

Titre du projet : Dette souveraine optimale et secteur bancaire

Résumé :

Dans un document de recherche précédent intitulé : " Optimal maturity structure of sovereign debt in situation of near default " , Céline et moi avons étudié la structure du portefeuille de dette d'un souverain et ses conséquences sur l'occurrence du défaut. Dans notre modèle, le souverain préfère la perspective d'un défaut futur coûteux à un effort fiscal courant lorsque les fondamentaux sont mauvais. Le défaut survient à la dernière période, lorsque la charge financière est plus importante que l'effort fiscal maximal qui peut être fourni, compte tenu des (mauvais) fondamentaux. Le défaut est donc la conséquence de la conjonction de mauvais fondamentaux et du choix antérieur d'un endettement excessif (corollaire d'un effort fiscal insuffisant).

Nous montrons que la dette de long terme augmente la possibilité de défaut dans la mesure où l'émission de dette de long terme réduit le besoin de refinancement dans le futur proche, ce qui réduit donc l'impact sur le coût de ce refinancement (i.e. la charge de la dette) d'une hausse du taux d'intérêt et incite donc à une baisse de l'effort fiscal dans le futur proche. En outre, le choix du défaut s'interprète comme un transfert de charge financière de l'état où le défaut se produit (ce qui réduit la charge financière !) vers les états où la dette est remboursée (la charge financière augmente en raison de l'augmentation du taux d'intérêt survenant au moment où le défaut est anticipé). Ainsi, l'émission de dette de long terme dans la période initiale permet au souverain (en générant un défaut futur dans certains états de la nature seulement) de corréliser le rendement de la dette aux fondamentaux macroéconomiques futurs : le choix du défaut fait de la dette un instrument de couverture du risque sur les fondamentaux.

La première partie de notre projet de recherche consiste à étendre l'analyse en intégrant le secteur bancaire. Les banques sont détentrices de la dette souveraine et le choix de la structure de maturité de la dette du souverain affecte le bilan des banques notamment en accroissant leur sensibilité au risque macroéconomique. Ces effets de l'émission de dette sont importants pour le souverain soucieux de l'existence d'un secteur bancaire capable de le financer et de financer l'économie. Les questions posées concernent donc la stabilité financière et le rôle de la réglementation.

La seconde partie de notre projet porte sur le dilemme coordination/incitation. L'émission de dette pose naturellement un problème de coordination (i.e. existence d'équilibres multiples : les investisseurs anticipent que le souverain est/n'est pas solvable et acceptent/n'acceptent pas de prêter, ce qui permet/ne permet pas au souverain de rembourser la dette existante). L'émission de dette de long terme pose également un problème d'incitation (du souverain à faire défaut) ainsi que notre travail cité dans le premier paragraphe ci-dessus l'expose. Ces deux problèmes surviennent dans des conditions opposées car la contrainte d'incitation revient à limiter l'émission de dette de long terme alors que le risque de coordination requiert une émission suffisante de dette de long terme afin de limiter de besoin de refinancement à court terme. Il s'agit d'examiner l'arbitrage entre ces deux risques de crises (crise de coordination provoquée par un refus « du marché » de financer un souverain solvable et crise provoquée par une suite d'efforts fiscaux insuffisants).

Bibliographie succincte : Adrian et Shin (2010, Journal of financial intermediation), Allen et Gale (2000, Journal of political economy), Brünnnermeier et Pedersen (2009, Review of Financial Studies), Diamond et Rajan (2005, The Journal of finance)