



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

6 avril 2017

Compte rendu de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne

qui s'est tenue à Francfort-sur-le-Main

le mercredi 8 et le jeudi 9 mars 2017

.....
Mario Draghi
Président de la Banque centrale européenne

Traduction : Banque de France

1. Examen des évolutions financières, économiques et monétaires et des options possibles

Évolutions sur les marchés financiers

M. Cœuré a procédé à l'examen des dernières évolutions sur les marchés financiers.

Depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 18 et 19 janvier 2017, deux évolutions principales sont intervenues. Premièrement, les marchés financiers ont sensiblement réévalué les anticipations relatives à la politique monétaire aux États-Unis. Deuxièmement, des événements dans la zone euro ont eu un impact aussi bien sur la partie courte que sur la partie longue de la courbe des taux d'intérêt.

Aux États-Unis, les marchés financiers ont sensiblement réévalué les anticipations d'un relèvement des taux par le Comité fédéral de l'*open market* (FOMC) en mars 2017. La probabilité d'une hausse en mars, telle que ressortant du marché des contrats à terme sur les fonds fédéraux, s'est établie à 96 %, contre 15 % au moment de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de janvier. En conséquence, les anticipations des marchés quant à la trajectoire future des taux américains se sont rapprochées des prévisions médianes des membres du Comité fédéral de l'*open market* pour 2017, qui prévoyaient trois relèvements en 2017, tandis que les anticipations de taux à plus long terme sont restées largement inchangées. Indépendamment de cela, sur le plan budgétaire, les intervenants de marché ont revu à la baisse leurs anticipations relatives au stimulus apporté par les mesures budgétaires de la nouvelle administration américaine et ont semblé être plutôt dans une attitude attentiste.

S'agissant de la zone euro, depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, la courbe des rendements synthétiques agrégés de la zone euro pour les obligations des administrations centrales et la courbe de rendement des obligations des administrations centrales notées AAA ont évolué différemment. La première courbe s'est pentifiée en raison d'une augmentation des rendements sur le segment à long terme de la courbe, tandis que le segment à court terme est resté globalement inchangé. La pentification de la seconde courbe a résulté d'une diminution des rendements sur la partie courte, tandis que la hausse enregistrée sur la partie longue a été plus modérée.

M. Cœuré a mis en exergue certains des facteurs à l'origine de ces évolutions.

L'un d'entre eux a trait aux mouvements de report vers les valeurs refuge. Confrontés à une série de surprises politiques l'année dernière, notamment les résultats du référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE et de l'élection présidentielle américaine, les intervenants de marché semblent être devenus plus sensibles aux événements politiques comportant un risque de perte extrême. Cette incertitude a entraîné une augmentation des mouvements de report vers les valeurs refuge, en particulier vers les emprunts publics allemands à court terme, ce qui a fait baisser les rendements sur la partie courte de la courbe allemande, tout en élargissant les écarts de rendement à long terme dans certains autres pays.

Un autre facteur est lié à la disponibilité des obligations. Les mouvements de fuite vers la qualité et, généralement, la demande d'actifs sûrs, ont accentué la pénurie d'obligations à court terme sûres disponibles pour les investisseurs privés. En gardant à l'esprit le découplage progressif observé depuis quelque temps entre les rendements à court terme de certains pays de la zone euro bien notés et les taux des *swaps* au jour le jour (OIS) équivalents, cela a impliqué une demande soutenue, notamment d'obligations allemandes à court terme, liée à un besoin généralement plus important de garanties sûres dans un environnement où les émissions se sont déplacées des obligations à court terme vers celles à long terme. Au-delà des raisons réglementaires qui pourraient expliquer cette évolution, comme le montrent les vives tensions en fin de mois et en fin de trimestre, d'autres éléments pourraient entrer en jeu, en particulier la demande d'actifs sûrs par des investisseurs n'ayant pas accès à la facilité de dépôt de la BCE, à savoir les investisseurs non bancaires, tels que les gestionnaires d'actifs et les contreparties centrales, qui devaient investir leurs liquidités. De plus, les investisseurs non-résidents, n'ayant pas non plus accès à la facilité de dépôt, ont dû acheter des obligations afin de conserver des liquidités en euros. Ces éléments ont pu renforcer les pressions à la baisse sur les rendements obligataires allemands. En outre, dans la mesure où les investisseurs anticipent à présent des rendements plus élevés aux États-Unis, les investisseurs privés ont pu avoir une réticence générale à prendre un risque de duration, ce qui a encore accru la demande d'obligations à court terme. Les capitaux sont par conséquent restés cantonnés sur le segment à court terme de la courbe des rendements et ne se sont pas déplacés vers le segment à plus long terme, avec pour conséquence une nouvelle pentification de la courbe.

Bien que moins marquant, un troisième facteur a trait à la liquidité plus faible du marché obligataire, qui peut avoir amplifié le creusement des écarts de rendements souverains dans certains pays, dans un contexte de moindre capacité des courtiers en obligations à amortir les chocs de volatilité.

Un quatrième facteur est lié aux achats d'actifs en cours de l'Eurosystème, incluant également à présent des titres assortis de rendements inférieurs au taux de la facilité de dépôt, qui, associés aux anticipations des intervenants de marché relatives à la disponibilité future des obligations pourraient avoir contribué à la baisse des taux sur la partie courte de la courbe des rendements dans certains pays au cours des semaines précédant la réunion.

M. Cœuré a ensuite souligné que le marché des pensions était resté relativement stable au cours des dernières semaines. Par exemple, la baisse du rendement de l'emprunt public allemand à deux ans sur le marché des obligations au comptant ne s'est pas accompagnée d'une évolution similaire sur le marché des pensions. Les taux du marché monétaire et les taux des pensions sur le compartiment du vrac (*general collateral*) ont également été relativement stables et ont continué d'être déterminés principalement par des facteurs structurels – tels que les déséquilibres entre l'offre et la demande sur le marché des garanties – et, dans une moindre mesure, par la volatilité à court terme et l'incertitude politique. La facilité de garantie en espèces de l'Eurosystème a joué un rôle essentiel pour atténuer les tensions sur le marché des pensions.

Le niveau élevé de l'excédent de liquidité, ainsi que la réglementation, ont également joué un rôle positif pour empêcher que les tensions sur le marché obligataire ne se répercutent plus largement sur les marchés du financement à court terme. Dans la mesure où les coussins de liquidité des banques de la zone euro étaient

généralement importants, leurs besoins de financement à court terme sont restés limités, empêchant une augmentation brutale du coût des emprunts non garantis.

M. Cœuré a rappelé que les anticipations d'inflation tirées des instruments de marché étaient restées globalement inchangées depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en janvier et avaient continué d'être étroitement corrélées avec les prix de l'énergie au comptant dans la zone euro.

Environnement international et évolutions économiques et monétaires dans la zone euro

M. Praet a procédé à l'examen de l'environnement international et des évolutions économiques et monétaires récentes dans la zone euro.

En ce qui concerne l'économie mondiale, les indicateurs tirés d'enquêtes continuent d'aller dans le sens d'un rebond de l'activité, avec des signes de resynchronisation du cycle conjoncturel entre les principales régions. L'indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale s'est établi à 53,5 en février, un niveau proche de sa moyenne de long terme. Le commerce mondial s'est renforcé, tout en restant à des niveaux modestes. L'inflation mondiale a continué de se redresser progressivement en janvier, ressortant à 2,3 % globalement et à 1,9 % hors produits alimentaires et énergie. Les cours du *Brent* ont légèrement fléchi depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 18 et 19 janvier, tandis que les prix des matières premières hors pétrole ont quelque peu augmenté. De plus, l'euro s'est déprécié de 1,1 % en termes effectifs nominaux vis-à-vis des devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro.

S'agissant de la zone euro, les informations disponibles, notamment les indicateurs de confiance, ont continué de faire état d'un affermissement et d'une généralisation de la reprise. Le PIB en volume a augmenté de 0,4 % en rythme trimestriel au quatrième trimestre 2016, après 0,4 % au troisième trimestre et 0,3 % au deuxième, tiré essentiellement par la demande intérieure, grâce à la poursuite des créations d'emplois et à la progression des revenus du travail. Le taux de chômage a encore baissé par rapport au quatrième trimestre 2016, s'établissant à 9,6 % en janvier 2017. La consommation privée a continué d'augmenter au quatrième trimestre et la reprise conjoncturelle de l'investissement des entreprises s'est poursuivie, bénéficiant des conditions de financement actuellement très favorables. La dynamique des exportations de la zone euro en décembre 2016 a été globalement conforme aux évolutions du commerce mondial.

Dans leurs projections macroéconomiques de mars 2017, les services de la BCE ont tablé sur une croissance annuelle du PIB en volume de 1,8 % en 2017, 1,7 % en 2018 et 1,6 % en 2019. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2016 réalisées par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance ont été légèrement révisées à la hausse pour 2017 et 2018. Les projections de mars relatives à la croissance ont été légèrement supérieures à celles d'autres institutions.

En ce qui concerne les prix dans la zone euro, la hausse annuelle de l'IPCH a continué de s'accélérer en février, ressortant à 2,0 % après 1,8 % en janvier et 1,1% en décembre 2016, principalement sous l'effet d'une forte augmentation, en rythme annuel, des prix de l'énergie et des produits alimentaires non transformés. Hors

produits alimentaires et énergie, l'inflation s'est établie à 0,9 % en février, sans changement depuis décembre 2016. La hausse annuelle des prix à la production dans l'industrie, hors énergie et construction, s'est également accélérée, ressortant à 1,5 % en janvier. Tandis que les indicateurs relatifs aux tensions en amont de la chaîne des prix ont montré les premiers signes d'une émergence de tensions à la hausse en amont de la chaîne de production, les prix à la production intérieurs des biens de consommation non alimentaires n'ont pas encore affiché de tendance haussière. La croissance des salaires est demeurée modérée dans la zone euro.

Les projections macroéconomiques de mars 2017 établies par les services de la BCE pour la zone euro tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH de 1,7 % en 2017, de 1,6 % en 2018 et de 1,7 % en 2019. Par comparaison avec les projections macroéconomiques de décembre 2016 réalisées par les services de l'Eurosystème, les perspectives d'inflation ont été révisées à la hausse, nettement pour 2017 et légèrement pour 2018, et n'évoluent pas pour 2019. Les projections de mars pour l'inflation ont été légèrement supérieures à celles d'autres institutions.

Les anticipations d'inflation fondées sur le marché, extraites des taux de *swaps* indexés sur l'inflation, ont été légèrement inférieures aux niveaux observés lors de la réunion du Conseil des gouverneurs des 18 et 19 janvier.

S'agissant des conditions financières et de financement, la courbe de l'Eonia anticipé a légèrement augmenté depuis la précédente réunion de politique monétaire, tandis que le coût nominal total du financement externe pour les sociétés non financières est demeuré globalement stable. Le coût nominal de l'emprunt bancaire pour les sociétés non financières comme pour les ménages s'est maintenu à de bas niveaux.

S'agissant de la monnaie et du crédit, le taux de croissance annuel de l'agrégat large M3 est demeuré globalement stable en janvier 2017, à 4,9 %, après 5,0 % en décembre 2016, la croissance soutenue de M1 étant le principal moteur de cette évolution. Le redressement graduel de la croissance des prêts s'est poursuivi, se généralisant dans les pays de la zone euro, malgré la persistance de différences. La dynamique de l'activité de prêt bancaire dans la zone euro a été globalement conforme aux profils d'évolution historiques. Les critères d'attribution des prêts sont restés pratiquement stables, tandis que la demande nette de prêts a continué d'augmenter.

Enfin, l'orientation budgétaire de la zone euro, telle que mesurée par la variation du solde primaire corrigé du cycle, devrait avoir été légèrement moins expansionniste en 2016, par comparaison avec l'évaluation présentée à la réunion de janvier. L'orientation budgétaire continue d'être perçue comme étant globalement neutre sur le reste de l'horizon de projection.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Praet a conclu que les mesures de politique monétaire du Conseil des gouverneurs continuaient de préserver des conditions de financement très favorables. L'incidence continue de ces mesures

a soutenu la reprise économique, qui s'est raffermie et généralisée de façon constante dans les différents secteurs. En outre, la robustesse du sentiment des consommateurs et des entreprises indique que la reprise conjoncturelle pourrait se renforcer.

Par rapport aux projections de décembre, les dernières projections des services de la BCE prévoient une hausse du PIB en volume de la zone euro légèrement plus soutenue en 2017 et en 2018. Dans le même temps, les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro, qui se sont atténués, sont demeurés orientés à la baisse.

Comme prévu, l'inflation totale a continué d'augmenter. Cette hausse a reflété principalement une forte augmentation des prix de l'énergie et, plus récemment, des prix des produits alimentaires. Les projections d'inflation ont été revues nettement à la hausse pour 2017. La dynamique de l'inflation sous-jacente est restée modérée.

S'agissant des perspectives à moyen terme, les projections de mars établies par les services de la BCE – qui incluent également les effets des dernières mesures non conventionnelles – ont globalement confirmé les projections de décembre 2016 réalisées par les services de l'Eurosystème, à savoir que l'inflation se rapprocherait de niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %. Toutefois, il était impossible, pour le moment, de savoir de façon suffisamment certaine si la convergence de l'inflation vers des niveaux conformes à l'objectif du Conseil des gouverneurs serait durable et auto-entretenu. La dynamique de l'inflation demeure conditionnée à l'orientation actuellement très accommodante de la politique monétaire.

Dans ce contexte, il était important de confirmer l'orientation de la politique monétaire du Conseil des gouverneurs, notamment les indications sur la trajectoire future de ses taux directeurs, qui ont contribué à l'orientation actuellement très accommodante de la politique monétaire. Cette orientation reste nécessaire pour garantir une convergence durable des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. En outre, elle est une protection face aux risques à la baisse qui subsistent.

S'agissant de la communication, M. Praet a considéré qu'il était important de reconnaître le raffermissement régulier de la reprise économique, tout en soulignant que les risques, même s'ils s'atténuaient, demeureraient négatifs et que les projections étaient conditionnées à la mise en œuvre dans leur intégralité des mesures de politique monétaire du Conseil des gouverneurs.

De la même manière, il était important de préciser que, au vu de la révision à la hausse de l'inflation pour 2017, le Conseil des gouverneurs ferait abstraction des fluctuations de l'inflation mesurée par l'IPCH, dans la mesure où elles étaient considérées comme transitoires et comme n'influant pas sur les perspectives de stabilité des prix à moyen terme.

Enfin, il était important de confirmer à la fois le rythme et l'horizon prévus des achats d'actifs et de réaffirmer les indications sur les taux directeurs et sur le programme d'achats d'actifs (APP), conformément à la précédente communication. Il était de plus approprié d'atténuer le sentiment, véhiculé par le passé, qu'il était urgent d'adopter de nouvelles mesures.

2. Discussions au sein du Conseil des gouverneurs et décisions de politique monétaire

Analyses économique et monétaire

En ce qui concerne l'analyse économique, les membres du Conseil ont généralement partagé l'évaluation des perspectives et des risques relatifs à l'activité économique dans la zone euro présentée par M. Praet dans son introduction. Selon les données et les résultats d'enquêtes récents, la reprise économique s'est raffermie et généralisée de façon régulière dans la zone euro, soutenue par l'incidence des mesures de politique monétaire de la BCE, les indicateurs relatifs au climat économique, en particulier, suggérant un possible raffermissement de la reprise conjoncturelle. À plus long terme, l'expansion économique de la zone euro devrait continuer d'être soutenue par la consommation privée, à la faveur de la hausse de l'emploi et des salaires, ainsi que par le redressement conjoncturel de l'investissement des entreprises. Dans le même temps, les perspectives de croissance ont été freinées par la lenteur de la mise en œuvre des réformes structurelles et par les ajustements des bilans toujours en cours dans un certain nombre de secteurs. Cette évaluation se reflète globalement dans les perspectives de croissance figurant dans les projections macroéconomiques de mars 2017 établies par les services de la BCE. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2016 réalisées par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance ont été légèrement révisées à la hausse pour 2017 et 2018, et restent inchangées pour 2019.

S'agissant de l'environnement extérieur, il a été noté que les dernières projections indiquaient un renforcement de la dynamique de croissance mondiale et un rebond conjoncturel du commerce international. Toutefois, les perspectives extérieures ont été perçues comme demeurant très incertaines, et plusieurs facteurs ont été cités comme contribuant à cette incertitude, notamment la nature et le calendrier des futurs choix politiques de la nouvelle administration aux États-Unis, l'impact économique de la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne, la transition vers une croissance plus faible et le rééquilibrage progressif de la demande en Chine, ainsi que les évolutions dans d'autres économies de marché émergentes. La balance des risques pesant sur les perspectives de croissance mondiale a été globalement jugée comme demeurant orientée à la baisse.

S'agissant de la zone euro, un large consensus s'est dégagé sur les perspectives de croissance ressortant des projections de mars 2017 établies par les services de la BCE, qui ont confirmé la poursuite de la reprise économique dans la zone euro, avec de légères révisions à la hausse des perspectives pour 2017 et 2018. Les dernières projections, qui confirment globalement celles de décembre, ont été considérées comme une nouvelle indication du caractère robuste de la reprise économique en cours, en dépit de la persistance d'importants risques et incertitudes.

Les membres du Conseil ont observé que la forte contribution de la demande intérieure – les exportations ne contribuant que faiblement à la croissance – renforçait la capacité de résistance de l'économie aux chocs négatifs. Il a été souligné que les prévisions de croissance du PIB en volume en 2017 avaient été graduellement révisées à la hausse au fil du temps, de 1,6 % dans les projections de septembre 2016 à 1,7 % dans celles de décembre 2016, puis à 1,8 % dans celles de mars. En comptant le premier trimestre 2017, cela faisait alors onze trimestres consécutifs de croissance supérieure, en rythme trimestriel, au taux de croissance potentiel. L'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne et les indices des directeurs d'achat pour la zone euro les plus récents ont été très positifs, l'indice composite des directeurs d'achat pour la production dans la zone euro atteignant son plus haut niveau depuis presque six ans. Les données nouvellement disponibles surprenaient favorablement depuis un moment. L'amélioration sur le marché du travail s'est poursuivie, le chômage diminuant de façon constante et les secteurs de l'immobilier et de la construction connaissant désormais une phase de rebond.

Après une analyse des composantes de la demande, il a été noté que, si les améliorations de la rentabilité des entreprises et les conditions de financement très favorables devraient également continuer de favoriser un regain de l'investissement, la consommation privée demeurerait un élément clé des perspectives de croissance. La hausse de l'emploi, qui tient aussi aux réformes structurelles passées, a exercé une incidence positive sur le revenu réel disponible des ménages, soutenant ainsi la consommation privée.

Pour la période à venir, il a été souligné que la robustesse de la croissance du revenu réel telle qu'elle ressortait des dernières projections des services de la BCE dépendait essentiellement du fait que la poursuite de la croissance de l'emploi et des salaires nominaux sur l'horizon de projection contrebalancerait largement l'impact négatif d'une hausse des prix de l'énergie. Il a été observé qu'à l'heure actuelle l'inflation était tirée principalement par la hausse des prix de l'énergie, qui représente une détérioration des termes de l'échange et un choc d'offre défavorable pour les ménages et les entreprises. Ainsi, les perspectives d'activité correspondant au scénario de référence telles qu'elles ressortent des projections pourraient se révéler exagérément optimistes. Par ailleurs, selon les projections établies par les services de la BCE, la croissance de l'emploi devrait marquer le pas, tandis que le net redressement attendu des salaires devrait atténuer les effets d'une hausse des prix de l'énergie sur la croissance du revenu réel. Conjugée à une baisse présumée du taux d'épargne, cette évolution a conforté la croissance de la consommation privée dans les dernières projections. Il a été avancé que le dynamisme attendu de la consommation pouvait être sujet à débat, étant donné qu'il reposait sur un redressement à venir des salaires et sur une présomption de comportement des ménages consistant à lisser leur consommation dans le temps. Dans ce contexte, il a également été noté que les projections des services de la BCE relatives à la croissance dans la zone euro étaient légèrement plus optimistes que les prévisions publiées par d'autres institutions.

Un large consensus s'est dégagé parmi les membres du Conseil sur le fait que les risques pesant sur l'activité de la zone euro commençaient à être plus équilibrés, tout en demeurant plutôt négatifs. Il y a eu un échange de vues sur l'ampleur de la diminution de ces risques négatifs pesant sur les perspectives de croissance et sur la caractérisation de la balance des risques.

D'une part, il a été avancé que les projections, en s'appuyant sur le fait que des salaires plus élevés et un taux d'épargne en diminution contrebalanceraient l'impact négatif de la hausse des prix de l'énergie sur la croissance du revenu réel, signalaient des risques de baisse de la demande intérieure au cours des prochains mois. En outre, l'incertitude politique et économique demeure élevée et il est possible que les effets négatifs sur l'économie de la zone euro de risques extérieurs, représentés notamment par la situation aux États-Unis et le Brexit, aient été sous-estimés. S'il n'y a pas de signes nets d'un impact négatif de l'incertitude jusque-là, il est trop tôt pour en tirer la conclusion qu'il n'y aura pas d'effets défavorables sur l'économie, les effets du Brexit, par exemple, risquant de se faire sentir davantage à moyen terme. Il est également possible de faire valoir que l'incertitude n'a pas eu véritablement d'incidence jusque-là en raison de l'effet compensateur des mesures de politique monétaire, qui ont contribué au maintien de conditions de financement favorables.

D'autre part, les dernières données indiquaient que l'économie de la zone euro reprenait de la vigueur à court terme et qu'il était probable que la croissance se révèle, au moins à court terme, plus soutenue qu'anticipé lors des projections de mars 2017 établies par les services de la BCE. De plus, il a été noté que, bien que l'incertitude politique soit très élevée à l'heure actuelle, il était relativement rassurant de voir l'analyse indiquer que l'effet d'une incertitude politique élevée sur l'activité économique n'était pas significatif. Il a été noté que d'autres mesures de l'incertitude qui paraissaient plus pertinentes s'agissant de l'évolution économique demeuraient faibles. Il a également été noté que la valeur de référence utilisée pour l'analyse du risque correspondait à la mesure dans laquelle les risques spécifiques étaient déjà intégrés dans les cours des marchés financiers. Cela signifiait que, si les risques à la baisse envisagés ne se matérialisaient pas, il fallait s'attendre à un effet haussier, par rapport aux anticipations des marchés, qui devait aussi faire partie du tableau.

Dans ce contexte, un large consensus s'est dégagé sur le fait que les risques entourant les perspectives d'activité de la zone euro commençaient à être plus équilibrés, tout en demeurant négatifs, et qu'ils reflétaient de manière prépondérante des facteurs mondiaux. Au vu de l'évolution des données et des indicateurs récents, plusieurs membres du Conseil ont considéré que les risques pouvaient être qualifiés de globalement équilibrés. Cela étant, d'autres membres du Conseil ont fait valoir que des risques substantiels à la baisse continuaient de peser sur le PIB en volume étant donné la fragilité de certaines hypothèses sous-tendant la projection de référence et la prédominance de risques et d'incertitudes fondamentaux, au niveau mondial et dans la zone euro.

Il a été rappelé que les tendances récentes et les perspectives d'un raffermissement et d'une généralisation de la reprise économique bénéficiaient, dans une large mesure, des conditions de financement exceptionnellement favorables et s'appuyaient sur le soutien continu apporté par les mesures de politique monétaire de la BCE. Néanmoins, pour que les mesures de la BCE puissent faire sentir pleinement leurs effets bénéfiques, il était nécessaire que d'autres pans de la politique économique apportent une contribution beaucoup plus décisive à l'activité économique. La mise en œuvre des réformes structurelles doit être nettement accélérée en vue d'accroître la capacité de résistance de l'économie de la zone euro, de réduire le niveau de chômage structurel et d'augmenter la croissance potentielle.

S'agissant des politiques budgétaires, il est essentiel que tous les pays intensifient leurs efforts pour parvenir à une structure des finances publiques plus propice à la croissance, tout en restant en conformité avec les règles budgétaires de l'UE. La mise en œuvre intégrale et systématique du Pacte de stabilité et de croissance, sur la durée et dans tous les pays, reste cruciale pour garantir la confiance dans le cadre budgétaire de l'UE.

S'agissant de l'évolution des prix, un large consensus s'est dégagé sur l'évaluation des perspectives présentée par M. Praet dans son introduction. La hausse récente de l'inflation totale a reflété, dans une large mesure, l'accélération de la hausse des prix de l'énergie et, en février, également un renchérissement des produits alimentaires non transformés. L'inflation totale devrait demeurer à des niveaux proches de 2 % au cours des prochains mois, traduisant principalement l'évolution du rythme annuel de variation des prix de l'énergie. Ce diagnostic ressort des projections de mars 2017 établies par les services de la BCE, qui intègrent une révision à la hausse de l'inflation mesurée par l'IPCH, forte pour 2017 et moindre pour 2018, tout en demeurant inchangée pour 2019.

À propos de ces perspectives, il a été indiqué qu'une inflation totale plus élevée traduisait le fait que les prix de l'énergie étaient supérieurs de 9,2 % en février 2017 à leur niveau un an auparavant, mais qu'il fallait s'attendre à ce que les effets de base deviennent négatifs au fil du temps. Il a également été rappelé que la hausse des prix des produits alimentaires non transformés enregistrée au cours des derniers mois s'inverserait probablement, tandis que les mouvements baissiers observés récemment sur les prix du pétrole laissaient penser que l'effet haussier persistant de l'augmentation des prix de l'énergie sur l'inflation globale ne pouvait pas être considéré comme acquis pour la période à venir. Cela étant, il a été souligné que le profil baissier de la courbe des prix du pétrole extraite des marchés à terme jouait un rôle déterminant dans les projections de l'IPCH. Dans ce contexte, il a été observé que d'autres modèles et instruments visant à déterminer les perspectives d'évolution des marchés pétroliers signalaient des risques à la hausse sur les prix.

L'observation a été faite que les mesures de l'inflation sous-jacente demeuraient faibles et, selon les projections établies par les services de la BCE, qu'elles ne devraient augmenter que progressivement à moyen terme, soutenues par la poursuite attendue de la reprise économique, par la résorption graduelle de la sous-utilisation des capacités de production et par l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE. La hausse annuelle de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie a oscillé dans une fourchette comprise entre 0,7 % et 0,9 % depuis avril 2016. Cela étant, il a été observé qu'il fallait se garder d'avoir l'impression que l'objectif de stabilité des prix de la BCE était fondé sur l'inflation sous-jacente. Il a été rappelé dans ce contexte que l'inflation sous-jacente n'était pas un outil de prédiction de l'inflation totale exempt de biais. En effet, l'inflation sous-jacente a été nettement inférieure à l'inflation totale et s'est établie à 1,4 % en moyenne depuis 1999 dans le cas de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie. Il a été noté que, selon les dernières projections établies par les services de la BCE, cette mesure atteindrait 1,8 % à la fin de l'horizon de projection, soit un niveau nettement supérieur à cette moyenne historique et également légèrement supérieur à l'inflation totale.

Les membres du Conseil ont également débattu des perspectives d'évolution des salaires et de l'impact potentiel des effets de second tour. Il a été souligné que l'accélération prévue de la hausse de l'IPCH hors

produits alimentaires et énergie, du niveau actuel de 0,9 % à 1,8 % en 2019, se fondait sur un fort redressement de la croissance des salaires. Il a été avancé qu'un renversement de la dynamique des salaires était ainsi l'élément clé permettant au profil haussier de l'inflation sous-jacente de se matérialiser. Toutefois, l'évolution des salaires est jusque-là caractérisée par une modération persistante et il n'y a pas encore de signes d'effets de second tour sur l'inflation. De nombreuses négociations salariales ayant déjà abouti au titre de l'année en cours, il est permis de penser que la hausse de l'inflation totale observée pour 2017 n'aura probablement un effet plus important sur le processus de négociation des salaires qu'en 2018. Cela étant, il a été souligné que la proportion de conventions collectives intégrant un certain degré d'indexation des salaires a diminué au fil du temps dans certaines régions de la zone euro, ce qui laisse penser que les effets de second tour seraient restreints.

Les membres du Conseil ont examiné l'influence que la sous-utilisation des capacités sur le marché du travail exerçait sur les perspectives de salaires. L'attention a été attirée sur l'anticipation selon laquelle, dans le contexte de l'exercice de projection de mars 2017, cette sous-utilisation des capacités devrait se prolonger plus longtemps que prévu. De plus, les mesures élargies des capacités sous-utilisées, tenant compte des groupes de personnes liées de façon marginale au marché du travail, tels que les travailleurs découragés et des personnes en situation de sous-emploi, ont fait état d'un niveau de capacités sous-utilisées beaucoup plus important que ne l'indiquaient les statistiques du chômage. Cette situation a incité à la prudence par rapport aux perspectives salariales, puisque le niveau des capacités sous-utilisées sur le marché du travail devrait être un facteur important dans la détermination de la croissance des salaires.

Dans le même temps, des questions ont été soulevées quant à l'incidence probable de la reprise économique sur le taux d'activité de la population active, et des doutes ont été exprimés sur le fait de savoir dans quelle mesure les chômeurs et les travailleurs découragés retourneraient sur le marché du travail et continueraient ainsi à exercer des tensions à la baisse sur les salaires. Il a été affirmé que, si cette réintégration ne se concrétisait pas, les tensions inflationnistes pourraient devenir plus fortes que prévu.

Les membres du Conseil ont également pris note des évolutions récentes des anticipations d'inflation pour la zone euro. Les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme tirées d'enquêtes telles que l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels et celles extraites des instruments de marché ont été largement inchangées. C'est ainsi que le taux anticipé à cinq ans des *swaps* indexés sur l'inflation dans cinq ans a été globalement stable autour de 1,7 % depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de janvier, après avoir connu précédemment une tendance haussière. Les anticipations des marchés ont également indiqué que la probabilité d'un scénario déflationniste était très faible.

Dans l'ensemble, tandis que les perspectives pour l'inflation totale ont été révisées à la hausse, notamment pour 2017, en raison essentiellement de l'augmentation des prix du pétrole, les mesures de l'inflation sous-jacente sont restées faibles et ne devraient augmenter que progressivement à moyen terme, soutenues par les mesures de politique monétaire de la BCE et par la poursuite de la reprise économique. Le Conseil des gouverneurs continuerait de faire abstraction des fluctuations de l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) lorsque celles-ci sont considérées comme transitoires et comme n'influant

pas sur les perspectives de stabilité des prix à moyen terme. Dans le même temps, un large consensus s'est dégagé sur le fait que le risque de déflation et d'une perte d'ancrage des anticipations d'inflation avait largement disparu. Les scénarios baissiers adverses ont donc été jugés comme ayant perdu de leur vraisemblance.

Comme pour la discussion sur les risques entourant les perspectives de croissance, il y a eu un échange de vues sur la question de savoir dans quelle mesure les risques pesant sur la stabilité des prix à moyen terme étaient devenus plus équilibrés. Il a été souligné que le profil d'inflation ressortant des projections macroéconomiques établies en mars 2017 par les services de la BCE était supérieur aux prévisions des autres institutions et que les tensions sous-jacentes sur les prix restaient faibles. Dans le même temps, il a été noté que l'évaluation du risque pouvait être indûment rétrospective et biaisée par la persistance d'erreurs de prévisions passées, et que ces erreurs changeaient généralement les signes autour des points de retournement cycliques. Globalement, un large consensus s'est dégagé sur le fait que les risques tant à la baisse qu'à la hausse pesant sur les perspectives d'inflation continuaient de justifier un suivi attentif.

S'agissant de l'analyse monétaire, les membres du Conseil ont partagé l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. La monnaie au sens large (M3) a continué de progresser à un rythme vigoureux, soutenue principalement par ses composantes les plus liquides. Le redressement graduel de la croissance des prêts observé depuis le début de 2014 s'est prolongé.

L'observation a été faite que la croissance du crédit avait atteint son point le plus haut depuis huit ans et que les mesures de politique monétaire mises en place depuis juin 2014, renforcées par les décisions de décembre 2016, avaient continué de se transmettre efficacement aux conditions d'emprunt des entreprises et des ménages et aux flux de crédit dans la zone euro. Cette évolution a été soutenue par la persistance des coûts de financement favorables des banques, même si la possibilité de réduire les taux des dépôts bancaires devenait de plus en plus limitée, avec des implications possibles sur les taux débiteurs, les marges et donc la rentabilité des banques pour la période à venir. Dans ce contexte, la configuration et la pente des courbes des rendements (conjuguées aux différences observées dans les juridictions en termes de prévalence des instruments de dette à taux fixe ou variable) ont été considérées comme méritant l'attention eu égard aux conséquences sur la transmission de la politique monétaire par les banques dans la zone euro. Dans le même temps, il a été noté que les vulnérabilités de certaines parties du secteur bancaire persistaient.

Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à mener

S'agissant de l'orientation de politique monétaire, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction selon laquelle, même si l'inflation avait continué d'augmenter, en grande partie en raison de l'accélération de la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires, les tensions inflationnistes sous-jacentes étaient demeurées faibles et il n'existait toujours pas d'indication d'une tendance haussière concluante. Il a donc été largement admis qu'une orientation très accommodante de la

politique monétaire restait indispensable pour renforcer les pressions inflationnistes sous-jacentes et garantir que les taux d'inflation renouent durablement avec des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

Les membres du Conseil ont exprimé leur satisfaction sur le fait que les mesures de politique monétaire de la BCE, soutenues notamment par les décisions prises en décembre 2016, avaient continué à préserver les conditions de financement très favorables qui étaient nécessaires pour assurer cette convergence durable de l'inflation vers l'objectif. Dans l'ensemble, les conditions financières sont restées globalement stables à des niveaux très accommodants depuis le premier semestre 2016, avec un nouvel assouplissement observé récemment, traduisant essentiellement une hausse des cours des actions et un affaiblissement de l'euro. Cette évolution a été compensée dans une certaine mesure par une légère augmentation des rendements obligataires, largement imputable à un élargissement des écarts de rendement des obligations souveraines dans certaines juridictions, qui a été jugée comme reflétant surtout des facteurs spécifiques à certains pays.

Il a été avancé que, l'économie poursuivant son redressement et l'inflation augmentant, certains indicateurs commençaient à faire état d'une orientation de plus en plus expansionniste de la politique monétaire, si l'on considérait par exemple les baisses récentes des taux d'intérêt réels, notamment ceux fondés sur l'inflation effective. Cependant, il a également été remarqué que, tandis que les taux d'intérêt réels à court terme avaient fléchi avec la hausse de l'inflation totale, les taux à moyen et long termes avaient seulement reculé de façon marginale depuis la réunion de janvier. En outre, il a été souligné que le recul des taux d'intérêt réels à court terme était principalement dû à la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires. Cela suggérait que tout effet positif d'une baisse du taux réel serait vraisemblablement contrebalancé par l'effet négatif correspondant de la hausse des prix des produits alimentaires et de l'énergie sur les revenus disponibles réels.

L'incidence continue des mesures de soutien de la BCE sur les conditions d'emprunt des entreprises et des ménages était perçue comme favorisant la création de crédit et comme soutenant le renforcement régulier de la reprise de l'économie de la zone euro et sa résistance aux influences extérieures. Même si plus de temps était encore nécessaire pour que ces mesures produisent pleinement leurs effets sur la croissance et l'inflation, elles étaient considérées comme un facteur important pour expliquer la tendance positive du climat macroéconomique d'ensemble et sa résistance aux chocs défavorables et aux incertitudes actuelles. Dans le même temps, il a été observé que la réaction atone de l'inflation sous-jacente à la suite de la crise financière n'a pas été limitée à la zone euro mais est apparue comme étant un phénomène mondial.

S'agissant des perspectives à moyen terme, il a été observé que l'inflation évoluait progressivement vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %, comme l'ont également reflété les projections établies en mars 2017 par les services de la BCE, qui ont globalement confirmé les projections de décembre 2016. Toutefois, il a généralement été ressenti que, pour le moment, il n'était pas possible d'être suffisamment confiant sur la convergence durable et auto-entretenu de l'inflation vers des niveaux en conformité avec l'objectif du Conseil des gouverneurs. La dynamique de l'inflation sous-jacente, notamment, est encore considérée comme n'ayant que faiblement indiqué un rebond convaincant, en particulier parce que la

croissance des salaires est également restée modérée. Considérant que les hausses de l'inflation totale étaient essentiellement dues à l'accélération de la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires et que ces évolutions de l'inflation pouvaient être seulement temporaires, il a généralement encore été considéré comme prématuré de tirer des conclusions solides relatives aux implications sur les perspectives d'inflation à moyen terme. Par conséquent, le Conseil des gouverneurs a été bien avisé de continuer de faire abstraction des fluctuations de l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) lorsque celles-ci étaient considérées comme transitoires et comme n'influant pas sur les perspectives de stabilité des prix à moyen terme. De plus, tandis que les risques déflationnistes ont largement disparu et que les anticipations d'inflation à moyen terme ont regagné du terrain, les indicateurs de marché relatifs aux anticipations d'inflation sont restés à des niveaux relativement faibles sur une période prolongée. L'évaluation a été compliquée, cependant, par la présence de primes de risque sur les mesures tirées des marchés.

Enfin, la perspective d'une tendance haussière de l'inflation continue de dépendre des conditions de financement très favorables, qui ont été jugées, dans une large mesure, conditionnées à l'orientation actuellement accommodante de la politique monétaire.

Au total, un large consensus s'est dégagé parmi les membres du Conseil des gouverneurs sur le fait que l'orientation actuelle de la politique monétaire reste appropriée. Dans un contexte de perspectives de stabilité des prix à moyen terme globalement inchangées, les membres du Conseil sont largement convenus lors de la présente réunion que faire preuve de patience et de détermination restait justifié, cela se conjuguant avec une confiance accrue dans les conditions économiques sous-jacentes dans la zone euro et un sentiment d'urgence moins prononcé pour de nouvelles mesures de politique monétaire. Une orientation très accommodante de la politique monétaire a été considérée comme restant indispensable pour renforcer les pressions inflationnistes sous-jacentes et favoriser durablement la convergence de l'inflation totale vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Cela passe par le maintien des taux directeurs de la BCE à un niveau inchangé, et par la confirmation à la fois du rythme et de l'horizon prévus des achats dans le cadre de l'APP ainsi que des indications du Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux directeurs et sur l'APP.

Par conséquent, il est apparu capital que le Conseil des gouverneurs mette intégralement en œuvre ses achats d'actifs comme décidé en décembre 2016, tout en restant prêt à ajuster l'APP en termes de volume et/ou de durée si les perspectives devenaient moins favorables ou si les conditions de financement ne permettaient plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation. Dans le même temps, il a été indiqué qu'il pouvait être reconnu que le recours à ces options pour accentuer l'orientation accommodante devenait moins probable, conformément à l'évolution du diagnostic du Conseil des gouverneurs.

Dans ce contexte, il a été rappelé que la décision de décembre du Conseil des gouverneurs de continuer d'effectuer des achats au titre de l'APP mais d'en ralentir le rythme mensuel à 60 milliards d'euros à partir d'avril 2017, ainsi que l'arrivée à échéance prochaine des opérations de refinancement à plus long terme

ciblées, dont la dernière sera réalisée fin mars 2017, reflètent déjà la disparition des risques déflationnistes et la confiance croissante du Conseil des gouverneurs dans les perspectives de l'économie de la zone euro.

Les membres du Conseil des gouverneurs continuent de considérer que la mise en œuvre de l'APP se poursuit sans heurt. Dans ce contexte, il a été noté que l'évolution de la partie courte de la courbe des rendements a continué d'afficher des dynamiques divergentes selon les échéances et les juridictions. En particulier, la partie courte de la courbe des rendements de l'emprunt public allemand a continué de baisser en raison de mouvements de report vers les valeurs refuge, d'une demande élevée d'actifs liquides de grande qualité et du début des achats au titre de l'APP assortis d'un rendement inférieur au taux de la facilité de dépôt, comme l'a expliqué M. Cœuré dans son introduction. Si ces évolutions ont été, dans une certaine mesure, atténuées par les améliorations apportées à la facilité de prêts de titres de l'Eurosystème, notamment la capacité d'accepter des espèces en garantie, elles requièrent toutefois un suivi très attentif.

S'agissant de la communication, les membres du Conseil se sont largement accordés sur les propositions présentées par M. Praet dans son introduction de maintenir inchangée la communication relative à la stratégie de politique monétaire du Conseil des gouverneurs et les indications sur sa trajectoire future, tout en prenant acte du fait que l'expansion économique dans la zone euro s'est consolidée à mesure que la reprise s'est encore raffermie et généralisée et que les risques pesant sur les perspectives économiques se sont atténués, même s'ils demeurent négatifs. Un ton globalement plus positif de la communication du Conseil des gouverneurs s'agissant des perspectives économiques de la zone euro a été considéré comme propice au soutien de la confiance des entreprises et des consommateurs. Dans le même temps, des incertitudes et des fragilités subsistent, en lien notamment avec l'environnement externe mais également avec les évolutions politiques dans la zone euro, qui continuent d'inviter à la prudence.

Dans ce contexte, des vues ont également été échangées sur la question de savoir si les conditions se sont déjà suffisamment améliorées pour permettre une atténuation du biais accommodant intégré dans les indications du Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux directeurs. À cet égard, il a été rappelé que les indications du Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux directeurs de la BCE représentent une clarification de sa fonction de réaction de politique monétaire véhiculant les anticipations du Conseil quant à ses intentions, qui dépendent de son évaluation des conditions économiques et des risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix.

Dans ce contexte, il a été avancé que supprimer le biais à la baisse s'agissant des taux d'intérêt serait conforme à un ajustement graduel et prudent des indications du Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux directeurs, en phase avec les modifications de son évaluation. Préserver l'adéquation des indications du Conseil sur les taux directeurs avec l'évolution de son évaluation a été considéré comme soutenant la cohérence et la crédibilité de la communication du Conseil des gouverneurs, les risques déflationnistes et les anticipations des marchés relatives à de nouvelles baisses de taux en résultant s'étant largement dissipés.

Dans le même temps, il a été rappelé que le biais accommodant fait intégralement partie des indications du Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux directeurs et de l'orientation de la politique monétaire, qui contient une importante composante de signalement prospectif. Modifier la formulation au stade actuel pourrait entraîner un mouvement haussier excessif des taux d'intérêt du marché et un durcissement des conditions financières d'une ampleur non justifiée par les perspectives actuelles concernant la stabilité des prix.

Au total, supprimer le biais à la baisse sur les taux d'intérêt dans la formulation actuelle des indications du Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux directeurs lors de la présente réunion a été jugé prématuré, une forte incertitude continuant d'entourer les perspectives économiques et la robustesse de la convergence de l'inflation.

Par conséquent, un large consensus s'est dégagé pour maintenir inchangée la communication relative à la stratégie de politique monétaire du Conseil des gouverneurs et les indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt et sur l'APP. Cela implique de réaffirmer que les achats d'actifs dans le cadre de l'APP continueraient au rythme mensuel actuel de 80 milliards d'euros jusqu'à la fin du mois et à hauteur de 60 milliards d'euros par mois à partir d'avril 2017 jusqu'à la fin de l'année et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. Cela inclut également la préservation des indications sur la trajectoire future des taux directeurs de la BCE et sur l'APP comme annoncé précédemment.

Dans le même temps, les conditions économiques et la balance des risques se sont clairement améliorées et, notamment, les risques déflationnistes ont largement disparu. Comme l'a suggéré M. Praet dans son introduction, les nuances dans la communication pourraient revêtir un ton plus positif sur l'état de l'économie de la zone euro, tout en indiquant le caractère moins urgent de nouvelles mesures de politique monétaire. En particulier, il a été estimé qu'il n'était plus nécessaire de souligner la volonté du Conseil des gouverneurs d'agir en utilisant tous les instruments à sa disposition dans le cadre de son mandat, reflétant le fait que les scénarios négatifs, qui déclencheraient de nouvelles mesures de politique monétaire, sont considérés comme moins probables, même s'ils ne peuvent être totalement exclus.

À plus long terme, il a été rappelé que si l'économie de la zone euro devait poursuivre son redressement et dans la mesure où l'inflation continue durablement de tendre vers l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs, une discussion sur la normalisation de la politique monétaire deviendrait souhaitable à l'avenir.

Décisions de politique monétaire et communication

Compte tenu des discussions qui se sont déroulées entre les membres, et sur proposition du président, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt inchangés à, respectivement, 0,00 %, 0,25 % et -0,40 %. Le Conseil des gouverneurs continue de prévoir que les taux

directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs.

En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a confirmé qu'il poursuivrait ses achats au titre de l'APP au rythme mensuel actuel de 80 milliards d'euros jusque fin mars et, qu'à partir d'avril 2017, les achats nets d'actifs devraient continuer à hauteur de 60 milliards d'euros par mois jusque fin décembre 2017 ou au-delà, si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. Les achats nets s'effectueront en parallèle des réinvestissements des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP. Si les perspectives devenaient moins favorables ou si les conditions financières ne permettaient plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation, le Conseil des gouverneurs se tiendrait prêt à accroître le volume et/ou à allonger la durée du programme d'achats d'actifs.

Les membres du Conseil des gouverneurs ont ensuite finalisé la déclaration introductive, que le président et le vice-président allaient prononcer, comme d'habitude, lors de la conférence de presse tenue à l'issue de la présente réunion du Conseil des gouverneurs.

Déclaration introductive

<http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2017/html/is170309.fr.html>

Communiqué de presse

<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/pr170309.fr.html>

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 8-9 mars 2017

Membres

M. Draghi, président
M. Constâncio, vice-président
M. Cœuré
M. Costa
Mme Georghadji
M. Hansson *
M. Jazbec
M. Knot
M. Lane
Mme Lautenschläger
M. Liikanen *
M. Linde
M. Makúch
M. Mersch
M. Nowotny
M. Praet
M. Reinesch
M. Rimšēvičs
M. Smets *
M. Stourmaras
M. Vasiliauskas
M. Vella
M. Villeroy de Galhau *
M. Visco
M. Weidmann

(*) Membres ne disposant pas de droit de vote en mars 2017 en vertu de l'article 10.2 des statuts du SEBC.

Autres participants

M. Teixeira, secrétaire, directeur général Secrétariat
M. Smets, secrétaire pour la politique monétaire, directeur général Questions économiques

M. Winkler, secrétaire adjoint pour la politique monétaire, conseiller de haut niveau, direction générale Questions économiques

Personnes accompagnantes

M. Bradeško

Mme Buch

Mme Donnery

M. Gaiotti

M. Hernández de Cos

M. Kaasik

M. Kuodis

Mme Le Lorier

Mme Luz

M. Mifsud

M. Mooslechner

M. Pattipeilohy

M. Rutkaste

M. Schoder

M. Stavrou

M. Tavlás

M. Tóth

M. Välimäki

M. Wunsch

Autres membres du personnel de la BCE

Mme Graeff, directrice générale Communication

M. Straub, conseiller auprès du président

M. Klöckers, directeur général Évolutions économiques, DG Questions économiques

M. Rostagno, directeur général Politique monétaire, DG Questions économiques

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue jeudi 18 mai 2017.