1-003
PRÉSIDENCE DE MME BERÈS

(La réunion est ouverte à 15.10)

1-004
La Présidente. – Chers collègues, bienvenue, Monsieur le Président de la Banque centrale, bienvenue dans cette réunion. Je crois que nous prenons notre rythme de croisière et nous sommes toujours impatients d'entendre vos propos.

Sans plus attendre, je vous donne la parole pour votre exposé liminaire.

1-005
Jean-Claude Trichet, *BCE***.** – Madame la Présidente, Mesdames et Messieurs les membres de la commission économique et monétaire, je me réjouis de paraître devant votre commission aujourd'hui et de poursuivre ainsi ce dialogue régulier.

Vous connaissez le rôle important que jouent nos rencontres trimestrielles dans le contexte de la responsabilité de la Banque centrale européenne vis-à-vis de vous-mêmes et de nos concitoyens et nous y attachons une très grande importance.

Je commencerai mon discours avec une évaluation de la situation économique et monétaire.

1-006
Aus Anlass des unlängst erfolgten Beitritts von drei neuen Mitgliedstaaten zum Wechselkursmechanismus 2 möchte ich sodann auch kurz zu diesem Thema Stellung nehmen.

1-007
Jean-Claude Trichet, BCE. - I shall start with the economic and monetary developments. Recent data confirm that some of the downward risks to economic growth identified in the past, in particular those related to persistently high oil prices, have partially materialised over the last few months. According to Eurostat's flash estimate, real GDP rose by 0.5% quarter on quarter in the first quarter of 2005. While this compares favourably with the 0.2% increase observed in the previous quarter, the apparent improvement largely reflects technical factors related to working day adjustments to the data. Taking those factors into account, the recent available indicators of economic activity suggest that the modest growth observed in the second half of 2004 will continue in the first half of 2005, with no clear signs, as yet, of a broadening or strengthening of the growth dynamic.

Looking further ahead, investment is expected to continue to benefit from robust earnings, improvements in business efficiency and very favourable financing conditions. On the external side, euro area exports should continue to benefit from global economic growth. Accordingly, we expect continued, relatively moderate economic growth in the euro area in 2005 and 2006. This picture, as you know, is broadly in line with all available forecasts from international and private sector organisations.

The outlook for economic activity continues to be surrounded by relatively high uncertainty. On the domestic side, uncertainties relate in particular to the evolution of private consumption in relation to consumer confidence. On the external side, persistently high oil prices and continued global imbalances pose downside risks to growth. With regard to those global imbalances, let me note that I fully trust that they can be progressively alleviated only by embarking actively on the homework that has to be done in all G7/G3 economies, in particular by correcting the lack of savings in the US and implementing structural reforms in Europe.

Let me add that the ECB is also of the view that – and I myself have signed the G7 communiqués issued since the Boca Raton meeting at the beginning of last year, and they all stress this point – the currencies of a number of Asian emerging countries are undervalued against major international currencies, in particular the euro and the dollar. This is the case not only of the Chinese currency but also, as I said, of a number of emerging Asian currencies.

Turning to price developments in the euro area, according to Eurostat, annual HICP inflation was 2.1% in April, unchanged from the previous two months. Over the coming months, annual HICP inflation rates are likely to remain around current levels, partly reflecting upward pressure on energy prices stemming from oil price increases. As regards the labour market, wage increases have remained contained over recent quarters and, in the context of moderate economic growth and weak labour markets, this trend should continue for the time being. Overall, we continue to see no significant evidence of underlying domestic inflationary pressures building up in the euro area. This picture is broadly in line with forecasts recently released by international and private sector organisations.

However, there continue to be upside risks to price stability over the medium term and these risks warrant continued vigilance. Risks are associated mainly with oil price developments and potential second-round effects stemming from wage and price-setting behaviour. In this respect, responsibility on the part of the social partners remains important.

Our monetary analysis also calls for vigilance regarding upside risks to price stability over the medium to longer term. After moderating in the first half of 2004, monetary and credit growth remain strong, reflecting the stimulative effect on monetary dynamics of the historically low level of interest rates in the euro area. As monetary dynamics over the past year have mainly been driven by developments in the most liquid components of M3, this continues to signal upside risks to price stability in the medium to longer term. Moreover, strong monetary and credit growth – in particular the marked growth observed in loans for house purchases – require careful monitoring.

In the context of relatively contained underlying inflationary pressures, the ECB has left its key interest rates unchanged since June 2003. The low level of nominal and real interest rates has provided significant and continued support to the economic recovery. Cross-checking the indications of the economic analysis with those of the monetary analysis supports the case for continued vigilance with regard to those risks.

I would now like to make some remarks on inflation and growth disparities in the euro area and how they may be relevant for the conduct of monetary policy.

Inflation dispersion in the euro area declined throughout the 1990s. Since the introduction of the euro, it has broadly stabilised at a low level similar to those observed in other long-standing monetary unions, such as the United States of America. Over the same period, the dispersion in real economic growth has been in line with its historical values. Although dispersion has increased somewhat in the last few quarters, particularly as regards the four largest euro area economies, it is not exceptional from a historical perspective.

Differentials in growth and inflation across regions and sectors are a standard feature of vast currency areas around the world. They are a natural product of the continuous readjustment of relative prices and quantities in a market economy. At the same time, the persistence of differentials across the euro area is a matter that needs to be addressed. To some extent, this is a reflection of deep-seated structural inefficiencies, such as nominal and real rigidities in labour and product markets. Such structural differences call for appropriate national policies with a view to achieving a high degree of flexibility and adaptability in the institutions and market structures of all economies.

In line with its mandate, as laid down in the Treaty, the ECB focuses on maintaining price stability in the euro area as a whole. The ECB's internal work, analysis and assessment of economic information, its policy discussions and its deliberations are directed at achieving its primary objective for the entire currency union. While limiting inflation and growth differentials cannot form an objective for the ECB's monetary policy, it is necessary for the ECB to assess the underlying causes of such differentials. Monitoring national and sectoral developments is key to understanding the underlying trends in the euro area as a whole with a view to formulating the most appropriate monetary policy response. Consequently, the ECB regularly reviews and analyses all relevant information relating to the various sectors and countries of the euro area. In this respect, particular attention must be paid to the evolution of competitiveness indicators, in particular of unit labour costs in the various national economies. These indicators are key in a single currency area where realignments are excluded by definition.

The ECB's quantitative definition of price stability, its high degree of credibility and its focus on the achievement of its primary objective have enabled it to control inflation and to anchor inflation expectations in the euro area at a very low level in *all* countries of the euro area. I insist on *all countries* so that the dispersion of inflationary expectations is much more modest than the dispersion of observed inflation. This has resulted in low interest rates and extremely favourable financing conditions to the benefit of all euro area economies. Moreover, by anchoring inflation expectations and increasing transparency, monetary policy contributes to the adjustment of relative prices and facilitates the role of such prices in guiding the allocation of resources across countries and sectors.

Let me turn briefly to fiscal policies and the Stability and Growth Pact. While a few countries succeed in maintaining sound budgetary positions, developments in many euro area Member States remain disappointing. Unless additional measures are taken, it is looking increasingly unlikely that those countries will reduce their deficits this year below the reference value of 3% of GDP or prevent them from exceeding that level. In the meantime, the indebtedness of euro area governments as a percentage of GDP has again increased.

It is therefore essential that consolidation be given the highest priority in the countries concerned and that the reformed Stability and Growth Pact be implemented in a strict and timely manner to ensure a rapid return to sound budgetary positions. This is primarily in the interests of the countries themselves, especially in view of the increasing pressure being placed on government budgets by ageing populations.

Let me turn briefly to the Lisbon Strategy. I would like to take this opportunity to stress again the need to implement structural reforms in Europe. These reforms should be aimed at realising a more dynamic and competitive economy with flexible labour, product and financial markets, allowing production factors to adjust more rapidly to a constantly changing environment. We are faced with the unavoidable challenges arising from an ongoing deepening in the global division of labour, a fast process of technological change and the ageing of the European population. The appropriate response is to create the conditions which will allow both firms and workers to deal with these challenges in the most effective and efficient manner, thereby ensuring a high level of output growth and job creation in the longer run.

The recent relaunch of the Lisbon Strategy at the spring European Council meeting has rightly refocused policy priorities on the drivers of growth and employment. This needs a strong commitment to well-designed and comprehensive structural reforms, the benefits of which are efficiently explained to the public. By undertaking the measures and convincing the public in this way, Europe will succeed in both improving the economic outlook and sustaining the welfare and prosperity of European citizens.

Let me turn briefly to Exchange Rate Mechanism II. A little more than a year has now elapsed since ten new

Member States joined the European Union, and their economic integration has been progressing at an impressive pace for a number of years. A number of these countries have also advanced significantly in terms of monetary integration. With effect from 2 May 2005 Cyprus, Latvia and Malta joined ERM II, bringing the number of countries participating in ERM II to seven: Denmark, plus six out of the ten newcomers. Indeed, Estonia, Lithuania and Slovenia had already decided – in June of last year – to join Denmark, as you know. The inclusion of the new currencies in the mechanism has proceeded in a very smooth and orderly manner.

Membership of ERM II for a period of at least two years and without severe tension prior to the convergence examination is a crucial element on the road to the adoption of the euro. This is not only a phase which tests Member States' eligibility to adopt the euro, but also serves those Member States' best interests. I should like to add that each individual Member State's date of entry and period of participation in the mechanism depends on its specific situation. The ECB, as well as the Commission, will continue to monitor exchange rate developments within ERM II carefully, together with all the other convergence criteria – which are all of great importance – in order to check whether convergence has been successfully implemented, which is in the interests both of the countries concerned and of the euro area. The conclusions will be presented in the convergence reports, in accordance with the Treaty.

I thank you for your attention and I am now at your disposal for questions.

1-008
La Présidente. – Merci beaucoup, Monsieur le Président, pour ce tour d'horizon très complet. M. Alexander Radwan sera le premier intervenant à s'exprimer au nom du groupe des chrétiens-démocrates, et je vous propose de procéder comme nous en avons presque pris l'habitude, c'est-à-dire avec une question d'une minute et demie et une réponse de trois minutes.

1-009
Alexander Radwan (PPE-DE). – Frau Vorsitzende! Die erste Frage betrifft den Stabilitäts- und Wachstumspakt. Sie sind ja in ihren einführenden Worten auch auf die Zahlen der Wirtschaftsentwicklung eingegangen, die einige Staaten in der Eurozone betreffen.

Im Bezug auf den Ratsbeschluss, den wir zurzeit zum Stabilitäts- und Wachstumspakt haben, und Ihre Prognosen: Welches Szenario sehen Sie zum Beispiel für Deutschland bzw. für Frankreich am Ende dieses Jahres im Zusammenhang mit der Prognose der wirtschaftlichen Entwicklung unter Anwendung des Stabilitätspakts? Wie würden Sie es gerne sehen? Sie sind ja zu Beginn auch auf die neuen Währungen eingegangen. Welche Auswirkungen sehen Sie bei der Aufnahme neuer Währungen durch den veränderten Stabilitäts- und Wachstumspakt? Was wird sich dadurch verändern?

Wir hatten ja vorher die Diskussion "3 % sind 3 %". Sehen Sie da entsprechend größeren Spielraum für die Aufnahme dieser neuen Währungen? Nachdem mit Ihnen, Herr Präsident, und unserer Ausschussvorsitzenden heute zwei Franzosen vorne sitzen, würde mich die Antwort auf die Frage interessieren, da ja am nächsten Sonntag in Ihrem Heimatland das Referendum zur Verfassung stattfindet – es gibt ja die eine Prognose, nach der die Ablehner vorne liegen –: Was erwarten Sie mit Blick auf die europäische Wirtschaft, auf die Entwicklung des Euros, sollte am Sonntag in Frankreich das Referendum negativ ausgehen?

1-010
Jean-Claude Trichet, *ECB.* **–** You know the ECB's position on the Stability and Growth Pact. It has always been the same and I have explained it to you on a number of occasions. Since the very beginning we thought we could improve the preventive arm of the pact, we thought that the corrective arm of the pact was essential for the stability and cohesion of the single currency area. We also knew, and we said from the very beginning, that we were giving our opinion to you and to others and that we would not have the capacity under the Treaty either to propose or to decide on the preventive arm of the pact. Our advice was followed and some improvements were made with regard to the preventive arm, but evidently our advice was not followed with regard to the corrective arm, and a new text has been decided. We call for that text, which is the legal consequence of the unanimous decision of the Council, to be firmly and strictly implemented, as I have said.

Three Member States of the European Union – Luxembourg, Belgium and the Netherlands – have called for a firm implementation of the text of the Stability and Growth Pact as it stands. I say the same: strict, firm implementation of that text. This is certainly true for Germany and France, the countries you mentioned; it is also true for Italy, as it is for all countries. It is true for the new countries and, as you have said, those new countries coming in have to respect the Stability and Growth Pact as it is, with firm, strict, rigorous implementation of the text. This is extremely important. The credibility of the whole European framework – certainly of the euro area and economic and monetary union – is at stake. I repeat: strict, firm implementation of the text.

As far as the Constitution is concerned, perhaps with some surprise on your part, my working assumption is that the 'yes' camp will win.

1-011
José Manuel García-Margallo y Marfil (PPE-DE). – Señor Presidente, como buen previsor -me consta que lo es-, usted trabaja dando por supuesto que en el referéndum francés habrá un "sí", pero estoy seguro de que ha considerado la hipótesis alternativa.

Si tiene en cuenta lo que está pasando, lo que ha pasado con las perspectivas financieras y el juicio desfavorable que le merece la modificación de los dos reglamentos

sobre el Pacto de Estabilidad, convendrá conmigo en que estamos en un escenario de una enorme incertidumbre.

Me gustaría saber la valoración que hace si todos estos factores resultan ser un "no" francés a la Constitución, seguido de un '"no" holandés, un "no acuerdo" sobre las perspectivas financieras para el período 2007-2013 y un cambio en los dos reglamentos que instrumentan el Pacto de Estabilidad, en el sentido de un relajamiento de la flexibilización como se apunta en los textos de la Comisión. En ese caso, ¿cuáles serían los efectos sobre el tema, prescindiendo de que todos -o, por lo menos, esta parte de la Mesa- deseemos el "sí" en Francia?

1-012

Jean-Claude Trichet, *ECB***. –** My working assumption on the referendum is that the 'yes' camp will win.

On the financial perspective and the very difficult discussions which are currently taking place, having observed the past, I am also convinced that as always it is extraordinarily difficult, but I have confidence that after due discussions between all the European institutions a solution will be found. However, I do not dispute the fact that the situation is complex.

As regards the Stability and Growth Pact, again you knew our position from the very outset and heard it from me. It never changed. We are living in a universe where we have the capacity to express our views, but there are areas in which we have no say. Since the very beginning I said that the decision would have to be taken according to the Treaty by the institutions responsible and we called upon them to be up to their responsibilities. I know that Parliament was up to its responsibility. That was very clear too.

The only thing I would say is that now we have a text. This text has been adopted unanimously in the Council. It has to be applied. It has to be implemented. Really we are in an area where it is up to the Council and the Commission to work out the appropriate regulation which would crystallise this agreement. Again, we call for strict, rigorous implementation.

You underlined that we are living in a universe where we have a number of very important issues, very important areas and files. We are used to that, because we have experienced a difficult environment in a number of respects since the very beginning of the euro. Our own duty is to be faithful to our mandate, whatever the difficult environment consists of. It is difficult, and it is probably part of our lives, and of yours and of the institutions responsible, the national governments and parliaments: we have to be faithful to our mandates, irrespective of the environment, and to deliver credibility in future price stability.

We have this credibility as I speak. I trust that we will maintain that credibility and continue to do our best to pave the way for the appropriate monetary environment for the European economy and for the euro area.

1-013

Ieke van den Burg (PSE). – I also wish to raise some issues that are very topical at the moment. The first is also the referendum: not only the one France but, also the referendum in the Netherlands, which will be held on 1 June. I wish I could be as confident as you are about your working assumption. My question is: if you take into account the possibility that there could be a 'No' vote in one or both of these founder countries, do you have working assumptions or expectations about stability and your monetary policy perspective?

My second point concerns banks: the ABN Amro/Antonveneta issue in Italy. Could you give your view on what is happening there and how banks should behave? I was embarrassed that other banks now seem to be participating in activities that appear not to be very solid.

My third point concerns hedge funds. This issue seems to be so urgent that a group of regulators trying to get a grip on the situation is now being formed. Could you also express your views on this, on the assumed risks, and on what you think the European Union and the Commission should do about hedge funds?

1-014

Jean-Claude Trichet, *ECB***. –** Firstly, I was alluding to the two referendums. I would only confirm that my working assumption is 'Yes' for both. I would also say that we have our own responsibility and we will stick to our own responsibility. As I have already said, we must deliver price stability and credibility in price stability. It is that credibility in price stability that allows the 306 million inhabitants of Europe to have the lowest market rates since World War II. If we lose any part of that credibility we would immediately see a rise in risk premiums and market interest rates, which would not be good for the financial environment or medium- and long-term market rates.

As regards banking consolidation, we are convinced that financial integration is very important for Europe as a whole: for the 25, as well as for the 12 now in the euro area. We think that, according to the European rules, a level playing field permitting this financial and banking consolidation is very important. I trust that all the decisions to be taken will be in full conformity with the European rules. Again, that is something which is very important for the smooth functioning of the euro area. We encourage all those who are responsible to go along this line.

On hedge funds, it is important to help maintain financial stability, not only in Europe, but also in the rest of the world. It is a global problem which is being discussed at a global level in the Financial Stability Forum, in the G10 – which I have the honour of chairing – and in the European institutions. The very rapid development over the last four or five years not only of hedge funds, but also of some credit derivatives, calls for a further examination and the best possible understanding of what is going on in order not to confirm any *a priori* vision, but only to understand and

then, after having understood exactly what is at stake, to draw the appropriate conclusions. We are all called upon to study this question of hedge funds and why they have developed so rapidly over the last few years. Another issue we must consider is that of what has happened to outstanding credit derivatives over the last few years.

1-015
Robert Goebbels (PSE). – Madame la Présidente, Monsieur le Président, dans la récente étude publiée par votre institution, je lis ce qui suit:

1-016
'Most euro area headline figures cannot be directly compared with those of the United States and Japan.'

1-017
En fait, aux États-Unis, la productivité du travail est calculée sans tenir compte ni du secteur public, ni de l'agriculture. L'estimation du taux de chômage exclut tous ceux qui ne sont pas disponibles chaque semaine sur le marché de l'emploi. Le PIB est largement gonflé, notamment grâce à la prise en considération des dépenses d'armement à titre d'investissement productif. Il en va de même pour les dépenses concernant les logiciels. Et puis, il y a une estimation grossière de l'impact de l'intermédiation financière. Tout cela devrait nous inciter à être prudents lorsque nous comparons les performances des États-Unis avec les performances de l'Union européenne.

Dans une étude récente de la Commission, on lit qu'en fait, seuls cinq secteurs accusent un retard de productivité dans l'Union européenne, qui demeure largement derrière celle des États-Unis. Il s'agit des secteurs suivants: intermédiation financière (grossie aux États-Unis), semi-conducteurs – réel problème –, commerce en gros, commerce de détail et agences immobilières.

Je conclus avec une étude de la Kommerzbank très récente selon laquelle:

1-018
'Overall, it is fair to say that while the US appears to be slightly ahead, the levels of productivity are actually pretty close on both sides of the Atlantic.'

1-019
Ma question est la suivante: pourquoi la Banque centrale européenne continue-t-elle de nous faire peur alors que l'Union européenne est la première puissance exportatrice au monde, ce qui n'est certainement pas le signe d'une entité économique non compétitive?

1-020
Jean-Claude Trichet, *BCE***.** – J'espère que l'on ne vous fait pas trop peur, Monsieur Goebbels. En fait, nous essayons seulement de comprendre ce qui se passe.

Premier point: je suis tout à fait d'accord avec vous sur plusieurs points, dont les différents secteurs que vous avez identifiés et dans lesquels les États-Unis ont une avance sur nous, ce qui, a contrario, veut dire que dans les autres, c'est nous qui avons une avance sur eux.

Deuxième point: certaines économies en Europe sont plus productives que l'économie américaine, tandis que d'autres le sont moins. Il y a donc déjà en Europe des résultats qui, d'une économie à l'autre, peuvent être considérés comme bons.

Troisième point: il est vrai que si l'on fait une photographie instantanée, on constate à peu près le même niveau de productivité du travail en Europe qu'aux États-Unis. On est un peu en-dessous du leur, mais seulement à peine. Ce qui, je crois, mérite en revanche d'être souligné – et si non seulement la Banque centrale européenne, mais tous les économistes, soulignent cette différence – c'est parce que depuis les années 1995-96, on constate (et cette constatation est surprenante, d'une certaine manière) une accélération des progrès de productivité du travail par heure produite et par employé aux États-Unis, tantdis qu'on observe une décélération des progrès de productivité en Europe. Ce phénomène ne remet évidemment pas en cause l'ensemble de vos remarques. C'est un phénomène récent qui remonte donc à 1995-96. Depuis les années 60 et 70, nous faisions toujours mieux que les Américains en matière de productivité du travail. Et puis tout d'un coup, on fait moins bien. Pourquoi? On n'est d'ailleurs pas encore arrivé à des conclusions définitives à ce sujet. On croit comprendre ce qui se passe aux États-Unis du fait des progrès très importants réalisés grâce aux nouvelles technologies de l'information et de la communication, et grâce également aux effets de la disparition de ce que les économistes appellent le paradoxe de Solow, c'est-à-dire le fait que les investissements dans l'informatique ne commencent à produire des résultats en matière de productivité du travail que longtemps après la réalisation des investissements. Il nous faut réfléchir encore sur ce qui se passe en Europe, sur les raisons d'un tel phénomène qui, de ce point de vue là évidemment, est très inquiétant. En effet, la croissance consiste dans la croissance démographique jointe aux progrès en matière de productivité du travail. En conséquence, si nous voulons plus de croissance, nous devons gagner en productivité du travail, ce qui est, je crois, notre objectif à tous. Nous y travaillons. Je crois qu'il est normal que nous attirions l'attention sur ce point. Tous les économistes s'interrogent sur le sujet et notre conclusion partielle est la suivante: les réformes structurelles que vous connaissez sont un des moyens d'accroître la croissance potentielle en Europe, ce qui passe par des progrès plus importants dans le domaine de la productivité du travail.

1-021
Wolf Klinz (ALDE). – Herr Präsident! Ich beglückwünsche Sie dazu, mit welcher Konsequenz, um nicht zu sagen Sturheit, Sie Ihre Unabhängigkeit auch gegenüber Rom, Berlin und Paris behaupten. Ich bedaure allerdings, dass Sie sich bei dem Referendum über den Europäischen Verfassungsvertrag genauso unabhängig verhalten. Denn ich glaube, hier zählt nicht nur das, was Sie als Ergebnis erwarten, sondern Sie könnten gute Argumente in die Debatte einbringen, die Gewicht hätten, und die die Bürger in den Niederlanden und in Frankreich möglicherweise tatsächlich zu einem

positiven Votum bringen würden. Dies nur als Kommentar.

Zwei Fragen: Ihr Kollege Issing hat vor kurzem ausgeführt und Sie haben das heute unterstrichen, dass die einheitliche Geldpolitik in Europa tatsächlich praktikabel und sinnvoll ist. Er hat das zusammengefasst unter dem Stichwort „*one fits all*". Ich hoffe, dass das nicht nur heute zutrifft, sondern auch in Zukunft Bestand haben wird. Trotzdem frage ich mich, ob die Europäische Zentralbank nicht die Refinanzierungsgeschäfte, die sie macht, wenn sie also Geld an die Geschäftsbanken ausleiht, nutzen könnte, um die notwendige Disziplin in der Fiskalpolitik der einzelnen Mitgliedstaaten zu unterstützen oder sogar dadurch zu unterstreichen, dass sie die als Sicherheit angenommenen Euro-Anleihen der jeweiligen Länder mit unterschiedlichen Abschlägen bewertet, je nach Qualität des Anleiheherausgebers.

Die zweite Frage bezieht sich auf die Wechselkurse. Herr Präsident, Sie haben immer deutlich gemacht, dass Sie sich sehr zurückhalten, um nicht zu sagen, völlig schweigen, wenn es darum geht, irgendeine Aussage bezüglich der Wechselkurse Dollar/Euro, Dollar/Yen, Euro/Yen etc. zu treffen. Sie haben aber heute davon gesprochen, dass Sie viele asiatische Währungen – vor allem auch die chinesische Währung – für unterbewertet halten. Vor diesem Hintergrund würde ich gerne von Ihnen hören, mit welcher Entwicklung Sie in den nächsten 12 bis 18 Monaten bezüglich dieser Währungen rechnen.

1-022
Jean-Claude Trichet, *ECB***. –** As regards the one-size-fits-all question, again I have to be very clear. We in the Governing Council of the ECB are running the currency of 306 million people. The federal reserve is running the currency of perhaps a slightly smaller number of people. It is a very heavy responsibility. We are in a vast continental economy and it is always the case in vast continental economies that there might be differences in inflation, or the development of growth. In the long-established single currency area of the United States of America, we all know of periods during which Texas, California, South Carolina and Massachusetts were not behaving in the same fashion and we have to know that, we have to accept that. It does not prevent the central institution – the federal reserve – from having an idea of what is best for the United States of America. That is exactly what we do. We have to recognise what is best for the vast continental economy that is the euro area with its 12 nations and 306 million inhabitants. It is a very heavy responsibility, but it is our responsibility.

The whole euro area is benefiting from this set-up. From time to time I hear even in Germany that it does not fit Germany exactly. We are delivering to Germany the lowest interest rate since World War II, plus the certainty that in an area of 306 million inhabitants there is no realignment, no exchange risk: there is a single market. This is very important and this allows us to say that all economies, without exception, are benefiting from the single currency area. This is of course the case for those who were used to very high nominal interest rates and are now seeing that they have the same very low level of market interest rates that Germany and a number of other countries were privileged enough to have before. So I am very clear on that.

We have devoted much thought to the re-financing operations of the Central Bank. Our conclusion was that we should not change the current arrangement. If a country behaves improperly, then the basis points that are the difference between the benchmark signature and others would augment and that would automatically call for us to ask for more collateral because the level of our collateral is based upon the value of the collateral, which itself depends on the judgement of the market. So we will not change our present arrangement.

With regard to the G7 meeting in Boca Raton, I signed the communiqué pointing out that a number of emerging Asian countries should accept a revaluation of their currencies in relation to the dollar, the euro and other floating currencies. There was a consensus in this regard: I was never very vehement on that. I think that these matters are very important and have to be looked at with care. We are speaking of issues that need a lot of care, thought and preparation. That is my position and that is the position of the ECB and it has been made public.

1-023
La Présidente. – Nous abordons notre deuxième tour.

1-024
Karsten Friedrich Hoppenstedt (PPE-DE). – Herr Präsident! Sie haben gerade eine Bemerkung gemacht zu der Bewertung der Währungen in Südostasien. Sie haben vorhin auch in Ihrer Eingangserklärung gesagt, dass die strukturellen Veränderungen in Europa gemacht werden müssen, um am globalen Markt leistungsfähig sein zu können. In diesem Zusammenhang frage ich nochmals nach, denn gerade im Bereich der Textilindustrie haben wir so ein Beispiel: Hier gibt es in Europa zweieinhalb Millionen Arbeitsplätze, täglich verschwinden 750 Arbeitsplätze, und 50 Firmen in der Textilindustrie müssen leider aufhören, weil der chinesische Export, d.h. Import nach Europa, so enorm angestiegen ist. Hier stellt sich die Frage, in welcher Form die WTO – aber auch Europa – diese strukturellen Veränderungen beeinflussen kann.

Ich komme noch einmal zurück auf die Frage der Bewertung der chinesischen Währung. Mich würde interessieren – vielleicht können Sie das sagen, vielleicht dürfen Sie es aber auch nicht sagen –, in welcher Größenordnung diese Währungen ihrer Ansicht nach überbewertet sind, vor allem die chinesische – und da ja nun China 600 Milliarden Dollar als Währungsreserve hat, 10 % davon in Euro – würde mich interessieren, wie Sie das einschätzen.

1-025
Jean-Claude Trichet, *ECB***. –** We are in an area which, as I said, is *very* touchy, by definition, when you speak

of realignment in general. I do not want to enter into technicalities. We had our own discussions with our friends in Asia. As I said, we had discussions during many G7 meetings. We held direct talks with the Chinese, in particular in London. However, this concerns not only the Chinese, because a number of emerging currencies in Asia are more or less in the same situation. I can only tell you that it is an important question. It has been identified as an important question. It is question where the message is clear. The message has been sent by Europe and by the United States of America – perhaps not in the same fashion, but it is the same message. I will not go into any kinds of figures. You must understand that it is up to our Chinese partners to reflect on that. We must respect their thoughts and reflections. It is a problem that has to be solved. That is absolutely clear.

1-026
John Purvis (PPE-DE). – Mr Trichet, in your answers about the Stability and Growth Pact you said more than once that it must be enforced and implemented; that you are going to be true to your mandate; you mentioned the word 'credibility'. Then, just recently, you mentioned the word 'collateral'. You have a very good weapon in your open market operations to make sure that, no matter what the Member States decide to do, you can control things in your open market operations. I was interested that you mentioned the word 'collateral', because, as I understand it, up to now virtually all eurozone government bonds and debt have been virtually taken as equivalent. Are you indicating that from now on you will be willing to differentiate between the different issuers of that government debt in terms of the collateral you will accept?

1-027
Jean-Claude Trichet, *ECB***. –** No, as I said in response to a previous question, it was not our intention to change the current arrangement. We consider that arrangement to be based upon the fact that we have a level playing field as regards collateral, whether public or private, because we also accept private signatures and we judge the level of collateral required according to the value of the collateral. I only mention the fact that if the market discounts a particular signature – whether public or private – because it considers that the credibility of the signature is diminishing, then automatically we would ask for more collateral. But it is a pure market functioning and, after due thought, we stuck to that position in the Governing Council of the ECB. Market functioning, but we will not introduce ourselves as introducing a particular judgement on the various signatures. We want the market to function.

1-028
John Purvis (PPE-DE). – From that I presume I can take it that we might begin to see quite a differentiation in interest rates on different Member States' debt depending on their credibility and their credit rating?

1-029
Jean-Claude Trichet, *ECB***. –** Not because of our own action.

1-030
Pervenche Berès (PSE). – Monsieur le Président, vous avez déjà été beaucoup interrogé à propos de la situation de la devise chinoise. Vous nous dites "Nos amis chinois doivent comprendre, c'est à eux d'agir". Mais quel message leur faire passer et par quels canaux, pour que la situation soit stimulée, pour qu'on arrive à des parités qui soient plus conformes à une bonne situation économique mondiale? Parce que c'est vraiment une source d'inquiétude, et d'une profonde inquiétude.

Deuxième question, en quelque sorte clin d'œil: Pensez-vous qu'une éventuelle victoire du Non en France aurait un impact plus grand que la réforme du pacte de stabilité n'en a eu sur la situation de l'euro pour ce qui est de ses taux de change?

Troisième question: vous nous dites toujours que les États-Unis enregistrent une croissance, qu'il existe là-bas des besoins d'épargne, tandis que du côté européen, des réformes structurelles sont nécessaires. En réalité, si je comprends bien, nous utilisons mal notre épargne. Que faudrait-il faire pour que cette abondance d'épargne en Europe soit mieux utilisée et serve davantage la croissance?

Enfin, ma dernière question, si vous me le permettez: avec le Conseil ECOFIN, vous avez examiné un mémorandum sur la stabilité des marchés financiers. Peut-être serait-il utile de nous en dire un mot aujourd'hui?

1-031
Jean-Claude Trichet, *BCE***.** – Madame la Présidente, je ne peux rien dire de plus que ce que j'ai déjà dit sur la question chinoise. Reconnaissons qu'il est assez extraordinaire de parler ainsi aussi ouvertement d'un problème de réalignement. Donc je crois que le simple fait d'en parler publiquement, ce que nous faisons depuis maintenant une assez longue période – comme je l'ai dit, j'ai moi-même signé, en tant que président de la Banque centrale européenne, plusieurs communiqués qui se sont succédé depuis Boca Raton –, constitue un message extrêmement clair et, il faut bien le dire, un message qui, pour être assez inhabituel, est à la hauteur de la question posée, du problème posé.

En ce qui concerne la responsabilité de la Banque centrale européenne, il est clair que nous disposons du mandat que nous confère le traité. Ce mandat est extrêmement clair: il nous demande d'assurer la stabilité des prix. Avec la stabilité des prix, la confiance dans la stabilité des prix à venir; avec la confiance dans la stabilité des prix à venir, autant que possible et, dans la mesure où nous avons nous-mêmes une influence sur la confiance des ménages, sur la confiance des entreprises: nous contribuons à la confiance. Quel que soit l'environnement, aussi difficile soit-il, nous avons toujours, je crois, dit que nous entendions être fidèles à notre mandat. Je ne me hasarderais pas du tout à mesurer quoique ce soit si je ne savais pas que notre fidélité à notre mandat nous avait permis l'épreuve très difficile, comme le savent tous les parlementaires présents, du pacte de stabilité et de croissance. C'est un fait: nous

avions dit que, quoiqu'il arrive, nous serions fidèles à notre mandat, et personne n'a mis en cause la stabilité de la monnaie, ni la stabilité des prix à venir. Encore une fois, sur le référendum, mon hypothèse de travail est le Oui.

En ce qui concerne l'épargne, le niveau d'épargne européen équivaut à peu près au niveau de notre investissement. C'est une équation comptable. Si nous examinons les comptes externes, le *current account*, la balance des paiements courants est à peu près équilibrée en Europe. On est, sur douze mois glissants, à peu près à 0,4 %. Nous finançons donc notre investissement avec notre épargne. Les Américains, eux, ne financent pas leur investissement avec leur épargne. Il s'en faut de 6,5 % de produit intérieur brut. Nous croyons que nous pouvons améliorer très substantiellement la croissance potentielle en Europe, non pas en épargnant plus ni même en épargnant moins – après tout, pour une zone très riche, le fait de financer son investissement avec son épargne est quelque chose d'assez normal – mais en améliorant le fonctionnement même de l'économie européenne et en améliorant la confiance générale des agents économiques, ce qui est notre devoir d'État. Notre devoir d'État, c'est de donner une monnaie qui inspire confiance, et également d'inspirer confiance à tous les agents économiques dans la mesure où nous exerçons nous-mêmes une influence en tant qu'institution européenne.

1-032
Pervenche Berès (PSE). – Vous n'avez pas répondu à ma dernière question mais peut-être aurez-vous l'occasion de le faire au moment de la conclusion sur les travaux du Conseil ECOFIN.

1-033
Jules Maaten (ALDE). – Ik wil nog even terugkomen op het onderwerp van de referenda. Het is u vast en zeker bekend dat toch ook de euro, de munt, in het Nederlandse debat een belangrijke rol inneemt en dan gaat het niet zozeer over de status op dit moment, maar over het verleden. Er blijft bijvoorbeeld nog steeds dat onuitroeibare misverstand dat de euro heeft gezorgd voor een enorme inflatie terwijl de cijfers aantonen dat dit niet zo is, ook niet zo kan zijn; toch blijven veel burgers ervan overtuigd. Daar is nog bijgekomen in de afgelopen weken het verhaal dat de gulden indertijd te laag zou zijn ingestapt in de euro en dat ook dit zou hebben geleid tot inflatie, vooral ten opzichte van de Duitse mark. Niet alleen het Nederlandse Ministerie van Financiën, maar ook het Nederlands Centraal Planbureau, het klinkt wat Leninistischer dan het is, dat Centraal Planbureau, hebben allebei aangegeven dat het naar hun smaak niet zo is, dat de gulden in ieder geval ten opzichte van alle andere munten in de eurozone juist goed is ingestapt en als dat anders was gebeurd dat waarschijnlijk had geleid tot meer problemen. Ik onderschrijf dat zelf ook maar ik zou gaarne uw oordeel daarover horen.

1-034
La Présidente. – Comme vous le savez, Monsieur le Président, M. Jules Maaten est notre rapporteur en matière de stratégie de communication sur l'euro.

1-035
Jean-Claude Trichet, *ECB***. –** In my analysis, it was *very* important for the Netherlands for the credibility of the new currency to be as good as the guilder. The guilder was the best currency in terms of credibility, together with a handful of other currencies, which included the Deutsche Mark and the French franc. I was proud of that, because we had worked hard for the franc to achieve the same level of credibility as the guilder. It is very important to remember that.

Nobody in your country is challenging the fact that the new currency has the same characteristics, particularly as regards the market interest rates on which I insist, because they are crystallising the kind of long-term confidence that you can have in a currency. On a ten- or thirty-year basis, the euro has the legacy of the guilder. I am proud that the euro has the legacy of the guilder.

If you want to know exactly how to judge the entry into the euro on 1 January 1999, you have a series of possible analyses. Therefore, I am not surprised that there is some kind of debate, because competitiveness can be measured by comparing many different criteria. However, I would say that the Netherlands was right to enter the euro. In any case, as you might remember, the entry rate of the guilder was exactly the cross rate which had been fixed upon a *long* time ago. Therefore, the guilder was totally used to that level because the cross rate was the last realignment of the guilder at the beginning of the 1980s. It did not change: for the rest of the 1980s and throughout the 1990s it was exactly the same. So your economy was totally used to these ERM I cross rates.

1-036
John Whittaker (IND/DEM). – I would like to acknowledge the success of the ECB in terms of credibility and price stability. I particularly liked your comment on inflation expectations. That is the reason why we have been able to have low real rates all over the eurozone.

However, I would like you to comment, if you do not mind, on the widening differentials for ten-year bonds. We are looking particularly at Greece here, where there is now a 25 basis point margin only reflecting a default risk – presumably on the Greek Government – that the Greek Government could get into a difficulty in borrowing or, if you like to put it differently, that the Greek Government does not have the same level of fiscal responsibility as the rest. Or even further, one could say that there are understandable doubts about the Stability and Growth Pact in general.

My question, then, is are you concerned about this differential and will you be concerned should it be the case that, for instance, the Greek differential for ten-year bonds goes out very much higher, as it could do?

1-037

Jean-Claude Trichet, *ECB.* **–** As I have already said, we consider that it is up to the market to make its own evaluation of the various signatures. We provide the currency and then you have the signatures of the various public and private economic agents concerned, including that of the governments and of the states.

I will not comment and we do not want to comment on the judgement of the market. We consider that the market has all the appropriate information, to make a judgement. Nothing is hidden. We draw our own conclusions in line with the judgement of the market.

What is clear is that market discipline exists and is delivering signals that would certainly complement the framework we have in the Stability and Growth Pact. We have to implement rigorously and strictly the Stability and Growth Pact as decided.

1-038

Astrid Lulling (PPE-DE). – Madame la Présidente, voici ma première question: le niveau historiquement bas des taux d'intérêt a pour conséquence que les épargnants perçoivent des intérêts sur leurs placements qui sont inférieurs au taux d'inflation. C'est un constat objectif: l'épargnant est pénalisé. La mise en œuvre de la directive sur la fiscalité de l'épargne pourrait en outre aggraver la situation.

Il n'est pas dans mon intention de remettre en cause le niveau limité des taux d'intérêt, mais je voudrais savoir quels sont, d'après vous Monsieur le Président, les effets de cette situation sur l'économie réelle. La pénalisation des épargnants a-t-elle pour conséquence de favoriser effectivement l'investissement productif aux dépens d'une épargne rentière, ou alors doit-on craindre qu'une pénalisation ne soit dommageable à plus long terme?

Ma deuxième question: vous avez abordé le thème des disparités entre les États membres de la zone euro et votre message a été plutôt rassurant. Vous avez ainsi affirmé que ces disparités, par exemple, le taux de croissance 5 % pour l'Irlande, de 1 % pour le Portugal ou le différentiel de croissance depuis 1999 de 2,5 % entre l'Allemagne et l'Irlande, ne vous préoccupaient guère. Estimez-vous que d'autres institutions communautaires devraient s'en préoccuper? Quelles seraient, le cas échéant, les actions à mener pour contenir ces mouvements centrifuges dont certains estiment, et pas des moindres, je viens de le lire dans des journaux français, qu'ils portent en germe l'éclatement de la monnaie unique?

1-039

Jean-Claude Trichet, *BCE***.** – Sur les taux d'intérêt, comme vous le savez, et s'agissant des taux que nous décidons au Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne, nous avons estimé, lors de notre dernière réunion, que les taux actuels étaient appropriés compte tenu de notre mandat, lequel consiste à offrir la stabilité des prix à 306 millions d'Européens, et qui consiste également à nous montrer crédibles aux yeux des agents économiques aussi bien de l'Union que du monde entier, aussi bien à ceux des investisseurs européens qu'à ceux du monde entier, de même pour les épargnants européens et ceux du monde entier. Il nous faut leur donner confiance dans notre capacité à offrir une stabilité des prix à moyen, long et très long terme. S'il faut augmenter les taux d'intérêt, Madame, ce qui, si j'ai bien compris, est votre souhait le plus vif, nous les augmenterons. Et tout le monde sait que, si c'était nécessaire, nous le ferions. Et c'est d'ailleurs parce que tout le monde sait que nous le ferions si c'était nécessaire, et dès que ce serait nécessaire, que nous bénéficions précisément d'un tel niveau de confiance dans notre capacité, d'un tel niveau d'anticipation de l'inflation, ce qui, sur une période de cinq ans, dix ans et même trente ans, nous permet d'avoir des taux de marché bas.

En ce qui concerne la question très importante de l'hétérogénéité, j'ai dit en effet de quelle façon nous appréciions cette hétérogénéité. J'ai dit qu'elle s'inscrivait dans une très vaste économie continentale, mais j'ai dit aussi que nous l'étudiions, que nous l'analysions, que nous la regardions de près, et, dans l'exposé introductif, j'ai mentionné les évolutions de coûts unitaires de production. Ces derniers constituent évidemment un élément très important du fait qu'il s'agit là de l'une des composantes de coût revêtant une très grande influence sur l'inflation elle-même, sur la stabilité des prix, voire sur l'instabilité des prix. Nous avons donc de bonnes raisons d'examiner les évolutions de coûts unitaires de production. Par ailleurs, d'une économie à l'autre de la zone euro, il ne peut pas y avoir, sur le long terme, de très grandes divergences de coûts unitaires de production car si tel était le cas, de très grandes divergences de compétitivité se feraient jour entre les diverses économies. Or, ces très grandes divergences de compétitivité ne sont pas normales, bien entendu, dans la zone euro. Par conséquent, nous appelons, comme je l'ai fait, les responsables à étudier de près les évolutions, comme nous le faisons nous-mêmes, des coûts unitaires de production et, d'une manière plus générale, toutes les évolutions concernant les indicateurs de compétitivité.

1-040

Werner Langen (PPE-DE). – Herr Präsident! Ich bin mit Ihrer Antwort auf die verschiedenen Fragen hinsichtlich der Refinanzierungsgeschäfte nicht ganz zufrieden. Dass die Bank sich hier heraushalten will, mag ja in der aktuellen Lage durchaus richtig sein, solange die Zinsen in den USA und in Japan so hoch sind. Aber wenn der Stabilitäts- und Wachstumspakt nicht funktioniert und es damit auch keine Bestrafung gibt – das ist ja faktisch beschlossen worden durch die Reform –, dann bleibt doch als Instrument nur die Refinanzierungspolitik der Europäischen Zentralbank. Denn der Markt ist ja in seiner Bewertung durch die einheitliche europäische Währung geschwächt. Es gibt keine 800 Basispunkte mehr an Unterschied, sondern nur noch 45. Und wenn schon die Mitgliedstaaten nicht freiwillig Haushaltsdisziplin üben, dann müsste doch die Europäische Zentralbank, die ohnehin nicht das Recht der alleinigen Notenausgabe hat, zumindest in einem

Konfliktfall dieses Instrument der Refinanzierung stärker nutzen.

Ich bin also mit Ihrer Antwort nicht zufrieden und frage: Ist die jetzige Entscheidung eine Entscheidung auf Dauer oder nur unter Beachtung der aktuellen Situation? Könnte es sein, dass der Gouverneursrat der Europäischen Zentralbank bei anderer Bewertung eine andere Entscheidung trifft, obwohl er zu zwei Dritteln von nationalen Gouverneuren gestellt wird?

1-041
Jean-Claude Trichet, *ECB.* **–** You are going back to a question that I have already addressed twice, namely that we in the Governing Council do not want to make a judgement on the signature of the various countries in order to draw conclusions for ourselves that are not drawn by the markets. That is absolutely clear. I confirm that. As I said, we have discussed and thought about that and we trust that we can go and we go. Our system is such that if a particular country is less credible, then it is less credible in the eyes of the market. The value of the bonds diminishes and we ask for more bonds to guarantee our own refinancing. It is clear that we do not take the risks: the risk is taken by the counterparts. However, as far as the collateral is concerned, clearly we would ask for more collateral if the market's judgement were to be less favourable. We do not want to add an additional judgement to the judgement of the market. I confirm that. I understand that you are calling for more. I can only tell you that after due and considerable thought we considered it was not appropriate at this stage.

1-042
La Présidente. – Merci de cette réponse très claire. Nous abordons notre dernier tour de questions.

1-043
Manuel António dos Santos (PSE). – Senhora Presidente, antes de mais gostaria de apresentar as minhas desculpas pelo meu atraso que ficou a dever-se à chegada tardia do avião. Serei muito rápido até porque presumo que as questões que hei-de levantar já foram respondidas.

As questões que tenho a levantar são as seguintes: como é que o Banco Central Europeu e, nomeadamente, o Conselho de Governadores, apreciou a recomendação recente feita pelo Fundo Monetário Internacional no sentido do abaixamento da taxa de juro no quadro da União Europeia, tornando-a mais amiga do crescimento?

A segunda questão tem a ver com a repetida afirmação por parte do Senhor Governador, do Senhor Presidente e do Governo do Banco Central Europeu sobre a Estratégia de Lisboa relançada. Uma vez que sabemos que as reformas estruturais se pagam à cabeça, como é que o Senhor Presidente avalia a eventualidade de as Perspectivas Financeiras não serem aprovadas ou serem aprovadas numa margem mínima e até que ponto é que isso prejudica a Estratégia de Lisboa e qual o papel que o Banco Central Europeu pode desempenhar nesse quadro negativo?

1-044
Jean-Claude Trichet, *ECB.* **–** As regards the IMF, I would just say that from time to time we receive advice from the OECD or the IMF or various governments or academics. This is normal in an institution which is totally transparent, as we are. We are totally transparent. We explain what we are doing. We explain our own judgements. I will do that again, I am doing that now. I will do it immediately after the Governing Council of the ECB, as has been done since the very beginning.

I can only tell you that the good advice we are given is part of the debate. As far as we are concerned we are responsible. As far as we are concerned we trust that our own level of confidence is absolutely key. If we inspired less confidence, that would immediately be felt on the markets because we are under observation and being judged constantly by the entire world. We are as responsible as possible and I would certainly stick to what I said last time after having been given that advice.

As regards the Lisbon Strategy and the financial perspective and the very important discussions that are taking place, I will only say that I have always observed that this is a very complex discussion between the various governments and Europe as a whole, as well as the Commission. I know how important it is for the future of Europe. I am only encouraging all partners to be up to their responsibilities, as we have done in previous cases. I trust that in any case we have to achieve a satisfactory agreement on the financial perspective, whatever the agreement on the financial perspective is, with the appropriate national ownership. It seems to me that it was the message of the Governing Council to embark on the national structural reforms of the Lisbon Strategy. Those of us who have already carried out those reforms are rewarded in terms of growth and job creation.

1-045
Paolo Cirino Pomicino (PPE-DE). – Signor Presidente, lei ha detto giustamente che i differenziali dei tassi di crescita in un'area monetaria così vasta sono un prodotto naturale. La prima domanda concerne il mio paese, che negli ultimi due trimestri ha avuto tassi di crescita negativi: disparità così forti possono influenzare la politica monetaria europea o limiteranno i propri effetti solo sulla credibilità del singolo Stato nazionale?

Seconda domanda: lei si è soffermato – e apprezzo il fatto di averlo detto in pubblico – sulla sottovalutazione delle monete asiatiche. Non ritiene che su questo versante ci debba essere una maggiore concertazione tra la Banca centrale e la Commissione europea in ordine ai problemi commerciali, che hanno il doppio versante della competitività, quello del cambio e quello naturalmente della competitività sul costo del lavoro?

Termino con un commento. Lei non pensa di aver dato un messaggio alla stampa che ci ascolta, rifiutandosi, di fatto, di dare una risposta a molte domande di colleghi sul referendum francese? Non ritiene di aver dato qualche elemento a favore del "no", dal momento che non ha voluto dire se ci sono, e quali eventualmente

sarebbero, gli effetti di un voto negativo, al referendum, sulla Costituzione e sulla politica monetaria? Il fatto di non averlo detto significa, come dicevano i latini, *"quod non dixit non voluit*", cioè che un eventuale voto negativo al referendum francese non avrà effetti negativi sulla politica monetaria.

1-046

Jean-Claude Trichet, *ECB***. –** Firstly, on the growth differential, I have already mentioned the standard deviation, because we have to understand that this deserves very close analysis, very close analytical work and study to measure exactly what is at stake. Despite the fact that we have growth differentials that are quite substantial, in particular during the last few quarters, what we see is not 'abnormal' in this vast area, even if it calls for careful examination through the fundamentals that explain growth differentials, some of them being differences in competitiveness indicators. Those in particular deserve very special attention.

As regards the Asian currencies, I was very clear on that. That question is always being asked. But, as you know, we have several ways of looking at the relationships between the various partners in the global economy. There is the trade framework and analysis; and we also have currency analysis, for a very good reason; we have various institutions and various formal and informal groups that are concerned. It would not be wise to merge the WTO, the IMF and G7. The different institutions and the different informal groups capture elements that are important to the functioning of the global economy. But it is clear that it is up to each partner to make a synthesis for itself. I trust that this will be done through the appropriate means when we come to the various institutions, including the European institutions.

I must mention the referendum again. I am myself a militant of Europe. I have devoted a lot of my time to Europe. It is because I trust it that I say that my working assumption is that there will be a 'Yes' vote. Do not interpret in any respect what it means in terms of what the outcome will be. All of us, as European citizens, have our own views. I am here before you, and if I were to speak as a European citizen I would say *much* more with immense emotion. However, I am here as the head of a *very* important European institution – in a way, only really federal institution in Europe. That is a very heavy responsibility and that is why I say what I say.

1-047

Cristobal Montoro Romero (PPE-DE). – Señora Presidenta, señor Presidente del Banco Central Europeo, coincido con usted en relación con el diagnóstico que ha hecho de la situación económica de Europa: a Europa le hace falta confianza, confianza de consumidores y de inversores. Y no coincido con usted, pero digamos que le entiendo, en la valoración que ha hecho sobre la revisión del Pacto de Estabilidad y de la Agenda de Lisboa. Yo soy más crítico con lo que ha hecho el Consejo Europeo sobre el Pacto de Estabilidad, pero comprendo su cautela a la hora de valorar esa situación.

Lo que sí quería era aprovechar su presencia para pedirle su opinión sobre la relación entre los déficit públicos de los grandes países europeos y la confianza. ¿Existe esa relación, en su opinión? Los déficit públicos altos causan desconfianza en los agentes económicos y, si existe esa relación, ¿no hay que insistir en que hay que sanear las políticas presupuestarias, reducir la deuda pública? Y en estos reglamentos, también en el Parlamento Europeo, tendremos ocasión de introducir con mayor firmeza la restricción de la deuda pública para favorecer la confianza y el crecimiento económico.

En segundo lugar, ¿cuál es su opinión sobre las dudas en cuanto a completar el mercado único europeo, las dudas sobre la integración de los mercados únicos y, en concreto, sobre la Directiva de servicios? ¿Cuál es su opinión en relación con el retraso de esa Directiva de servicios en Europa?

1-048

Jean-Claude Trichet, *ECB***. –** Firstly, I fully agree with you on confidence. Confidence is absolutely key in Europe. Secondly, on the Stability and Growth Pact we are responsible. A pact has been adopted unanimously in the Council against our advice. We call for its full implementation and I think it is a perfectly logical and responsible attitude, even if it is true. Our advice was probably the same as yours as regards the situation before the decision was taken.

As regards deficit's impact on confidence, we are of the opinion that at a certain level of deficit in comparison with the challenges of the future – the ageing population; the impact of deficits on economic agents and households – is not Keynesian, it is Ricardian. It does not foster growth and job creation. Unfortunately, it fosters a lack of confidence, problems, difficulties, both in households and among investors, entrepreneurs and so forth. It fosters a lack of decisions either to invest or to consume. So it goes against growth and job creation.

It is our understanding that this is the essence of the Stability and Growth Pact framework and that it is operating under our very noses in a number of countries. We regret that and we think that we could document the fact that these negative, Ricardian effects on growth and job creation are associated with this concern about the future. We believe the single market to be a very important element in growth and prosperity in Europe. It is the very essence of what we started in 1956.

1-049

Gunnar Hökmark (PPE-DE). – I think Mr Trichet touched upon it in his last answer, but maybe it is still worth a mention. There is a common wisdom in the European economic debate at the moment that if we lower interest rates then the problems will be over and we will achieve growth. This is a bit paradoxical because, as you have mentioned several times today, historically we have had quite low interest rates, yet it has still not produced the results. Now, a lot of politicians are talking about lowering interest rates instead of carrying out structural reforms. We also have the risks – without speculating about different

referendums and so on – that there will be even greater stagnation regarding structural reforms, and then an even heavier pressure for a solution to be found to reduce interest rates even more, not so that they are low enough, but even more, in spite of the fact that we cannot see the results regarding growth.

Besides the consequences of deficits, which you have pointed out, and also besides the consequences of higher inflation which some politicians say they are ready to take, would you say that it would solve the problem of growth if we lowered interest rates even more without structural reforms?

1-050

Jean-Claude Trichet, *ECB***. –** I am very clear on that. The last time we met we were absolutely convinced that we would hamper, not improve, the situation if we were to go in the direction suggested by some, taking into account the fact that as we speak we have the lowest level since World War II, not only for the economies that were used to low interest rates, but also for all the others and all 306 million citizens. On top of that, the interest rates that we decide are very short-term rates where we have our own handling. But as soon as you are over and above very short-term rates, then the market makes the rates on a two-, five-, ten- thirty- or now fifty-year basis. Some treasuries are borrowing on a fifty-year basis. Why are they able to borrow for 50 years in euro at a very low level? Because investors and savers across the world – not only in Europe – trust that the ECB will deliver over 50 years. It is true! That is the way it works. It is the way the world works. The level of credibility that we have is such. This is infinitely precious for the appropriate environment of the European economy. We have the responsibility of judging for ourselves how to maintain that level of confidence and credibility in delivering price stability.

We also trust that, as you said, structural reforms – as demonstrated in those economies that could wisely embark on those sorts of reforms – are delivering higher levels of growth potential. What we can do is very important and we are demonstrating that on a day-to-day basis. However, that is not enough. A good monetary policy is a necessary condition for growth and job creation. It is not a sufficient condition *per se*.

1-051

Robert Goebbels (PSE). – Monsieur le Président, dans votre intervention, vous avez insisté sur le fait que l'Europe devrait procéder à des réformes structurelles et que les États-Unis devraient remédier à leur manque d'épargne. Or, on estime généralement que la situation économique des États-Unis est bien meilleure que la nôtre. Quelles sont donc les réformes structurelles faites aux États-Unis? Le déficit public? Le déficit des échanges? Où sont les réformes qui ont permis aux États-Unis de jouir d'une meilleure situation que nous, alors même qu'en Europe, et vous l'avez dit vous-même, règne l'angoisse face à l'avenir, et ce malgré des taux d'épargne record, notamment en France, en Allemagne et en Italie? Ne faudrait-il pas, et voici qui rejoint ma question antérieure, insuffler un peu plus d'optimisme à nos discours pour que nos concitoyens, les consommateurs et les investisseurs aient de nouveau confiance dans l'Europe et votent Oui aux différents référendums?

1-052

Pervenche Berès (PSE). – Je voudrais simplement profiter de la question de M. Goebbels pour revenir sur un élément de réponse que vous avez apporté tout à l'heure avec l'idée que le taux d'épargne serait égal au taux d'investissement. En clair, est-ce que vous estimez que le taux d'investissement en Europe soit suffisant?

1-053

Jean-Claude Trichet, *BCE***.** – Je réponds immédiatement à votre question. Je crois que l'on peut dire, en établissant des comparaisons internationales, qu'au total, le niveau de l'investissement en Europe ne donne pas d'aussi bons résultats, pour ce qui est de la croissance à venir, qu'on ne pourrait l'espérer. Je veux dire par là qu'une optimisation de notre investissement, année après année, serait nécessaire, qui serait aussi bonne que souhaitable au moment où le niveau de notre investissement est tout à fait comparable à celui d'autres économies similaires. Nous pouvons donc probablement investir mieux et peut-être même beaucoup mieux. Nous pouvons aussi investir plus, mais nous pouvons investir plus et mieux.

En ce qui concerne les États-Unis et l'Europe, c'est vrai, M. Goebbels a raison d'affirmer que chaque pays a ses défauts. Je l'ai dit moi-même, nous avons tous notre *homework* à faire, nous avons tous notre travail à faire à la maison. Les travaux à faire en Europe sont consensuels, tout le monde est d'accord. C'est facile à dire, c'est très difficile à faire. La preuve, on l'observe tous ensemble. Aux États-Unis aussi, le fait qu'il y ait un manque d'épargne caractérisé fait partie du diagnostic. Tout le monde voit bien que c'est le cas, cela ne se corrige pas non plus facilement. Au total, nous avons tous des défauts, mais il est normal, je crois, que chacun se dise: Comment corriger, dans notre propre intérêt, nos propres défauts? Et c'est là qu'effectivement je peux affirmer – et encore une fois ne croyez pas que je fasse l'éloge des États-Unis, j'ai dit que les États-Unis avaient leurs très gros défaut – que la science et la technologie s'épanouissent mieux, beaucoup mieux chez eux. Or, la croissance d'aujourd'hui est fondée pour une très large part sur la transformation de la science et de la technologie en produits et en services nouveaux. Dans ce domaine, les États-Unis sont meilleurs que nous. Dans leurs universités, ils sont en moyenne meilleurs que nous, ce qui ne veut pas dire que nous ne disposions pas de centres d'excellence en Europe. Lorsqu'il s'agit de créer une entreprise nouvelle, ils sont meilleurs que nous, c'est vrai, car ils sont plus favorables à la création d'entreprises, à la création de valeurs nouvelles que nous ne le sommes. Ce sont des points sur lesquels ils sont meilleurs que nous. En revanche, ils sont moins bons que nous pour ce qui est du déficit et de l'écart énorme entre l'épargne et l'investissement. Chacun a ses qualités et ses défauts. C'est à nous qu'il appartient de corriger nos défauts et de prendre appui sur nos qualités. Il ne faut pas les oublier, je suis d'accord avec vous, il ne faut

pas que l'Europe soit trop pessimiste, parce que à force d'être pessimiste, on s'inhibe effectivement soi-même et on arrive à des résultats moins bons que ceux que l'on aurait obtenus spontanément. C'est vrai que le problème de la confiance représente un problème qui va au-delà des effets ricardiens dont je parlais tout à l'heure. Peut-être y a-t-il en Europe trop de pessimistes, trop de pessimisme. Il y a des points forts, il n'y a pas que des points faibles en Europe, et nous le disons nous-mêmes. Mais quand on a des points faibles, il faut les corriger. En tout cas, c'est notre devoir à nous de le déclarer devant vous, car c'est vous qui disposez de la capacité de corriger.

1-054
La Présidente. – Merci beaucoup Monsieur le Président de cette contribution à nos travaux et de cet entretien sur le dialogue monétaire. Je crois que cette nouvelle formule nous permet effectivement d'avoir un débat soutenu et je crois également que votre dernière intervention, qui peut presque faire office de conclusion, va dans ce sens.

Nous nous retrouverons le 4 juillet en séance plénière pour la présentation du rapport de la Banque centrale.

(La réunion est levée à 16.50)