

La Banque centrale européenne (BCE) et la crise de l'euro
Lucrezia REICHLIN, Professeur à la London Business School,
occupera la Chaire européenne (année 2018-2019) du Collège de France

- Leçon inaugurale le jeudi 29 novembre 2018 à 18h00 -

La Banque centrale européenne est une institution unique dans sa qualité de banque centrale installée au cœur d'un ensemble de dix-neuf pays dotés chacun de responsabilités nationales pour ce qui concerne la politique budgétaire et, jusqu'à récemment, la réglementation bancaire. L'absence d'une relation explicite entre la BCE et une autorité fiscale commune à l'échelle européenne entrave ses actions et limite leur impact. A ce titre, on peut considérer que la BCE s'inscrit dans un cadre institutionnel particulier, où en tant que banque centrale, elle ne dispose pas de support politique en matière budgétaire et fiscale. Elle constitue donc une étude de cas intéressante, prise dans une perspective de comparaison avec le comportement et la performance des banques centrales dont le champ d'action s'inscrit dans un cadre budgétaire et fiscal fort. Cette approche peut être utilisée pour **éclairer sous un jour nouveau l'importance de la gouvernance et de la gestion des interactions monétaires et budgétaires**. L'analyse de ce cas permet aussi de mieux comprendre l'avenir de la banque centrale et de la zone euro.

A l'invitation de l'Assemblée du Collège de France, **Lucrezia REICHLIN**, économiste italienne, professeur à la *London Business School*, occupera pendant un an la **Chaire européenne du Collège de France**. Première femme à diriger le département de la recherche de la Banque centrale européenne, elle est une spécialiste réputée de macro-économie. Ses travaux sur les systèmes d'évaluation en temps réel et les prévisions économiques à court terme utilisant de très vastes ensembles de données font autorité et sont très largement utilisés dans le domaine de la finance.

Lucrezia REICHLIN est également impliquée dans le dialogue entre la société et les sciences économiques et contribue régulièrement au quotidien national italien *Il Corriere della Sera* ainsi qu'au *Project Syndicate*.

Au Collège de France, Lucrezia REICHLIN dispensera tout au long de l'année 2018-2019, une série de cours sur le thème *La Banque centrale européenne (BCE) et la crise de l'euro*. Elle y abordera de plain-pied les défis auxquels est confrontée la BCE depuis 2008, son aptitude à la gestion de crise ainsi que l'efficacité de sa politique monétaire.

Sa leçon inaugurale se tiendra le jeudi 29 novembre 2018 à 18h00. Ses enseignements, ouverts à tous sans condition d'inscription préalable, débiteront **le 11 janvier 2019** (*voir p. 3*). Ils seront mis en ligne et diffusés au fur et à mesure sur le portail des savoirs du Collège de France (www.college-de-france.fr).

La Banque centrale européenne et la crise

Par Lucrezia REICHLIN

Mes recherches actuelles se penchent sur l'**évaluation critique des défis rencontrés par la Banque centrale européenne (BCE)** pendant la période 2007-2015, au moment où sévissaient la pire récession et la pire crise financière de l'après-guerre et où la BCE devait faire face à la première crise majeure de son histoire.

La crise a constitué un test de robustesse du cadre général de la politique monétaire de l'Union monétaire européenne face à l'instabilité financière et à de grands chocs cycliques. Aujourd'hui, après 20 ans d'existence de l'euro, une évaluation du cadre de cette politique monétaire est nécessaire.

La Banque centrale européenne est une banque centrale sans Etat. Plus spécifiquement, il s'agit d'une banque centrale dont le capital est abondé par 19 Etats différents, qui possèdent chacun leur propre autorité souveraine en matière de politique budgétaire et, jusqu'à une date récente, leur propre autorité de supervision financière. Dans le cadre du **Traité de Maastricht**, la BCE a été conçue comme une banque centrale **indépendante** à laquelle on a confié une mission étroite centrée sur la **stabilité des prix**. Le Traité a créé un ensemble de règles afin d'organiser la relation entre autorités monétaires et financières, règles supposées assurer la « dominance monétaire », soit une hiérarchie au sein de laquelle l'objectif de stabilité des prix prévaudrait toujours en matière de décisions et de régulations effectuées par la Banque centrale européenne.

Cette hiérarchie explicite est cependant mise à mal à chaque crise financière, dans tous les pays concernés. Afin de préserver la stabilité financière, les banques centrales doivent en effet alors intervenir sur les marchés, d'une manière qui a inévitablement des effets distributifs et suscite un risque d'aléa moral. Pour l'Union monétaire européenne, ceci est particulièrement problématique car ces interventions seront probablement spécifiques à un pays donné, comme cela a été effectivement le cas. Dans cette situation, la banque centrale devient de facto un canal de transfert entre Etats membres, et ceci menace la **cohésion de l'Union**. Je tâche de montrer que cette cohésion est une condition nécessaire de la **crédibilité de la Banque centrale européenne** en tant qu'organisme prêteur en dernier recours, puisque ceci est directement relié à sa crédibilité financière. En l'absence d'un cadre institutionnel permettant d'assurer la coordination financière et monétaire, le pouvoir de la Banque centrale européenne d'arrêter des crises de liquidités auto-réalisatrices est sévèrement limité, et la zone euro est davantage exposée à des crises financières que d'autres ensembles régionaux.

Mon enseignement analysera cette question au moyen d'**exemples historiques** et de **démonstrations quantitatives**. Il comparera deux périodes durant lesquelles la BCE a cherché à intervenir pour corriger des problèmes de liquidités au sein du secteur bancaire, et deux autres périodes durant lesquelles la BCE est intervenue au sein des marchés des emprunts d'Etat afin de protéger l'Union monétaire elle-même d'attaques spéculatives. Pour chacune de ces comparaisons, nous identifierons un cas d'intervention réussie et un cas d'échec. La conclusion que je défendrai est que les cas malheureux peuvent être expliqués par un défaut de cadrage institutionnel, qui en dernière instance relève de l'absence d'une **articulation implicite entre autorités monétaires et fiscales**.

Un enjeu majeur en matière de décision et de régulation futures concerne la manière d'établir un **cadre de gouvernance économique pour la zone euro** qui, sans aller jusqu'au bout de l'union financière, permettra d'en établir la crédibilité tout en préservant le **principe de l'indépendance des banques centrales**.

Présentation de l'enseignement qui sera dispensé par le Pr Lucrezia REICHLIN

- **Leçon inaugurale le jeudi 29 novembre 2018 à 18h00**
- **Cours le vendredi à 14h30 (ouverture le 11 janvier 2019, séance du 25 janvier anticipée le jeudi 24 janvier)**

La banque centrale européenne (BCE) et la crise de l'euro

La qualité des institutions est un élément essentiel de la fabrique des politiques publiques. Des institutions faibles font peser une lourde contrainte sur les décideurs publics et menacent la crédibilité de leur action. **Les crises financières des dernières années ont révélé les faiblesses profondes de l'architecture institutionnelle de la zone euro en matière de gouvernance des banques centrales.** Il est essentiel de bien appréhender ces faiblesses. 1) pour comprendre la nature des réponses apportées par la Banque centrale européenne (BCE) aux défis variés et mouvants posés par la crise financière. 2) pour savoir évaluer l'efficacité des politiques mises en œuvre par la BCE à chaque stade de la crise. 3) afin de pouvoir anticiper les réformes institutionnelles et de gouvernance nécessaires à un meilleur fonctionnement de la zone euro à l'avenir.

L'enseignement s'articulera autour des thématiques suivantes :

- Les particularités des banques centrales et de la BCE (11 janvier)
- La conception de la BCE et du Traité de Maastricht (18 janvier)
- 1999-2007 – la BCE avant la crise (25 janvier)
- La BCE et la crise – prêteur en dernier ressort pour le système bancaire (1^{er} février)
- La BCE et la crise - prêteur en dernier ressort pour les Etats (8 février)
- Politique monétaire et stabilité des prix (15 février)
- L'assouplissement quantitatif et la *forward guidance* (22 février)
- Bilan : l'euro peut-il survivre sans union budgétaire et sans approfondissement de l'union bancaire ? (1^{er} mars)

Lien vers le programme complet : <https://www.college-de-france.fr/site/lucrezia-reichlin/course.htm>

- **Colloque le mardi 16 avril 2019 (9h-18h00) sur le thème « La réforme de la gouvernance économique de l'euro : quels problèmes, quelles pistes ? »**

Lien vers le programme : <https://www.college-de-france.fr/site/lucrezia-reichlin/symposium.htm>

L'ensemble de l'enseignement de Lucrezia REICHLIN sera rendu accessible sur le portail www.college-de-france.fr



Biographie



Lucrezia REICHLIN est professeur d'économie à la *London Business School*, directrice non exécutive de *AGEAS Insurance Group* et *Eurobank Ergasias SA* ainsi que présidente et cofondatrice de *Now-Casting Economics Ltd*, administratrice de la *International Financial Reporting Standards Foundation* et du *Centre for Economic Policy Research* de Londres

Elle est en outre une contributrice régulière au quotidien italien *Corriere della Sera* ainsi qu'au *Project Syndicate*.

Lucrezia REICHLIN est titulaire d'un doctorat en économie de la *New York University*. Elle a occupé de nombreux postes académiques. De 2005 à 2008, elle a été la directrice générale de la recherche au sein de la Banque centrale européenne, puis, de 2009 à avril 2018, elle a exercé la fonction de directrice non exécutive du groupe bancaire Unicredit. De 2013 à 2016, elle a été Présidente du conseil scientifique du think-tank bruxellois Bruegel. Elle participe activement comme conseiller scientifique à plusieurs centres de recherche dans différents pays.

Elle a également été élue membre de la Société d'économétrie, de la *British Academy*, de l'Association économique européenne et de l'*Academia Europeae*.

En 2016, elle reçoit les prix Birgit Grodal et Isaac Kertenetzky.

Lucrezia REICHLIN est l'auteur de nombreux articles d'économétrie et de macroéconomique. Elle est une experte dans le domaine des prévisions, de l'analyse du cycle des échanges et de la politique monétaire. Innovation importante, des travaux innovants ont permis de développer des méthodes économétriques permettant de lire en temps réel un flux de données sous l'angle d'un modèle économétrique formel. Ces méthodes sont désormais largement utilisées par les banques centrales et les investisseurs privés dans le monde.

Ses travaux ont été publiés dans des revues telles que l'*American Economic Review*, la *Review of Economic Studies*, la *Review of Economics and Statistics*, le *Journal of Econometrics*, le *Journal of Monetary Economics* ou encore le *Journal of the American Statistical Association*.

La Chaire européenne du Collège de France

La *Chaire européenne* est une chaire annuelle créée en 1989 à l'initiative de l'Assemblée du Collège de France. Elle est destinée à une personnalité scientifique originaire d'un pays membre de l'Union européenne, pour une année académique.

Personnalités ayant occupé la chaire :

- Harald Weinrich - *Mémoire linguistique de l'Europe* (1989-1990)
- Wolf Lepenies - *Les intellectuels et la politique de l'esprit dans l'histoire européenne* (1991-1992)
- Umberto Eco - *La quête d'une langue parfaite dans l'histoire de la culture européenne* (1992-1993)
- Werner Hildenbrand - *Contenu empirique des théories économiques* (1993-1994)
- Norbert Ohler - *Apport des pèlerins à la formation de l'Europe* (1994-1995)
- Klaus Rajewski - *Nouvelles approches génétiques chez la souris* (1995-1996)
- Pieter Westbroek - *Géophysique : esquisse d'une nouvelle science de la Terre* (1996-1997)
- Abram de Swaan - *Langue et culture dans la société transnationale* (1997-1998)
- Thomas W. Gaehtgens - *Image des collections en Europe au XVIIIe siècle* (1998-1999)
- Hans-Wilhelm Müller-Gärtner - *Bases neuronales de la conscience : apport de l'imagerie cérébrale* (1999-2000)
- Michael Edwards - *Poétiques de l'anglais et du français* (2000-2001)
- Claudio Magris - *Nihilisme et mélancolie. Jacobsen et son Niels Lyhne* (2001-2002)
- Hans Belting - *L'histoire du regard. Représentation et vision en Occident* (2002-2003)
- Theodor Berchem - *L'avenir de l'université – l'université de l'Avenir* (2003-2004)
- Sandro Stringari - *Condensation de Bose-Einstein et superfluidité* (2004-2005).
- Maurice Bloch - *L'anthropologie cognitive à l'épreuve du terrain* (2005-2006)
- Daniele Vitali - *Les Celtes d'Italie* (2006-2007)
- Manfred Kropp - *Études coraniques* (2007-2008)
- Alain Wijffels - *Le droit européen a-t-il une histoire ? En a-t-il besoin ?* (2016-2017)
- Victor Stoïchita - *L'Europe des images* (2017-2018)

À propos du Collège de France :

Le Collège de France est un grand établissement public d'enseignement supérieur et de recherche. Institution unique en France et sans équivalent à l'étranger, il répond à une double vocation : être à la fois le lieu de la recherche la plus audacieuse et celui de son enseignement. Un enseignement ouvert à tous et gratuit. La grande majorité des cours et séminaires qui y sont dispensés sont librement accessibles sur internet.

Voué à la recherche fondamentale, le Collège de France possède une caractéristique singulière : ses professeurs partagent avec le public leur travaux de recherche ; une recherche libre et un savoir vivant, dans tous les domaines des lettres, des sciences ou des arts. Les chaires, et par conséquent les disciplines enseignées, y sont sans cesse renouvelées en fonction de l'évolution des connaissances. Le Collège de France accueille également dans ses laboratoires et auprès de ses professeurs de nombreuses équipes de recherche.

www.college-de-france.fr