

Ecole Doctorale 509 Sociétés Méditerranéennes
et Sciences Humaines

Campagne de recrutement de doctorants contractuels 2023 – 2024

Proposition de sujet : "Dette souveraine, accès au système de
financement international et convergence : Analyse des pays du
bassin méditerranéen."

Présenté par Cécile Bastidon^{1,2}

¹LEAD, Université de Toulon, France.

²CAC-IXXI, Institut Rhônalpin des Systèmes Complexes, Lyon, France.
bastidon@univ-tln.fr, ORCID 0000-0002-7780-6024

1 Problématique.

Au cours des années 1970-80, la libéralisation financière permet l'essor des financements extérieurs privés des économies en développement, puis émergentes (Eichengreen et al., 2019). Dès lors, ils n'ont plus forcément recours aux crédits publics bilatéraux ou multilatéraux. Toutefois, l'environnement macroéconomique et financier est instable, avec en particulier la fin du Système monétaire international de changes fixes de Bretton Woods, les chocs pétroliers de 1973 et 1979 et leurs conséquences sur l'inflation, les politiques monétaires et les prix des matières premières, et finalement le ralentissement de la croissance mondiale. Dans ce contexte, la dynamique de l'endettement privé des économies en développement, à partir de la deuxième moitié de la décennie 1970, n'est plus contrôlée ni par les prêteurs, ni par les emprunteurs (Kamin, 1999). Le service de la dette, essentiellement contracté en devises à taux variables, et assuré à partir des revenus d'exportations de matières premières, est de moins en moins soutenable. A partir des moratoires du Mexique et du Brésil en 1982, rapidement généralisés aux autres débiteurs en développement, l'endettement souverain devient un problème de dimension systémique, en raison de la vulnérabilité des débiteurs souverains en développement comme des banques créancières des économies avancées (Bruner and Simms, 1987).

De manière générale, pour un emprunteur souverain, l'accession aux marchés des capitaux internationaux n'est pas systématique. La littérature théorique montre qu'au rationnement du crédit classiquement associé aux asymétries d'information sur l'emprunteur (Stiglitz and Weiss, 1981) peut s'ajouter un rationnement spécifique associé au risque souverain (Eaton and Gersovitz, 1981). En pratique, la littérature empirique met en évidence que l'accès est relativement aisé pour un pays développé ou émergent dont les fondamentaux économiques sont préservés, mais que quatre décennies après la crise de la dette généralisée de 1982, tous les pays ne sont pas intégrés (Campos and Cysne, 2021). La littérature s'attache à identifier les causes de ce rationnement persistant. Ces causes peuvent être tantôt monétaires, avec en particulier l'exigence de mise en œuvre du ciblage d'inflation (Balima et al., 2017); tantôt économiques, liées aux ratios de dette (Campos and Cysne, 2021); ou bien encore institutionnelles, avec en particulier l'extension de la démocratie (Lokar and Bajzikova, 2013).

Dans le cas de la zone euro-méditerranéenne, au début de la décennie 2010, à la suite de la crise financière globale ayant nécessité une forte augmentation des dépenses publiques (Afonso and Coelho, 2023), la Grèce est contrainte d'avoir recours au Fonds Monétaire International. Ce recours intervient dans le contexte d'une incertitude sur l'ampleur de la dégradation des comptes de l'Etat, qui par contagion affecte le risque souverain des autres pays de la zone Euro (Greenwood-Nimmo et al., 2023). D'autres économies de la zone euro, essentiellement méditerranéennes, traversent également à ce moment de graves crises de dette (Italie, Irlande, Portugal, Espagne). A la suite de ces crises, le Mécanisme européen de stabilité (MES) est mis en place en 2012 avec pour but d'emprunter des fonds en tant qu'Union Européenne pour accorder un support financier aux emprunteurs souverains de la zone en cas de difficulté, en contrepartie d'engagements sur leurs politiques économiques.

La question de l'endettement souverain reste aujourd'hui une problématique très actuelle. Avec la volatilité macroéconomique résultant de la crise de la Covid-19 (Augustin et al., 2022), et désormais de la guerre en Ukraine, la soutenabilité de l'endettement public des économies euro-méditerranéennes est particulièrement mise en question. Ainsi, la convergence et donc le rattrapage des pays aux niveaux de revenus les plus bas, pourrait être affectée (Rant et al., 2021).

Autour du bassin méditerranéen, les niveaux de développement restent en effet très contrastés. D'après le rapport 2021/2022 du PNUD (UNDP, 2022), les mesures d'IDH font ainsi apparaître d'une part des pays très développés (22e Israël, 23e Malte, 27e Espagne, 28e France, ...), européens pour la plupart; et d'autre part, des pays en développement (150e Syrie, 123e Maroc, 112e Liban, 106e Palestine, ...), en Asie occidentale ou en Afrique du Nord. Ce projet de recherche a pour objet de modéliser de manière théorique et empirique les problématiques spécifiques de l'endettement souverain et de l'accès aux marchés des capitaux des pays du bassin méditerranéen, en particulier les pays en développement.

2 Etat de l'art.

(Eaton and Gersovitz, 1981) posent les bases de la modélisation théorique de l'endettement souverain, spécifiquement associé au risque de répudiation et à l'absence de procédure institutionnalisée de faillite. En substance, ce modèle établit la situation dans laquelle un pays déciderait de répudier sa dette si la désutilité

intertemporelle à la rembourser était supérieure à la désutilité intertemporelle de se voir exclu des marchés de capitaux à la suite de la répudiation. Le montant d'endettement choisi par les créanciers est alors suffisamment faible pour que l'emprunteur ne soit jamais placé dans cette situation. D'autres modèles se sont développés sur cette base, qui reste aujourd'hui le cadre de référence. Ces modèles prennent en compte, en particulier, les renégociations de dette (Hayri, 2000).

Outre la relation de crédit entre le prêteur et l'emprunteur, la modélisation empirique de l'accès aux marchés de capitaux par les emprunteurs souverains fait intervenir des tiers, notamment les agences de notation. Dans un contexte d'asymétrie d'information, ces dernières évaluent les risques spécifiques à différents types d'actifs, notamment les obligations souveraines, et leur appréciation favorable constitue un signal de sécurité pour les investisseurs (Haspolat, 2015). Au contraire, la dégradation d'une note entraîne une réappréciation du risque par les investisseurs internationaux. Elles sont aussi des canaux pour la politiques monétaires des banques centrales (Abidi et al., 2023). Ainsi, la dégradation de la notation de la dette grecque a eu un impact majeur sur le rationnement qui a suivi, ce qui ne va pas sans controverses sur le rôle des agences dans le déroulement et la contagion des crises, voire leur déclenchement. Ağca and Celasun (2012) mettent par exemple en avant l'importance de la prise en compte appropriée des fondamentaux économiques dans le processus de notation des pays émergents, à partir de l'identification de divergences avérées.

La prise en compte directe de fondamentaux spécifiques par les investisseurs internationaux est aussi étudiée dans la littérature empirique. Par exemple, Balima et al. (2017) avancent l'hypothèse selon laquelle le ciblage d'inflation améliorerait à la fois la note et le risque de défaut. Malritz and Molchanov (2014) soulignent l'importance de facteurs spécifiques fonction du niveau de développement. Ainsi, un pays émergent peut voir son risque de crédit et par extension son accession aux capitaux compromis par la dégradation du ratio de dette servie par rapport au PIB, ou du niveau de réserves de change.

3 Méthodologie et résultats attendus.

La première étape du projet de recherche consiste à proposer une modélisation théorique de l'accès au crédit des emprunteurs souverains méditerranéens, tenant compte des écarts de développement entre les pays mais également d'éventuels facteurs institutionnels spécifiques. Dans une deuxième étape, la modélisation empirique correspondante sera testée à partir des données contemporaines (quatre dernières décennies) des bases des institutions multilatérales, mais aussi à partir de données historiques longues (depuis la fin du XIXe siècle). Un enjeu méthodologique spécifique sera d'appréhender de manière adéquate l'endogénéité dans la relation entre accès aux financements internationaux privés et convergence. Les méthodes mises en œuvre associeront économétrie standard des panels dynamiques, méthodes spécifiques à l'identification de ruptures et de non-linéarités, et méthodes non paramétriques de classifications permettant de mesurer et de qualifier l'hétérogénéité des pays étudiés.

4 Adéquation aux thématiques de l'Etablissement.

En raison de son hétérogénéité, le bassin méditerranéen est un espace complexe. Les niveaux de développement de pays pourtant distribués autour d'un espace d'échanges majeur depuis plusieurs millénaires diffèrent largement. A cet égard, la dynamique de l'endettement souverain créant les conditions de la convergence dans un contexte d'instabilité macroéconomique et, pour certains pays, institutionnelle, est digne d'intérêt.

Cette problématique est en prise directe avec le champ de recherche de l'Ecole Doctorale 509. D'un point de vue disciplinaire, elle s'inscrit à titre principal dans la thématique « Macroéconomie financière et institutions », et à titre secondaire dans la thématique « Concurrence, échanges et développement durable » du laboratoire LEAD.

Références

Steven B Kamin. The current international financial crisis : : how much is new? *Journal of International Money and Finance*, 18(4) :501–514, 1999.

- Robert F Bruner and John M Simms. The international debt crisis and bank security returns in 1982. *Journal of Money, Credit and Banking*, 19(1) :46–55, 1987.
- Joseph E Stiglitz and Andrew Weiss. Credit rationing in markets with imperfect information. *The American economic review*, 71(3) :393–410, 1981.
- Jonathan Eaton and Mark Gersovitz. Debt with potential repudiation : Theoretical and empirical analysis. *The Review of Economic Studies*, 48(2) :289–309, 1981.
- Eduardo Lima Campos and Rubens Penha Cysne. Estimating debt limits for emerging countries. *International Review of Economics & Finance*, 76 :836–855, 2021.
- Wenéyam Hippolyte Balima, Jean-Louis Combes, and Alexandru Minea. Sovereign debt risk in emerging market economies : Does inflation targeting adoption make any difference? *Journal of International Money and Finance*, 70 :360–377, 2017.
- Alessio L Lokar and Lubica Bajzikova. Public debt, democracy and transition. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 99 :474–488, 2013.
- António Afonso and José Carlos Coelho. Public finances solvency in the euro area. *Economic Analysis and Policy*, 77 :642–657, 2023.
- Matthew Greenwood-Nimmo, Viet Hoang Nguyen, and Yongcheol Shin. What’s mine is yours : Sovereign risk transmission during the european debt crisis. *Journal of Financial Stability*, page 101103, 2023.
- Patrick Augustin, Valeri Sokolovski, Marti G Subrahmanyam, and Davide Tomio. In sickness and in debt : The covid-19 impact on sovereign credit risk. *Journal of Financial Economics*, 143(3) :1251–1274, 2022.
- Vasja Rant, Matej Marinč, and Jan Porenta. Debt and convergence : Evidence from the eu member states. *Finance Research Letters*, 39 :101617, 2021.
- UNDP. Human development report 2021-22. *UNDP (United Nations Development Programme)*, 2022. URL <http://report.hdr.undp.org>.
- Aydin Hayri. Debt relief. *Journal of International Economics*, 52(1) :137–152, 2000.
- Fatih Bahadır Haspolat. Analysis of moody’s sovereign credit ratings : criticisms towards rating agencies are still valid? *Procedia Economics and Finance*, 30 :283–293, 2015.
- Nordine Abidi, Matteo Falagiarda, and Ixart Miquel-Flores. Quantitative easing and credit rating agencies. *International Review of Financial Analysis*, page 102489, 2023.
- Şenay Ağca and Oya Celasun. Sovereign debt and corporate borrowing costs in emerging markets. *Journal of International Economics*, 88(1) :198–208, 2012.
- Dominik Maltritz and Alexander Molchanov. Country credit risk determinants with model uncertainty. *International Review of Economics & Finance*, 29 :224–234, 2014.