

Titre du projet : Composition du portefeuille de dette et crises de dette souveraine

Demande d'invitation de Céline Rochon à l'UCP en 2016 (présentée par Gabriel Desgranges, THEMA)

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 courir le risque de devoir faire défaut si les fondamentaux s'avèrent mauvais dans le futur plutôt que de fournir un effort fiscal important dès maintenant. Il est connu que l'émission de dette de court terme a un effet incitatif « vertueux » permettant d'éviter le défaut (elle oblige le souverain à renouveler sa dette fréquemment et donc à maintenir un effort fiscal important pour obtenir de bonnes conditions de financement sur les marchés). A l'inverse, l'émission préalable de dette de long terme permet au souverain de se couvrir contre le risque sur les fondamentaux macroéconomiques futurs (le souverain n'a pas besoin de renouveler fréquemment sa dette et de s'exposer ainsi à l'effet des fluctuations de taux). Nous montrons que cet arbitrage entre l'effet « couverture » et l'effet « incitatif » mène parfois le souverain à émettre un portefeuille optimal de dettes impliquant le défaut après une succession de mauvais fondamentaux.

En parallèle à ce travail, nous avons écrit les éléments d'une analyse des problèmes de coordination liés à l'existence de dettes de différentes maturités (ceci correspond à la seconde partie du projet présenté pour l'invitation de Céline à l'UCP en 2015). L'émission de dette pose en effet 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. Nous comptons développer ces éléments en nous appuyant sur des explications théoriques des bulles sur les prix des actifs (Abreu et Brünnnermeier 2003). Plus spécifiquement, il est bien connu qu'une condition de transversalité élimine le risque que le souverain s'engage dans un jeu de Ponzi (même en présence d'incertitude, Blanchard et Weil 1992). Cependant, dans un modèle où le souverain a la possibilité de faire défaut, il n'est pas possible d'interdire au souverain de s'engager dans un jeu de Ponzi qui se termine par un défaut (il n'est pas possible de supposer une condition de transversalité). Les investisseurs peuvent alors souhaiter acheter la dette et ensuite chercher à deviner le meilleur moment pour sortir du marché (... qui se situe avant le défaut !). Cette histoire est exactement celle d'une bulle (il est rationnel d'acheter la « bulle » et de sortir du marché juste avant l'effondrement du marché). Elle repose notamment sur l'absence de connaissance commune de la valeur de l'actif. La présence de dettes de plusieurs maturités complique cet argument : la dette de long terme « stabilise » le marché car elle supprime le besoin de connaissance commune sur la valeur (le risque de défaut) de la dette de court terme mais elle crée un besoin de connaissance commune sur la valeur de la dette de long terme.

Par la suite, nous pourrions examiner comment la prise en compte de ces « crises de coordination » (des crises provoquées par un refus « du marché » de financer un souverain solvable) modifie les efforts fiscaux optimaux du souverain.

Bibliographie succincte :

Abreu, D. et M. Brunnermeier, 2003, "Bubbles and Crashes," *Econometrica*, 71(1), pp. 173–204.

Arellano, C. et A. Ramanarayanan, 2010, "Default and the maturity structure in sovereign bonds," *Journal of Political Economy*, 120(2), pp.187-232.

Blanchard, O. J. et P. Weil, 1992, "Dynamic Efficiency and Debt Ponzi Games under Uncertainty", mimeo.

Conesa, J. et T. Kehoe, 2014, "Is It Too Late to Bail Out the Troubled Countries in the Eurozone?" *American Economic Review*, 104(5), pp.88--93.

Hellwig, M. et G. Lorenzoni, 2009, "Bubbles and self enforcing debt," *Econometrica*, 77(4), pp.1137-1164.

Morris, S. et H.S. Shin, 2004, "Coordination risk and the price of debt," *European Economic Review*, 48, pp.133-153.