

ANNUAIRE du **COLLÈGE DE FRANCE** 2018 - 2019

Résumé des cours et travaux

119^e
année



COLLÈGE
DE FRANCE
—1530—

CHAIRE EUROPÉENNE (CHAIRE ANNUELLE 2018-2019)

Lucrezia REICHLIN

Professeure à la London Business School
et professeure invitée au Collège de France

Mots-clés : économie, Banque centrale

La leçon inaugurale (<https://www.college-de-france.fr/site/lucrezia-reichlin/inaugural-lecture-2018-2019.htm>) ainsi que la série de cours « La Banque centrale européenne et la crise de l'euro » sont disponibles, en audio et en vidéo, sur le site internet du Collège de France (<https://www.college-de-france.fr/site/lucrezia-reichlin/course-2018-2019.htm>), ainsi que le colloque « La réforme de la gouvernance économique de l'euro : quels problèmes quelles pistes ? » (<https://www.college-de-france.fr/site/lucrezia-reichlin/symposium-2018-2019.htm>).

ENSEIGNEMENT

COURS – LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE ET LA CRISE DE L'EURO

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 État. Plus spécifiquement, il s'agit d'une banque centrale dont le capital est abondé par 19 États 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 États 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 a analysé cette question au moyen d'exemples historiques et de démonstrations quantitatives. Il a comparé 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 sur les marchés des emprunts d'État afin de protéger l'Union monétaire elle-même d'attaques spéculatives. Pour chacune de ces comparaisons, nous avons identifié un cas d'intervention réussie et un autre cas d'échec. La conclusion que j'ai défendue 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.

Cours 1 – La particularité des banques centrales et de la BCE

11 janvier 2019

- La spécificité des banques centrales en tant que créateurs de monnaie monopolistique, et les liens entre politique monétaire, fiscale et financière ;
- l'indépendance des banques centrales et la maîtrise de l'inflation ;
- les spécificités de la BCE, banque centrale sans État.

Cours 2 – La conception de la BCE et du Traité de Maastricht

18 janvier 2019

- La zone euro avant la monnaie unique, et quelques éléments clés sur les taux de change et la stabilité monétaire ;
- débat et événements ayant conduit au Traité de Maastricht, et leur pertinence actuelle.

Cours 3 – 1999-2007 la BCE avant la crise

24 janvier 2019

- La BCE avant la crise : capacité à maintenir la stabilité des prix dans la zone euro, et à asseoir sa crédibilité ;
- évaluation pratique de la stratégie à deux piliers.

Cours 4 – La BCE et la crise, liquidité et solvabilité

1^{er} février 2019

- Comparaison entre deux périodes d'intervention de la BCE : l'injection de liquidité dans les secteurs bancaires en 2007-2009 et 2011-2012 ;
- la tension entre les problèmes de solvabilité et de liquidité, et sa gestion par la BCE.

Cours 5 – Prêteur en dernier ressort

8 février 2019

- Comparaison entre l'effet de l'intervention sur le marché souverain en 2010 et l'effet de l'annonce des opérations monétaires sur titres en 2012 ;
- le rôle des institutions dans ces différents effets.

Cours 6 – Politique monétaire, politique de stabilité financière et de liquidité

15 février 2019

- L'usage de la politique de taux d'intérêts et les risques de déflation ;
- la politique de taux d'intérêts et la pertinence de la stratégie à deux piliers ;
- la BCE et le secteur bancaire avant l'union bancaire.

Cours 7 – L'union bancaire en Europe

22 février 2019, avec Nicolas Véron

- La politique monétaire depuis 2015 et ses liens avec la stabilité financière ;
- la BCE et le secteur bancaire après l'union bancaire.

Bilan

1^{er} mars 2019

- Retour sur les thèmes de la leçon inaugurale ; l'euro peut-il survivre sans union fiscale et sans approfondissement de l'union bancaire ?

COLLOQUE – LA RÉFORME DE LA GOUVERNANCE ÉCONOMIQUE DE L'EURO :
QUELS PROBLÈMES, QUELLES PISTES ?

Le colloque a eu lieu sous la forme d'une table ronde qui s'est tenue le 16 avril 2019.

Il s'agissait d'un événement public visant à intéresser un large public aux thèmes de la réforme économique et financière de l'architecture de la zone euro. Les panélistes, universitaires et décideurs, ont discuté des enseignements tirés de la crise de l'euro, des progrès réalisés dans la réforme institutionnelle de ces dernières années et des fragilités qui persistent. La discussion visait à identifier les principales controverses politiques dans le débat d'aujourd'hui et le programme des travaux futurs, tant au niveau académique que politique. Après une première série de brèves interventions des membres des groupes de discussion, la discussion a été ouverte aux questions et réponses de l'auditoire.

Intervenants :

- Lucrezia Reichlin (London Business School, CEPR et Collège de France) et Beatrice Weder di Mauro (Graduate Institute of Geneva, INSEAD et CEPR) ;
- Marco Buti (DG ECFIN, European Commission) ;
- Henrik Enderlein (Hertie School of Governance et Jacques Delors Institute Berlin) ;
- Francesco Giavazzi (Bocconi University et CEPR) ;
- Michel Houdebine (Trésor) ;
- Jean Pisani-Ferry (Bruegel, EUI, Hertie School of Governance et Sciences Po) ;
- Natacha Valla (European Central Bank) ;
- Jakob von Weizsäcker (German Ministry of Finance).