

Quelles sont les causes et les conséquences d'un défaut sur la dette publique ?

Jean-Pierre Allegret

► **To cite this version:**

Jean-Pierre Allegret. Quelles sont les causes et les conséquences d'un défaut sur la dette publique ?. Regards croisés sur l'économie, Association Regards Croisés sur l'Économie, 2015, Faut-il rembourser la dette publique ?, pp.101-116. 10.3917/rce.017.0101 . hal-01386074

HAL Id: hal-01386074

<https://hal-univ-paris10.archives-ouvertes.fr/hal-01386074>

Submitted on 28 May 2018

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Quelles sont les causes et les conséquences d'un défaut sur la dette publique ?¹

Jean-Pierre Allegret, EconomiX, UMR 7235 CNRS et Université Paris Ouest Nanterre La Défense

Résumé

Cet article s'intéresse à la question des défauts souverains sur la dette extérieure. Deux principales questions sont abordées. La première porte sur les conditions pouvant conduire un Etat à se retrouver en défaut. Les facteurs importants sont les chocs internationaux défavorables, les anticipations auto-réalisatrices des investisseurs et l'excès de dettes privées pouvant conduire à une crise bancaire systémique. La seconde question aborde les coûts supportés par les Etats en situation de défaut. Un défaut permet une amélioration des performances macroéconomiques des pays en restaurant leur solvabilité s'il y a un allègement de la dette.

Abstract

This paper analyzes sovereign defaults on external debt. Two main issues are addressed. The first concerns the conditions that may lead a government to declare an external default. Important factors are adverse international shocks, self-fulfilling expectations of investors and excess private debt leading to systemic banking crisis. The second question addresses the costs borne by the government in default. Defaults improve macroeconomic performances of countries by restoring their solvency if a debt relief occurs.

Introduction

En mars 2012, la Grèce a conclu l'opération de restructuration de la dette souveraine la plus importante dans l'histoire des défauts souverains (Xafa, 2014). Elle a porté sur un montant de 200 milliards d'euros d'échanges de dette émise par l'Etat grec et 30 milliards de rachats de dette. En tenant compte des déboursements effectués par la Grèce à cette occasion, la réduction nette de la dette a été de près de 107 milliards d'euros, soit l'équivalent de 55 % du PIB de la Grèce².

Au-delà des enjeux liés à la pérennité de la zone euro, la crise grecque offre l'opportunité de revenir sur une question importante en économie, celle du défaut d'un Etat sur sa dette et ses conséquences économiques. Avant d'aborder ces questions, il est important de définir ce que l'on appelle le défaut d'un Etat. Celui-ci – appelé aussi défaut souverain – caractérise une situation dans laquelle un Etat n'est plus en mesure d'honorer dans les termes prévus les paiements d'intérêt ou le principal et / ou lorsqu'une opération de restructuration de sa dette est effectuée en impliquant des conditions moins favorables aux prêteurs. Le défaut peut être partiel, ce qui signifie que les intérêts continuent à être payés mais pas le principal. Un accord sur l'arrêt momentané des paiements (moratoire) s'avère nécessaire lorsque le défaut est total (Das *et al.*, 2012). L'objectif d'une opération de restructuration de la dette est de restaurer la capacité d'un Etat à faire face à ses engagements dans le futur. Elle implique donc souvent une réduction de la valeur de la dette appelée *haircut*. Le

¹ L'auteur remercie l'équipe de rédaction de la revue, et plus particulièrement Emile Geoffroy, pour leurs remarques et suggestions sur des versions antérieures de cet article.

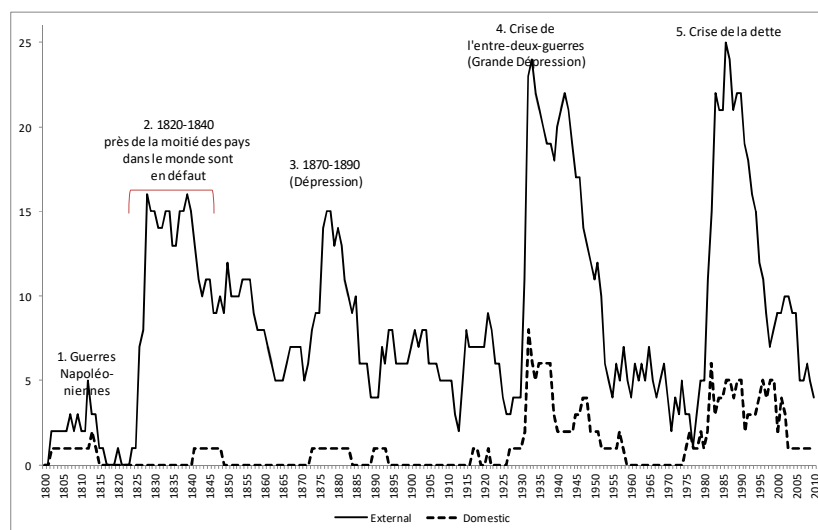
² Pour une analyse détaillée, voir Zettelmeyer *et al.* (2014) et Xafa (2014).

corollaire est que l'évolution de l'activité économique après une restructuration de la dette est un critère important pour juger de la réussite de l'opération.

Les défauts souverains sur la dette externe sont loin d'être des événements rares. Ainsi, le graphique 1 présente leur évolution entre 1800 et 2010. Ce graphique montre la présence de cinq « *cycles de défauts* » selon l'expression de Reinhart et Rogoff (2009) au sens où le défaut d'un pays est rarement un phénomène isolé. En outre, il est important de souligner que le défaut est loin d'être un phénomène ne concernant que les pays en développement et émergents. Par exemple, l'Espagne a fait treize fois défaut et la France huit fois entre les 16^{ème} et 19^{ème} siècles. Au cours du 19^{ème} siècle, l'Allemagne a connu cinq défauts³. Ces données illustrent aussi un autre phénomène important : non seulement, de manière générale, le défaut d'un Etat n'est pas un phénomène isolé, mais un même Etat a tendance à connaître plusieurs défauts dans son histoire. Cette succession de défauts est appelée par Reinhart *et al.* (2003) « *l'intolérance à la dette* ».

On se focalise ici sur les défauts liés à la dette souveraine extérieure pour deux raisons principales. Tout d'abord, cette question a fait l'objet d'une importante littérature nous permettant d'avoir un corps de connaissance solide. Ensuite, un défaut sur la dette domestique repose sur des mécanismes spécifiques – par exemple l'hyperinflation qui réduit à néant la valeur nominale de la dette publique et / ou la persuasion morale auprès des investisseurs nationaux pour qu'ils achètent massivement des titres publics domestiques – qui différencient clairement ces deux types de défauts. Cependant, il est important de souligner que, comme le montre le graphique 1, non seulement les défauts internes ne sont pas des événements peu fréquents, mais ils tendent à accompagner, particulièrement depuis la crise de l'entre-deux-guerres, les défauts extérieurs.

Graphique 1 Défauts souverains sur la dette externe et sur la dette interne entre 1800 et 2010, nombre par année



Source : à partir de la base de données de Reinhart et Rogoff.

³ En guise de comparaison, depuis 1830, le Brésil a fait sept fois défaut, le Venezuela huit fois, l'Argentine quatre fois et la Turquie six fois. Source : Reinhart *et al.* (2003).

La suite de cet article cherche à apporter quelques éléments de réponses à deux questions principales. D'abord, dans quelles conditions un Etat est-il conduit à faire défaut ? En second lieu, quels sont les coûts réellement supportés par un Etat qui fait défaut ?

1. Dans quelles conditions les Etats font-ils défaut sur leur dette ?

Dans la mesure où nous focalisons notre attention sur la dette extérieure, nous allons appréhender la question des conditions du défaut à travers la condition de soutenabilité du compte courant. Cette condition permet d'identifier les facteurs qui exercent une influence sur la capacité d'un Etat à faire face à ses engagements extérieurs. Ensuite, nous montrerons – en prenant appui sur les études empiriques – quelles sont les principales variables économiques influençant l'apparition de défauts souverains.

La soutenabilité du compte courant⁴

La notion de soutenabilité du compte courant fait référence aux situations dans lesquelles un Etat est en mesure de faire face à ses engagements extérieurs. Dans la mesure où la dette extérieure est en règle générale libellée en devises, la soutenabilité rapproche l'ensemble des engagements extérieurs d'un Etat – en tenant compte du principal et du taux d'intérêt réel – avec la balance commerciale, cette dernière permettant de gagner des devises par l'intermédiaire des exportations. Plus précisément, la balance commerciale détermine le montant net du produit que l'économie transfère à l'étranger à chaque période. Ce montant est lui-même représenté par ce qui reste du PIB une fois enlevée toute la dépense domestique. Ainsi, le compte courant sera dit soutenable lorsque la valeur présente des ressources transférées à l'étranger dans le temps est égale à la valeur initiale de la dette due à l'étranger. En termes intertemporels, cela signifie que la contrainte de soutenabilité est respectée si et seulement si un pays est en mesure de payer sa dette extérieure initiale en dégagant des surplus futurs de sa balance commerciale.

Une implication importante du raisonnement précédent est que la contrainte de soutenabilité n'est pas équivalente à l'idée selon laquelle un pays devrait toujours avoir ses comptes extérieurs équilibrés. En effet, une économie avec une production croissante peut avoir un déficit courant perpétuel et en même temps maintenir un ratio (dette extérieure / PIB) constant. Pour comprendre cette idée, il est possible de raisonner par analogie avec la contrainte budgétaire intertemporelle d'un Etat. Ici, la différence essentielle est que la dette qui nous intéresse est libellée en devises. Lorsque l'on analyse la soutenabilité de la dette extérieure, ce qui compte c'est la capacité de remboursement de l'Etat, et celle-ci dépend de la taille de l'économie concernée. C'est la raison pour laquelle ce qui importe n'est pas de stabiliser le montant absolu de la dette, mais de stabiliser le ratio dette extérieure sur PIB. Or, si le PIB croît indéfiniment, ce ratio dette extérieure sur PIB peut demeurer constant, même si la dette extérieure ne cesse de croître. Dans cette perspective, la valeur qu'il est intéressant de contrôler est la charge de la dette, qui représente le montant annuel des intérêts de la dette de l'Etat. Plus le taux d'intérêt est supérieur au taux de croissance de l'économie, plus la charge de la dette devient lourde, et plus on se rapproche d'une situation insoutenable.

On peut ainsi identifier les variables susceptibles d'avoir une influence sur la capacité d'un Etat à faire face à ses engagements extérieurs. La première variable est la balance commerciale, qui dépend largement de l'évolution de la conjoncture internationale. Une seconde variable est le taux d'intérêt

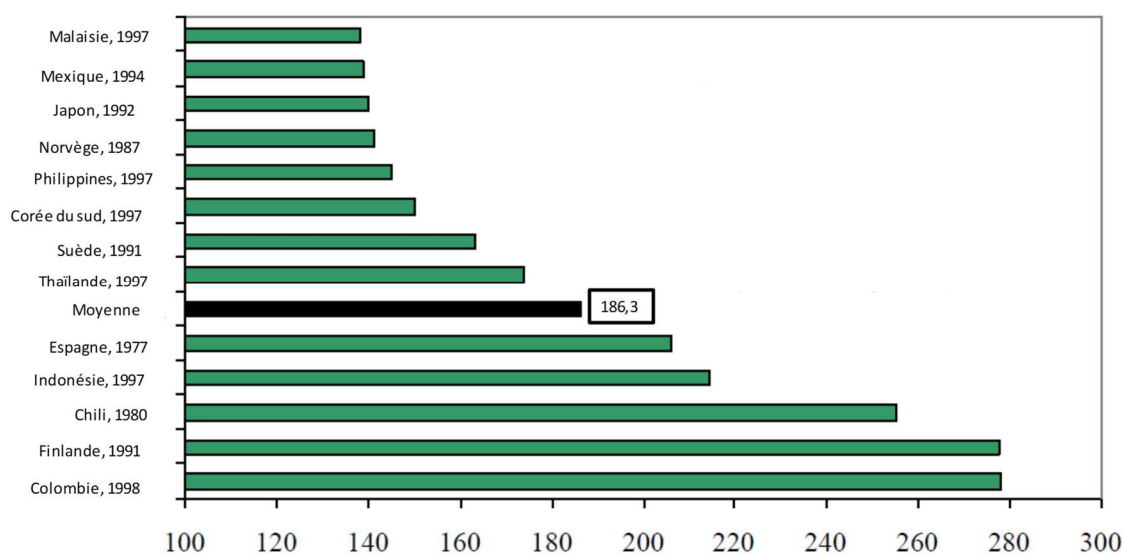
⁴ Pour une présentation plus technique, le lecteur est renvoyé à Obstfeld et Rogoff (1996) et Agénor (2000).

réel, qui est lui-même déterminé sur les marchés internationaux, non seulement en fonction d'une appréciation objective de la situation d'une économie, mais aussi selon l'appétit pour le risque des investisseurs internationaux. Enfin, le taux de croissance de l'économie influe sur la soutenabilité, et dépend dans une certaine mesure de la politique économique conduite par le pays.

Les enseignements des principaux épisodes de défauts souverains

D'une manière générale, les défauts souverains tendent à se produire à la suite d'une dégradation de la situation macroéconomique des pays. Ainsi, Aguiar et Amador (2014) ont montré que les pays qui ont connu un défaut souverain avaient une production inférieure de 1,6 points de pourcentage à leur tendance de long terme au moment du défaut. De nombreux travaux montrent aussi que les défauts souverains tendent à être associés avec l'apparition de crises bancaires systémiques. Plusieurs mécanismes expliquent ce lien. En premier lieu, ces crises bancaires s'accompagnent de plans de sauvetage d'envergure mis en œuvre par les autorités. Cette socialisation des dettes privées participe ainsi à la dégradation des finances publiques. En outre, la contraction de l'activité au sein des pays qui subissent des crises bancaires réduit les recettes fiscales de l'Etat. Selon les estimations de Reinhart et Rogoff (2011), les crises bancaires s'accompagnent d'une détérioration des finances publiques de l'ordre de 86 % (Graphique 2).

Graphique 2 Accroissement cumulé de la dette publique dans les trois ans qui suivent une crise bancaire systémique. Indice 100 l'année de la crise.



Source : Reinhart et Rogoff (2011), p.10.

Au cours de la crise financière mondiale de 2008 - 2009, Reinhart et Rogoff (2011) estiment à 134 % l'accroissement de la dette publique pour des pays tels que les Etats-Unis, l'Espagne, la Grèce, l'Irlande et le Royaume-Uni. Deuxièmement, les crises bancaires systémiques s'accompagnent souvent d'une contraction de l'activité économique mondiale, particulièrement lorsque ce sont les banques des pays développés qui sont frappées. Il en résulte une baisse des recettes d'exportations qui réduit la capacité de remboursement de la dette extérieure. Troisièmement, les crises bancaires peuvent conduire à un arrêt soudain des flux internationaux de capitaux susceptible d'induire une crise des dettes souveraines.

Les crises de dettes souveraines sont aussi influencées par les facteurs globaux. Ainsi, Reinhart et Rogoff (2009) ont montré que les cycles de prix des matières premières (les pics et les creux) sont des indicateurs avancés des cycles des flux internationaux de capitaux qui ont eux-mêmes un impact sur la capacité des Etats à faire face à leurs engagements internationaux. L'aversion au risque des investisseurs internationaux exerce elle aussi une influence sur l'occurrence des crises de dettes souveraines notamment par l'intermédiaire des primes de risque qui pèsent sur les taux d'intérêt. On peut illustrer le rôle des investisseurs internationaux en considérant la situation de quelques pays à l'occasion de la crise de la dette des années 80, et en fixant un taux d'intérêt réel à 8 % et en estimant le taux de croissance de l'économie à partir de données nationales (Tableau 1). Si le ratio est élevé pour le Mexique en 1983, ce n'est pas le cas pour le Brésil et le Chili. Dès lors, il apparaît que cette crise a eu une composante auto-réalisatrice : les deux derniers pays pouvaient payer, c'est leur rationnement sur le marché financier international qui a provoqué leur crise.

Tableau 1 Charge réelle de la dette dans quelques pays en développement en 1983, en %

Argentine	2,9	Canada	1,6	Mexique	3,1
Australie	1,3	Chili	1,5	Nigeria	1,1
Brésil	1,3	Hongrie	2,3	Thaïlande	0,0

Source : Obstfeld et Rogoff (1996), p.69.

2. Les défauts sont-ils économiquement coûteux pour les Etats ?

La littérature académique concernant les défauts souverains met en avant un certain nombre de coûts qui devraient dissuader les Etats de se retrouver dans une telle situation. Les études empiriques ont une conclusion plus nuancée.

Effet réputation et effet signal

Il est courant d'utiliser le terme de « faillite » lorsque l'on fait référence aux difficultés financières d'un Etat. Cette expression est cependant doublement trompeuse. D'une part, contrairement aux entreprises privées, il n'existe pas de loi sur les faillites « souveraines » protégeant les créiteurs et les débiteurs. Autrement dit, aucune procédure légale internationale n'organise le règlement d'une situation de défaut souverain. D'autre part, alors que les prêts domestiques peuvent utiliser des collatéraux comme garantie, les actifs que pourraient saisir les prêteurs internationaux en cas de défaut sont peu importants. Dans cette perspective, on fait depuis Eaton et Gersovitz (1981) une distinction entre la capacité d'un Etat à payer sa dette et sa volonté de le faire. C'est sur cette dernière que les effets réputation et signal jouent.

Selon Eaton et Gersovitz (1981), un Etat va chercher à éviter une situation de défaut afin de préserver son accès futur aux marchés internationaux de capitaux. En effet, être confronté à un rationnement sur ces marchés peut être coûteux car cela empêche l'économie concernée de lisser sa consommation au cours du temps ou, pour le dire autrement, de pouvoir emprunter pour faire face à des contractions temporaires du revenu domestique. En outre, comme l'a souligné Rose (2005), le rationnement peut être coûteux en termes de commerce international dans la mesure où une partie importante de ce commerce est financé par du crédit international.

L'effet signal d'un défaut repose sur deux mécanismes principaux. Premièrement, un défaut conduisant à une réduction de dette peut être perçu par les investisseurs comme le signal

d'institutions domestiques défaillantes et de mauvaises politiques économiques passées. En second lieu, le défaut peut révéler une information détenue de manière privative par le gouvernement selon laquelle les fondamentaux de l'économie sont mauvais. Dans les deux cas, le défaut peut aggraver la situation de l'économie.

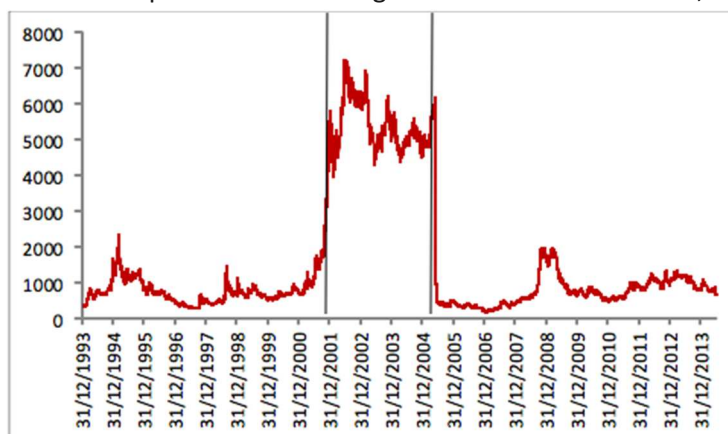
Les leçons des expériences de défaut

De nombreux travaux se sont intéressés aux performances macroéconomiques après un défaut souverain sur la dette extérieure. La conclusion qui s'en dégage est que les coûts semblent relativement faibles. Au contraire, un défaut peut même conduire à de meilleurs résultats par rapport à des pays qui ont continué à payer leurs dettes.

Eichengreen et Portes (1989) ont étudié la crise des années 30 et celle des années 80. Un résultat important de leur étude est que les pays qui ont fait défaut dans les années 30 ont connu après 1931 une reprise de l'activité plus rapide que les autres. En effet, si les premiers ont pu adopter des politiques contra-cycliques, les seconds ont été contraints de mener des politiques d'austérité. Les auteurs n'observent pas une telle différence entre des pays ayant fait défaut ou non dans les années 80. Deux raisons principales expliquent ce constat. D'une part, dans les années 30, les réductions de dette ont été plus substantielles que dans les années 80. La multiplicité des prêteurs – rappelons qu'il s'agissait alors de financements internationaux par titres de dettes – et le caractère très étendu des pays en défaut ont accru le pouvoir de négociation des pays endettés. D'autre part, alors que dans les années 80 les gouvernements des pays créditeurs n'ont fait pression que sur les emprunteurs, dans les années 30, ils ont poussé à la fois les créditeurs et les débiteurs à un accord.

Etudiant les épisodes de restructuration des dettes souveraines entre 1950 et 2010, Das *et al.* (2012) montrent que l'accord de restructuration est suivi d'une hausse du taux de croissance de l'économie, d'une réduction de l'inflation, d'une amélioration de l'état des finances publiques et d'une augmentation de la note accordée par les agences de notation. Le graphique 3 présente l'évolution de l'écart (spread) entre le rendement des emprunts souverains émis par l'Argentine et le rendement d'un actif sans risque (traditionnellement les titres du gouvernement américain). Il mesure donc le rendement supplémentaire exigé par les investisseurs internationaux par rapport à l'actif sans risque pour détenir des titres argentins. En ce sens, c'est une mesure du risque souverain perçu par les marchés. Il tend à s'accroître avec la détérioration (effective ou anticipée) des fondamentaux dans les économies émettrices des emprunts ; il s'accroît également dans les périodes de tensions financières internationales.

Graphique 3 Evolution du spread EMBI de l'Argentine entre 1993 et 2014, en points de base



Source : J.P. Morgan, Base de données Macrobond.

Le graphique montre qu'au moment du défaut, fin décembre 2001, la prime de risque sur l'Argentine a brutalement augmenté⁵. Elle est restée à des niveaux très élevés jusqu'à l'accord de restructuration en juin 2005. Autrement dit, cet accord a permis à l'Argentine de s'endetter sur les marchés internationaux à des taux d'intérêt plus bas.

En revanche, Cruces et Trebesch (2013) ont obtenu des résultats qui nuancent les faibles coûts des défauts suggérés dans les études précédentes. Ainsi, sur la période 1970 – 2010, ils trouvent que la taille de la réduction de la dette est un prédicteur significatif des conditions de financement sur les marchés internationaux dans les sept ans qui suivent la restructuration. Plus cette taille est élevée, plus le coût de financement tend à augmenter.

Conclusion

Cette contribution s'est attachée à identifier les conditions pouvant conduire un Etat à faire défaut sur sa dette extérieure et les coûts macroéconomiques et financiers associés. Les chocs internationaux – baisse du prix et matières premières et / ou hausse des taux d'intérêt internationaux par exemple – peuvent entraîner une crise des dettes souveraines. Les anticipations auto-réalisatrices des investisseurs sont aussi susceptibles de créer une situation de défaut qu'ils auraient anticipée auparavant. De même, il nous faut garder à l'esprit que les excès de dettes privées peuvent être une cause de crise des dettes souveraines en cas de crises bancaires profondes. La littérature converge largement pour montrer qu'un défaut permet une amélioration des performances macroéconomiques des pays en restaurant leur solvabilité si la restructuration qui l'accompagne allège la charge de la dette.

Ce constat appelle trois dernières remarques. En premier lieu, il est important de rappeler que les conclusions sur les coûts des défauts ne concernent que la dette extérieure. Les défauts sur la dette souveraine domestique peuvent avoir des coûts nettement plus élevés, notamment sur le secteur financier domestique et en termes de pressions inflationnistes⁶. En deuxième lieu, la restructuration de la dette repose sur un processus de négociation entre l'Etat concerné et ses créiteurs privés qui peut durer de quelques mois à plusieurs années. L'implication du secteur privé est une condition essentielle de la réussite de l'opération de restructuration qui elle-même exerce une influence sur l'évolution de la situation économique de l'Etat en défaut de paiement⁷. Or, la décision de la Cour de New York en décembre 2011, confirmée par la suite, à propos du procès opposant des fonds voutours américains à l'Argentine, est susceptible de mettre en péril cette implication (Cailloux, 2014). En effet, le jugement de la Cour spécifie qu'à chaque fois que l'Argentine remboursera sa dette aux créiteurs ayant signé l'accord de restructuration, elle devra verser un montant proportionnel aux créanciers qui ont refusé de participer à l'accord. De par ce jugement, il y a une claire incitation à ne pas participer à un accord de restructuration de dette. A terme, cela peut rendre beaucoup plus coûteux les défauts souverains extérieurs. En troisième lieu enfin, on peut tirer deux leçons principales pour analyser la situation grecque. D'une part, la réduction de la dette est un élément déterminant de restauration de la solvabilité d'un Etat. Plus la décision de réduire la dette tarde, plus les coûts d'ajustement macroéconomiques sont élevés, ce qui aggrave la situation. Le

⁵ Il est important de rappeler que ce défaut a été le plus important de l'histoire en Amérique latine.

⁶ Une partie importante des épisodes d'hyperinflation en Amérique latine avant les années 90 s'explique par des crises de dettes domestiques.

⁷ Pour plus de détails à propos de l'implication du secteur privé, voir Allegret et Le Merrer (2015).

montant de la réduction est lui-même un élément de la discussion. D'autre part, si la restructuration s'accompagne de mesures d'ajustement et de réformes structurelles trop contraignantes, alors la restauration de la solvabilité peut devenir un processus long et très coûteux. En effet, les performances macroéconomiques qui suivent le défaut sont moins bonnes.

Références

- Agénor P.R. (2000), *The Economics of Adjustment and Growth*, Academic Press, New-York.
- Aguiar M. et Amador M. (2014), « Sovereign debt : a review », dans *Handbook of International Economics*, vol.4, édité par G. Gopinath, E. Helpman et K.S. Rogoff, Elsevier, North Holland, Amsterdam, p.647-687.
- Allegret J.P. et Le Merrer Pascal (2015), *Economie de la mondialisation*, collection Ouvertures économiques, 2^{ème} édition, de Boeck, Bruxelles.
- Cailloux G. (2011), « L'Argentine, les vautours et la dette », *Trésor-Eco*, n°136, septembre.
- Claessens S., Diwan I. et Fernández-Arias E. (1992), « Recent experience with commercial bank debt deduction », *World Bank Policy Research Working Paper*, n°995, octobre.
- Cruces J.J. et Trebesch C. (2013), « Sovereign defaults : the price of haircuts », *American Economic Journal : macroeconomics*, vol.5, n°3, p.85-117.
- Das U.S., Papaioannou M.G. et Trebesch C. (2012), « Sovereign debt restructurings 1950 - 2010 : literature survey, data, and stylized facts », *IMF Working Paper*, WP/12/203, août.
- Eaton B. et Gersovitz M. (1981), « Debt with potential repudiation : theoretical and empirical analysis », *Review of Economic Studies*, vol.48, n°2, p.289-309.
- Eichengreen B. et Portes R. (1989), « Dealing with debt : the 1930s and the 1980s », dans *Dealing with the debt crisis*, édité par I. Husain et I. Diwan, The World Bank, Washington D.C., p.69-86.
- Jorgensen E. et Sachs J. (1990), « Default and renegotiation of Latin American foreign bonds in the interwar period », dans *International debt crisis in historical perspective*, édité par B. Eichengreen et P. Lindert, MIT Press, Cambridge Mass., p.48-85.
- Obstfeld M. et Rogoff K.S. (1996), *Foundations of international macroeconomics*, MIT Press, Cambridge Mass.
- Reinhart C.M. et Rogoff K.S. (2009), *This time is different, eight centuries of financial folly*, Princeton University Press.
- Reinhart C.M. et Rogoff K.S. (2011), « A decade of debt », *NBER Working Paper Series*, n°16227, février.
- Reinhart C.M. et Trebesch C. (2014), « A distant mirror of debt, default, and relief », *NBER Working Paper Series*, n°20577, octobre.
- Reinhart C.M., Rogoff K.S. et Savastano M.A. (2003), « Debt intolerance », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, p.1-74.
- Rodrik D. (2005), « Growth strategies autopsy », dans *Handbook of economic growth*, édité par P. Aghion & S. Durlauf, vol.1A, Elsevier, North-Holland, Amsterdam, p.967-1014.
- Rose, Andrew K. 2005. « One reason countries pay their debts : renegotiation and international trade », *Journal of Development Economics*, vol. 77, n°1, p.189-206.
- Xafa M. (2014), « Sovereign debt crisis management lessons from the 2012 Greek debt restructuring », *CIGI Papers*; n°33, juin.
- Zettelmeyer J., Trebesch C. et Gulati M. (2013), « The Greek debt restructuring : an autopsy », *Economic Policy*, vol.28, 75, p.513-563.