PRÉSIDENCE DE M. HERZOG
Vice-président

(La réunion est ouverte à 15 h 15)

Le Président. – Monsieur le Président de la Banque centrale européenne, nous sommes ravis de vous retrouver ici pour ce deuxième dialogue monétaire sous votre présidence. Je crois que l'actualité nous oblige à considérer des problèmes très politiques et très importants relatifs à l'euro, aux taux de change, à la politique monétaire. Sans plus tarder, je vous donne donc la parole.

1-003
Trichet, *BCE***. –** Monsieur le Président, je vous remercie de votre accueil. Effectivement, c'est la deuxième fois que je me présente devant vous en qualité de président de la Banque centrale européenne.

Laissez-moi vous dire quelques mots en guise d'introduction, mots que je prononcerai en anglais, si vous le voulez bien.

In my testimony today I will first comment on recent economic and monetary developments. I will then make a few remarks about the benefits that the euro has brought to us in its first five years of existence.

On the economic and monetary developments, when we last met in December, economic indicators and financial market developments were already supporting our view that a gradual economic recovery had started in the euro area in the second half of 2003. The evidence that has since become available has made us more confident that the recovery did indeed begin in the second half of 2003 and has strengthened our expectation of an upswing in economic activity.

At a global level this view was shared by all participants at the recent G7 meeting in Florida. The robust real GDP growth in the economies of the euro area's major trading partners over the past few months can be expected to support foreign demand for euro area goods and services. Looking ahead, the external environment of the euro area should continue to develop favourably, and the broadly-based global economic recovery should gain further momentum.

We expect this economic recovery in the euro area to proceed gradually. After real GDP growth picked up in the third quarter of 2003, survey evidence on business confidence and the Eurostat flash estimate for real GDP growth in the fourth quarter point to a continuation of the recovery around the turn of the year. While domestic demand remained subdued in 2003, the conditions for some improvement are now in place. Investment activity, in particular, should profit not only from strengthening global demand, but also from companies' earlier efforts to enhance productivity and profitability, from the historically low levels of interest rates and from the favourable financing conditions prevailing in the euro area. Growth in euro area private consumption is also expected to recover progressively, benefiting from appropriate price stability and supported by the growth of real household disposable income.

Over the short term, risks to the main scenario of a gradual euro area recovery remain balanced. Nevertheless, over the longer term, some uncertainty related to the sustainability of economic growth remains, given the persistent imbalances in some regions of the world. Against this background, there is a broad international consensus, expressed in particular in the last G7 statement, that these imbalances are a challenge that calls for the implementation of structural reforms that raise the growth potential of our economies, elevate labour productivity and increase employment, and of sound fiscal policies over the medium term. Let me also mention that we all agreed to state in the G7 communiqué that exchange rates should reflect economic fundamentals and that excess volatility and disorderly movements in exchange rates are undesirable for economic growth.

With regard to price developments, annual euro area HICP inflation was 2% in December and is estimated by Eurostat to have remained at this level in January. Rises in food and oil prices and, in particular, significant increases in indirect taxes and administered prices have prevented a decline in the inflation rate to lower levels. Looking forward, inflation should fall below 2% in the course of this year and remain in line with the ECB's definition of price stability thereafter, namely below 2% and close to 2%.

Turning to the monetary analysis, annual M3 growth has continued to moderate only slowly over recent months. The shift of portfolios away from monetary assets towards longer-term financial assets outside M3 that started during the summer of 2003 has been rather gradual. The low level of interest rates is contributing to the continued strong growth of very liquid assets and may explain the slow pace of portfolio adjustment.

The strong monetary growth observed over the past few years means that there is significantly more liquidity available in the euro area than needed to finance non-inflationary growth. Whether the accumulated excess liquidity will translate into inflationary pressures over the medium term depends on the extent to which past portfolio shifts are reversed and on the future strength of economic growth.

In summary, the economic analysis continues to indicate that the outlook for price developments over the medium term is in line with price stability. Cross-checking with the monetary analysis does not alter that picture. Against this background, at its last meeting on 5 February 2004, the Governing Council judged that the current stance of monetary policy in the euro area remained appropriate. Of course, we will continue to monitor carefully all developments that could affect the assessment of risks to price stability over the medium term.

With regard to fiscal policies, there are several important issues that warrant close attention. As regards the institutional framework for fiscal policy, the Governing Council of the ECB shares the concerns of the European

Commission regarding the conclusions of the Ecofin Council in November 2003. The Commission is the guardian of the Treaty and the ECB respects the Commission's decision to seek legal clarity on the implementation of the Stability and Growth Pact. The ECB does not see a need to change the Treaty and it considers the Stability and Growth Pact to be appropriate in its current form. The Governing Council is in agreement with the Commission that the implementation of the Stability and Growth Pact could be further improved, in particular in terms of the analysis of structural imbalances and the strengthening of incentives for sound fiscal policies during good economic times. The clarity and enforceability of the fiscal framework should be enhanced.

As we always say - because we believe it - a sound monetary policy, a healthy fiscal policy and a stable macroeconomic framework are necessary to pave the way for sustainable growth in the euro area, but this alone is not sufficient. We trust that the challenges that we have to cope with require structural reforms in the fiscal domain, in the management of social welfare and pensions as well as in financial, product and labour markets. These measures have been identified and the Lisbon Agenda has set the appropriate direction for the euro area. Important progress has already been made in many euro area countries. It is of the utmost importance that the implementation of structural reforms be speeded up, notably in labour and product markets, where the responsibility lies with governments, parliaments and social partners. This would, over the longer term, significantly improve the euro area's growth potential and increase the economic welfare of all its citizens.

Permit me to say a few words on the euro five years on. It is now five years since the start of Stage Three of Economic and Monetary Union, and two years since the introduction of euro banknotes and coins. I would like to make a few remarks on the benefits the single currency has had for our economies and our citizens.

First of all, in accordance with the mandate set out in the Maastricht Treaty, the ECB has, despite substantial adverse shocks, successfully kept inflation and inflation expectations at low levels by historical standards. The single monetary policy and its clear focus on the maintenance of price stability have helped to anchor inflation expectations in the euro area over the medium and long term. This has facilitated a reduction of inflation uncertainty and the associated risk premia. As a result, and as I have already mentioned, market interest rates have remained historically low and our citizens, our companies and the euro area as a whole now enjoy financing conditions which are very favourable by historical standards. This is a key factor in paving the way for growth and job creation.

We should not forget that prior to the euro there were significant differences in the long-term interest rate levels across countries. It was a remarkable achievement that the creation of a credible monetary union allowed market rates to converge towards the levels of the legacy currencies - inspiring the maximum level of confidence and therefore having the lowest market interest rates - and not just to the average level. This very significantly improved the financing conditions in a large part of the euro area, which previously had much higher market interest rates. This is a success of the euro which is very often overlooked.

Second, let me remind you that, by adopting the single currency, euro area countries also eliminated their exposure to intra-euro area exchange rate volatility and risks. Prior to the introduction of the euro, intra-euro area exchange rate developments were very significant sources of uncertainty for trade and investment. This uncertainty was in turn priced into high-risk premia on interest rate markets. These phenomena hampered investment, job creation and growth all over what is now the euro area. Moreover, the macroeconomic implications of exchange rate developments vis-à-vis non-European currencies are now much less significant than they were prior to the introduction of the euro. This is a very significant structural change, which has improved, all things being equal, the conditions for investment and trade in the euro area.

All things being equal, this much more stable environment facilitates decisions by producers, investors and consumers. It increases the confidence of economic agents and is therefore favourable to growth and job creation. Had the single currency not existed, the various crises that have occurred at the global level over recent years would have caused major turbulence for our economies.

My third comment relates to the very powerful impact of the euro on the creation of the Single Market. The euro has led companies to see the euro area as a whole as the relevant domestic market for their business, rather than their own national markets as was the case in the past. In this respect, the single currency has undoubtedly been a catalyst for the progressive reshaping of the European productive sector, which is in turn creating a more efficient and vibrant economy.

Low medium- and long-term market interest rates, better protection against external risks and shocks and the strengthening of the European productive sector are all very important benefits for the citizens of the euro area. It is always difficult to compare what you have with what you would have, had the euro not been established five years ago. The present benefits are extremely substantial: a fact which is unfortunately not very often stressed.

Let me summarise the advantages for the citizens of the euro area, which would not exist without the euro: the credible medium and long-term protection of their purchasing power throughout the euro area; the credible medium and long-term preservation of their savings throughout the euro area; favourable financing of their medium- and long-term investment, in particular in housing, throughout the euro area; a total elimination of adverse effects on households from intra-European

crises such as those observed in 1992 and 1993; and finally a more efficient and resilient productive sector, which is particularly important, not only now but in the future, in a global environment of renewed healthy competition both within the industrialised world and between industrialised countries and emerging economies and economies in transition.

I would add one final remark: I know that some of our fellow citizens have the feeling that euro area inflation has been, and perhaps continues to be, above the levels of CPI inflation computed by national institutions and by Eurostat. I want to tell them that the figures published are not underestimating inflation. But I also want to tell them that the Governing Council of the ECB is fully aware of their fears. I want to assure them of our determination to preserve price stability in the euro area, not only this year and next year, but on a medium- and long-term basis.

I also want to tell them that we are doing all we can to encourage competition, which is the law of market economies and fosters best value for money for all consumers. We are vigilant and we are confident. I know the European households are vigilant, which is good. I would also encourage them to be confident. Their purchasing power will be protected in the years to come, thanks in particular to the vigilance of the Governing Council of the ECB. From that standpoint, perhaps it is time to be more confident, and for households to consume and to invest more, which in turn would be good for growth and job creation.

1-005
Le Président. – Merci, Monsieur le Président.

Nous allons procéder en deux parties. Nous commencerons par une série d'échanges sur l'environnement économique et monétaire et la politique monétaire. Nous garderons pour une deuxième partie d'autres questions, notamment celle des normes comptables et de la stabilité financière. Je sais que vous êtes intervenu plusieurs fois de façon très intéressante sur ce sujet. Nous lui réserverons donc une partie de notre temps dans la deuxième série d'échanges.

1-006
Karas (PPE-DE). **–** Herr Präsident Trichet! Ich möchte bei Ihrem letzten Teil beginnen. Auch wir sind der Auffassung, dass es ganz wichtig ist, dass wir das Vertrauen wiederherstellen. Dazu muss aber auch die Politik einige Maßnahmen ergreifen. Ich begrüße es daher sehr, dass der Gerichtshof die Klage der Kommission, was den Stabilitäts- und Wachstumspakt betrifft, angenommen hat und im beschleunigten Verfahren entscheiden wird, damit die Rechtssicherheit gegeben ist. Ich begrüße Ihre Aussagen in diesem Zusammenhang.

Im zweiten Teil verweisen Sie immer wieder auf die Frage der Strukturreformen, des Wachstumspotenzials und auf die strukturelle Arbeitslosigkeit. Wir alle sind froh, dass die Konjunkturdaten nach oben gehen, aber nachdem uns diese Frage bei allen Diskussionen gestellt wird, frage ich Sie nun ganz konkret: Obwohl die Konjunkturdaten in die Höhe gehen, könnten Sie unserer Ansicht nach stärker in die Höhe gehen, wenn wir die Strukturreformen vorantreiben. Wie hoch ist das Wachstumspotenzial der Strukturreformen? Wie hoch ist, aus Ihrer Sicht, der strukturelle Anteil der Arbeitslosigkeit an der Gesamtarbeitslosenzahl? Wie stark wird der Export durch das Dollar/Euro-Verhältnis gebremst?

1-007
Trichet, *ECB***. –** First of all I would like to mention that we have the deep feeling that the Stability and Growth Pact is, as Mr Karas said, fundamental to EMU. I have also already stated the Governing Council's position with regard to the position taken by the Commission.

As far as we are concerned, we have the sentiment that, a priori, we should not change the Treaty or secondary legislation. However, implementation could be greatly improved with the first proposal of the Commission and perhaps what will come. We will support the implementation improvement, provided that the text itself is not changed.

As regards the very important question on the structural reforms, as the Member of Parliament said, we have to consider two questions. The first is: what is the structural part of the present unemployment? The second question would be: what improvement in the overall potential for growth can we expect from appropriate progress made on the Lisbon agenda?

The second question is very difficult to answer. There are a lot of concurring analyses claiming that it will probably be a significant improvement. I would say that when you compare the overall growth in Europe and in the US from 1996 to 2002 - for which we have precise figures - you will see that the difference in the growth differential is approximately 1% each year. You can split that growth differential between what would be attributed to demography and what would be attributed to yearly labour productivity progress. In this context, the order of magnitudes would probably be 0.6% for demography and 0.4% for labour productivity progress. This is one possible estimate, but I am very cautious and it is one order of magnitude we could have in mind.

I would certainly not say that it is a scientific conclusion. However, with those figures, you can see that if we had an economy which was more flexible, more resilient in all respects because of its *souplesse*, we could perhaps gain 0.4% in terms of growth each year . This would be very substantial if it came year after year over a long period of time, which has been the case during the period to which I am referring. Other analyses would probably say that more is to be gained from structural reforms when they are completely achieved. However, this might be an order of magnitude that I personally would not consider to be absurd.

As regards the structural component of unemployment, my intuition is that in order to get an idea of what is

structural in unemployment in Europe and in certain economies in Europe, you have to look at the best performer. One can see that the best performers are more or less those who have previously embarked on successful structural reforms.

Therefore the difference between the two figures gives you, in my opinion, what would be likely to be gained over time through the implementation of the structural reforms. This is not very easy. It is clearly something which is very important to improve employment on a medium-term basis. It might appear to be difficult at the beginning - and this is clearly what we are observing - but, in my opinion, we all have to convince our fellow citizens that there is a lot to be gained from these reforms and that everybody will benefit from them. At the top of the list of priorities, of course, is the reduction of unemployment.

1-008
Karas (PPE-DE). – Herr Präsident! Eine Frage haben Sie mir nicht beantwortet, die Frage des Euro/Dollar-Verhältnisses im Zusammenhang mit der Exportquote.

1-009
Trichet, *BCE***.** – Concernant les questions de change en général, je vais me référer à ce que nous avons dit et, avec votre permission, je m'en tiendrai là.

Ce que nous avons dit en Europe, c'est que, dans la période présente...

1-010
we particularly stress stability and we are concerned by excessive moves of exchange rates. In the G7 communiqué we said that exchange rates should reflect economic fundamentals; excessive volatility and disorderly movements in exchange rates are undesirable for economic grow and we continue to monitor exchange markets closely and cooperate as appropriate. In this context we emphasised that more flexibility in exchange rates is desirable for major countries and economic areas that lack such flexibility to promote smooth and widespread adjustment in the international financial system based on market mechanisms. This is what we all agreed at global level. If you permit me I will stick to these remarks as regards the exchange rates.

1-011
Färm (PSE). – Herr Trichet! Det kanske är förmätet av en svensk att ställa frågor om centralbanken och euron, eftersom vi som bekant inte är med i euroområdet, men utvecklingen har väldigt stor betydelse för alla, även för oss. Jag skulle också vilja fokusera lite grann på tillväxtperspektiven. Under 80- och 90-talen har vi haft väldigt hög inflation och stora budgetunderskott i Europa. Nu har euron och centralbanken under fem år, som ni själv påpekade, bevisat att vi har förmågan att förändra detta och att skapa stabilitet när det gäller inflationen. Vi har minskat budgetunderskotten och vi har dessutom fått ett värde på euron som är ett helt annat än efter de första årens nedgång.

Är det då inte dags, nu när vi har bevisat denna förmåga till stabilitet, att fokusera lite mer på tillväxtperspektiven? Om vi till exempel jämför med USA ser vi att man där mer eller mindre har övergivit sin politik för en stark dollar. De har en lågt värderad valuta och de har fortfarande låga räntor och inte särskilt hög inflation. Det är klart att detta skapar problem och risker för oss. Min fråga är: Är det inte dags - åtminstone lite mer filosofiskt - att fundera över centralbankens roll när det gäller tillväxtpolitiken? Skulle inte centralbanken och valutapolitiken kunna spela en mer aktiv och tillväxtfrämjande politisk roll?

1-012
Trichet, *ECB***. –** For us in the Governing Council of the ECB, as well as for the open market economy in the United States or for the Monetary Policy Council in the United Kingdom, or, to my knowledge, for all central banks in the world, confidence in a currency and sustainable, low-level inflation in the years to come are prerequisites for growth and job creation, although not sufficient conditions for growth and job creation. There we have all the discussion on the other elements of economic policy but, as far as the contribution to growth and job creation is concerned, we all, without exception, trust that by improving confidence in the currency, we will help to create a financial environment which would be very favourable to growth. And we can prove this, because here in Europe we are expanding a yield curve, which is obviously very low in historical terms, on a two-, five-, ten- or thirty-year basis, or perhaps the lowest observed since the Second World War - or at least since 1948. That is what we have in front of us. We have that only because savers and observers, both in Europe and worldwide, are watching us and think they can trust us.

We are not in a position to have all the sufficient conditions in our hands for growth and job creation, but we have one of the necessary conditions. That being said, there are structural reforms and all the other elements in economic policy that are very important to foster growth and job creation. We trust that we should try to help as much as possible in this respect.

1-013
Färm (PSE). – I agree that stability is a prerequisite for growth. However, the European Central Bank's set of objectives focuses more on stability than that of many other central banks. There are central banks in other parts of the world which have a more mixed goal, for example a growth goal. There is also one more difference: I am a budget politician in the European Parliament. I was the budget rapporteur for 2003. We now see a new financial perspective where the Commission is trying to find more resources for growth in the budget, but this is still just a fraction of the gross national income: it is nothing compared to what a national government can do with fiscal and budgetary policies. Perhaps this creates a situation where there is even more reason for the European Central Bank to have a set of goals which also includes growth.

1-014
Trichet, *ECB***. –** It would seem to me that you are implicitly referring to US law. I do not wish to speak for

a fellow central banker, but when there is an explanation of what it means, even in the US, this idea that price stability is a pre-condition for sustainable growth is also present. Therefore we are in the same conceptual universe.

Central banks all over the world that are attached to the concept of inflation targeting have price stability as a goal. As an example of this I could cite the UK, or perhaps your own Central Bank, Mr Färm - and I say that with caution! It is a concept that dominates all over the world, as well as in our concept of monetary union here in Europe. So we are not at all isolated. Everywhere in the world it is considered a necessary condition, but not a *sufficient* condition to deliver price stability and confidence.

1-015
Huhne (ELDR). – Mr Trichet, I should like to return to the issue of the exchange rate and try to respect your desire not to make too many market-sensitive announcements.

In the G7 communiqué, you said that the exchange rate should reflect fundamentals. Could you describe which fundamentals the exchange rate should reflect?

1-016
Trichet, *ECB***. –** By that we mean that it is not in our interest, from a global perspective, to have in the overall system - and this is true for the exchange rate as well as for all other relationships - distortions, imbalances or distance between the fundamentals. By fundamentals we mean absolutely all the elements that are pertinent on an economic basis, without exception. It is also a transatlantic belief that you should not concentrate only on a few elements but should instead be comprehensive enough to take all the economic elements into account. All might be pertinent in this respect.

This is a belief that we reiterated often over the last 15 years. That consensus has never changed.

1-017
Huhne (ELDR). – That is a very long list of indicators that you are asking us to take into account! Might you be tempted to narrow it down a little to include a few key issues?

Furthermore, in the light of those fundamentals, and hopefully that narrower list, what do you think might be a sensible equilibrium exchange rate, for the longer run, between the euro and the dollar? Academics have estimated 1.25 to 1.28; where would you think the long run equilibrium would be likely to be?

1-018
Trichet, *ECB***. –** I would love to be a professor, an academic or perhaps a businessman, but unfortunately I am the President of the European Central Bank, so I will not pronounce any figure.

If you refer to academics and market literature you will see that there is quite a wide range of analyses that do not coincide. I would like to illustrate the difficulties involved in the questions you have just asked. I remember that my colleague, Alan Greenspan, was once asked the same type of question. It was more or less: 'what are the best models you would consider to explain, and perhaps foresee, evolution in this field?' and his reply was, if I remember correctly, something like: 'there is not a single equation - or system of differential equations - where 'n' equals a large figure that is any better than tossing a coin'.

(Laughter)

I shall leave him the responsibility of this comment!

1-019
Huhne (ELDR). – According to the communiqué you have signed up to, Mr Trichet, there may come a point at which the exchange rate is far enough away from the fundamentals and you would be tempted to take some policy actions, such as intervention. Can you first say whether you have already intervened in the market to stop or slow the rise of the euro? Second, I should like you to describe the decision-making procedure, as there is some confusion in some minds about who needs to authorise intervention, over what period and over what scale, as it appears to be a shared responsibility between you and the Eurogroup.

1-020
Trichet, *ECB***. –** Let me stress once again what we have said and what the European position has been. We particularly stress stability and we are concerned by excessive moves in exchange rates.

Please do not expect any comment from me on the question of intervention. I never comment on intervention. When we have something to say, we say it, as we have done in the past. I will only say that for actual intervention, from the ECB decision-making standpoint, it is exactly the same procedure as for interest rate moves - namely, it is a decision of the Governing Council of the ECB.

1-021
Herzog (GUE/NGL). – Monsieur le Président, je vais faire un *follow-up*, puisque ma question est: est-ce que le Conseil, puisqu'il a une responsabilité politique, ne devrait pas prendre ses responsabilités et dire quelque chose concernant les taux de change, se prononcer sur la situation actuelle?

1-022
Trichet, *BCE***.** – Les textes que j'ai énoncés – je vous épargnerai toute répétition – ont été signés, si je puis me permettre, par moi-même, comme je l'ai dit. Il s'agit du communiqué du G7 que j'ai signé. Il a été signé par la *Federal Reserve*, il a été signé par l'exécutif américain, il a été signé par le président de l'Eurogroupe. Donc, si vous voulez une référence européenne sur ce que nous pensons avec les États-Unis et avec les autres membres du G7, nos amis japonais, anglais, canadiens, vous avez la réponse.

Si vous voulez un autre texte de référence, vous avez cet autre texte que j'ai lu et qui est également un texte

précisant la position de l'Eurogroupe; elle a été discutée avec nous et elle a été rendue publique. Je l'ai énoncée moi-même: "*We particularly stress stability and are concerned by excessive moves in exchange rates*". Vous avez, dans ce texte, des phrases qui cristallisent des positions. *You have there sentences that are crystallising the positions of, I would say, Europe, at this stage.*

1-023
Herzog (GUE/NGL). – Je vais formuler ma question de façon différente et plus générale. Ne pensez-vous pas que l'euro, qui a procuré beaucoup d'avantages, est néanmoins aussi un problème, comme nous disent les Américains, et que ce problème est lié au fait que nous n'avons pas de politique économique en Europe, en tout cas pour la zone euro? Et, question subsidiaire, à défaut d'une telle politique économique, la Banque centrale est appelée à, éventuellement, intervenir un jour, compte tenu de la défaillance des États membres. Dans ce cas, quel est le modèle possible d'intervention? Avez-vous un modèle qui explique, en particulier, l'impact possible de changements des taux d'intérêt du point de vue du taux de change? Voilà mes deux questions complémentaires.

1-024
Trichet, *BCE***.** – Les Européens ont tendance – tendance très profonde qui s'explique probablement très bien – à se montrer assez pessimistes. Si je puis me permettre, vous avez d'ailleurs dit vous-même: "nous n'avons pas de politique économique, nous n'avons pas de mécanisme adéquat".

Nous serions aux États-Unis, on aurait tendance à présenter tout de manière assez positive et beaucoup plus optimiste. La vérité doit probablement se situer entre les deux, si je puis dire. Parfois, je me dis qu'on aurait une Europe qui irait un peu mieux si on y trouvait un peu du dynamisme et de l'optimisme américains. Peut-être que, de leur côté, les États-Unis auraient besoin de temps en temps de notre propre vigilance. Mais le verre est à moitié plein ou à moitié vide. Nous avons une monnaie unique, nous avons un Eurogroupe, nous avons un pacte de stabilité et de croissance qui est un élément extrêmement substantiel de l'équilibre conceptuel fondamental de l'union monétaire. J'ai dit ce que nous en pensions il y a un instant, mais il existe. Nous avons l'agenda de Lisbonne, nous avons un diagnostic commun sur les orientations stratégiques qu'il faudrait suivre pour avoir une meilleure économie européenne. Bref, nous avons beaucoup de choses.

Naturellement, cela ne suffit pas encore et nous sommes les premiers à dire: avoir un diagnostic, c'est bien, mais mettre en oeuvre les réformes, c'est beaucoup plus important. Nous sommes les premiers à dire: le pacte de stabilité et de croissance est un élément fondamental, il n'est pas sage de le déstabiliser. Nous avons été et nous restons très fermes sur la position qui consiste à dire: ne changeons pas les textes, appliquons-les de manière plus intelligente, concernant notamment la partie qui correspond à la phase très positive du cycle économique. Bref, nous reconnaissons qu'il y a beaucoup de choses à faire. Mais j'aurais tendance, personnellement, à dire: on a déjà fait pas mal de choses. Certes, beaucoup reste à faire, mais je ne serais pas entièrement négatif sur la situation présente de l'Europe.

1-025
I would not be totally negative about Europe's present situation. We have a lot to do, but we should not forget the considerable amount of work we have already done.

1-026
Herzog (GUE/NGL). – What model does the ECB use to establish the relationship between interest rates and the exchange rate?

1-027
Trichet, *ECB***. –** As regards this particular point, the ECB and the Federal Reserve do not rely on an oversimplification of our decision-making processes. In other words, we do not rely on an equation or a system of equations. We do not rely on a forecast, as is the case in inflation targeting or, perhaps, in the previous concept of inflation targeting.

When we take a decision, we look at everything, as we do every month. Exchange rates are part of the input that we have to take into account, along with all other considerations, including unit labour cost development, early indicators for inflation and cross-checking with monetary developments. We rely on all of these factors. We do not adopt either a simple equation, a system of equations or even an algorithm to take a decision which would isolate one input and exclude the others.

1-028
Lipietz (Verts/ALE). – Monsieur le Président, je réfléchissais à vos réponses précédentes. Celle à M. Karas était tout de même fort pessimiste. Vous avez dressé un bilan dramatique de la différence entre les États-Unis et l'Europe, la zone euro plus exactement, sur les cinq dernières années. On pourrait d'ailleurs dresser un bilan tout aussi spectaculaire en comparant les pays de la zone euro aux autres pays de l'Union européenne qui ne font pas partie de la zone euro. On observe le même décalage en matière de croissance, même s'il est peut-être un peu moins prononcé, du fait des liaisons.

Donc, si, en accord avec votre propre discours, nous partageons le point de vue qu'il faut des réformes structurelles dans le sens de la souplesse, la première réforme structurelle dont le besoin saute aux yeux consisterait à assouplir la politique macroéconomique de la zone euro. Nous sommes en effet corsetés par un pacte de stabilité qui manque de souplesse et nous ne voyons pas comment la politique monétaire, qui se situe hors du champ de la politique tout court, pourrait être influencée par une décision politique relative aux objectifs de Lisbonne ou de Göteborg, qu'il ne faut pas oublier.

Quelles seraient, du point de vue de la conduite de la politique macroéconomique, les réformes structurelles dans le sens de la souplesse que vous envisagez, et plus particulièrement en ce qui concerne la politique du taux de change? Votre prédécesseur, M. Duisenberg, nous répétait, chaque fois qu'il venait ici en période de baisse de l'euro, que l'effet était totalement neutre sur

l'inflation, sur la hausse des prix. On sort donc là du cadre de l'objectif principal de la Banque centrale européenne et vous avez raison de ne pas répondre sur ce point. En revanche, on est dans le cadre des objectifs de Lisbonne, puisque les économètres considèrent qu'une baisse ou une hausse de 10 % du taux de change entraîne une variation du taux de croissance de l'ordre de 1 % . Qui a la responsabilité de peser sur le taux de change pour veiller aux objectifs de Lisbonne, à votre avis?

1-029
Trichet, *BCE***.** – D'abord, chacun, naturellement et c'est bien normal, se fait son opinion. L'idée selon laquelle, puisque vous avez évoqué la politique macroéconomique, nous corsetons l'économie européenne avec des taux d'intérêt qui sont les plus bas depuis 1948 et avec des taux courts réels qui sont à zéro, est une idée qu'on peut toujours défendre, mais il faut quand même tenir compte d'éléments incontournables. Si nous arrivons à cela, en effet, c'est précisément parce que nous sommes crédibles et que l'on a rendu l'euro très crédible dès sa création. Mon prédécesseur vous l'a expliqué à de nombreuses reprises et je voudrais lui en rendre hommage, parce qu'organiser cette transition était un exploit qui n'était d'ailleurs pas prévu par les marchés en 1997 ou 1998. Si vous regardez la littérature de marché, vous verrez qu'une bonne partie de cette littérature de marché pense que nous avons vraiment géré au mieux, c'est-à-dire maintenu la crédibilité sans prendre, si je puis dire, de prime de risque, de prime d'assurance excessive.

Pour ce qui concerne la politique budgétaire, je n'insisterai pas. J'ai déjà dit ce qu'il en était. Quand on voit le niveau d'épargne et le pourcentage du revenu disponible qui est épargné dans un assez grand nombre de pays d'Europe et qu'on le compare avec ce que l'on observe dans d'autres économies, on peut penser que les fameux effets ricardiens, qui combattent et annulent les effets keynésiens que l'on obtient lorsque l'on s'engage dans la voie des déficits, sont bien là, présents, en Europe, sous nos yeux. Comme est présente la méfiance des ménages devant les déficits, la croyance qu'ils ont, du fait des anticipations rationnelles, qu'un jour ou l'autre tout ceci sera repris sous forme d'impôts supplémentaires: cela est présent, nous l'observons. Nous avons, en Europe, un pourcentage de revenus disponibles mis de côté chaque année par de nombreux ménages qui est très important.

Les réformes structurelles, de ce point de vue, nous apparaissent effectivement comme étant ce qui doit permettre de décorseter, pour reprendre votre expression, l'économie européenne. Là aussi, il y deux manières de présenter les choses. Vous disiez que j'avais été très pessimiste. Effectivement, je crois qu'un ordre de grandeur est qu'on a 0,4 % par an – en tout cas au cours de cette période de six, sept ans – de retard par rapport aux États-Unis. On peut présenter cela positivement. On peut dire: on a 0,4 % à gagner tous les ans si on fait les investissements appropriés, c'est-à-dire ces réformes. J'aurais tendance à dire: pourquoi ne pas voir tout sous un angle plus positif et plus dynamique? Il y a un gisement de croissance qui est encore inexploité et qui doit nous permettre d'avancer. C'est comme cela que je présenterais les choses de manière positive. Cela dit, effectivement il y a des efforts à faire.

En ce qui concerne le taux de change, vous avez compris que je m'en tenais strictement à ce que nous sommes convenus, à la fois en Europe et dans le monde. Sur ce point aussi, je laisserais aux uns et aux autres le soin d'apprécier et de juger les différents modèles qui donnent des résultats très différents, il faut bien le dire. Ces modèles, pour la plupart, sont fondés sur une analyse de type linéaire, mais nous savons bien que ce n'est pas linéaire, c'est-à-dire qu'il y a des zones vers le haut ou vers le bas, où vous obtenez des effets complètement différents. On nous présente toujours un peu des modèles ultrasimplifiés, ce qui d'ailleurs se comprend et ce que je ne conteste pas. Mais nous devons, au-delà des modèles simplifiés, nous faire un jugement.

1-030
Lipietz (Verts/ALE). – Je n'ai pas du tout parlé de comparaison entre l'Europe d'aujourd'hui et celle de 1948 en termes de taux d'intérêt. Je comparais l'Union européenne, zone euro, avec l'extérieur. Et il est vrai que les taux d'intérêt sont nettement plus forts depuis cinq ans, que le taux d'intérêt directeur de la Banque centrale européenne est pratiquement en permanence supérieur à celui de la Banque fédérale, que la confiance, pourtant, semble beaucoup plus faible, puisque vous dites vous-même que l'épargne des Européens est bien supérieure à celle des États-Unis, celle des Américains. Je ne comprends donc pas très bien votre réponse. Elle semble contradictoire avec ce que vous voulez vous-même prouver.

1-031
Trichet, *BCE***.** – Deux observations complémentaires, si vous le permettez, Monsieur le Président.

Comparons ce qui est comparable. On est en Europe. À quel niveau sont les taux d'intérêt en Grande-Bretagne? 4 %. À quel niveau sont-ils chez nous? 2 %. C'est deux fois moins, sauf erreur de ma part, pour la zone euro. Comparons avec le Danemark. Le Danemark suit exactement la politique monétaire de l'Europe, puisqu'il est dans le mécanisme de change 2 et qu'il a exactement la même politique monétaire que nous. Concernant la Suède, peut-être le député suédois pourrait-il nous en dire plus? Mais je ne crois pas que l'on puisse tirer le moindre argument de la comparaison de notre politique monétaire avec les politiques monétaires poursuivies par les autres Européens qui ne sont pas dans la zone euro.

Quant aux États-Unis, chacun a ses propres responsabilités et elles sont très lourdes. À certains moments, les États-Unis ont eu des taux d'intérêt très supérieurs aux nôtres. À d'autres moments, ils ont eu des taux d'intérêt inférieurs aux nôtres. Chacun a ses propres responsabilités. Je citais des économistes de marché. Le *Chief Economist* de l'une des principales banques d'investissement du monde considère, à tort ou à raison –

je lui laisse la responsabilité de cette assertion –, que nous avons été constamment plus accommodants que la *Federal Reserve* sur le plan de la politique monétaire. Je lui laisse la responsabilité de ses propos, mais je voulais simplement vous dire que l'appréciation de ce qu'il convient de faire, compte tenu des *output gaps*, compte tenu de la règle de Taylor, qui est une des références possible pour mesurer le caractère plus ou moins accommodant d'une politique monétaire, tout cela se discute et il y a plusieurs écoles. Pour nous, en tout cas, comme je vous l'ai dit, nous avons le sentiment de faire tout ce que nous pouvons pour contribuer à la prospérité durable de l'Europe en maintenant la crédibilité. C'est extrêmement important, c'est grâce à cette crédibilité que nous avons un environnement financier exceptionnellement favorable, non seulement dans une partie de la zone euro mais dans toute la zone euro, ce qui n'était pas prévu par les marchés en 1997 et 1998. Par ailleurs, nous avons le sentiment de ne pas prendre de primes d'assurance exceptionnelles pour assurer cette crédibilité sur le long terme, qui est absolument essentielle à la prospérité de l'Europe.

1-032

Della Vedova (NI). – Signor Presidente della BCE, andiamo incontro ad un periodo di campagna elettorale, e io credo che aumenteranno sempre di più le pressioni dei politici in Europa nei confronti della Banca centrale europea affinchè si sposti il bilanciamento dalla stabilità alla presunta crescita, cui la Banca potrebbe contribuire con operazioni sui tassi. Io mi auguro, invece, che la Banca centrale - e sono confortato dalle sue parole di questo pomeriggio - resti ferma sul punto della garanzia della stabilità monetaria; credo che, se - come qualcuno chiede - lei cercasse di seguire l'esempio del suo collega statunitense manovrando sui tassi in relazione alle necessità di crescita, il destino dell'Europa sarebbe molto più probabilmente quello del Giappone, dove si sono erosi i margini di utilizzo dei tassi d'interesse da parte della Banca centrale senza che nulla avvenisse sul fronte della crescita. Sul fronte della crescita, in Europa, sono altre le cose che vanno fatte, e sono quelle cose che i politici rifiutano di fare: le famose riforme. Siamo nell'Unione europea, e le nuove prospettive finanziarie dell'Unione prevedono che a Bruxelles si spenda ancora - nei prossimi sette, otto anni - innanzittutto per l'agricoltura e non per il futuro dell'economia europea.

Due domande brevissime: nell'ambito delle riforme strutturali, seguendo quello che spesso dice il suo collega Greenspan, possiamo mettere la necessità di aprire maggiormente all'immigrazione e la necessità di spingere sul pedale dell'acceleratore per quanto riguarda il libero commercio internazionale? Infine, lei ha parlato di euro e prezzi. Di nuovo: ci avviciniamo alla campagna elettorale, e in Italia è scoppiata la polemica in questo campo. Non pensa che non sia sufficiente che la Banca centrale europea emetta un semplice messaggio in cui si dice che non c'è stato aumento dei prezzi, ma che si debba fare uno sforzo ulteriore per comunicare questo ai cittadini?

1-033

Trichet, *ECB***. –** I will not comment on the opening-up of immigration; decisions in that field have to be taken by governments and parliaments. In our own field, we would wish that actions taken favour long-term and sustainable growth. When I am in the North America, for instance, I am struck by the extent to which immigrants, including highly qualified, well-educated and trained immigrants, contribute to the prosperity of the US and Canada. I mention that *en passant*. It is an important question which must be looked at from all angles. If you look at it from the angle of growth, job creation and prosperity, being open to immigration is certainly something that you would consider appropriate in the long term.

On structural reforms in general, with the Lisbon Agenda we have many excellent diagnoses and we would subscribe fully to these, so I do not wish to elaborate on that. I also take note of your remarks on monetary policy.

Your last point on inflation and perception is something which I try myself: perhaps you could see that in my introduction. I am struck by the fact that inflation is perceived to be higher than the figure we believe to be the appropriate measure of inflation. There is perhaps good reason behind this: it is a very complex phenomenon that is not equally distributed over the entire euro area, but that nevertheless can be observed - to a certain degree - in quite a number of economies.

The ECB's message would be one of vigilance and confidence. We would say that we are vigilant; it is our responsibility to be vigilant because it is necessary to anchor expectations and anchor inflation expectations in the minds of savers and economic agents in general. It is also very important because it allows us to preserve the purchasing power of households.

We would tell households that we believe we are not underestimating inflation right now, nor are we underestimating future inflation. By the way, they are more pessimistic on past inflation than on future inflation, which is reassuring in a certain way. They trust that price stability will be guaranteed much more in the future. We assure them that we are the guardian of price stability. They can have confidence, but they should remain vigilant because the vigilance of economic agents and consumers is part of the smooth functioning of a market economy. In the medium and long term, we will take care of preserving both purchasing power and savings, and thus consumers could perhaps consume and invest more, which would be good for growth and job creation. We say that because we truly believe it.

1-034

Della Vedova (NI). – Riprendo la parola brevissimamente, signor Presidente, per dire che ho ben ascoltato le sue parole e ho visto anche la sua introduzione scritta. Intendo solo segnalare il rischio che anche a Francoforte si sottovaluti quanto questo punto sarà critico nelle prossime elezioni europee, e quindi

nella percezione che l'opinione pubblica europea ha dell'euro e del ruolo della Banca centrale.

1-035
Trichet, *ECB***. –** It is important to mention the numerous advantages of the euro. If I may make such a comparison, human nature is such that when one has an advantage, one puts it in one's pocket. Thanks to the euro, the environment we have is a very substantial asset.

In addition, we are not motivated by the perspective of an election - because you know that the ECB is an apolitical institution - but we trust that it is our duty to tell consumers and households that their purchasing power will be protected in the future. This might improve, or help improve, household confidence, which is indeed something very important under the current circumstances.

1-036
Abitbol (EDD). – Beaucoup de choses ont déjà été dites et il a été répondu à beaucoup de choses.

Je voudrais d'abord faire une première réflexion peut-être un peu désagréable, Monsieur le Président, pardonnez-moi. Je regrette que vous n'utilisiez pas votre langue maternelle. *You are not a Frenchman*, nous le savons désormais, mais cela ne vous interdit pas d'utiliser le français. Je sais bien que les statuts de la Banque centrale précisent que la langue utilisée est l'anglais. Comme on dit chez nous: "l'écrit est serf et la parole est libre". Vous pouvez donc très bien exprimer désormais les mêmes idées dans votre langue maternelle, d'autant plus que ces idées sont exprimées à de tellement nombreuses reprises qu'elles doivent être sues par cœur. Je vous rappelle, Monsieur le Président, que l'anglais est la langue d'un seul pays de l'euroland, à savoir l'Irlande. C'est la langue d'un seul peuple qui a adopté l'euro – adopté, si on peut dire. L'anglais est la langue d'un seul pays, et pas le plus grand. J'ai beaucoup de respect pour les Irlandais, mais l'Irlande n'est pas le plus grand pays. Cela dit, il me semble surtout – en dehors de la fibre quelque peu patriotique qui m'anime, comme vous le savez – que cet usage immodéré de l'anglais indique que vous vous adressez aux marchés et non aux citoyens. Les citoyens ne parlent pas en anglais quand ils parlent de l'inflation, quand ils parlent des prix, quand ils parlent du taux de change de l'euro. Ils ne s'expriment pas en anglais, ils s'expriment dans leur langue maternelle. Il me semble donc que vous gagneriez beaucoup – je crois vous avoir déjà dit que vous vous exprimiez formidablement bien quand vous étiez gouverneur à la Banque de France comparé au président de la Banque centrale de l'époque – que vous gagneriez beaucoup – disais-je – en influence et peut-être même en crédibilité en vous exprimant davantage dans votre langue. C'était mon premier point.

Votre plaidoyer pour l'euro traduit en réalité votre inquiétude. Il y a une grande défiance vis-à-vis de l'euro. Tous les sondages, tous les journaux, toutes les opinions, tous les partis commencent d'ailleurs à en être le vecteur. Plus de la moitié des Européens ayant adopté l'euro ne se reconnaissent pas dans cette monnaie. Et l'euroscepticisme, au fond, c'est, de plus en plus, un scepticisme vis-à-vis de l'euro. Sur les taux, vous dites: ils sont plus bas qu'avant. Ce n'est pas grave. Ils sont plus hauts qu'ailleurs, c'est cela qui compte: ce n'est pas qu'ils soient plus bas qu'avant, c'est qu'ils soient plus hauts qu'ailleurs, notamment qu'aux États-Unis et au Japon.

Enfin, ma question est: ne croyez-vous pas, finalement, qu'il y a un formidable déficit de légitimité du côté de la Banque centrale européenne, qui ne peut, seule, sur sa montagne sacrée, Davos, décider d'une politique monétaire, alors qu'elle n'a pas été flanquée du gouvernement économique qui allait ailleurs? Ne seriez-vous pas dans votre rôle en demandant un tout petit peu l'aide des gouvernements pour définir une politique dont vous ne pouvez pas, vis-à-vis des opinions, être le dernier et le seul comptable?

1-037
Trichet, *BCE***.** – Je vais m'efforcer de faire d'innombrables progrès en espagnol, en italien, en allemand, pour pouvoir remplir pleinement le devoir que vous m'assignez: à savoir de m'exprimer dans les langues des peuples d'Europe, des citoyens d'Europe.

En ce qui concerne l'euro, je ne crois pas du tout qu'il y ait une défiance vis-à-vis de l'euro et nous ne l'observons pas en ce qui concerne toutes les mesures que nous pouvons avoir. Ce qui est sûr, c'est qu'il y a eu une inflation perçue au moment du passage à l'euro, qui est une grande question qu'il faut que nous creusions. Je vous ai déjà dit, bien sûr, ce que je crois pouvoir dire au moment où je parle.

En ce qui concerne les taux d'intérêt, j'y ai déjà répondu.

Concernant la légitimité, je répondrai que le peuple français, en l'occurrence, et les parlements européens ou les peuples européens, en approuvant le traité de Maastricht, ont voulu l'institution telle qu'elle est. Nous sommes nous-mêmes, au sein de la Banque centrale européenne ou dans les banques centrales nationales ou dans l'eurosystème dans son ensemble, qui est une formidable équipe monétaire d'une Europe très unie, nous sommes préposés à nos fonctions diverses par la volonté du peuple souverain, soit directement, soit par la voix de ses représentants. Nous appelons de nos vœux, bien sûr, que l'échelon que nous avons en face de nous, c'est-à-dire l'échelon européen, puisse fonctionner du mieux possible: Conseil, Commission, Parlement. Mais, si je puis me permettre, il n'est pas de notre responsabilité de vous suggérer ce qu'il conviendrait de faire pour que les choses aillent du mieux possible. Mais je crois, encore une fois, qu'il ne faut pas s'abandonner à un europessimisme un peu systématique. Tout ne va pas mal. Nous avons fait beaucoup de progrès, des progrès très substantiels dans les diagnostics, dans le fonctionnement concret de l'Eurogroupe. Il reste beaucoup à faire. Il faut tirer de ce que nous avons fait dans le passé le plus possible de bonnes raisons de

continuer à travailler beaucoup. Et je suis d'accord avec vous: il faut encore que l'on travaille beaucoup.

1-038
Μαρίνος (PPE-DE). – Κύριε Πρόεδρε, θα αναφερθώ κι εγώ σ' αυτό που κατ' επανάληψη τόνισε ο κ. Πρόεδρος, τα νοικοκυριά και τους αποταμιευτές, οι οποίοι θα πρέπει να αισθάνονται ασφάλεια και ικανοποίηση από το γεγονός ότι η νομισματική σταθερότητα δεν τους απειλεί με απότομες ανατιμήσεις και ότι εξασφαλίζουν ένα ικανοποιητικό εισόδημα.

Αυτά θα μπορούσαν να λεχθούν ίσως σε άλλες χώρες. Στη δική μου χώρα, η οποία ανήκει στην ευρωζώνη, ο πληθωρισμός είναι πάνω από 3% και οι αποδόσεις των αποταμιευτών, στις τράπεζες και τα ταχυδρομικά ταμιευτήρια, είναι κάτω από τη μονάδα, κ. Πρόεδρε. Συνεπώς, όχι μόνο δεν έχουν αποδόσεις οι μικροαποταμιευτές, αλλά αντιθέτως χάνουν και το κεφάλαιό τους. Αποδίδουν δε το μεγάλο πληθωρισμό, όχι μόνο οι καταναλωτές αλλά φοβούμαι και οι πολιτικοί, στην εισαγωγή του ευρώ. Είναι μια εύκολη λύση για να ενοχοποιούν κάποιον άλλον και να αποτινάσσουν τις δικές τους πολιτικές ευθύνες. Πάντως, αυτό είναι μια πραγματικότητα και αφορά μια χώρα της ευρωζώνης, η οποία δεν απολαμβάνει αυτά τα οφέλη που εσείς, ορθώς ίσως, υπογραμμίσατε για άλλες χώρες.

Η τράπεζά σας πώς αντιμετωπίζει το θέμα αυτό; Πώς δέχεται να υπάρχει απώλεια εισοδήματος με υψηλό πληθωρισμό, σε επίπεδο τέτοιο που δεν θα έπρεπε να μένει χωρίς την κριτική σας και τις υποδείξεις σας;

1-039
Trichet, *ECB***.** – Because we have a single currency, we have a single monetary policy and a single decision-making process. Each governor of the national central banks fully participates in the decision-making process, which involves 18 people - 6 members of the Executive Board and 12 national central bank governors. Each of us has to look at the overall, superior interests of the eurozone as a whole, namely the 306 million fellow citizens that have a stake because they have the same currency and the same monetary policy.

I call upon other economic policy-makers - and particularly those responsible for national economic policy decisions - to take fully into account the fact that we have decided to have a single currency, a single monetary policy and a single decision-making process.

1-040
Villiers (PPE-DE). – I should very much like to hear your opinion about whether any progress is being made towards achieving the Lisbon objective of becoming the most competitive, dynamic knowledge-based economy in the world by 2010. The Member States declared they were going to achieve that goal, and, in terms of time, we are now nearly half-way through that process. However, it seems that legislation from the European Union has often been going in the opposite direction, and I could cite as examples the attempt to eliminate opt-outs from the Working Time Directive, or the proposal on the Temporary Workers' Directive.

A central essential tenet of what the European Central Bank seems to say is that Member States should have more flexible labour markets to achieve the economic reform that would lead to economic growth. How can they make their labour markets more flexible if the European Union is telling them that they have to make them more inflexible by adopting directives on employment?

1-041
Trichet, *ECB***.** – We are in a field where we believe we might play a role in explaining, as best we can, that we would all be better off by embarking on those structural reforms and by helping, particularly with this communication to the public, the difficult decision-making process. We often see that when governments, parliaments or the social partners embark on this, there is a cost. The level of public understanding is not what we would hope, perhaps because there is a need for more in the way of public information.

I believe that it is part of our problem. I would suggest that the lowest levels of unemployment can be found in countries that have liberalised their labour markets in an appropriate fashion. If the objective is to maximise growth and minimise employment, then clearly this is what should be done.

Other elements come into the decision-making process, including, for example, protection and security for those who have a job. Ultimately, it is the *arbitrage* between these various considerations that makes the decision. We do not make the decision ourselves. We can only try to enlighten the decision-makers and try to enlighten the public.

1-042
Poos (PSE). – Monsieur le Président, avec votre permission, j'aimerais poser au président de la Banque centrale européenne une question – tout aussi récurrente que celle sur les taux de change – concernant le pacte de stabilité.

Je suis de ceux qui considèrent que le pacte de stabilité et de croissance fait en quelque sorte partie du contrat de mariage. Mais comme un contrat de mariage peut être changé si les deux partenaires sont d'accord, le pacte de stabilité pourrait également être changé, moyennant l'accord des douze partenaires, ce qui est déjà plus difficile. Je ne reviens pas sur la déclaration du président de la Commission, qui a mis le feu aux poudres il y a quelques mois lorsqu'il a déclaré que le pacte de stabilité est stupide. Mais, en italien, le mot *stupido* n'a peut-être pas la même portée que le mot stupide en français. La discussion continue et on voit actuellement que le commissaire responsable, M. Pedro Solbes, réfléchit à son tour à certaines modifications, à certains amendements qui pourraient être apportés au pacte de stabilité, liés ou non au dérapage franco-allemand et à la décision du Conseil Écofin. On est en train de réfléchir à haute voix sur la façon de rendre le pacte de stabilité et de croissance plus flexible. Il y a plusieurs modèles sur

la table et peut-être que, dans les prochaines semaines, la Commission fera une proposition dans ce sens.

Ma question précise au président de la Banque est la suivante: dans quelles conditions la Banque centrale européenne pourrait-elle être partie prenante d'un nouveau deal sur le pacte de stabilité et de croissance et comment la Banque européenne pourrait-elle influencer le cours des choses?

1-043

Trichet, *BCE***.** – Trois considérations. D'abord, comme vous, nous pensons – et quand je dis nous, je veux dire le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne – que le pacte de stabilité et de croissance est un élément essentiel de l'union économique et monétaire. Nous n'avons pas de gouvernement fédéral. Ceci a déjà été noté. Nous n'avons pas de budget fédéral. Par conséquent, c'est vrai que nous avons été très audacieux en créant une monnaie unique sans avoir de gouvernement fédéral ni de budget fédéral. Le seul moyen pour nous de répondre à la critique habituellement formulée par ceux qui critiquent l'euro est de dire: oui, c'est le pacte de stabilité et de croissance qui remplace, en quelque sorte, l'absence de gouvernement fédéral et de budget fédéral. C'est lui qui nous permet de répondre à la critique sur l'erratisme du *policy mix* ou de répondre à la critique sur l'incapacité de réagir à des chocs asymétriques. Je n'insiste pas sur ce point qui est très fort. Le fondement économique d'un concept comme le pacte de stabilité et de croissance est très important dans la zone euro actuelle.

Deuxièmement, dans toute économie quelle qu'elle soit, dans tout système, qu'il s'agisse d'une fédération, d'une confédération, d'un État ou d'une économie centralisée, il y a un moment où les effets pervers qui vont avec les déficits dépassent les effets keynésiens positifs, si je puis dire. On le voit bien, d'ailleurs, parce que si on pouvait aller jusqu'à 100 % de déficit en proportion du produit intérieur brut, personne n'imagine qu'on serait dans le meilleur des mondes possibles. Ce n'est donc pas en faisant plus de déficits qu'on a indéfiniment plus de croissance. Il y a un moment où cela s'arrête.

Clairement, le seuil est une question d'appréciation. C'est un jugement qui doit être porté pour voir à quel moment on détruit plus de croissance par la perte de confiance que l'on en crée éventuellement par l'impact des dépenses supplémentaires. Je n'insiste pas là-dessus. Ce point a déjà été discuté et pas simplement dans le cadre du pacte de stabilité et de croissance: je vous rappelle que les 3 % se trouvent dans le traité lui-même, ils ont la force législative, constitutionnelle du traité.

Dernière considération: notre position, comme je l'ai déjà dit, est que le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne estime que, sans changer le traité – mais personne, à ma connaissance, n'imagine de changer le traité et, d'ailleurs, la Convention n'a pas prévu de changer les dispositions dont nous parlons – et sans changer le texte du pacte de stabilité et de croissance, on peut améliorer assez substantiellement son application, notamment en introduisant des éléments de réflexion structurelle et en réfléchissant beaucoup mieux à ce qu'il convient de suivre dans le cycle économique. J'en suis là, si je puis dire, pour le moment. Je ne peux pas vous dire autre chose à ce stade. C'est notre sentiment, c'est notre conviction. Nous allons voir ce qui est proposé par la Commission.

1-044

Langen (PPE-DE). – Herr Präsident! Sie haben in Ihrer Einführung einerseits die Entwicklung des Euro gelobt und auf der anderen Seite gesagt: Ein gesunder Euro - monetäre Politik allein reicht nicht aus. Man kann sagen, dass weder die Konsumenten noch die Investoren ausreichenden Mut haben, zu konsumieren und zu investieren. Sie haben den Lissabon-Prozess genannt: Es gibt aus meiner Sicht eine viel negativere Einschätzung dieser Lissabon-Strategie, als Sie sie hier vorgebracht haben. Europa ist bisher allenfalls in den Reisevorbereitungen, aber auf dem Weg nach Lissabon ist Europa noch nicht. Wenn ich verschiedene Gesetzesvorlagen sehe, die hier präsentiert werden - etwa zur Chemikalienpolitik, zur Verbraucherkredit-Richtlinie -, dann sind das alles Projekte, die diesen Weg blockieren, die den Reisebeginn weiter verzögern. Wir sind also überhaupt nicht auf dem richtigen Weg.

Auf der anderen Seite wird das Jahr 2004 hinsichtlich des Dollars davon gekennzeichnet sein, dass wir amerikanische Präsidentschaftswahlen haben. Ich kann mir nach aller Erfahrung nicht vorstellen, dass die amerikanische Notenbank jetzt plötzlich auf einen starken Dollar setzt, sondern sie wird im Gegenteil auf den niedrigen Dollar setzen. Die Europäische Zentralbank ist - Sie haben gesagt, Lissabon ist eine wunderschöne Diagnose, aber die Therapie wird nicht angewendet - zentrale Geldpolitik und dezentrale Wirtschafts- und Finanzpolitik. In diesem Konflikt befinden wir uns im Moment, und ich hätte gerne gewusst, ob Sie eine Lösung hierfür haben, denn in dem Dreieck der Probleme haben wir damit zu kämpfen, dass Europa sich de-industrialisiert, wenn der Arbeitsmarkt nicht flexibler wird. Allein in Deutschland sind im letzten Jahr 400 000 Industriearbeitsplätze verloren gegangen, und nach der politischen Entwicklung in Deutschland bin ich nicht optimistisch, dass sich das ändern wird. Wie kann man diesen Konflikt lösen?

1-045

Trichet, *ECB***. –** I would very much agree with you that to have a diagnosis in common is an important thing, but to *deliver* is something which is clearly essential. I was optimistic because we had the diagnosis, but I was not particularly optimistic as regards the delivery mechanism and I would fully agree with your remarks.

I would also draw your attention to something which strikes me: if you look at all the economies in Europe, including all those in the eurozone, you see a lot of differences from economy to economy, and also from a structural standpoint. There is always a particular economy which could be seen as the benchmark for the others. If we in the eurozone - and the EU-15 - could self-benchmark, we would make a lot of progress. There

to learn from the Netherlands, Denmark and the United Kingdom, for example. Each of us has assets and liabilities. My sentiment is that the review being carried out by the Council and the Commission to improve the decision-making process, peer-surveillance and the follow-up to the Lisbon Agenda - now being discussed in both the Council and the Commission - are of extreme importance.

We always ask that the Lisbon Agenda be associated with a precise peer-surveillance and delivery mechanism. That is absolutely essential. Unfortunately it was not decided on the spot in Lisbon in 2000. We are badly in need of that. The Irish presidency said that this was its top priority and we hope it will proceed in this direction and be as efficient as possible.

1-046

Huhne (ELDR). – Mr Trichet, I would like to ask a couple of brief supplementary questions on 'loose ends' from your earlier answers.

First of all, in the G7 communiqué you were clearly implying - quite rightly - that it would be much easier for the euro area if countries in the Far East - the 'greater China' countries perhaps: certainly China itself, Hong Kong, Taiwan, North Korea, Singapore and so forth - did not intervene quite so heavily to stop the rise of their currencies against the dollar, with the effect that the whole of the adjustment of the dollar is effectively being driven against the European currencies. Can you tell us - in the light of your contacts through BIS and elsewhere with these countries - whether you foresee any early change in their policy, or about indeed any analytical points you might suggest which would suggest an early change in their policy? That is my first point.

You may not want to answer my second point today, but perhaps you could give us a note on it. I am very struck because this is not the first time in your evidence before this Committee that you have made great play with what one could call the Ricardian equivalence theory. Obviously, the bulk of economic judgment would currently say that Ricardian equivalence is a special case, rather than something which one would normally expect to be operating at the deficits and debt levels of the euro area. Certainly I know of evidence that suggests that Ricardian equivalence would operate in Japan - with a debt ratio of over 100% - and otherwise in small, open economies like Ireland and Sweden and so forth. Could you perhaps give us some evidence - perhaps in writing - to suggest that this could be a serious problem for the euro area?

1-047

Trichet, *ECB***.** – On the first point I would say that the communiqué I have subscribed to and signed is obviously very clear, and as you have mentioned, without quoting any particular economy, it includes a number of emerging economies, including those in Asia. That is absolutely clear and we have said what we have to say in this respect.

As regards Ricardian equivalence, I believe you are right that this principle has been particularly linked to Ireland and a number of other economies by academics. We are reflecting on that and it is absolutely clear that it was the reasoning of the negotiators of the Maastricht Treaty. Why would you set a certain level at X% if you did not fear that economically there would be a loss of confidence, particularly at household level, but also in the corporate and entrepreneur spheres. Academics dispute whether we can substantiate this right now. We suspect that when you look at the level of savings as a proportion of disposable income we can more or less see the influence of Ricardian equivalence some economies, including major economies in the eurozone. The issue is under discussion and I would not say that I can conclude scientifically that it is substantiated by scientific elements, but there is a feeling that it is the case.

There is a psychological mechanism at work here: figures do not tell you that in various cultures - with various histories and past references - attitudes, particularly household attitudes, can be very different. It is obvious that if there is such a thing as Ricardian equivalence, the psyche of US households is not at all the same as that of European households. And perhaps the psyche of continental households is not exactly the same as that of non-continental households, including the UK. This must be looked at very carefully.

1-048

Herzog (GUE/NGL). – Je voudrais que nous parlions maintenant des normes comptables. Vous êtes intervenu sur ce sujet en exprimant des préoccupations, notamment au sujet des normes IAS 32 et 39. Ce sont, à mes yeux, des prises de position très importantes.

Première question: quelle est notre capacité d'action à ce sujet et, en particulier, celle de la Banque centrale? Quelle sera sa détermination d'intervention dans ce domaine?

Ma deuxième question est plus une question de fond. Il me semble que c'est un fait nouveau très important que la Banque centrale européenne se préoccupe de l'instabilité financière, des bulles financières, également de la volatilité financière, et en particulier du rôle du crédit par rapport à cela, puisque les normes comptables auxquelles je faisais allusion concernent tout particulièrement le secteur des banques et des assurances, qui pourrait être placé en situation de grande incertitude et d'instabilité du fait de ces normes. C'est vraiment un intérêt nouveau de la Banque centrale que je veux souligner aujourd'hui, et j'aimerais que vous nous le confirmiez.

Troisième question: est-ce que cela n'a pas un lien, précisément, avec ce problème des liquidités excédentaires? Après tout, un système de crédit qui pourrait intervenir d'une façon plus efficiente du point de vue de la stabilité et de la croissance ne contribuerait-il pas aussi à réduire ce problème des excès de liquidités auquel nous faisions allusion et qui joue de façon négative par rapport à une décision sur les taux d'intérêt,

car l'abaissement des taux d'intérêt peut contribuer à renforcer la liquidité sans pour autant renforcer la croissance?

1-049
Trichet, *BCE***.** – Je vous confirme que le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne a effectivement regardé l'état de la question, s'agissant de ces normes comptables IASB, comme on dit dans notre jargon, et m'a demandé de mettre par écrit nos préoccupations sérieuses sur certains points.

Ces préoccupations sont à la fois des préoccupations de Banque centrale attachée, comme vous l'avez dit, à la stabilité financière et des préoccupations de surveillance bancaire. Je ne veux pas entrer dans le détail, qui est très technique, mais l'un des points que nous avons soulignés était qu'une option généralisée de *fair value accounting*, de comptabilisation à la juste valeur, telle qu'elle était présentée, nous posait de nombreux problèmes. D'abord, sa généralisation nous paraissait aller très au-delà de ce qui serait légitime, notamment en étant éventuellement étendue à des instruments pour lesquels il n'y aurait pas eu de marché et, donc, dont la valorisation aurait été bâtie sur des modèles, avec toutes les difficultés qu'il peut y avoir. Ensuite, l'existence même d'une option généralisée faisait que les banques commerciales – puisqu'il s'agit en l'occurrence des banques commerciales – auraient pu se placer sur deux terrains complètement différents, si bien que le fameux terrain plat pour la concurrence, le *level playing field*, n'aurait pas été assuré puisqu'on aurait pu avoir des chiffres complètement différents selon que l'une des deux branches de l'option était choisie.

Nous avons donc fait valoir ces points simultanément, bien entendu, auprès des responsables du IASB et, aussi, auprès de la Commission et du Conseil, et je dois dire que nous sommes en ce moment entrés dans une phase de discussion. Je ne peux donc pas dire autre chose: nous sommes engagés dans une discussion qui me paraît menée de part et d'autre avec beaucoup de volonté d'aboutir et de compréhension.

Il est clair qu'il y a un grand intérêt à avoir des normes comptables qui auraient une dimension mondiale. Même du point de vue de la stabilité financière, c'est un avantage. Par ailleurs, il est clair aussi, de notre point de vue, qu'il faudrait que ces normes comptables soient aussi incontestables que possible, qu'elles assurent ce que j'appelle une compétition équitable, en quelque sorte, et qu'elles ne soient pas procycliques. Ce dernier point figure parmi ceux que vous avez soulignés: notre propre analyse de l'impact de la première proposition concernant ces normes était qu'elles pouvaient avoir une incidence procyclique sur l'ensemble du secteur financier. Or, nous pensons que la stabilité financière est un des éléments dont nous devons avoir en permanence la préoccupation. Nous partageons ce sentiment avec toutes les banques centrales au monde. Toutes les banques centrales au monde pensent qu'elles ont une responsabilité en matière de stabilité financière. C'est le cas de la Banque centrale européenne et de l'ensemble de l'eurosystème. C'est le cas à Londres, c'est le cas à Washington, c'est le cas partout dans le monde.

Sur la question des liquidités excédentaires, je dois dire que c'est une question en soi. Comme vous le savez, nous avons ce que nous appelons la vérification, à partir des évolutions purement monétaires, de ce que nous analysons sur le plan économique. Nous considérons que sur le long terme, l'inflation est un phénomène monétaire et notre vigilance eu égard à cette vérification des évolutions monétaires est importante, parce qu'elle permet de mieux ancrer encore les anticipations à cinq et dix ans. Or, comme je l'ai dit tout à l'heure, si nous avons des taux d'intérêt de marché bas à cinq, dix et trente ans, c'est parce les anticipations sont très bien ancrées. Nous croyons que notre concept de politique monétaire en fait partie. Je n'irai pas au-delà, Monsieur le Président, concernant le rapprochement entre les normes IASB et concernant, par le détour de la stabilité financière, la résorption des liquidités excédentaires. Nous croyons que les liquidités excédentaires devraient normalement se résorber avec la montée en puissance progressive de la croissance.

1-050
Lipietz (Verts/ALE). – Ma question est justement liée à l'interaction, que vous venez de souligner, entre la question des normes comptables et la question des comportements. Je suis totalement d'accord avec vous qu'une évaluation des actifs aux prix du marché est dangereuse. J'ai été rapporteur concernant les règles prudentielles de surveillance des conglomérats financiers. Entre le moment où j'ai présenté la première discussion de ce rapport, ici même, et le vote de ce rapport, les assurances sont passées d'un excès très large de réserves à un déficit de réserves, simplement parce que la valorisation de leurs actifs avait changé. Il n'y a pas de remplacement, aucune évaluation des actifs au coût d'achat ne peut jouer dans ce cas-là, puisque les actifs concernés sont purement financiers. Pour elles, évidemment, mais ils ne sont pas financiers pour d'autres et c'est cela le problème. Je crois que si vous pouviez avancer assez vite, faire des propositions pour trouver un moyen terme entre les deux, cela nous sortirait une épine du pied.

Cela dit, je m'interroge sur le concept de confiance. Dans votre dernière réponse à ma deuxième intervention, vous avez ressorti l'argument que le fait d'avoir un taux élevé d'épargne témoigne d'un bon taux de confiance dans la monnaie. C'est vrai, sauf que si le comportement des ménages est d'épargner beaucoup et d'investir peu, je m'interroge sur ce que cela signifie exactement. Cela signifie peut-être qu'ils ont confiance dans la valeur de leur monnaie, mais pas dans l'avenir de l'économie nationale ou européenne. Le comportement des ménages américains est exactement à l'opposé. Ils se fichent royalement de la valeur de leur monnaie, apparemment, mais ils ont une confiance absolue dans le dynamisme de leur économie et ils n'ont pas d'épargne. Je voudrais savoir ce que vous poursuivez comme type de confiance exactement: une confiance en flux ou une confiance en stock, en quelque sorte.

1-051
Trichet, *BCE***.** – Je prends les encouragements que vous nous avez donnés dans les discussions avec l'IASB et je vois que vous êtes particulièrement intéressé par les assurances, qui représentent un problème particulier. À vrai dire, les banques commerciales, ou les banques en général, nous les considérons à la fois au nom de la stabilité financière et au nom de nos responsabilités propres de surveillance bancaire. Les assurances, qui représentent en effet un problème très important, nous les considérons uniquement sous l'angle de la responsabilité au titre de la stabilité financière.

Peut-être dois-je préciser les choses. Quand je dis que les ménages de la zone euro peuvent avoir confiance dans le fait que leur pouvoir d'achat sera préservé et que la valeur de leur épargne sera préservée dans l'avenir, c'est précisément pour leur dire: peut-être pouvez-vous consommer plus, et peut-être pouvez-vous investir plus, c'est-à-dire ne pas chaque année mettre de côté ce qu'il faudrait pour compenser la perte en capital si la monnaie était fondante, ou pour compenser la perte en revenus si le pouvoir d'achat n'était pas préservé. C'est plutôt, comme, je pense, vous le souhaitez implicitement, un encouragement pour dire: ayons confiance, plus peut-être que nous n'avons confiance aujourd'hui quand on regarde, notamment, les enquêtes d'opinion. Mais je dis cela avec beaucoup de prudence, avec beaucoup de respect pour des décisions individuelles. Cela dit, on peut peut-être penser qu'il y a une sous-estimation de ce que nous pouvons apporter nous-mêmes, Banque centrale européenne, en ce qui concerne cette garantie, en quelque sorte, de préservation de pouvoir d'achat et de préservation des patrimoines sur la longue période, non seulement l'année qui vient mais sur une longue durée .

1-052
Abitbol (EDD). – Je ne participerai pas au débat sur les normes comptables, je n'y connais pas grand-chose. Mais j'ai été un peu frustré de votre réponse sur la légitimité, Monsieur le Président. Évidemment, il ne s'agit pas d'un traité. Cela remonte à douze ans et, si on en restait aux traités signés, on en serait encore au traité de Verdun, je parle de celui de 843. Tout peut changer, dans la vie.

Je voudrais vous demander de commenter cette phrase d'un expert chinois, publiée dans le Figaro de ce matin, commentant la décision des Chinois de ne pas réévaluer le yuan, leur monnaie, qui est notoirement sous-évaluée par rapport au dollar. Cet excellent expert, dont je partage totalement les idées, dit: la monnaie relève du politique et non pas de l'économie. Que pensez-vous de cette phrase, Monsieur le Président?

1-053
Trichet, *BCE***.** – Je ne vous savais pas à ce point inspiré par les concepts qui dominent sur le plan politique en Chine. Je dois dire que cela me surprend un peu.

Encore une fois, j'en reviens, j'en suis désolé, au peuple souverain, mais c'est d'autant plus facile qu'il s'est exprimé directement dans le pays dont nous sommes, vous et moi, citoyens. C'est en toute connaissance de cause que la décision a été prise et après un grand débat national public. Je dois vous dire aussi que, de manière maintenant à peu près universelle, les banques centrales – c'est le cas en Europe, c'est le cas dans l'Union européenne et pas simplement dans zone euro, c'est le cas aux États-Unis, c'est le cas dans la quasi-totalité des pays du monde – sont considérées comme devant être "indépendantes", c'est-à-dire sont considérées comme devant avoir une responsabilité de court, moyen et long terme, responsabilité qui consiste pour elle à donner à la société dans laquelle elles sont un niveau de confiance raisonnée, documentée, prouvée, dans la stabilité des prix.

Il y a donc consensus pour considérer que ceci est une condition nécessaire, mais pas suffisante, de la prospérité, de la croissance et de la création d'emplois. Je dois vous dire que je constate ce consensus au sein de la communauté des pays industrialisés, c'est évident, puisque c'est le cas à Londres, à Washington, en Europe continentale, dans la zone euro, à peu près partout dans les pays industrialisés, et aussi dans la quasi-totalité des pays émergents. Dans le monde d'aujourd'hui, je crois que c'est une observation que tout le monde peut faire. Cela dit, être indépendant ne veut pas dire être en dehors de la société dans laquelle nous sommes. Je vous rappelle que dans la tradition, par exemple, allemande ou française ou européenne, l'exécutif est invité à observer les délibérations des banques centrales nationales. C'est le cas aussi à la Banque centrale européenne. Il y a des rapports fréquents, puisque tous les quinze jours la Commission et le Conseil sont invités. Je suis d'ailleurs là, aujourd'hui, devant vous. Cela fait partie de la tradition dans de très nombreux pays du monde. En dernière analyse, nous sommes donc sous le regard de l'opinion et sous le jugement de l'opinion publique. Il n'y a pas, dans une grande démocratie politique qui est en même temps une très grande démocratie d'opinion, d'institution indépendante qui ne soit, en dernière analyse, responsable devant l'opinion publique.

1-054
Langen (PPE-DE). – Herr Präsident! Das ist voraussichtlich der letzte monetäre Dialog vor der Erweiterung der Europäischen Union. Ich glaube, wir haben vor dem 1. Mai keine Sitzung mehr. Ich habe eine Frage hinsichtlich der zehn Erweiterungsstaaten. Die Vorbereitungen laufen ja, und sie werden irgendwann auch einmal in die Eurozone hineinkommen. Wie beurteilen Sie die Chancen, dass das relativ schnell geht? Würden Sie eher davon abraten, oder gibt es eine gestaffelte Beurteilung der einzelnen Beitrittskandidaten hinsichtlich ihrer Fähigkeit, dem Euroraum beizutreten?

1-055
Trichet, *ECB***. –** First of all I would certainly confirm that we consider that this extremely important question should be looked at on a case-by-case basis. No two countries are in the same situation as regards their economic fundamentals or their current economic, monetary and financial convergence with the eurozone, or as regards their capacity to converge more or less

rapidly in all those fields in the years to come. Therefore, we must look at each country - as the countries themselves do - on a case-by-case basis.

Second, we have made public our own concept of policy as regards entry into ERM II and entry into the eurozone: we said very clearly that there would be no new rules. The rules that applied to the current Member States of the eurozone or of ERM II - Denmark being part of ERM II - would be applied to the newcomers no less and no more. Also, the objective criteria laid down in the Treaty would be applied. We added something important: namely, that the Treaty itself speaks of sustainable convergence - not only a kind of convergence which can be observed when you take a snapshot, but a convergence which would be sustainable. An economist would say not only 'nominal' but 'real' convergence.

That being said, we have been given other elements to clarify the situation in particular as regards the various positions these countries have on the exchange rate. For instance, we said very clearly that 'euroisation' was not a way of bypassing the normal process for convergence, or for being in ERM II and so forth. We also said that we could discuss whether the currency board could be accepted as part of the ERM II commitments. However, as I said, all this must be examined very carefully on a case-by-case basis; I cannot go further at this stage. Of course, when the time comes we will say what we think about this or that country. Of course, they are all thinking and gradually making up their own minds.

1-056

Huhne (ELDR). – Perhaps I could come back to the issue of international accounting standards; I have not made up my mind on this particular bit of the debate but I should like to play devil's advocate for a minute on the other side and get your response.

First, on the pro-cyclical argument, it seems to me that there is a perfectly good role for macroeconomic policy in dealing with cyclical problems, but that accounting standards are first and foremost about microeconomic policy and about the proper allocation of resources between competing institutions, whether they are corporate or financial institutions. Therefore, transparency is probably absolutely crucial if we are going to bear that in mind. Perhaps we could have your answer to that - even if there is a pro-cyclical element to the accounting standard, that might actually be a perfectly sensible thing to do.

Second, it is a sensible principle that things should be valued on balance sheets at as near an estimate as one can get to their value at that time, whether they are marked to market, or whether a theoretical basis for valuation is used - which is possible even with options which are not traded in a liquid market. We have had many bad experiences in Europe of allowing banks to value particular assets at figures that are far removed from reality, as I think you will remember very well! This is by no means confined to the French case, however: I am also thinking of the case in the UK in the 1980s, when regulatory forbearance allowed a couple of our biggest banks to pretend that Latin American debt was worth far more than it actually was. In that particular case we grew out of it, but why should we suspend disbelief in this manner rather than attempt to value assets properly at their value at this point in time?

1-057

Trichet, *ECB***.** – We are very much in agreement with you. What we do not like is that you have an option: either you choose one particular accounting rule, or you choose another one. We would prefer to be able to say: 'in that particular case you have to do this or that'. That would pave the way for precise comparison and avoid the immense differences in accounting procedures that we consider to be very dangerous, and which could trigger immense differences between the very same entities.

Second, I would be a little bit more cautious than you are on evaluating on the basis of models. We consider it to be absolutely essential to have a real, functioning market to do this. In some recent cases, you might have seen how dangerous fanciful evaluation can be. It is dangerous if you are not solidly anchored in a real market which is sufficiently profound and sufficiently liquid to mean something. Fantasy, imagination and creativity in this field can be absolutely immense and we have seen examples of this. So, provided we are on solid ground, we believe that by working on a case-by-case basis, we will perhaps discover a way to establish that in that case one should do this, and in another case one should do that. It is true that if we are very keen on having solid ground, we reduce the potential for injecting extra volatility and extra instability in the overall system.

You were right in saying that it is not the responsibility of accountants to see whether or not they are introducing to the system much more volatility than before. It might, however, be our responsibility to start a dialogue, because it is our responsibility to run a system which can be considerably hampered by abnormal volatility and instability. The system itself, to be examined as a system, is something quite recent. The Financial Stability Forum, set up after the Asian crisis, is something new and is precisely in the spirit I was mentioning.

You could ask accountants, international financial institutions, the Banking Surveillance Authority, the Insurance Surveillance Authority, the Securities and Exchange Commission, the Financial Services Authority and so forth whether they cross-checked that they were all plugged in order to ensure that the system itself functions in the best possible way. You could perfectly well sub-optimise at the level of each of these particular entities without necessarily getting the best optimisation, but every institution must be clear on its own responsibilities so that these responsibilities are not confused.

In a certain way, what we are doing is illustrating the global community's overall concerns since 1998-1999.

1-058
Le Président. – Le prochain dialogue monétaire aura lieu le 27 avril, à la suite du rapport annuel de la Banque centrale.

Merci beaucoup, Monsieur le Président.

(La réunion est levée à 17 h 15)