



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

12 janvier 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 7 et le jeudi 8 décembre 2016

.....  
**Mario Draghi**

Président de la Banque centrale européenne

## 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 du Conseil des gouverneurs des 19 et 20 octobre 2016, les évolutions mondiales se sont caractérisées par d'importants mouvements sur les marchés tels qu'une réévaluation générale des prix, une hausse de la volatilité au sein des classes d'actifs et un mouvement à la hausse des anticipations d'inflation mondiale.

Sur la plupart des marchés internationaux, les obligations ont été nettement délaissées au profit des actions. Sur les marchés boursiers américains notamment, les données relatives aux flux vers les fonds d'investissement ont montré des réallocations significatives de portefeuilles caractérisées par des sorties importantes des fonds « obligations » américains vers les fonds « actions » américains. Des sorties importantes des marchés émergents vers les États-Unis, pour les actions comme pour les obligations, ont également été observées.

Depuis la deuxième semaine de novembre 2016, les rendements des bons du Trésor américain ont enregistré sur l'ensemble de la courbe une hausse allant jusqu'à 60 points de base, entraînés par le compartiment de cinq à dix ans de la courbe des rendements. S'agissant des anticipations d'inflation, les indicateurs de marché américains pour la protection contre l'inflation ont atteint leur niveau le plus élevé en deux ans. Le point mort d'inflation à dix ans a atteint près de 2 % pour les échéances à cinq ans et a dépassé 2 % pour les échéances plus longues. Le taux anticipé à cinq ans des *swaps* indexés sur l'inflation dans cinq ans a présenté une évolution comparable et a dépassé 2,5 %, son niveau le plus élevé depuis novembre 2014. Cette réévaluation des anticipations d'inflation aux États-Unis s'est répercutée sur l'Europe et elle a été encore renforcée par la réévaluation affectant les marchés de matières premières.

Les sorties provenant des économies émergentes vers les États-Unis, en particulier, se sont également traduites par une réévaluation générale sur les marchés de change. Les devises des économies émergentes n'ont pas été les seules concernées : c'est ainsi que le dollar s'est apprécié de 9 % vis-à-vis du yen et de 3 % vis-à-vis de l'euro et du franc suisse.

Sur les marchés européens, l'écart des taux à dix ans entre les bons du Trésor américain et le Bund s'établit actuellement au-dessus de 200 points de base, son niveau le plus élevé depuis 1989. Les intervenants de marché ont justifié ce découplage par la divergence des fondamentaux, notamment la différence entre les politiques monétaires des deux côtés de l'Atlantique, ainsi que par la demande structurellement élevée de garanties allemandes.

Les préoccupations relatives à la rareté des obligations souveraines allemandes se sont renforcées au cours des dernières semaines et des derniers mois. Le rendement de l'emprunt d'État allemand à deux ans *Schatz* a atteint un point bas historique de - 0,75 % le 28 novembre 2016, imputable à la demande structurelle d'actifs

liquides de grande qualité à la fois sur le marché des obligations au comptant et sur le marché des pensions, dans le contexte d'une offre en baisse continue.

La prime pour la détention de garanties a commencé à s'étendre au-delà de l'Allemagne, comme le montre l'évolution de la distribution des taux des pensions sur les marchés français, italien et espagnol des pensions d'obligations d'État. Dans les différentes juridictions, la plupart des garanties d'opérations de pension se sont de plus en plus souvent négociées au-dessous du taux de la facilité de dépôt, avec une asymétrie croissante de la distribution vers des taux plus négatifs, évolution que la BCE continuera de surveiller.

Sur les marchés des obligations au comptant, les rendements des emprunts publics allemands et les écarts de rendement des obligations souveraines au sein de la zone euro par rapport à l'Allemagne ont affiché une volatilité élevée depuis l'élection américaine.

Ces évolutions sur les marchés de la dette souveraine en euros se sont produites dans un environnement où les volumes des transactions au comptant ont été très faibles et en diminution constante, en opposition à la persistance d'un volume élevé sur le marché des contrats à terme. Cette baisse de liquidité n'a cependant pas freiné la mise en œuvre du programme d'achats d'actifs (APP), qui s'est déroulée dans de bonnes conditions en novembre 2016. Enfin, s'agissant des anticipations des marchés relatives aux mesures de politique monétaire lors de la présente réunion du Conseil des gouverneurs, les anticipations les plus fréquemment mentionnées avaient trait aux variations des programmes d'achat, tandis que les intervenants de marché ne s'attendaient pas à une modification des taux de la politique monétaire.

#### *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.

L'activité et les échanges au niveau mondial ont progressé à un rythme modéré, avec un léger renforcement au second semestre 2016. L'indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale est ressorti à 53,3 en novembre, sans changement par rapport à octobre et en hausse par rapport à septembre (51,7), indiquant une solide croissance au quatrième trimestre de l'année. Le redressement de l'activité s'explique par la reprise des économies avancées après la phase de morosité du premier semestre 2016. L'activité des économies de marché émergentes exportatrices de matières premières a atteint un point bas. En ce qui concerne les échanges, après deux trimestres de croissance négative, les importations mondiales de biens ont augmenté de 0,7 % en volume au troisième trimestre.

L'inflation mondiale, bien qu'encore modérée, s'est légèrement redressée. La hausse annuelle des prix à la consommation dans la zone OCDE a augmenté en octobre, s'inscrivant à 1,4 % contre 1,2 % en septembre. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation annuelle dans la zone OCDE a légèrement diminué, à 1,7 %. Le cours du *Brent* a augmenté de 5,2 % depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 19 et 20 octobre et de 16 % depuis le 11 août 2016, date d'arrêt pour les projections de septembre établies par les services de la BCE, ressortant à 53 dollars le baril le 6 décembre 2016. Les prix des matières premières hors pétrole exprimés en dollars ont augmenté de près de 10% depuis la précédente réunion de politique monétaire, tandis

que le taux de change de l'euro est resté pratiquement inchangé en termes effectifs nominaux vis-à-vis des devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro (TCEN-38).

S'agissant de la zone euro, les informations disponibles indiquent que la reprise s'est poursuivie à un rythme modéré, mais devenant plus soutenu. Le PIB en volume a augmenté, en glissement trimestriel, de 0,3 % au troisième trimestre 2016, après une croissance comparable au deuxième trimestre. Selon les données disponibles, l'expansion économique continue de se généraliser et la croissance devrait légèrement s'accélérer au quatrième trimestre 2016 et au premier trimestre 2017, comme le montre également l'indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator* - ESI) de la Commission européenne. Le taux de chômage a de nouveau fléchi en octobre 2016, revenant à 9,8 % contre 9,9 % en septembre.

La consommation privée a augmenté, essentiellement sous l'effet de la hausse des revenus des ménages, liée à la croissance de l'emploi et à la faiblesse des taux d'intérêt. L'investissement des entreprises a poursuivi son redressement conjoncturel en ligne avec la croissance du PIB, soutenu par une demande et des conditions de financement favorables, tandis que l'investissement réel des sociétés non financières est encore resté inférieur à son point haut d'avant la crise. L'amélioration de la rentabilité des entreprises et les conditions de financement très favorables ont continué de soutenir l'investissement des entreprises. S'agissant de l'investissement résidentiel, l'investissement en logements et la production d'immeubles ont affiché une dynamique positive, ce dernier indicateur progressant de 1,4 % au troisième trimestre 2016.

Les projections macroéconomiques de décembre 2016 établies par les services de l'Eurosystème tablaient sur une croissance du PIB en volume de 1,7 % en 2016 et en 2017 et de 1,6 % en 2018 et en 2019. Par rapport aux projections de septembre 2016 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB en volume sont globalement inchangées. Les projections de décembre sont globalement conformes aux prévisions des autres institutions, avec une appréciation légèrement plus optimiste pour la croissance du PIB en volume en 2017.

En ce qui concerne les évolutions des prix dans la zone euro, selon l'estimation « flash » d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH a continué d'augmenter en novembre 2016, ressortant à 0,6 % en novembre 2016, après 0,5 % en octobre et 0,4 % en septembre. La hausse constatée en novembre a reflété une augmentation plus forte des prix des produits alimentaires, tandis que la dynamique haussière des mois précédents provenait essentiellement de la hausse des prix de l'énergie. L'IPCH hors produits alimentaires et énergie est resté inchangé depuis août 2016, à 0,8 %. Les mesures de l'inflation sous-jacente n'ont pas encore donné d'indication nette d'un renforcement de la dynamique. Les tensions en amont sont restées modérées, reflétant l'impact des précédentes baisses des prix du pétrole et des pressions déflationnistes mondiales. La croissance des salaires s'est également stabilisée à de faibles niveaux.

Les projections macroéconomiques de décembre 2016 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro prévoient que l'IPCH s'établisse à 0,2 % en 2016, à 1,3 % en 2017, à 1,5 % en 2018 et à 1,7 % en 2019. Ces perspectives sont restées globalement inchangées par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2016 réalisées par les services de la BCE. Les projections de décembre pour la hausse de l'IPCH ont été globalement conformes à celles des autres institutions.

Les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme fondées sur le marché ont augmenté récemment, privilégiant dans une moindre mesure le scénario d'une faible inflation, et excluant désormais largement celui d'une déflation.

S'agissant des conditions financières, un important mouvement haussier s'est produit pour la courbe des taux anticipés de l'Eonia. La pente orientée à la baisse sur les compartiments à court et à moyen terme de la courbe a disparu, suggérant un recul des anticipations relatives à un nouvel assouplissement de la politique monétaire, notamment en ce qui concerne de nouvelles baisses du taux de la facilité de dépôt. Comme dans d'autres grandes juridictions, les rendements à long terme de la zone euro ont augmenté depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 19 et 20 octobre. Une décomposition de la variation de ces rendements entre inflation et composantes réelles indique que cette hausse peut être attribuée essentiellement à des augmentations de la composante inflation, en particulier la prime de risque d'inflation, plutôt qu'à des hausses des taux réels. Les indices des conditions financières suggèrent que les conditions des marchés financiers sont restées globalement stables.

En ce qui concerne les conditions de financement, le coût nominal total du financement externe pour les sociétés non financières de la zone euro est resté proche des points bas historiques. En particulier, les conditions de prêt bancaire favorables ont continué de contribuer à la reprise progressive de l'économie de la zone euro et les taux débiteurs des banques ont accru leur convergence au sein de la zone. De plus, le coût des emprunts bancaires, pour les sociétés non financières comme pour les prêts au logement accordés aux ménages, a diminué en octobre 2016, ressortant à des niveaux très faibles. De la même façon, les résultats de la dernière enquête sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE), couvrant la période d'avril à septembre 2016, ont montré que les petites et moyennes entreprises (PME) avaient continué de faire état d'une amélioration de la disponibilité des sources de financement externe et de la propension des banques à octroyer des crédits à des taux d'intérêt plus bas.

S'agissant de la monnaie et du crédit, après être restée globalement stable depuis le deuxième trimestre 2015, la croissance de la monnaie au sens large (M3) s'est ralentie en octobre 2016, ressortant à 4,4 % après 5,1 % en septembre 2016. Le redressement de la croissance des prêts s'est légèrement accéléré en octobre 2016, même si cette croissance est restée faible. Le rythme annuel de variation des prêts aux sociétés non financières s'est accru, atteignant 2,1 % en octobre 2016, après 2,0 % en septembre. La progression annuelle des prêts aux ménages est demeurée stable, à 1,8 %.

La rentabilité des banques de la zone euro est restée faible au deuxième trimestre 2016, tandis que les créances douteuses ont continué de diminuer progressivement, contribuant à baisser les coûts des provisions et des dépréciations.

S'agissant des politiques budgétaires, l'orientation budgétaire de la zone euro, telle que mesurée par la variation du solde primaire corrigé du cycle, devrait être expansionniste en 2016 et devenir globalement neutre sur l'horizon de projection.

*Réflexions et options possibles de politique monétaire*

En résumé, M. Praet a conclu que la reprise économique de la zone euro se poursuivait à un rythme modéré, mais devenant plus soutenu, et que les conditions de financement demeuraient favorables et facilitaient le désendettement.

L'inflation totale s'est redressée et, en raison d'effets de base, devrait continuer d'augmenter à court terme. Cependant, l'inflation sous-jacente n'a pas encore affiché une tendance haussière convaincante. Tandis que les projections des services de l'Eurosystème tablaient sur une reprise graduelle de l'inflation, les perspectives pour l'inflation sous-jacente ont été revues à la baisse. Le redressement de l'inflation pour les années à venir reste fortement dépendant de l'assouplissement de la politique monétaire. Dans l'ensemble, les progrès vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation ont été insuffisants. En conséquence, le prolongement du programme d'achats d'actifs au-delà de mars 2017 apparaît justifié.

À cet égard, l'ensemble des possibilités pouvait être ramené à deux options globalement équivalentes quant à leur capacité à préserver le caractère actuellement accommodant de la politique monétaire : soit continuer les achats au rythme mensuel actuel de 80 milliards d'euros pendant six mois supplémentaires, soit prolonger le programme de neuf mois jusqu'à fin décembre 2017 à un rythme mensuel de 60 milliards. Dans les deux cas, les achats seraient effectués parallèlement aux réinvestissements à venir démarrant en mars 2017.

La première option avait le mérite de la continuité et était conforme aux anticipations des marchés. La seconde option permettait une présence plus durable sur le marché et, par conséquent, une transmission plus pérenne des mesures de soutien du Conseil des gouverneurs. Le retour au rythme initial de 60 milliards d'euros par mois serait cohérent avec le raffermissement progressif de la reprise. Dans le même temps, 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 pourrait décider de retourner à un rythme de 80 milliards d'euros par mois. Au final, M. Praet s'est déclaré en faveur de la seconde option. En ce qui concerne les paramètres de l'APP, il a répété que les implications pour la transmission de la politique monétaire devaient également être prises en compte dans la discussion.

S'agissant de la communication destinée au public, M. Praet a recommandé de maintenir le raisonnement précédent. Il était important de souligner que la poursuite des achats d'actifs par l'Eurosystème garantirait que les conditions financières au sein de la zone euro demeureraient très favorables et assurerait une convergence durable des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

En complément de l'introduction précédemment effectuée des options relatives à un prolongement de l'APP, M. Cœuré a remarqué que du point de vue de la mise en œuvre, les deux options soulevaient un certain nombre de questions. À condition d'autoriser les achats d'obligations assorties d'échéances comprises entre un et deux ans et de remonter également le taux plancher de la facilité de dépôt, la première option a été jugée réalisable, mais elle nécessiterait des modifications supplémentaires de la conception du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP). Pour la seconde option, des ajustements des deux paramètres seraient suffisants et pourraient permettre une plus grande marge de manœuvre, tout en minimisant les écarts par rapport à la clé de répartition du capital. Sur la base de ces considérations, M. Cœuré a exprimé une préférence pour la seconde option. Conjointement à une décision de relever le taux plancher de la facilité de dépôt, il a suggéré de demander aux comités de l'Eurosystème de réfléchir à la meilleure façon d'amener au

volume nécessaire l'ensemble des obligations ayant des rendements inférieurs au taux plancher de la facilité de dépôt.

Concernant la proposition de renforcer les dispositifs de prêts de titres, M. Cœuré a rappelé que les récentes tensions sur les marchés des pensions, ainsi que les retours d'information des contreparties, montraient que l'Eurosystème devait jouer un rôle plus actif dans l'offre de titres sur le marché des pensions. Le directoire a donc avancé plusieurs suggestions en vue de remédier à la raréfaction généralisée des obligations, en tenant compte de la décision générale du Conseil des gouverneurs du 1<sup>er</sup> avril 2015 de mettre à disposition, à des fins de prêt, tous les titres détenus dans le cadre du PSPP. Cette proposition recouvrait trois aspects : premièrement, l'acceptation de garanties espèces contre des titres ; deuxièmement, la fixation des prix des dispositifs de prêts de titres ; et troisièmement, l'ampleur des limites de détention fixées aux programmes de prêts de titres. M. Cœuré a souligné que ces modifications feraient partie intégrante de la communication de la BCE à l'issue de la réunion et rappelleraient que le Conseil des gouverneurs était attentif à l'impact de l'action de l'Eurosystème sur le fonctionnement du marché et se tenait prêt à y réagir.

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

### *Analyses économique et monétaire*

En ce qui concerne l'analyse économique, un large consensus s'est dégagé parmi les membres du Conseil des gouverneurs sur 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 s'est poursuivie à un rythme modéré dans la zone euro, tout en se raffermissant légèrement. À plus long terme, la demande intérieure dans la zone euro devrait rester solide, soutenue par la croissance du revenu réel disponible et la vigueur des créations d'emplois ainsi que par des conditions de financement très favorables, renforcées par la poursuite de la répercussion des mesures de politique monétaire de la BCE. Dans le même temps, les perspectives de croissance ont été freinées par l'incertitude politique et économique, ainsi que par la lenteur de la mise en œuvre des réformes structurelles et les ajustements des bilans toujours en cours dans un certain nombre de secteurs. Cette évaluation se reflète également dans les perspectives de croissance figurant dans les projections macroéconomiques de décembre 2016 établies par les services de l'Eurosystème. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2016 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de croissance demeurent globalement inchangées.

Lors de l'examen des perspectives et des risques relatifs à l'environnement extérieur, il a été noté que dans les dernières projections établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives d'évolution de l'activité mondiale demeurent aussi pratiquement inchangées. Toutefois, tandis que la croissance économique mondiale devrait se redresser progressivement, les perspectives extérieures ont été jugées relativement incertaines, compte tenu de l'impact économique toujours peu clair du résultat du référendum organisé au Royaume-Uni sur la sortie de l'Union européenne, du résultat inattendu de l'élection présidentielle aux États-Unis et des évolutions dans les économies de marché émergentes. L'attention a été attirée sur les

variations importantes des rendements obligataires observées récemment aux États-Unis et sur la possibilité de corrections plus marquées sur les marchés obligataires et de change au niveau mondial. Ces variations ont été jugées particulièrement pertinentes pour les économies de marché émergentes, au vu également des expositions importantes aux dettes libellées en dollars dans ces économies. Cette situation pourrait à son tour avoir un impact négatif sur la croissance mondiale et la demande extérieure adressée à la zone euro.

S'agissant de la zone euro, les perspectives de croissance présentées dans les projections de décembre 2016 établies par les services de l'Eurosystème ont fait l'objet d'un large consensus. Ces projections ont confirmé que la reprise modérée de l'économie de la zone euro se poursuivait, tout en se raffermissant légèrement, les perspectives pour 2016 et 2017 ayant été faiblement revues à la hausse. Cela a été perçu comme une confirmation que la reprise demeurait en bonne voie et devenait plus robuste et plus généralisée. Dans ce contexte, plusieurs évolutions économiques positives ont été mentionnées, notamment les améliorations en cours sur le marché du travail, même si la situation sur ce marché reste, dans l'ensemble, loin d'être satisfaisante, ainsi que les derniers indicateurs relatifs au climat économique, qui ont été positifs et ont surpris favorablement. Enfin, il a été observé que les risques pesant sur le scénario de référence qui avaient été identifiés auparavant ne se sont pas matérialisés. Par conséquent, dans l'ensemble, la prévision de croissance globalement inchangée pour 2016 pourrait être considérée comme une confirmation de la résistance de la reprise au cours de l'année écoulée, la zone euro maintenant son rythme de croissance modérée en dépit des divers chocs subis.

Lors des échanges de vues sur les risques entourant les perspectives de croissance de la zone euro, les membres du Conseil ont souligné que de nouveaux chocs pourraient se produire à l'avenir et que la situation globale demeurait caractérisée par une grande incertitude, susceptible d'influencer négativement l'épargne et l'investissement des entreprises et des ménages. En particulier, il a été pris acte que l'incertitude politique demeurait élevée.

Toutefois, plusieurs risques à la hausse pour la croissance de la zone euro ont également été examinés, notamment la perspective de répercussions positives provenant d'un raffermissement de la croissance aux États-Unis, en liaison avec les plans de relance budgétaire de la nouvelle administration et l'éventualité d'une orientation budgétaire plus accommodante dans la zone euro. Il a également été suggéré que les évolutions sur le marché du travail de la zone euro pourraient rester plus dynamiques qu'attendu, compte tenu des bonnes surprises récurrentes. S'agissant de l'incertitude politique élevée, il a été avancé que d'après les analyses disponibles fondées sur diverses mesures de l'incertitude, cette situation devrait avoir un effet limité sur l'activité économique, même si elle affectera l'incertitude des prévisions.

Dans ce contexte, les risques entourant les perspectives de croissance de la zone euro ont été perçus, dans l'ensemble, comme demeurant plutôt négatifs, même si certains membres du Conseil ont estimé que la balance des risques était plus positive.

Il a été rappelé que l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE soutient l'activité économique mais que d'autres pans de la politique économique doivent apporter une contribution beaucoup plus décisive. En particulier, des réformes structurelles sont nécessaires dans l'ensemble des pays de la zone euro et sont vitales pour accroître l'investissement et stimuler la création d'emplois. Le renforcement des



initiatives d'investissement en cours, des progrès vers l'Union des marchés de capitaux et des réformes améliorant la résolution des créances douteuses contribueraient également favorablement à la réalisation de cet objectif.

Il a été souligné que les politiques budgétaires doivent également soutenir la reprise économique, tout en restant conformes aux règles budgétaires de l'Union européenne. Des inquiétudes ont été exprimées au sujet des décisions prises au niveau européen qui jettent le doute sur le fonctionnement du Pacte de stabilité et de croissance et il a été souligné que la mise en œuvre intégrale et systématique du Pacte, dans le temps et à travers les pays, demeurerait primordiale pour maintenir la confiance dans le cadre budgétaire. Dans le même temps, il est essentiel que tous les pays intensifient leurs efforts pour mettre en place des politiques budgétaires plus propices à la croissance.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil se sont largement accordés sur l'évaluation des perspectives présentée par M. Praet dans son introduction. Selon l'estimation « flash » d'Eurostat, l'inflation annuelle totale dans la zone euro s'est établie à 0,6 % en novembre 2016, contre 0,5 % en octobre et 0,4 % en septembre. Les hausses récentes de l'inflation totale ont reflété, dans une large mesure, les évolutions des prix de l'énergie en rythme annuel, tandis que l'accélération de l'inflation en novembre a été principalement liée au renchérissement des produits alimentaires. L'inflation totale devrait augmenter sensiblement au cours des prochains mois, principalement en raison d'importants effets de base haussiers affectant le taux de variation annuel des prix de l'énergie, et l'inflation devrait encore s'accroître en 2018 et 2019, soutenue par les anticipations de reprise économique et l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE. Ce diagnostic ressort des projections de décembre 2016 établies par les services de l'Eurosystème, dans lesquelles la perspective d'évolution de l'inflation totale mesurée par l'IPCH est restée globalement inchangée par rapport aux projections de septembre 2016 des services de la BCE.

Lors de l'examen des dernières projections établies par les services de l'Eurosystème, les membres du Conseil ont souligné que l'inflation totale évoluait dans la bonne direction et qu'en l'absence de nouveaux chocs négatifs, l'inflation devrait se rapprocher sensiblement plus de la cible d'inflation de la BCE sur l'horizon de projection. Toutefois, tout en reconnaissant que des progrès avaient été réalisés, les membres du Conseil les ont jugés insuffisants, dans la mesure où l'inflation ne devrait pas retrouver durablement des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. De plus, le taux de variation annuel de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie est demeuré inchangé en novembre, à 0,8 %, et a été révisé à la baisse sur l'horizon de projection dans les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème. Les mesures de l'inflation sous-jacente semblent avoir progressé très lentement et doivent faire l'objet d'un suivi attentif, aucune tendance haussière convaincante n'étant observée pour l'instant.

Il a été fait référence à des indications positives s'agissant des évolutions récentes des anticipations d'inflation pour la zone euro. Tandis que les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme tirées d'enquêtes, telles que l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels, sont restées globalement inchangées pour la période à un horizon de cinq ans, ressortant à 1,8 % environ, les anticipations d'inflation extraites des instruments de marché ont progressé depuis la dernière réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. En particulier, le taux anticipé à cinq ans des *swaps* indexés sur l'inflation dans cinq

ans a augmenté pour ressortir à quelque 1,7 %. La nouvelle diminution de la probabilité de déflation a également été considérée comme un signe positif. Les risques de déflation ont été jugés, à l'heure actuelle, nettement plus faibles que lorsque l'APP avait été porté à 80 milliards d'euros par mois en mars 2016.

Les membres du Conseil ont procédé à un échange de vues sur les risques entourant la hausse de l'inflation prévue dans les projections de décembre établies par les services de l'Eurosysteme. Une certaine prudence a été exprimée, en particulier, quant au profil de l'inflation vers la fin de l'horizon de projection, au motif que les modèles de prévision standard étaient généralement soumis au retour à la moyenne. S'agissant de l'inflation d'ici un à deux ans, il a été souligné qu'elle ne devrait atteindre que 1,5 % environ. Si l'on compare les prévisions d'inflation à un horizon de deux ans avec les résultats depuis 2012, on constate qu'elles ont été sensiblement trop élevées. Il a été souligné que les erreurs de prévision les plus importantes ont porté sur les salaires et qu'en dépit des évolutions positives de l'emploi, il n'y a toujours pas de signes clairs de tensions sur le marché du travail. Il a été indiqué que le sous-emploi sur les marchés du travail de la zone euro pourrait être plus important que prévu dans les projections établies par les services de l'Eurosysteme, ce qui impliquerait une évolution des salaires plus lente qu'anticipé dans les projections. De plus, il a été rappelé que des risques à la baisse demeurent associés aux évolutions de l'environnement extérieur, notamment s'agissant des économies de marché émergentes, qui pourraient conduire à un affaiblissement de la demande étrangère, avec pour résultat une atténuation des tensions inflationnistes.

Dans le même temps, il y a également des indications d'une accélération de l'inflation plus forte que prévu dans les projections des services de l'Eurosysteme. En particulier, l'incidence de l'accord récent conclu par l'OPEP sur la production de pétrole, qui devrait entraîner une hausse plus marquée des prix de l'énergie à court terme, n'a pas été intégrée dans les projections de décembre 2016 établies par les services de l'Eurosysteme. Une inflation totale plus élevée pourrait, à son tour, influencer la dynamique future des salaires. Le processus de négociation salariale a été relativement modéré jusqu'à présent, mais cela pourrait évoluer une fois que les salariés se seront rendu compte que les salaires réels n'ont pas augmenté ou ont même diminué. Dans certains pays, l'indexation pourrait renforcer les tensions à la hausse sur les salaires. Il a également été suggéré que les mesures budgétaires prévues par la nouvelle administration aux États-Unis pourraient avoir sur les évolutions de prix dans la zone euro un effet haussier qui n'apparaît pas dans les projections.

Globalement, il est apparu que les risques tant à la baisse qu'à la hausse pesant sur les perspectives d'inflation nécessitent 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 croissance de la monnaie au sens large (M3) s'est ralentie en octobre 2016, revenant à 4,4 % en rythme annuel, contre 5,1 % en septembre. Comme les mois précédents, la croissance annuelle de M3 a été soutenue principalement par ses composantes les plus liquides. Le redressement graduel de la dynamique des prêts observé depuis le début de 2014 s'est prolongé, la croissance des prêts aux sociétés non financières s'étant accélérée en octobre tandis que celle des prêts aux ménages est restée inchangée.

Il a été souligné que les conditions de crédit demeuraient globalement très avantageuses, reflétant également la poursuite de la transmission efficace des mesures de politique monétaire mises en place depuis juin 2014. Les coûts d'emprunt pour les entreprises ont continué de diminuer, la croissance des prêts bancaires s'est encore renforcée et les conditions du financement de marché pour les entreprises sont généralement demeurées très favorables, en dépit du rebond récent des rendements obligataires. Des évolutions positives ont également été constatées pour les petites et moyennes entreprises (PME). Il a été fait référence aux résultats de la dernière enquête SAFE, dans laquelle les PME ont déclaré une amélioration globale de leur situation financière et de la disponibilité des sources de financement externe, la volonté accrue des banques d'octroyer des crédits à des taux plus faibles ayant encore facilité l'accès des PME au financement bancaire. Parallèlement, il a été observé qu'un environnement d'incertitude accrue, avec notamment des facteurs mondiaux tels que les risques associés aux marchés émergents, pourrait freiner l'investissement et la dynamique du crédit dans les mois à venir.

#### *Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à mener*

En ce qui concerne l'orientation de la politique monétaire, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction selon laquelle même si l'inflation, devrait se renforcer au cours des prochaines années, soutenue par le raffermissement de la reprise, les progrès vers un ajustement durable de la trajectoire de l'inflation en conformité avec l'objectif du Conseil des gouverneurs restent pour l'instant insuffisants. Par conséquent, un large consensus s'est dégagé sur la nécessité d'une extension du programme d'achats d'actifs au-delà de mars 2017, afin de préserver l'orientation très accommodante de la politique monétaire, indispensable pour assurer une convergence durable des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

Il a été souligné qu'en dépit d'une réévaluation des marchés obligataires mondiaux depuis la dernière réunion de politique monétaire, les conditions de financement globales, soutenues par les mesures de relance monétaire mises en place, sont restées très favorables à la reprise dans la zone euro. En particulier, les mesures de politique monétaire de la BCE ont continué à se transmettre aux conditions d'emprunt des ménages et des entreprises et à renforcer la création de crédit, soutenant les dépenses de consommation et d'investissement. Néanmoins, il a été noté que compte tenu de l'incertitude élevée, un nouvel accès de volatilité des prix sur les marchés financiers, notamment sur les marchés obligataires, ne pouvait être exclu.

Dans le cadre de leur évaluation de l'orientation globale de la politique monétaire, les membres du Conseil sont largement convenus que les perspectives d'inflation et les risques qui les entourent justifiaient le maintien de l'orientation actuellement très accommodante de la politique monétaire et l'extension de l'APP au-delà de mars 2017. La reprise se raffermi et des progrès ont pu être observés s'agissant de la trajectoire de l'inflation, mais le scénario d'une hausse progressive de l'inflation repose toujours, dans une large mesure, sur le soutien apporté par la politique monétaire accommodante. Si l'on prend également en compte la faiblesse prolongée de l'inflation sous-jacente, une convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme ne pourrait être atteinte avec un degré de confiance raisonnable. Par conséquent, il a

été jugé nécessaire de conserver l'orientation très accommodante de la politique monétaire au-delà de mars 2017, afin de garantir un retour durable des taux d'inflation vers des niveaux en conformité avec l'objectif du Conseil des gouverneurs.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont procédé à un échange de vues sur les options présentées par M. Praet dans son introduction : soit de continuer d'effectuer des achats au titre de l'APP à partir d'avril 2017 au rythme actuel de 80 milliards d'euros pour six mois supplémentaires, soit de prolonger le programme de neuf mois jusque fin décembre 2017 à hauteur de 60 milliards par mois. À cette occasion, les travaux techniques préparatoires des comités de l'Eurosystème, y compris sur les options qui n'ont pas été présentées lors de la réunion, ont été largement salués.

Quelques membres du Conseil ont exprimé leur préférence *a priori* pour la première option présentée par M. Praet, dans laquelle les achats se poursuivraient au rythme mensuel de 80 milliards d'euros sur un horizon prévu de six mois, tout en indiquant être disposés à se rallier au consensus qui se dégagerait en faveur de la deuxième option. Il a été souligné que la première option avait le mérite de s'inscrire dans la continuité de la politique établie et d'être plus conforme aux anticipations des marchés. En outre, son rythme mensuel plus élevé que celui de la deuxième option présente un potentiel de relance monétaire plus efficace à court terme. Cela étant, le maintien d'un rythme mensuel de 80 milliards d'euros dans un contexte de diminution de la liquidité de marché pourrait accroître la pression sur les rendements de marché.

Les membres du Conseil se sont prononcés très largement en faveur de la deuxième option présentée par M. Praet, à savoir la poursuite des achats au-delà de mars 2017 à un rythme mensuel de 60 milliards d'euros sur un horizon prévu de neuf mois. Dans l'ensemble, il a été considéré que cette option assurait le juste équilibre entre l'envoi d'un signal de confiance et la nécessité de préserver la stabilité dans un environnement incertain, tout en présentant l'avantage de la flexibilité face à des circonstances défavorables et en maintenant la faisabilité opérationnelle. Le ralentissement du rythme mensuel, associé aux ajustements envisagés pour les paramètres de l'APP, devait alléger la pression sur la liquidité de marché et garantir une mise en œuvre plus efficace, tout en laissant une marge de manœuvre suffisante pour augmenter le volume d'achats du programme si nécessaire et en permettant à l'Eurosystème de prolonger sa présence sur le marché.

Un large consensus s'est dégagé sur le fait que le recalibrage du programme dans cette option, y compris le retour au rythme initial mensuel d'achats de 60 milliards d'euros dans le cadre du programme APP décidé en janvier 2015, était conforme à la réévaluation des risques faite par le Conseil des gouverneurs, reflétant le regain de confiance dans les performances globales de l'économie de la zone euro. En particulier, la reprise était en phase de raffermissement et se généralisait, et les risques de déflation identifiés plus tôt dans l'année, lorsque les achats mensuels avaient été portés à 80 milliards d'euros en mars, avaient en grande partie disparu. À cet égard, le recalibrage traduit le fait que l'APP dépend de la situation économique (*state contingency*). Néanmoins, l'extension du programme en termes de montant et de durée reflétait également un scénario de référence qui, jusque-là, indiquait des progrès insuffisants sur la voie d'un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à l'objectif du Conseil des gouverneurs.

Il a été souligné que l'extension des achats sur un horizon plus long, qui s'accompagne également d'une augmentation importante du volume des achats dans le cadre de l'APP excédant 500 milliards d'euros sur la

période allant de mars à décembre 2017, a soutenu plus durablement les conditions financières et a, ainsi, permis une transmission plus pérenne des mesures visant à soutenir la reprise actuelle modérée, mais en phase de raffermissement. De plus, la présence plus durable de l'Eurosystème sur le marché est une source de stabilité dans un environnement qui restera probablement soumis à un degré élevé d'incertitude, dans lequel la volatilité pourrait facilement apparaître, en lien notamment avec des chocs trouvant leur origine dans l'environnement politique au niveau international et dans la zone euro. Dans ce contexte, il a été fait référence à la volatilité observée récemment sur les marchés obligataires mondiaux, où la nette correction des cours par rapport à des valorisations ayant atteint des sommets au cours des semaines qui ont précédé est jugée pour partie refléter un accroissement de l'incertitude mais peut-être également annoncer une réévaluation plus fondamentale sur les marchés.

Dans ce contexte, on a insisté sur le fait que, dans un environnement aussi incertain et volatil, il était plus judicieux pour la politique monétaire d'adopter une approche ferme qui protège les conditions financières dans la zone euro au cours de la période à venir et permette à la reprise de s'installer et de se renforcer. Les différences de cycle de politique monétaire des principales banques centrales mondiales ont également été soulignées, et il a été indiqué que, jusqu'à présent, les répercussions sur la zone euro du début de la normalisation de la politique monétaire américaine et la hausse associée des rendements à moyen et long terme ont été relativement contenus.

Dès lors, il a été largement reconnu que la deuxième option intégrait le fait que le Conseil des gouverneurs devait conserver une flexibilité lui permettant d'augmenter les achats dans le cadre du programme APP, si nécessaire. Si les perspectives économiques se détérioraient ou les conditions financières se durcissaient indûment, le Conseil des gouverneurs pourrait de nouveau augmenter le volume et/ou la durée du programme, éventuellement en portant les achats à un rythme de 80 milliards d'euros par mois, et le Conseil des gouverneurs devrait rester fermement déterminé à assurer une convergence durable de l'inflation vers l'objectif fixé.

Les membres du Conseil se sont prononcés très largement en faveur de l'option prévoyant de poursuivre les achats au-delà de mars 2017 à un rythme mensuel de 60 milliards d'euros sur un horizon prévu de neuf mois, mais certains membres avaient, au départ exprimé une préférence pour des achats sur un horizon plus court ou plus long. Il a été avancé qu'un horizon plus long pour les achats, au-delà de l'horizon proposé de décembre 2017, pourrait renforcer une présence durable de l'Eurosystème sur le marché afin de protéger la reprise de la zone euro d'éventuelles influences défavorables sur une période plus longue. Des arguments ont également été présentés en faveur d'un horizon d'achats plus court, limité à six mois, pour un rythme d'achats redimensionné à 60 milliards d'euros. Il a été noté qu'une plus grande flexibilité quant à l'horizon temporel envisagé pour les achats pourrait être justifiée compte tenu de l'amélioration de la situation économique de la zone euro, d'une évaluation des risques plus équilibrée plus et de l'émergence possible de risques à la hausse pour les perspectives de croissance et d'inflation. Dans ce contexte, il a été indiqué que le maintien de l'orientation actuellement très accommodante de la politique monétaire s'agissant de l'APP pouvait donner lieu à différentes interprétations, en fonction du stock ou du flux mensuel d'achats.

Tout en saluant la réduction des achats et d'autres éléments des propositions, un petit nombre de membres du Conseil, dont le scepticisme général vis-à-vis de l'APP et en particulier vis-à-vis des achats de dette publique est bien connu, n'ont soutenu aucune des deux options proposées. Selon ce point de vue, les achats de dette publique devraient rester un instrument d'urgence, à n'utiliser qu'en dernier ressort dans un scénario défavorable, tel qu'une situation de déflation imminente, ce qui n'était pas le cas à l'heure actuelle, les risques de déflation s'étant en grande partie dissipés. De plus, les éventuels effets secondaires négatifs de nouveaux achats d'actifs souverains, notamment à moyen et long terme et associés à l'interaction avec le domaine budgétaire, doivent être pris en compte.

S'agissant des modalités de mise en œuvre, les membres du Conseil ont estimé que certains paramètres de l'APP devaient être modifiés pour faciliter la poursuite d'une mise en œuvre sans heurt du programme, garantissant ainsi le respect de l'objectif de stabilité des prix du Conseil des gouverneurs. Le diagnostic s'est appuyé sur les travaux techniques réalisés par les comités de l'Eurosystème au cours des mois précédents. Dans l'ensemble, les membres du Conseil ont considéré qu'il convenait d'élargir la gamme d'échéances du PSPP à travers la réduction de la durée résiduelle minimum des titres éligibles de deux ans à un an et en autorisant et en utilisant, dans la mesure nécessaire, les achats dans le cadre de l'APP, de titres assortis d'un rendement à l'échéance inférieur au taux d'intérêt de la facilité de dépôt. Ces mesures ont été perçues comme un soutien à une mise en œuvre efficace de l'APP et contribuant à élargir l'encours global de titres éligibles disponibles à la vente afin d'assurer la poursuite des achats au rythme envisagé sur l'horizon prévu allant jusque décembre 2017, ou au-delà, si nécessaire.

Si le bénéfice économique de l'orientation d'une plus grande part des achats sur des maturités plus courtes a été jugé limité en termes de réduction de la durée sur le marché, une légère diminution de la maturité moyenne du portefeuille de l'Eurosystème dans le cadre de l'APP apparaîtrait plus conforme au principe de neutralité vis-à-vis du marché, et plus en adéquation avec la gamme des échéances la plus pertinente en règle générale pour le financement du secteur privé. En outre, la légère pentification de la courbe des rendements qui en résulterait pourrait peut-être également améliorer la transformation des échéances et la rentabilité du secteur bancaire.

Les implications juridiques, les difficultés de communication et les risques sur la réputation associés à d'autres modifications de paramètres, à savoir un relèvement des limites des parts assignées aux émissions et aux émetteurs, n'ont pas permis de faire figurer ces options parmi celles présentées au Conseil des gouverneurs.

S'agissant des mesures proposées en vue d'améliorer encore l'efficacité des facilités de prêts de titres de l'Eurosystème dans le cadre du PSPP, telles qu'elles ont été présentées par M. Cœuré dans son introduction, les membres du Conseil ont généralement reconnu l'importance de ces mesures pour favoriser la mise en œuvre harmonieuse des achats de titres du secteur public dans le cadre de l'APP. Les mesures proposées rendraient les facilités de prêts de titres plus intéressantes et soutiendraient la liquidité et le fonctionnement du marché des pensions de la zone euro. En particulier, l'acceptation d'espèces en garantie des facilités de prêts de titres dans le cadre du PSPP a reçu une large approbation. Il a été souligné que la logique sous-tendant l'acceptation d'une garantie espèces était d'atténuer la raréfaction des garanties sur le marché plutôt que de créer un nouvel instrument de politique monétaire.

### *Décisions de politique monétaire et communication*

S'agissant de la communication, les membres du Conseil sont largement convenus de la nécessité de souligner que, au vu des perspectives actuelles concernant la stabilité des prix et des risques qui les entourent, l'extension de l'APP était nécessaire pour respecter l'objectif de stabilité des prix du Conseil des gouverneurs. Si les perspectives de croissance se sont améliorées et si les risques de déflation ont encore diminué, ce qui a permis un recalibrage du rythme du programme pour le ramener au volume mensuel initial de 60 milliards d'euros, les tensions sous-jacentes sur les prix sont demeurées faibles et n'ont pas encore pu faire ressortir de signes convaincants de retournement. Par conséquent, le calibrage de l'extension du programme APP en termes de rythme et d'horizon, auquel s'ajoutent les volumes importants de réinvestissements à venir, vise à préserver l'orientation très accommodante de la politique monétaire, indispensable pour assurer une convergence durable des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Comme souligné précédemment dans la communication du Conseil des gouverneurs, il est important de réaffirmer qu'étant donné les incertitudes actuelles, le Conseil des gouverneurs continuera de suivre attentivement l'évolution des perspectives en matière de stabilité des prix et que, si cela était nécessaire pour atteindre son objectif, il agirait en utilisant tous les instruments à sa disposition dans le cadre de son mandat.

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 décidé de continuer d'effectuer des achats au titre du programme APP au rythme mensuel actuel de 80 milliards d'euros jusque fin mars 2017. Les achats nets d'actifs devraient se poursuivre à hauteur de 60 milliards d'euros par mois à partir d'avril 2017 et 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. Si, pendant ce temps, les perspectives deviennent moins favorables ou si les conditions financières ne permettent plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation, le Conseil des gouverneurs envisage d'accroître le volume et/ou d'allonger la durée du programme. 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.

Outre l'extension du programme, les paramètres suivants seront ajustés le 2 janvier 2017 : la gamme d'échéances du PSPP sera élargie à travers la réduction de la durée résiduelle minimum des titres éligibles de deux ans à un an ; et les achats, dans le cadre de l'APP, de titres assortis d'un rendement à l'échéance

inférieur au taux d'intérêt de la facilité de dépôt de la BCE seront autorisés dans la mesure nécessaire. Les modalités de mise en œuvre seront élaborées par les comités concernés.

Par ailleurs, le Conseil des gouverneurs a décidé que les banques centrales de l'Eurosystème auraient la possibilité également d'accepter des espèces en garantie de leurs facilités de prêts de titres dans le cadre du PSPP, sans avoir à les réinvestir pour neutraliser leur incidence en termes de liquidité. La limite globale pour les prêts de titres contre espèces est fixée à 50 milliards d'euros pour l'Eurosystème. Afin d'éviter d'entraver l'activité du marché des pensions, l'utilisation à titre optionnel d'une garantie espèces sera proposée à un taux égal au taux le plus bas entre celui de la facilité de dépôt moins 30 points de base (soit – 70 points de base actuellement) et celui observé sur le marché des pensions.

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/2016/html/is161208.fr.html>

Communiqués de presse

<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr161208.fr.html>

[https://www.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/communiquede-presse-bce\\_2016-12-08\\_la-bce-ajuste-les-parametres-de-son-programme-d-achats-d-actifs-app.pdf](https://www.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/communiquede-presse-bce_2016-12-08_la-bce-ajuste-les-parametres-de-son-programme-d-achats-d-actifs-app.pdf)

[https://www.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/communiquede-presse-bce\\_20161208\\_l-eurosysteme-introduit-les-garanties-especes-pour-les-facilites-de-prest-de-titres-dans-le-cadre-du-pspp.pdf](https://www.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/communiquede-presse-bce_20161208_l-eurosysteme-introduit-les-garanties-especes-pour-les-facilites-de-prest-de-titres-dans-le-cadre-du-pspp.pdf)



## Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 7-8 décembre 2016

### 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 décembre 2016 en vertu de l'article 10.2 des statuts du SEBC.

### Autres participants

M. Dombrovskis, vice-président de la Commission\*\*  
M. Teixeira, secrétaire, directeur général Secrétariat  
M. Schill, 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

\*\* Conformément à l'article 284 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

**Personnes accompagnantes**

Mme Buch

M. Dewatripont

M. Dolenc

Mme Donnery

M. Gaiotti

M. Hernández de Cos

M. Kaasik

M. Kuodis

Mme Le Lorier

M. Mifsud

M. Mooslechner

M. Ramalho

M. Rutkaste

M. Schoder

M. Stavrou

M. Swank

M. Tavlas

M. Tóth

M. Välimäki

**Autres membres du personnel de la BCE**

Mme Graeff, directrice générale Communication

M. Smets, conseiller auprès du président

M. Bindseil, directeur général Opérations de marché

M. Klöckers, directeur général adjoint, Questions économiques

M. Rostagno, directeur Politique monétaire, DG Questions économiques

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue jeudi 16 février 2017.