



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

6 juillet 2017

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

qui s'est tenue à Tallinn

le mercredi 7 et le jeudi 8 juin 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 mi-mars environ, les courbes des rendements sur le marché obligataire aux États-Unis et en Allemagne s'étaient assez nettement aplaties, de quelque 40 points de base et 30 points de base, respectivement. Il est intéressant de constater que cette période d'aplatissement de part et d'autre de l'Atlantique a coïncidé avec un renforcement général de la dynamique de croissance mondiale.

Aux États-Unis, l'évolution du marché a été considérée comme une correction de ce qui apparaissait comme un optimisme excessif à la suite de l'élection présidentielle américaine et de la révision des impulsions de politique économique attendues aux États-Unis. Les marchés n'évaluaient donc probablement plus dans la même optique que les quelques mois précédents les perspectives macroéconomiques à moyen et à long terme aux États-Unis.

Il est également intéressant d'observer que les rendements obligataires à long terme aux États-Unis ont baissé en dépit des anticipations croissantes par les marchés d'une réduction de la taille du bilan de la Réserve fédérale, anticipations soutenues également par les déclarations officielles. D'après le compte rendu de la dernière réunion du Comité fédéral de l'*open market*, presque tous les membres du comité ont jugé qu'il était approprié de commencer à réduire les portefeuilles de titres de la Réserve fédérale cette année. Ils ont également précisé le mode opératoire qu'ils comptaient utiliser pour réduire la taille du bilan, à savoir la mise en place de plafonds pour les bons du Trésor américain et les titres des agences fédérales que la banque centrale laisserait arriver à échéance chaque mois. Seule la part de l'ensemble des remboursements obligataires dépassant le plafond mensuel serait réinvestie. Associée à d'autres facteurs, cette mesure signifie que l'on s'attend généralement à une augmentation de l'offre nette de bons du Trésor américain qui, toutes choses égales par ailleurs, devrait entraîner une hausse et non une baisse des rendements à long terme.

La modification de la trajectoire future attendue des taux d'intérêt à court terme a probablement contribué à contrebalancer cette tension à la hausse sur les rendements obligataires au cours des semaines précédentes, les intervenants de marché étant revenus sur leurs anticipations de taux d'intérêt, aux États-Unis comme dans la zone euro. En particulier, à l'issue de la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 26 et 27 avril 2017, les anticipations d'un relèvement de 10 points de base du taux de la facilité de dépôt se sont progressivement accrues, intégrant pleinement un relèvement de ce taux avant mi-2018. Vers la fin mai, cependant, les anticipations de marché étaient revenues aux niveaux auxquels elles se situaient au moment de la précédente réunion du Conseil des gouverneurs.

Les rendements obligataires à long terme des émetteurs souverains les plus sûrs de la zone euro ont également diminué dans l'ensemble, depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des

gouverneurs, en dépit du flux continu de nouvelles économiques positives et de données tirées d'enquêtes faisant état du fait qu'un nombre croissant d'intervenants de marché anticipent une réduction, à partir de début 2018, du rythme mensuel des achats réalisés dans le cadre de l'APP. Or, immédiatement après l'élection présidentielle française et au moins jusqu'à la mi-mai, les rendements obligataires souverains ont augmenté dans les pays considérés comme les plus sûrs et ont diminué dans les autres pays de la zone euro. L'écart de rendement des emprunts publics à dix ans en France et en Allemagne s'est stabilisé légèrement au-dessus de 40 points de base mi-mai, en net recul par rapport aux niveaux de quelque 75 points de base constatés peu avant l'élection. Il convient de noter également la bonne performance des obligations d'État portugaises, soutenue par une importante demande des investisseurs internationaux.

S'agissant des marchés boursiers, la baisse des rendements à long terme aux États-Unis et la persistance d'un faible niveau des rendements dans la zone euro ont globalement continué de soutenir les évolutions sur ces marchés. En outre, la valorisation des actions aux États-Unis ainsi que dans la zone euro a continué d'être soutenue par de solides bénéfices des entreprises et des données favorables. La hausse des prix des actions a été relativement généralisée, concernant les sociétés financières aussi bien que non financières. Par conséquent, l'amélioration des perspectives économiques a été beaucoup plus manifeste sur les marchés boursiers mondiaux que sur les marchés obligataires. La volatilité implicite des marchés a également atteint des points bas historiques, signe de l'absence de crainte d'un ajustement brutal. En effet, le redressement des marchés boursiers a plutôt bien résisté aux variations de l'incertitude politique, qui ne semblait plus être un facteur à intégrer.

Les évolutions conjoncturelles et politiques positives ont également influé sur les évolutions du marché des obligations émises par les sociétés de la zone euro, les *spreads* de crédit s'inscrivant à leur plus bas niveau depuis le début du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP). Outre les actions et les obligations d'État des pays périphériques, les investisseurs ont effectué des placements en obligations du secteur des entreprises, comme le montrent les rendements des instruments notés A+ et BBB. L'activité sur le marché primaire a également fortement augmenté. M. Cœuré a déclaré que la composition des portefeuilles constitués dans le cadre du CSPP reflétait assez étroitement celle de l'ensemble des obligations éligibles.

S'agissant du marché des changes, l'euro s'est apprécié de 3 % par rapport au dollar depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs d'avril, et de 8 % depuis le début de l'année. Depuis la réunion, l'euro s'est apprécié de 2 % en termes effectifs nominaux par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Comme le montrent les données publiées par la Commodity Futures Trading Commission des États-Unis, cette appréciation s'est accompagnée d'un changement de positionnement des investisseurs sur l'euro en mai : ils ont privilégié la position longue par rapport à la position courte et, pour la première fois depuis de nombreuses années, le signe des positions nettes s'est inversé. En outre, sur le marché des options de change, la volatilité intégrée aux primes sur options de vente et d'achat est devenue plus équilibrée par rapport à fin mars et à la période correspondante de l'année précédente. Les évolutions politiques ont probablement aussi contribué au renforcement de l'euro en termes effectifs, en

particulier vis-à-vis de la livre sterling, en raison de la nette accentuation de l'incertitude entourant le résultat de l'élection législative au Royaume-Uni le 8 juin 2017.

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 mondiale et les échanges commerciaux internationaux ont conservé leur dynamisme, comme le font apparaître les indicateurs tirés d'enquêtes, tels que l'indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale en mai ; le redressement de la croissance des échanges commerciaux résulte essentiellement des évolutions sur les marchés émergents.

L'inflation dans la zone OCDE a légèrement augmenté, ressortant à 2,4 % en avril après 2,3 % en mars. Hors produits alimentaires et énergie, elle a atteint 1,9 %, après 1,8 % le mois précédent. Les prix des matières premières ont diminué depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 26 et 27 avril : exprimés en dollars, les prix du *Brent* ont enregistré une baisse de 4,6 % et ceux des matières premières hors pétrole, de 2,5 %, tandis que l'euro s'est apprécié de 2 % en termes effectifs nominaux au cours de la même période.

S'agissant de la zone euro, la croissance du PIB en volume a été robuste et généralisée. Selon la dernière estimation d'Eurostat, le PIB en volume a augmenté de 0,6% en rythme trimestriel au premier trimestre 2017, contre 0,5% au trimestre précédent. L'expansion économique généralisée résulte essentiellement de la demande intérieure, grâce à la poursuite des créations d'emplois, à la hausse du revenu disponible réel et aux conditions de financement favorables. Le taux de chômage a diminué, revenant à 9,3 % en avril, après 9,4 % en mars et 9,5 % en moyenne au premier trimestre 2017. Pour la suite, les indicateurs tirés d'enquêtes vont dans le sens d'une poursuite de la croissance robuste au deuxième trimestre. L'indice composite des directeurs d'achat pour la production est ressorti à 56,8 en avril et en mai, contre 55,6 en moyenne au premier trimestre 2017. L'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne se situait à 109,7 en avril et à 109,2 en mai, après une moyenne de 108,0 au premier trimestre. L'amélioration du sentiment a concerné l'ensemble des secteurs, l'indice des directeurs d'achat ainsi que l'ESI affichant des niveaux supérieurs à leurs moyennes historiques respectives. De plus, les échanges commerciaux et les exportations de la zone euro bénéficient de plus en plus de la reprise au niveau mondial.

Les perspectives en matière d'investissement dans la zone euro s'améliorent, comme le confirme la dernière enquête semestrielle de la Commission européenne relative aux investissements dans l'industrie, publiée le 27 avril 2017. La reprise conjoncturelle de l'investissement réel des entreprises s'est poursuivie, globalement en phase avec la croissance du PIB. Cela étant, si l'on observe les évolutions sur plus longue période, au quatrième trimestre 2016, l'investissement des entreprises était encore inférieur de 3 % à son pic du premier trimestre 2008, avant la crise.

Par comparaison avec les projections macroéconomiques de mars réalisées par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB en volume ressortant des projections de juin établies par les services de

l'Eurosystème ont été révisées à la hausse sur l'horizon de projection, à 1,9 % pour 2017, 1,8 % pour 2018 et 1,7 % pour 2019.

En ce qui concerne l'évolution des prix de la zone euro, la hausse de l'IPCH a été volatile au cours des derniers mois, s'établissant à 1,4 % en mai, selon l'estimation rapide d'Eurostat, après 1,9 % en avril et 1,5 % en mars. Le recul de l'inflation totale en mai a essentiellement résulté d'une baisse de l'inflation dans les services, après la forte accélération observée en avril pendant la période de Pâques, et d'un ralentissement de la hausse des prix de l'énergie, tandis que l'inflation est restée stable pour les produits alimentaires. Abstraction faite de la volatilité récente, l'inflation sous-jacente est restée modérée, reflétant principalement la faiblesse persistante des tensions internes sur les coûts, découlant notamment des salaires. La transmission de la forte hausse des prix à la production des biens intermédiaires aux prix à la production des biens de consommation non alimentaires est demeurée faible. Jusqu'à présent, il n'y a pas eu de signes convaincants d'un ajustement à la hausse de l'inflation sous-jacente.

Par comparaison avec les projections de mars réalisées par les services de la BCE, les projections de juin établies par les services de l'Eurosystème ont révisé à la baisse les perspectives de hausse annuelle de l'IPCH, principalement en raison du recul des prix du pétrole : elles ressortent à 1,5 % pour 2017, 1,3 % pour 2018 et 1,6 % pour 2019. Ce niveau est légèrement inférieur à celui des prévisions d'autres institutions pour 2017 et s'inscrit dans le bas de la fourchette pour 2018 et 2019.

Les anticipations d'inflation à long terme pour la zone euro sont demeurées globalement inchangées par rapport à la réunion du Conseil des gouverneurs des 26 et 27 avril, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans ayant diminué de 3 points de base pour ressortir à 1,58 %. On n'a pratiquement pas constaté de signes de la persistance de risques déflationnistes sur le marché, tandis que les mesures tirées des options ont indiqué une inflation faible, mais positive, comme étant le scénario le plus probable au cours des prochaines années.

S'agissant des conditions monétaires et financières, la courbe des rendements anticipés de l'Eonia est également restée proche des niveaux observés vers la réunion des 26 et 27 avril, n'indiquant globalement aucune modification significative des anticipations de politique monétaire. Dans le même temps, le coût nominal de l'emprunt, pour les sociétés non financières (SNF) comme pour les prêts au logement accordés aux ménages, est resté globalement stable en avril, à des niveaux historiquement bas. Depuis l'introduction des mesures d'assouplissement du crédit mi-2014 et du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme* – APP), les banques ont répercuté la baisse de leurs coûts de financement sous la forme d'une réduction des taux débiteurs bancaires. Toutefois, de récentes évolutions ont montré une atténuation de la baisse amorcée début 2014.

Le taux de croissance annuel de l'agrégat large M3 est ressorti en baisse à 4,9 % en avril, après 5,3 % en mars, la robuste croissance de M1 restant le principal moteur de cette évolution. Les prêts ont continué de se redresser progressivement. Selon l'enquête d'avril 2017 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les critères d'octroi se sont légèrement assouplis en termes nets au premier trimestre 2017, tandis que la demande nette a continué d'augmenter. Les émissions nettes de titres de créance par les SNF sont

demeurées soutenues. Dans l'ensemble, les volumes de crédits bancaires semblent globalement conformes aux profils d'évolution historiques au niveau de la zone euro.

Selon les résultats de la dernière enquête sur l'accès des entreprises au financement, couvrant la période comprise entre octobre 2016 et mars 2017, les petites et moyennes entreprises de la zone euro continuent de faire état d'une amélioration de l'accès aux prêts bancaires. La rentabilité des banques de la zone euro, mesurée par le rendement des fonds propres, a baissé en 2016 en raison des charges exceptionnelles liées à des provisions dans plusieurs grandes banques. Les informations provisoires font état d'une amélioration de la rentabilité au premier trimestre 2017.

S'agissant des politiques budgétaires, l'orientation budgétaire de la zone euro, mesurée par la variation du solde primaire corrigé du cycle, devrait rester globalement neutre sur l'horizon de projection.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Praet a noté que les conditions financières restaient très favorables à la poursuite de l'expansion économique dans la zone euro. La transmission des mesures de politique monétaire de la BCE aux conditions du crédit est restée robuste. Les conditions financières reflètent également de plus en plus l'amélioration de l'environnement macroéconomique de la zone euro.

Les informations disponibles depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de fin avril ont confirmé que la reprise économique s'était encore accélérée. Les dernières projections réalisées par les services de l'Eurosystème ont également fait état d'une expansion économique solide et généralisée, à un rythme légèrement plus élevé qu'anticipé antérieurement. Les risques pesant sur les perspectives de croissance peuvent désormais être considérés comme globalement équilibrés, confortant la conviction que l'expansion économique est plus solidement engagée.

Pourtant, malgré le renforcement de l'expansion économique, l'inflation reste faible. Dans les projections de juin réalisées par les services de l'Eurosystème, l'inflation de la zone euro mesurée par l'IPCH a été révisée à la baisse sur l'horizon de projection, principalement en raison de l'évolution des prix de l'énergie. Les indicateurs relatifs à l'inflation sous-jacente n'ont toujours pas montré de tendance clairement haussière, les ressources inutilisées continuant de peser sur la formation des prix domestiques et des salaires. Dans l'ensemble, les données continuent d'indiquer que la convergence durable et auto-entretenu de l'inflation vers l'objectif d'inflation à moyen terme du Conseil des gouverneurs continue de dépendre de l'orientation très accommodante de la politique monétaire.

Les risques pesant sur les perspectives de croissance pouvant être considérés comme globalement équilibrés et la probabilité d'imprévus très défavorables ayant diminué, le Conseil des gouverneurs a dû étudier la possibilité d'harmoniser les indications fournies sur la trajectoire attendue des taux directeurs de la BCE avec cette modification de l'évaluation du risque, par la suppression de la référence à de nouvelles réductions des taux, qui avait signalé une réponse à des imprévus très défavorables. Cela étant, le Conseil des gouverneurs pourrait conserver les autres éléments de ses indications, les avancées sur la voie d'un ajustement durable de

la trajectoire de l'inflation n'étant pas substantielles. Par conséquent, le Conseil des gouverneurs pourrait continuer de signaler son orientation de politique monétaire, dans le cas où la convergence durable de l'inflation vers son objectif serait compromise.

Enfin, M. Praet a recommandé au Conseil des gouverneurs de souligner, dans sa communication, que les perspectives de croissance s'amélioreraient et que les risques pesant sur ces perspectives pouvaient être considérés comme globalement équilibrés. Par ailleurs, le Conseil des gouverneurs pourrait traduire cette évaluation plus favorable du risque dans ses indications sur la trajectoire future des taux en renonçant au biais accommodant affectant les taux directeurs de la BCE, et réaffirmer, au regard de la faiblesse persistante de l'inflation sous-jacente, qu'un degré important d'assouplissement monétaire restait nécessaire pour que les tensions liées à l'inflation sous-jacente se renforcent et soutiennent l'inflation totale à moyen terme.

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 largement partagé l'évaluation des perspectives et des risques relatifs à l'activité économique dans la zone euro présentée par M. Praet dans son introduction. Les données disponibles et les résultats d'enquêtes confirment que la reprise économique de la zone euro a continué de se raffermir et de se généraliser, soutenue par des conditions de financement très favorables, bénéficiant elles-mêmes des mesures de politique monétaire de la BCE. Au cours des prochains mois, la reprise économique dans la zone euro devrait se renforcer à un rythme légèrement plus élevé qu'anticipé antérieurement. Ce scénario ressort globalement des projections de juin 2017 réalisées par les services de l'Eurosystème, dans lesquelles les perspectives de croissance du PIB en volume ont été légèrement révisées à la hausse sur l'horizon de projection. Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro sont jugés globalement équilibrés.

En ce qui concerne l'environnement extérieur, il a été estimé que la reprise économique mondiale s'était prolongée en 2017 et soutenait de plus en plus les échanges commerciaux et les exportations de la zone euro, tandis que les perspectives d'évolution à moyen terme de la croissance mondiale étaient en grande partie inchangées, comme le reflètent les projections de juin. La balance des risques pesant sur l'activité économique mondiale est perçue comme restant orientée à la baisse, reflétant essentiellement les risques géopolitiques, l'incertitude relative aux politiques futures, en particulier aux États-Unis, ainsi que les fragilités et les faiblesses des bilans dans certaines économies de marché émergentes, comme le Brésil, la Turquie et la Chine.

S'agissant de la zone euro, les données récentes et les indicateurs tirés d'enquêtes font état d'un nouveau raffermissement de la reprise économique. En outre, l'utilisation des capacités de production dans la zone euro est plus importante et le chômage a poursuivi son recul, conformément aux anticipations précédentes du

Conseil des gouverneurs. Dans plusieurs grandes économies de la zone euro, les données récentes ont surpris favorablement. Il a également été noté que, après la date d'arrêté retenue pour l'exercice de projection des services de l'Eurosystème, les données de deux grandes économies de la zone euro ont été meilleures que prévu et la croissance du PIB en volume de la zone euro au premier trimestre 2017 a été révisée à la hausse, passant de 0,5 % à 0,6 % en rythme trimestriel.

Au cours des prochains mois, l'expansion économique dans la zone euro devrait continuer de se raffermir et de se généraliser, comme le font apparaître les projections de juin 2017 réalisées par les services de l'Eurosystème, qui intègrent des révisions à la hausse pour 2018 et 2019. Ces révisions à la hausse des perspectives à moyen terme ont, toutefois, été moins marquées que pour le court terme.

Les perspectives relatives à la demande intérieure dans la zone euro ont été considérées comme étant principalement soutenues par une expansion continue de la consommation privée et un raffermissement de l'investissement privé, qui ont rendu la reprise dans la zone euro relativement robuste et moins sensible aux vulnérabilités extérieures. Ces évolutions vont dans le sens d'un redressement économique probablement plus fort que prévu et d'une reprise de plus en plus auto-entretenu à moyen terme. La consommation a bénéficié d'une hausse continue du revenu disponible, alimentée par les créations d'emplois et le bas niveau des prix de l'énergie, ainsi que de l'accroissement du patrimoine des ménages dans un contexte de hausse des prix des actifs.

L'investissement privé a été considéré comme se raffermissant, soutenu par des conditions de financement accommodantes, des améliorations de la rentabilité des entreprises et un regain de confiance dans les perspectives de croissance à moyen terme. Dans ce contexte, un signal positif a été donné par une amélioration de l'accès au financement, dont rend compte la dernière enquête sur l'accès des entreprises au financement. Cette évolution a été soutenue non seulement par des conditions de financement favorables, mais aussi par des évaluations plus positives du risque de crédit par les établissements de crédit, y compris pour les petites entreprises. En outre, plusieurs indicateurs font état d'avancées en matière de désendettement des SNF.

Dans une perspective plus large, les projections relatives à la croissance du PIB en volume dans la zone euro pour 2017 et au-delà ont déjà été révisées à la hausse lors de plusieurs exercices de projection. Il a été observé que l'expansion attendue de l'activité économique impliquait une période prolongée de croissance supérieure à la croissance potentielle et qu'une nouvelle accélération significative dépassant la trajectoire actuellement prévue de la croissance paraissait improbable, compte tenu de la persistance de rigidités sur les marchés des biens et du travail de la zone euro qui n'ont pas suffisamment fait l'objet de réformes structurelles.

S'agissant des risques pesant sur les perspectives de croissance dans la zone euro, les membres du Conseil des gouverneurs se sont accordés sur le fait que ces risques étaient devenus globalement équilibrés, conformément à l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. Il a été mentionné que les risques à la baisse identifiés lors de précédentes réunions de politique monétaire étaient demeurés pratiquement inchangés, ou avaient légèrement diminué, tandis que les risques à la hausse étaient devenus plus présents.

Cependant, il a également été avancé que les risques à la baisse relatifs à l'économie intérieure de la zone euro et les risques politiques avaient nettement diminué. Les risques à la baisse ont été jugés découler notamment de l'environnement mondial, en lien avec des facteurs géopolitiques et des vulnérabilités dans certaines économies de marché émergentes. Des risques politiques, tant à l'intérieur qu'à l'extérieur de la zone euro, doivent également toujours être pris en considération, bien qu'ils aient légèrement diminué. Dans ce contexte, un appel a été lancé à ne pas surestimer l'incidence des cycles électoraux normaux sur la confiance économique ou sur les évolutions des marchés financiers. Un autre risque à la baisse est lié au sentiment sur les marchés financiers, qui a continué de s'améliorer mais qui pourrait, à un moment donné, se retourner. Les risques liés aux bilans dans le secteur privé non financier sont devenus moins prononcés, le processus de désendettement semblant bien avancé, ainsi que le montre la baisse des ratios d'endettement. Dans le secteur financier, les fragilités ont diminué mais des risques persistent, notamment ceux associés aux créances douteuses.

On a généralement considéré que les risques à la hausse étaient devenus légèrement plus prononcés, en particulier à court terme, comme l'ont souligné les surprises positives récentes apportées par les données objectives et les indicateurs tirés d'enquêtes. Ces évolutions ont soutenu un raffermissement continu de l'activité et un redressement économique probablement plus fort que prévu, tandis qu'elles ont également été vues comme annonçant une reprise de plus en plus auto-entretenu à moyen terme. En particulier, des effets d'accélération pourraient s'installer et entraîner une trajectoire de croissance plus élevée au fil du temps. En outre, pour la suite, il est possible que certains pays engagent des actions plus énergiques en vue de remédier aux rigidités sur les marchés des biens et services et du travail, ce qui pourrait renforcer encore la croissance à moyen terme.

Les membres du Conseil ont rappelé que les perspectives de poursuite du raffermissement de la reprise économique étaient subordonnées à des conditions de financement très favorables, soutenues également par les mesures de politique monétaire de la BCE. Dans le même temps, il est apparu essentiel que les autres acteurs de la politique économique contribuent de manière plus décisive à garantir une reprise soutenue et durable.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 1,4 % en mai 2017, contre 1,9 % en avril et 1,5 % en mars. Au cours des prochains mois, l'inflation totale devrait demeurer proche des niveaux actuels. Les mesures de l'inflation sous-jacente restent faibles et ne devraient augmenter que progressivement à moyen terme, en phase avec la poursuite de l'expansion économique. Les projections des services de l'Eurosystème de juin 2017 relatives à la hausse de l'IPCH ont été révisées à la baisse sur l'horizon de projection, essentiellement en raison d'une baisse des prix de l'énergie entre les points limites utilisés dans les projections de mars et de juin.

Lors de l'analyse des évolutions récentes de l'inflation, il a été souligné que le ralentissement de la hausse de l'IPCH à 1,4 % en mai 2017 reflétait principalement la volatilité des prix de l'énergie et des produits alimentaires, ainsi que le fléchissement de la hausse des prix des services essentiellement imputable au

calendrier des fêtes de Pâques. Ces évolutions ont été jugées globalement conformes à l'évaluation du Conseil des gouverneurs lors de réunions précédentes, durant lesquelles il avait été souligné que la volatilité des prix de l'énergie, conjuguée à des effets de base et à des variations saisonnières, pourrait induire une certaine volatilité de l'inflation totale à court terme. Les mesures de l'inflation sous-jacente sont demeurées pratiquement inchangées et n'ont pas montré de signes convaincants d'un ajustement durable à la hausse.

Pour la suite, les perspectives d'évolution de l'inflation totale devraient être plus modérées qu'anticipé précédemment. Cette évaluation se reflète globalement dans les projections de juin 2017 établies par les services de l'Eurosystème, qui laissent entrevoir une hausse annuelle de l'IPCH de 1,5 % en 2017, de 1,3 % en 2018 et de 1,6 % en 2019, ce qui correspond à une révision à la baisse par rapport aux projections de mars des services de la BCE sur l'horizon de projection. Il a été souligné que cette révision à la baisse découlait largement des variations des prix de l'énergie et des prix des contrats à terme sur le pétrole, les projections de mars établies par les services de la BCE ayant été fortement influencées par le niveau élevé des prix de l'énergie observé à cette date. Il a également été noté que la trajectoire de l'inflation totale serait déterminée, dans une large mesure, par des effets de base au cours de l'année à venir. En prenant pour hypothèse des prix inchangés du pétrole et des autres matières premières, ainsi qu'une révision des projections relatives aux prix des produits alimentaires, le profil d'évolution prévu de l'inflation totale devait avoir une forme en V, ce qui nécessite une explication et une communication appropriées. Cependant, il a été souligné que la stratégie de politique monétaire axée sur le moyen terme de la BCE suggérait de faire abstraction de ces évolutions temporaires et exigeait une approche symétrique.

On estime que les mesures de l'inflation sous-jacente doivent, dans l'ensemble, rester modérées à court terme puis se redresser progressivement, en phase avec la poursuite de l'expansion économique et la réduction de la sous-utilisation des capacités de l'économie. C'est ce qui ressort des projections de juin 2017 établies par les services de l'Eurosystème, qui prévoient une augmentation seulement progressive de la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, passant à 1,4 % en 2018 et 1,7 % en 2019, soit une légère révision à la baisse par rapport aux projections de mars 2017 établies par les services de la BCE.

Plusieurs commentaires ont été formulés à propos des révisions simultanées, à la baisse pour les perspectives d'évolution de l'inflation sous-jacente, et à la hausse pour l'activité économique, intégrées aux projections. Cela a semblé d'autant plus déconcertant que l'écart de production devrait se résorber sur l'horizon de projection, ce qui se traduirait par des tensions à la hausse accrues sur les prix et les salaires au fil du temps. Dans ce contexte, une certaine prudence a été exprimée à propos des mesures de la sous-utilisation des capacités productives, qui sont entourées de grandes incertitudes. Certaines de ces mesures, comme les données officielles du chômage, sous-estiment probablement le niveau réel des ressources inutilisées et des mesures plus larges du chômage seraient plus pertinentes.

Toutefois, il a également été noté que les révisions à la baisse des projections de juin 2017 des services de l'Eurosystème relatives à l'inflation sous-jacente ne devaient pas être surestimées et que les évolutions prévues de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires étaient inchangées dans les projections de juin 2017 par rapport à celles de décembre 2016.

Plusieurs commentaires ont aussi été formulés à propos de la réactivité limitée des salaires et des prix à la réduction progressive de la sous-utilisation des capacités de l'économie dans les projections de juin. Les évolutions salariales ont été modérées jusqu'à présent et devraient le rester sur l'horizon de projection, ne se redressant que progressivement avec l'accélération de la reprise économique. Cette évaluation a été corroborée par les estimations de la courbe de Phillips pour la zone euro, qui était relativement plate ces dernières années, les salaires ne réagissant guère à la baisse du chômage. Cela pourrait s'expliquer, entre autres, par des facteurs structurels tels que des réformes antérieures des marchés du travail, qui étaient nécessaires pour accroître la robustesse et la flexibilité des marchés du travail de la zone euro, mais impliquaient une modération des évolutions salariales. Par conséquent, on a fait valoir que, dans la mesure où il résultait de modifications structurelles, le bas niveau de l'inflation pourrait se révéler relativement durable.

Dans ce contexte, il a été estimé que, globalement, les révisions à la baisse des projections de juin avaient abouti à un scénario d'inflation sous-jacente plus plausible que dans les projections de mars. Dans le même temps, les révisions à la baisse du scénario de référence pour l'inflation totale et l'inflation sous-jacente ont été considérées comme impliquant désormais des possibilités plus grandes de surprises à la hausse affectant l'évolution plus faible de l'inflation. Par conséquent, il a été avancé que les modifications du scénario de référence devaient être considérées conjointement aux variations associées de l'évaluation du risque, ce qui suggérerait dans l'ensemble des perspectives d'inflation globalement inchangées.

Il a en outre été observé que les perspectives de la dynamique des salaires pouvaient être influencées par plusieurs facteurs nécessitant un suivi attentif et une analyse plus approfondie. D'une part, on peut s'attendre à ce que certains pays de la zone euro poursuivent les réformes des marchés du travail, favorisant ainsi la persistance de la modération salariale à moyen terme. De plus, comme la fixation des salaires semblait encore, dans une certaine mesure, déterminée par des composantes rétrospectives, il est possible que la faiblesse passée des niveaux d'inflation contribue à la poursuite de la modération salariale. D'autre part, il a été noté que la projection relative aux évolutions des salaires semblait prudente, puisque la décomposition des évolutions prévues des salaires, établie à partir d'un modèle, faisait état de résidus négatifs inexplicables et persistants sur l'horizon de projection. En outre, il a été remarqué que la dynamique des salaires pouvait devenir plus robuste au-delà d'un certain seuil et contribuer ainsi à une reprise plus rapide que prévu de l'inflation. Par exemple, il a été observé que si les créations d'emplois avaient jusqu'à présent inclus une part considérable de travailleurs temporaires et à temps partiel, les nouvelles créations d'emplois pouvaient davantage s'orienter vers des emplois à temps complet et permanents à mesure que les marchés du travail se consolident, rendant ainsi possibles des tensions à la hausse plus prononcées sur les salaires.

Au vu de ces considérations, il a été avancé que les conditions d'une reprise progressive de l'inflation à moyen terme étaient en place, soutenues par les mesures de politique monétaire de la BCE et par la poursuite du raffermissement de la reprise. Toutefois, il a également été souligné que la réalisation de l'objectif de stabilité des prix à moyen terme de la BCE, d'une façon durable et auto-entretenue, nécessiterait du temps et de la patience.

Dans ce contexte, on a considéré qu'il existait des risques tant à la baisse qu'à la hausse pesant sur les perspectives d'inflation. Les risques à la hausse sont liés, notamment, à une croissance plus forte que prévu et à une dynamique plus robuste des salaires à l'avenir. Les risques à la baisse sont liés essentiellement à une reprise plus faible que prévu, ainsi qu'à une faiblesse persistante et inexpliquée des salaires et à des tensions inflationnistes sous-jacentes, comme l'ont montré les erreurs de prévisions passées. Dans le même temps, les risques extrêmes liés à un scénario de déflation ont été considérés comme s'étant largement dissipés, compte tenu également de la reprise économique de plus en plus solide.

Concernant 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) est demeurée robuste. Comme au cours des mois précédents, la croissance annuelle de M3 a été soutenue principalement par ses composantes les plus liquides, et la reprise de la croissance des prêts accordés au secteur privé, observée depuis début 2014, s'est poursuivie.

Les effets des mesures de politique monétaire en place depuis juin 2014 ont continué de soutenir les conditions favorables d'emprunt des entreprises et des ménages, l'accès au financement - en particulier pour les petites et moyennes entreprises - et, dès lors, les flux de crédits dans la zone euro. Il a été fait référence à la dernière enquête sur l'accès des entreprises au financement, qui a indiqué de nouvelles améliorations des conditions de financement externe et un accès plus facile au financement, poursuivant une tendance déjà observée lors des campagnes précédentes. En outre, l'amélioration globale sur les marchés du crédit est apparue comme étant de plus en plus associée au raffermissement des fondamentaux sous-jacents, l'amélioration de l'environnement macroéconomique contribuant au renforcement des bilans et des anticipations de bénéfices des entreprises, et soutenant ainsi les évaluations plus favorables des banques concernant le risque de crédit de leurs clients.

Dans le même temps, il a été remarqué que la croissance des crédits au secteur privé, tout en poursuivant son redressement, restait à un niveau encore modeste. Les fragilités qui subsistent dans certaines parties du secteur bancaire, liées en particulier à l'encours encore important de créances douteuses au bilan des banques, ont été considérées comme un frein à une meilleure transmission des conditions monétaires très accommodantes et à une dynamique plus soutenue du crédit.

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 de M. Praet dans son introduction selon laquelle l'économie de la zone euro progressait à un rythme légèrement plus élevé qu'anticipé antérieurement et les risques pesant sur les perspectives de croissance étaient désormais globalement équilibrés. Toutefois, il faut encore que l'expansion économique se traduise par un renforcement de la dynamique de l'inflation et, en particulier, que les tensions inflationnistes sous-jacentes présentent des signes convaincants de remontée. En conséquence, les membres du Conseil

ont largement convenu que, même si les perspectives de croissance étaient devenues plus favorables, le tableau d'ensemble des perspectives de stabilité des prix n'avait pas fondamentalement changé. La volatilité des données relatives à l'inflation observée ces derniers mois, ainsi que la dernière révision à la baisse des perspectives d'inflation, indiquent que l'inflation restera légèrement inférieure à l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs pendant un certain temps. Parallèlement, les risques pesant sur les perspectives de croissance sont devenus équilibrés et les risques de déflation se sont en grande partie dissipés, avec l'amélioration progressive de la confiance dans les prévisions d'inflation. Dans ce contexte, il a été estimé que la communication du Conseil des gouverneurs, notamment les indications sur la trajectoire future de ses taux directeurs, devait refléter le changement de l'évaluation des risques s'agissant des perspectives de stabilité des prix à moyen terme, à savoir une configuration de confiance accrue dans le scénario de référence conjuguée à une nouvelle diminution des risques extrêmes.

Les membres du Conseil ont également généralement exprimé leur accord avec l'évaluation présentée par M. Praet selon laquelle les conditions financières et les conditions de financement plus larges de la zone euro restaient dans l'ensemble très favorables à la poursuite de l'expansion économique. Tandis que les indicateurs des conditions financières sont restés globalement inchangés, ils ont de plus en plus reflété l'amélioration des fondamentaux macroéconomiques. Dans le même temps, les mesures de politique monétaire de la BCE continuent de jouer un rôle essentiel pour préserver les conditions de financement très favorables qui ont soutenu le rebond de l'économie de la zone euro et qui sont nécessaires pour permettre à l'inflation d'augmenter vers l'objectif du Conseil des gouverneurs. Cependant, il a été remarqué que, puisque les conditions et les fondamentaux économiques de la zone euro continuent de s'améliorer, également par rapport à d'autres régions du monde, un certain resserrement des conditions financières, notamment en ce qui concerne les marchés obligataires et des changes, était à attendre.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont généralement convenu que, du présent point de vue, les informations disponibles continuaient d'indiquer qu'il était encore nécessaire de garantir des progrès convaincants sur la voie d'une convergence durable et auto-entretenu de l'inflation vers l'objectif d'inflation à moyen terme du Conseil des gouverneurs. Bien que l'inflation évolue progressivement vers cet objectif, des signes convaincants d'un redressement plus dynamique des mesures de l'inflation sous-jacente ne sont pas encore visibles et le scénario de référence de l'inflation demeure essentiellement subordonné à des conditions de financement très souples qui dépendent, dans une large mesure, de l'orientation actuellement accommodante de la politique monétaire.

Cette évaluation a été confirmée en recoupant les résultats de l'analyse économique avec les signaux provenant de l'analyse monétaire. Tandis que les indicateurs monétaires font état d'une croissance soutenue, cette évolution continue de dépendre, en partie, des mesures de politique monétaire accommodante en place. En outre, la croissance du crédit, tout en poursuivant son redressement, est demeurée à des niveaux modérés. Dans ce contexte, il a été fait référence à la valeur informative des indicateurs de la monnaie et du crédit pour l'évaluation par le Conseil des gouverneurs des perspectives d'un ajustement durable de l'inflation.

Les indicateurs provenant de l'analyse monétaire font partie intégrante de l'évaluation par le Conseil des gouverneurs des perspectives de stabilité des prix à moyen terme, et des risques pesant sur cette stabilité.

Dans ce contexte, un large consensus s'est dégagé parmi les membres du Conseil sur le fait que l'orientation actuelle de la politique monétaire restait appropriée. Par conséquent, les membres du Conseil ont largement considéré qu'il convenait, au stade actuel, de maintenir le cap s'agissant de l'orientation de la politique monétaire, tandis que des ajustements progressifs de la communication du Conseil des gouverneurs, notamment les indications sur la trajectoire future de ses taux directeurs, seraient conformes aux modifications de l'évaluation des risques.

L'évaluation globalement inchangée des perspectives de la stabilité des prix à moyen terme, ainsi que les critères associés permettant de définir un ajustement durable de l'évolution de l'inflation, a généralement été perçue comme confirmant la nécessité de préserver l'orientation actuelle de la politique monétaire. Cette orientation comprend les principaux éléments des indications fournies par le Conseil des gouverneurs s'agissant des taux directeurs de la BCE et du rythme et de l'horizon des achats au titre de l'APP, ainsi que l'enchaînement des instruments figurant dans les indications du Conseil et l'annonce du Conseil relative au réinvestissement des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance dans le cadre de l'APP aussi longtemps que nécessaire.

Dans le même temps, dans le contexte d'un redressement cyclique plus fort que prévu et de risques équilibrés sur les perspectives de croissance, contribuant également à réduire les risques baissiers extrêmes pesant sur la stabilité des prix, les membres du Conseil ont largement convenus qu'un alignement de certains éléments de l'orientation de politique monétaire actuelle, relatifs aux indications du Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future attendue de ses taux directeurs, était nécessaire. Il a été rappelé, plus spécifiquement, que le biais accommodant s'agissant des taux directeurs avait été introduit pour indiquer la direction de la réponse du Conseil des gouverneurs dans l'éventualité d'événements très graves qui mettraient en danger la réalisation de l'objectif d'inflation. Au stade actuel, la probabilité de scénarios très défavorables, tels que ceux liés aux risques déflationnistes, s'est largement dissipée. En outre, même s'il est encore nécessaire de patienter avant que l'inflation ne retrouve des niveaux conformes à l'objectif d'inflation à moyen terme du Conseil des gouverneurs, les perspectives d'une croissance économique plus solide et plus généralisée ont favorisé l'amélioration de la confiance quant au renforcement de la résistance de la trajectoire d'inflation à d'éventuelles évolutions défavorables. Par conséquent, tandis que la poursuite de l'orientation accommodante de la politique monétaire est encore nécessaire, la probabilité d'événements exigeant l'adoption de nouvelles mesures accommodantes non conventionnelles, notamment en poursuivant la baisse du taux de la facilité de dépôt plus avant en territoire négatif, a clairement diminué.

De même, il a été avancé que l'amélioration de l'environnement économique marqué par la disparition des risques extrêmes suggérait en principe également de réexaminer le biais accommodant des achats au titre de l'APP, le Conseil des gouverneurs signalant ainsi sa volonté d'accroître le rythme ou la durée de ses achats d'actifs, si nécessaire. Toutefois, il a été souligné que la prudence restait de mise, l'expansion économique devant encore se traduire par un renforcement de la dynamique de l'inflation, un ajustement durable de

l'évolution de l'inflation conforme à l'objectif du Conseil des gouverneurs ne pouvant pas encore être confirmé. L'évaluation des perspectives d'un ajustement durable invite à la patience, les perspectives d'inflation demeurant vulnérables à un resserrement prématuré de la politique monétaire. Dès lors, à la lumière du climat d'incertitude lié pour l'essentiel à des facteurs mondiaux, le Conseil des gouverneurs a été bien avisé de n'adapter que très graduellement ses indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt aux évolutions de l'environnement économique.

Dans ce contexte, il a également été avancé que le biais accommodant de l'APP était de nature différente de celui lié aux taux directeurs. Tandis que ce dernier a été formulé comme une anticipation du Conseil des gouverneurs concernant l'orientation future des taux directeurs, le biais de l'APP a pu être interprété comme une description de la fonction de réaction du Conseil des gouverneurs, indiquant sa volonté à réagir aux événements imprévus en modifiant le rythme et/ou l'horizon des achats au titre de l'APP. Si de telles évolutions sont devenues moins probables, il a toutefois été considéré comme globalement préférable de laisser en place cette partie des indications du Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux directeurs pour l'instant.

Par conséquent, un large consensus s'est dégagé parmi les membres du Conseil des gouverneurs sur la proposition avancée par M. Praet dans son introduction de supprimer la référence à de nouvelles baisses des taux d'intérêt des indications du Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future attendue de ses taux directeurs, tout en maintenant les autres éléments. L'ajustement progressif de la communication du Conseil des gouverneurs, en phase avec l'évolution de son évaluation des perspectives économiques et de la balance des risques, a soutenu la cohérence et la crédibilité des indications du Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux directeurs. De plus, supprimer le biais des taux directeurs pourrait soutenir la confiance à l'égard de la solidité de la reprise économique dans la zone euro.

Dans le même temps, il a été souligné que des modifications même mineures et graduelles de la communication pourraient être perçues de façon erronée comme le signal d'un changement d'orientation plus fondamental de la politique monétaire. Cela pourrait déclencher des évolutions injustifiées des conditions financières, qui pourraient mettre en péril les perspectives d'ajustement durable de l'inflation. En outre, il a été souligné que l'abandon du biais des taux directeurs ne devait pas être vu comme une volonté d'exclure le recours à l'instrument que sont les taux d'intérêt indépendamment des circonstances. Cet abandon signale uniquement que, compte tenu des perspectives actuelles et de l'évaluation des risques, dans le contexte présent, une nouvelle réduction des taux est devenue peu probable.

Globalement, si la disparition des risques extrêmes justifie la suppression du biais de taux directeurs, le Conseil des gouverneurs doit également continuer de signaler sa volonté de modifier le volume et/ou la durée de l'APP afin de répondre à tout événement imprévu risquant de mettre en péril la convergence durable de l'inflation vers son objectif. Il a également été souligné que, compte tenu de l'importance du montant des achats réalisés pour l'effet global des achats d'actifs sur les conditions financières, les réinvestissements devraient apporter une contribution importante à l'orientation globale de la politique monétaire. Même si, à ce stade, il existe de bonnes raisons de conserver le biais accommodant de l'APP, il a été observé que dans la

mesure où l'expansion économique se poursuivait et si la confiance à l'égard des perspectives d'inflation continuait de s'améliorer, les arguments en faveur de ce biais pourraient être revus. Plus généralement, il a été souligné que, globalement, l'orientation accommodante de la politique monétaire a été déterminée par la combinaison de l'ensemble des mesures de politique monétaire mises en place par la BCE, et non pas seulement par la somme des mesures adoptées au plan individuel. À cet égard, il a été remarqué que l'orientation accommodante de la politique monétaire nécessaire à l'ajustement durable de l'inflation n'a pas été déterminée isolément par les achats nets d'actifs, mais par la conception d'ensemble et l'orientation générale de la politique monétaire de la BCE dans toutes ses composantes. Dans le même temps, il a également été souligné que l'APP demeure un instrument essentiel au cas où le Conseil des gouverneurs constaterait que l'ajustement durable de la trajectoire d'inflation était en péril, et le recours à d'autres instruments dans le cadre du mandat de la BCE ne pourrait être exclu.

Décisions de politique monétaire et communication

S'agissant de la communication, les membres du Conseil se sont largement accordés sur les propositions avancées par M. Praet dans son introduction. En particulier, il a été jugé important de mettre l'accent sur le raffermissement et la généralisation de la dynamique de la reprise de l'économie de la zone euro et l'amélioration des perspectives de croissance, tout en soulignant que les risques pesant sur les perspectives de croissance pouvaient désormais être considérés comme globalement équilibrés. Il était nécessaire de souligner que, dans le contexte d'une amélioration de l'environnement de croissance, les scénarios très défavorables pesant sur les perspectives d'inflation sont devenus moins probables, en particulier au vu de la quasi-disparition des risques déflationnistes. Il était nécessaire de traduire cette modification de l'évaluation des risques dans la communication du Conseil des gouverneurs en supprimant la référence à l'anticipation de nouvelles baisses des taux dans ses indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt.

Dans le même temps, il convenait de souligner que, en dépit du renforcement de l'expansion économique, l'inflation est demeurée atone, les indicateurs de l'inflation sous-jacente étant restés stables et n'affichant pas encore de signes convaincants de remontée. Par conséquent, il est important de souligner qu'une orientation très accommodante de la politique monétaire reste nécessaire pour accompagner la reprise économique dans la zone euro et ramener durablement les taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %. Même s'il convient de faire preuve de patience, il est important d'exprimer la confiance dans l'efficacité des mesures de politique monétaire de la BCE pour soutenir le redressement de l'économie, l'absorption des capacités de production non utilisées et, au final, la convergence durable de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs. La prudence reste donc de mise en matière de communication. En particulier, il a été nécessaire d'éviter les signaux susceptibles de déclencher un resserrement prématuré des conditions financières, qui aurait pu mettre en péril les progrès accomplis sur la voie d'une convergence durable vers l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs, prolongeant ainsi la nécessité d'une orientation extraordinairement accommodante de la politique monétaire.

Par conséquent, le Conseil des gouverneurs doit demeurer pleinement concentré sur son engagement de ramener l'inflation à des niveaux compatibles avec son objectif à moyen terme. Cela signifie notamment qu'il demeure prêt à ajuster son programme d'achats en termes de volume et/ou de durée si les perspectives deviennent moins favorables ou si les conditions de financement ne permettent plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation. Dans le même temps, reflétant l'évaluation par le Conseil des gouverneurs des évolutions de la configuration des risques pesant sur l'activité et la stabilité des prix à moyen terme, une modification de ses indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt était justifiée, notamment la suppression de la référence à la « baisse des taux directeurs ».

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 a prévu que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels 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 que les achats nets d'actifs seraient réalisés, au rythme mensuel actuel de 60 milliards d'euros, 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 tient prêt à accroître le volume et/ou à allonger la durée du programme.

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/ecb.is170608.fr.html>

Communiqué de presse

<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ecb.mp170608.fr.html>

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 7-8 juin 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 juin 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, direction générale Questions économiques

Personnes accompagnantes

M. Bradeško

Mme Buch

M. Carvalho

Mme Donnery

M. Gaiotti

M. Hernández de Cos

M. Honkapohja

M. Kaasik

M. Kuodis

Mme Le Lorier

M. Mifsud

M. Mooslechner

M. Rutkaste

M. Schoder

M. Stavrou

M. Swank

M. Tavlás

M. Toth

M. Wunsch

Autres membres du personnel de la BCE

Mme Graeff, directrice générale Communication

M. Straub, conseiller auprès du président

M. Bindseil, directeur général Opérations de marché

M. Klöckers, directeur général Évolutions économiques, direction générale Questions économiques

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

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue jeudi 17 août 2017.