EWS-Währungen betrug durchschnittlich 2,7% und gegenüber dem Schweizer Franken und dem japanischen Yen 4,3 bzw. 5,3%. Negativ wirkten sich auf das Pfund Sterling unter anderem das hohe ungünstige Zinsgefälle gegenüber dem US-Dollar, der nachgebende Oelpreis und die möglicherweise zu erwartende Verschlechterung der Leistungsbilanz aus.

Das EWS blieb weiterhin frei von Spannungen. Während des gesamten Zeitraums veränderten sich die relativen Positionen der Währungen nur wenig, doch erweiterte sich das Band etwas, und zwar von 1,73 auf 1,86%. Am Freitag, dem 12. Juni, senkte die Belgische Nationalbank ihren Satz für Sonderdarlehen von 17 auf 16%.

Die Nettointerventionen in Form von US-Dollar-Verkäufen beliefen sich auf rund \$ 1,0 Mrd. Die bedeutendsten Nettoverkäufer waren die Bank von Italien und die Bank von England. Die Interventionen in Gemeinschaftswährungen waren ganz geringfügig; sie bestanden hauptsächlich aus DM-Rückkäufen der Bank von Frankreich innerhalb der Margen.

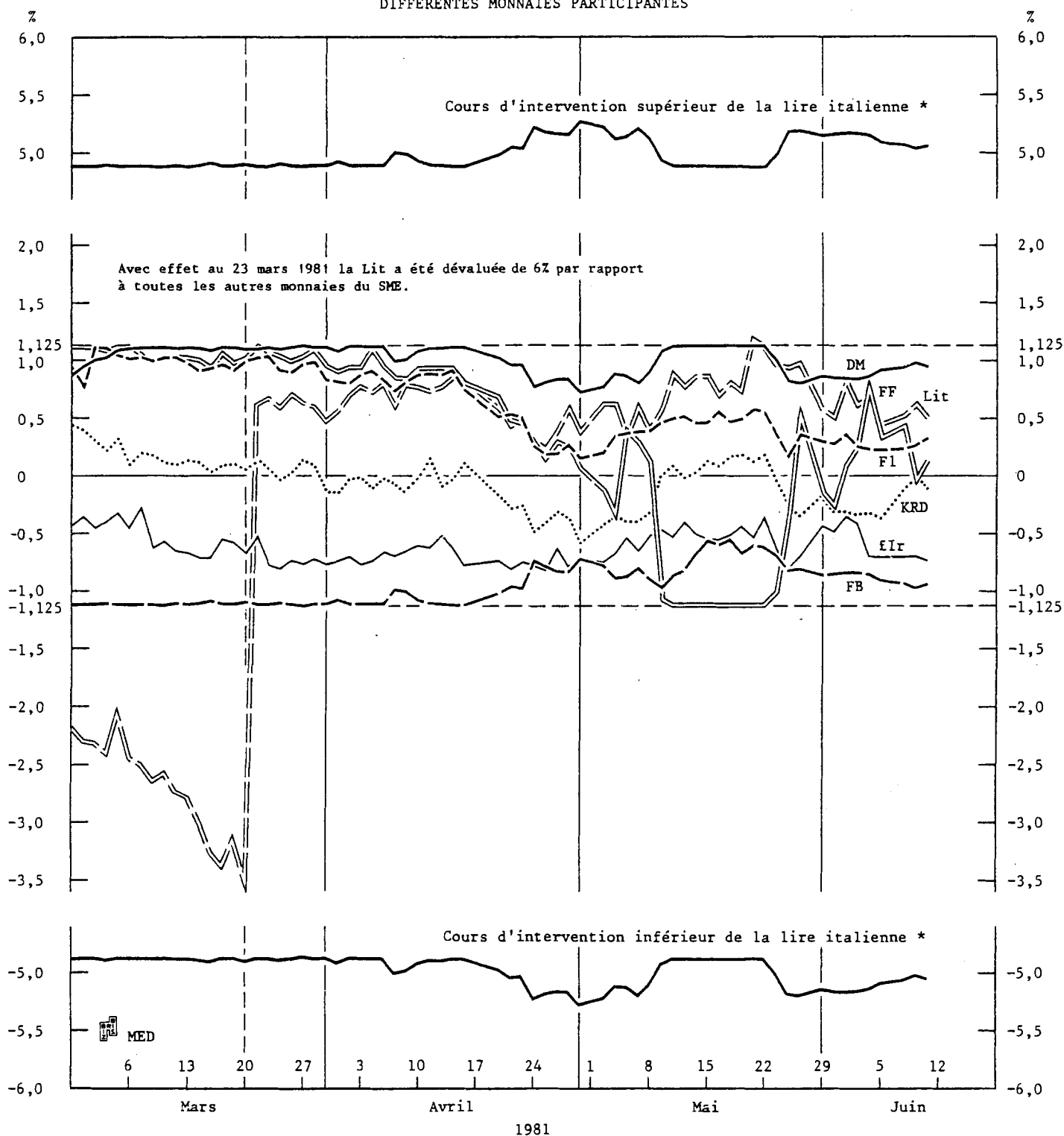
EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU SME  
 ET DES MONNAIES DES AUTRES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA  
 CONCERTATION SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 28 DECEMBRE 1978

VIS-A-VIS DU \$EU \*



\* ECU 1,37773; £ 0,48040; \$Can 1,18652; FS 1,6215; Yen 193,30; KRS 4,2850; KRN 4,9910; DR 36,0500; cours médian des monnaies participant au SME 1,3806. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25%, exprimés en dollar EU, qui se sont éloignés le plus de leurs cours pivots bilatéraux actuels.

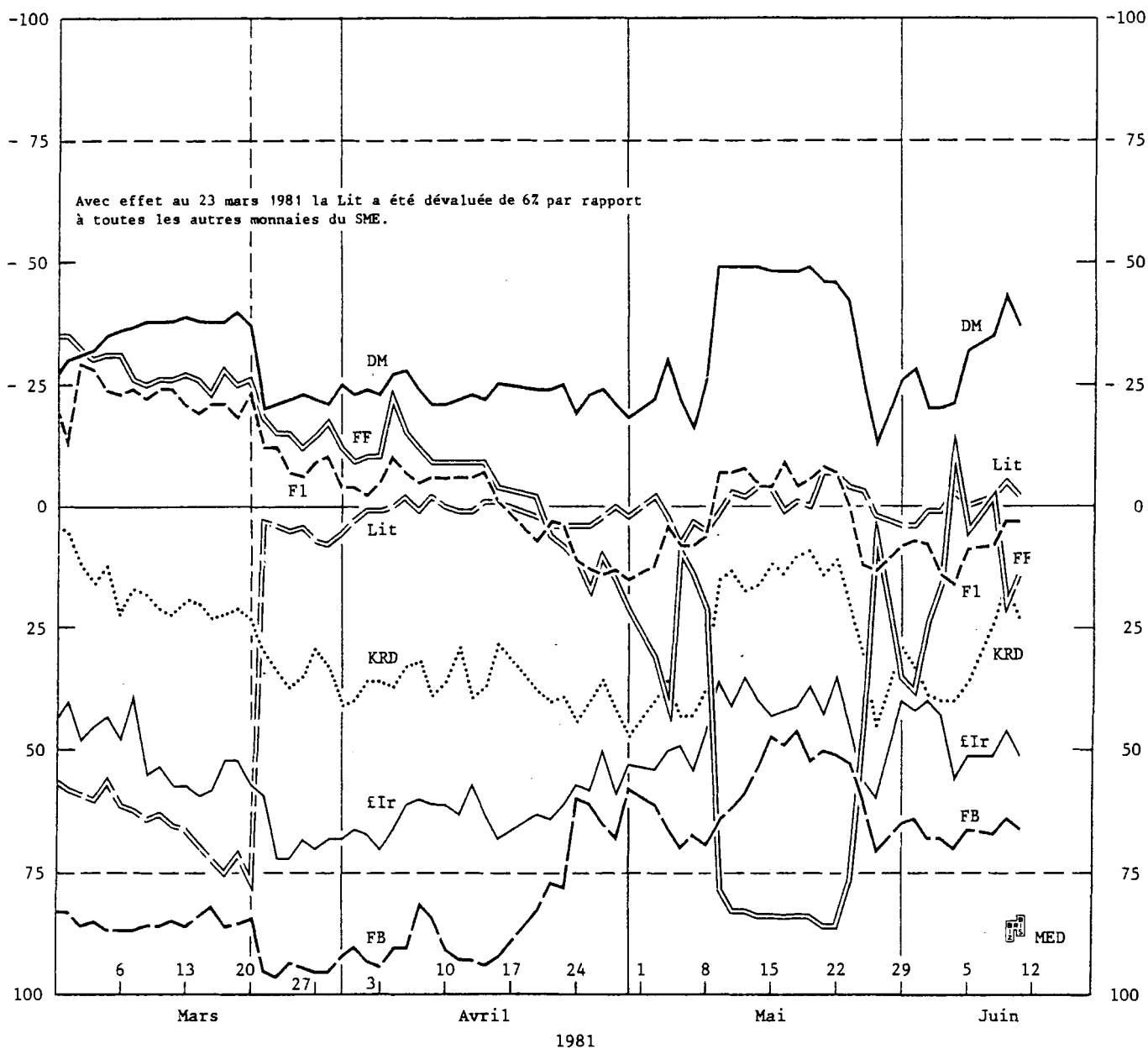
MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME  
CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES  
DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



\* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de  $\pm 2,25\%$ .

11 juin 1981

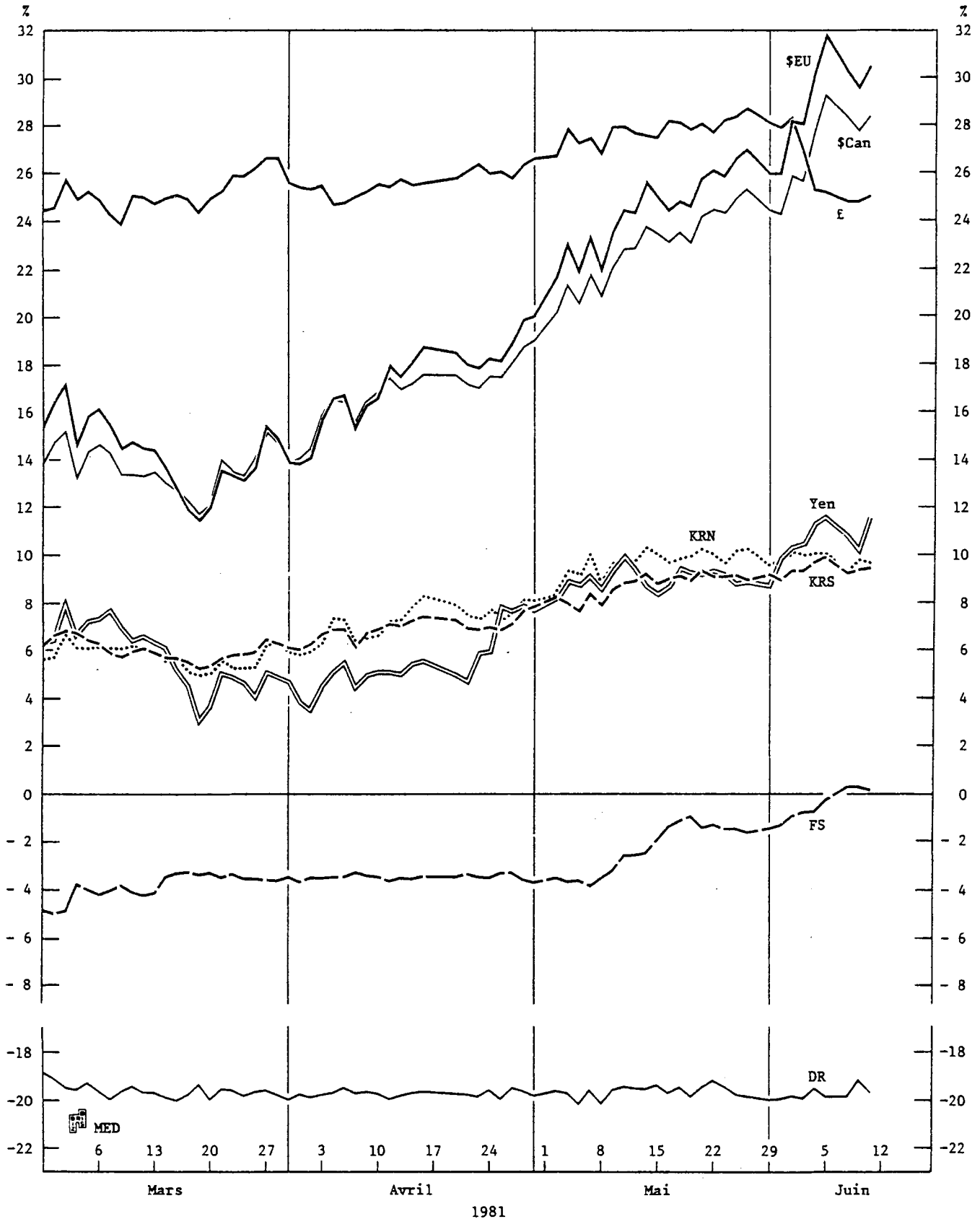
## EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE \*



\* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU dans chaque monnaie peut s'apprécier ou se déprécier par rapport à son cours-pivot ECU; il est exprimé par  $\pm 100$ , le seuil de divergence étant  $\pm 75$ . Les données qui ont servi de base à l'établissement de ce graphique sont les cours de l'ECU exprimés en termes de diverses monnaies, cours qui sont toutefois corrigés des effets des fluctuations de la lire italienne et de la livre sterling au-delà de la marge de 2,25% vis-à-vis des autres monnaies participant au SME.

11 juin 1981

EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING ET DES MONNAIES TIERCES DES BANQUES  
CENTRALES PARTICIPANT A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU  
SUR LA BASE DES COURS DU MARCHE RELEVES LE 28 DECEMBRE 1978 \*



\* £ 0,677119; \$EU 1,37773; \$Can 1,63377; FS 2,23280; Yen 266,00; KRS 5,88910; KRN 6,88210; DR 49,6672.