

Retour à la drachme : un drame surmontable ?

Céline Antonin

Le 17 juin 2012, le vote des Grecs aux élections législatives a, au moins pour un temps, éloigné le spectre d'une sortie du pays de la zone euro. Cependant, l'idée n'est pas totalement enterrée et trouve des relais aussi bien en Grèce que chez certaines formations politiques en zone euro. Or, une sortie de la Grèce de la zone euro, non prévue par les traités, serait un véritable casse-tête juridique à résoudre ; il faudrait notamment gérer le retrait d'un pays de l'Eurosystème¹. En cas de retour à une nouvelle drachme, qui se déprécierait fortement par rapport à l'euro², le fardeau de la dette publique restant à rembourser serait considérablement alourdi, de même que celui des dettes privées qui seraient toujours libellées en euros. Les faillites d'entreprises financières et non financières seraient nombreuses. Légalement, la Grèce ne pourrait pas convertir unilatéralement sa dette publique en nouvelles drachmes. Étant donné la faible soutenabilité de l'endettement public du pays et le fait que la dette soit libellée quasi-exclusivement en euros, le pays ferait certainement défaut (au moins partiellement) sur sa dette publique, voire sur sa dette extérieure³. Les principaux détenteurs de dette grecque étant les pays de la zone euro, quel serait l'ampleur du choc en cas de défaut grec ?

L'objectif de cette note est de décomposer l'exposition des pays de la zone euro (et notamment la France) à la dette publique et privée grecque. L'exposition à la dette publique grecque transite par trois canaux principaux :

1. les deux plans d'aide budgétaire de mai 2010 et mars 2012 ;
2. la participation à l'Eurosystème ;
3. l'exposition des banques commerciales.

1. L'Eurosystème est l'institution européenne regroupant la BCE et les banques centrales des pays faisant partie de la zone euro.

2. Sur cette question, voir [A. Delatte, Quels sont les risques du retour à la drachme encourus par les Grecs, blog de l'OFCE, juin 2012.](#)

3. La dette extérieure désigne l'ensemble des dettes qui sont dues par tous les acteurs publics et privés d'un pays à des prêteurs étrangers.

1. L'exposition des pays de la zone euro provient essentiellement des deux plans d'aide à la Grèce

Le premier plan d'aide représente l'exposition directe des pays à la Grèce. Ce plan, mis en place avant la création des mécanismes de sauvetage européens, était une enveloppe d'un montant total de 110 milliards d'euros, allouée conjointement par le FMI et les pays de la zone euro, distribuée par tranches et sur une durée de trois ans (mai 2010-juin 2013). Sur ces 110 milliards, 30 milliards provenaient du FMI, les 80 milliards restant étant des prêts bilatéraux devant être versés par les États membres de la zone euro⁴, pour un montant proportionnel à leur part respective dans le capital de la BCE. Sur les 110 milliards prévus initialement, 73 milliards d'euros ont été déboursés en 6 tranches d'aide, dont 52,9 milliards par les pays de la zone euro et 20,1 milliards par le FMI (pour le détail par pays, tableau 1).

Tableau 1. 1^{er} plan d'aide à la Grèce (mai 2010): Montants des prêts bilatéraux accordés et montants déjà versés

	Prêts bilatéraux accordés à la Grèce (mai 2010) <i>en milliards d'euros</i>	Prêts déjà versés (mai 2012) <i>en milliards d'euros</i>	Participation au capital de la BCE* <i>en %</i>
Allemagne	22,3	14,7	27,9
Autriche	2,3	1,5	2,9
Belgique	2,9	1,9	3,6
Chypre	0,2	0,1	0,2
Espagne	9,8	6,5	12,2
Finlande	1,5	1,0	1,8
France	16,8	11,1	21,0
Irlande	1,3	0,9	1,6
Italie	14,7	9,7	18,4
Luxembourg	0,2	0,1	0,3
Malte	0,1	0,1	0,1
Pays-Bas	4,7	3,1	5,9
Portugal	2,1	1,4	2,6
Slovaquie	0,8	0,5	1,0
Slovénie	0,4	0,3	0,5
Total	80,0	52,9	100

*hors Grèce et Estonie (cette dernière n'ayant intégré la zone euro qu'en 2011)
Source : "The Economic Adjustment Programme for Greece – First review summer 2010".

Le second plan d'aide expose indirectement les pays de la zone euro à un défaut grec. Lors du sommet européen du 26 octobre 2011, il a été décidé de restructurer la dette grecque, selon un plan en deux volets. Le premier volet, baptisé *Private Sector Involve-*

4. Hors Estonie, qui n'est devenu membre de la zone euro que le 1^{er} janvier 2011 et hors Grèce.

ment⁵ (PSI), a fait conjointement intervenir les créanciers privés de la Grèce et les États membres de la zone euro *via* le Fonds européen de stabilité financière (FESF). Le second volet, *Official Sector Involvement* (OSI), est un second plan d'aide à la Grèce, mené sous l'égide du FESF et du FMI. Dans le cadre de ce plan, le FESF et le FMI se sont non seulement engagés à verser les fonds du plan de mai 2010 non encore débloqués, mais également 130 milliards d'euros pour la période 2012-2014, répartis en 109 milliards pour le FESF (voir décomposition dans le tableau 2) et 21 milliards pour le FMI.

Tableau 2. Décomposition des versements du FESF à la Grèce

En milliards d'euros

	Montants versés	Montants restant à verser	Total	
Participation au plan PSI	Titres FESF (1)	29,7	0,3	30
	Intérêts courus (2)	4,8	0,7	5,5
	Collatéral BCE (3)	35	0	35
	<i>Total</i>	<i>69,5</i>	<i>1</i>	<i>70,5</i>
Second programme (OSI)	Recapitalisation des banques (4)	25	23	48
	Reste du programme	13,4	47,7	61,1
	<i>Total</i>	<i>38,4</i>	<i>70,7</i>	<i>109,1</i>
Total	107,9	71,7	179,6	

Note : En échange des obligations grecques apportées à l'échange, les investisseurs privés ont reçu des titres du FESF, de maturité un ou deux ans, et ayant une valeur nominale égale à 15 % de l'obligation initiale, pour un montant total de 30 milliards d'euros (1). En outre, les coupons courus sur les obligations échangées ont été payés par le FESF par l'émission d'obligations de court terme pour une valeur de 4,8 milliards d'euros (2). Le FESF a également permis de garantir les obligations grecques déposées en collatéral auprès des banques centrales de la zone euro. En effet, la Grèce a été placée en défaut sélectif à la suite du PSI ; or, l'Eurosystème ne peut détenir des titres placés en défaut. Le FESF a donc émis temporairement des obligations à un an, pour un total de 35 milliards d'euros, qui remplaceront les titres grecs déposés auprès de l'Eurosystème – ces obligations devraient être récupérées par le FESF lorsque la Grèce sortira de la catégorie « défaut sélectif ». Enfin, une aide de 25 milliards a été débloquée pour recapitaliser les banques grecques (4).

Source : FESF.

Le plan OSI a été conçu sous l'égide du FESF ; il ne s'agit donc plus de prêts bilatéraux comme dans le premier plan. Le système fonctionne de la façon suivante : les pays de la zone euro apportent des garanties au FESF ; ce dernier emprunte sur les marchés financiers en émettant des titres, et prête aux pays dans le besoin. En termes comptables, ce mécanisme est sans incidence sur les finances publiques des pays membres. Cela étant, si la Grèce faisait défaut, le FESF se retournerait vers les États qui devraient le renflouer, en fonction de leur quote-part (tableau 3). Les garanties apportées par les États membres au FESF sont fournies de façon progressive, en fonction des besoins des pays qui y font appel. Si l'on considère le cas de la Grèce, les garanties apportées atteignent 108 milliards d'euros (dont 23,5 pour la France et 31,4 pour l'Allemagne).

Outre l'exposition directe et indirecte (*via* le FESF) des États à la dette grecque, les pays de la zone euro pourraient également être exposés à un défaut de la Grèce à travers leur participation à l'Eurosystème.

5. Pour plus de détails sur ce plan, on pourra se reporter à l'étude de l'OFCE, [Les infortunes de la vertu. Perspectives économiques 2012-2013 pour l'économie européenne](#), sous la direction de Xavier Timbeau, *Revue de l'OFCE*, coll. *Débats et Prévision*, p. 16.

Tableau 3. Montant des garanties apportées à la Grèce via le FESF par pays membre de la zone euro

	Quote-part dans le FESF	Garanties effectives apportées à la Grèce via le FESF (mai 2012)	Garanties totales qui seront apportées à la Grèce via le FESF à l'issue du plan
	en %	en milliards d'euros	en milliards d'euros
Allemagne	29,07	31,4	52,2
Autriche	2,99	3,2	5,4
Belgique	3,72	4	6,7
Chypre	0,21	0,2	0,4
Espagne	12,75	13,8	22,9
Estonie	0,27	0,3	0,5
Finlande	1,92	2,1	3,4
France	21,83	23,6	39,2
Grèce	0	0	0
Irlande	0	0	0
Italie	19,18	20,7	34,4
Luxembourg	0,27	0,3	0,5
Malte	0,1	0,1	0,2
Pays-Bas	6,12	6,6	11
Portugal	0	0	0
Slovaquie	1,06	1,1	1,9
Slovénie	0,51	0,6	0,9
Total	100	108	179,6

* Le calcul du montant des garanties apportées est simple. Par exemple, pour l'Allemagne, il suffit de multiplier la quote-part du pays au FESF (29,07 %) par le montant de l'aide effective totale apportée à la Grèce (107,9 milliards d'euros) pour trouver le montant des garanties effectivement apportées. On procède de la même façon pour le montant total des garanties à la fin du plan, en multipliant la quote-part du pays au FESF (29,07 %) par le montant de l'aide totale qui sera apportée à la Grèce (179,6 milliards d'euros)

Note : La clef de répartition tient compte de l'absence de la Grèce, du Portugal et de l'Irlande dans les garanties apportées.

Source : [FESF Newsletter, November 2011, n°3](#)

2. L'exposition de l'Eurosystème à la dette grecque : une position sans conséquences ?

2.1. Le gonflement du bilan consolidé de l'Eurosystème suscite des craintes...

L'Eurosystème (qui regroupe la BCE et les 17 banques centrales nationales des pays de la zone euro) a augmenté son exposition aux pays à risque : si l'on analyse le bilan consolidé de l'Eurosystème, on constate que les créances en euros aux établissements de crédit de la zone euro (postes 5 et 6) atteignent environ 1 300 milliards d'euros, et ont presque doublé par rapport à décembre 2011 où ils n'atteignaient que 730 milliards d'euros. Plus globalement, l'actif de l'Eurosystème est passé de 2 000 milliards d'euros

fin 2011 à plus de 3 000 milliards en juin 2012. Plusieurs raisons expliquent le gonflement du bilan :

- Pour soutenir le renforcement de l'activité de prêts bancaires et de la liquidité du marché monétaire de la zone euro, la BCE a décidé de mener deux opérations de refinancement à long terme (LTRO) à échéance de 3 ans pour un montant total de 1 018 milliards d'euros.
- Depuis mai 2011, la BCE mène une politique d'achat de dette publique des pays en crise : ainsi, le **Programme pour les marchés de titres (« Security Market Programme⁶ » ou SMP)** mis en place le 10 mai 2010, a conduit à l'achat d'obligations souveraines d'États européens pour un montant de [212 milliards d'euros⁷](#). Bien que la BCE ne communique pas sur la répartition des titres concernés entre États, on sait cependant qu'il a tout d'abord concerné les pays aidés (Grèce, Irlande, Portugal) et, depuis août 2011, également l'Espagne et l'Italie. Selon plusieurs sources⁸, la BCE aurait acquis environ 45 milliards d'obligations souveraines grecques grâce à ce programme.
- En outre, **la dette TARGET2 de la Banque de Grèce à l'égard de l'Eurosystème s'élève à 98 milliards d'euros⁹ au 31 avril 2012 (encadré 1)**. Le contexte de crise de la dette dans les pays périphériques a en effet conduit à l'aggravation des positions créditrices et débitrices des banques centrales nationales (BCN) en zone euro dans le système de compensation TARGET2 ; ainsi l'Allemagne a une position créditrice de près de 600 milliards d'euros¹⁰. En cas de défaut d'un pays, chacun des membres doit encaisser une perte égale à sa part dans l'Eurosystème, peu importe la position de sa balance vis-à-vis de l'Eurosystème. Les BCN des 27 pays de l'Union européenne contribuent au capital de la BCE ; en revanche, seules les BCN des pays membres de la zone euro sont tenues de financer les pertes éventuelles de la BCE.

Encadré 1. TARGET2

TARGET2 (*Trans-european Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system* ou système de transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel) est une initiative européenne lancée en 1999 pour établir une plate-forme unique pour le règlement des titres financiers au sein de la zone euro. TARGET2 permet aux BCN de régler leurs transactions transfrontalières en se transférant mutuellement des créances vis-à-vis de leur banque centrale nationale. Après chaque journée, les créances et dettes des BCN vis-à-vis de leurs banques commerciales sont cumulées et remplacées par une créance nette ou une dette nette de chaque banque centrale à l'égard de l'Eurosystème. Cette créance ou dette journalière sera ensuite intégrée au calcul des soldes cumulés TARGET2 de chaque banque centrale.

Sources : S. Fernandes et E. Rubio, [Les coûts budgétaires de la solidarité dans la zone euro : clarifications et mise en perspective](#) ; *Notre Europe*, n° 35, mai 2012 ; *Focus* n° 6, Banque de France, 31 mai 2012

6. Opération non conventionnelle d'achat de titres publics sur le marché obligataire secondaire en zone euro afin de garantir la profondeur et la liquidité de certains compartiments du marché.

7. Notons que l'échange d'obligations intervenu dans le cadre du plan PSI n'a pas touché les titres détenus par la BCE et les banques centrales nationales.

8. [Éric Dor, Quel coût direct pour la France au cas où la Grèce quitterait la zone euro ?, Working Paper, IESEG School of Management, juin 2012](#) ou [Natixis, Special Report, mai 2012](#).

9. [Balance sheet of the Bank of Greece, April 2012](#).

10. Le déséquilibre est tel qu'il y a actuellement débat sur l'opportunité de limiter la croissance des soldes, voir par exemple VoxEU, [Sinn, The ECB stealth bailout](#) ; [Whelan, Professor Sinn misses the target](#); et sur le cas particulier de l'Allemagne : [Whelan, TARGET2: Not why Germans should fear a euro breakup](#), ou [Dullien et Schieritz, German savers should applaud the growing TARGET balances](#).

2.2. ...qui doivent néanmoins être relativisées eu égard à la capacité d'absorption des pertes de l'Eurosystème

Malgré l'ampleur des pertes potentielles sur la dette publique grecque, plusieurs facteurs permettent de relativiser les conséquences d'un défaut de l'État grec sur les pays de la zone euro.

Tout d'abord, la BCE prête aux banques en échange d'un collatéral servant de garantie en cas de pertes. Bien qu'elle ait assoupli ses exigences de qualité de collatéral, elle tient compte des différences de qualité des actifs apportés dans son bilan. De plus, les banques ont l'habitude d'apporter un collatéral supérieur à ce qui est exigé.¹¹

Si l'on considère le bilan de la BCE, le risque de perte n'est pas négligeable car cette dernière a peu de capital (6,5 milliards d'euros en 2011¹²). Même l'on y ajoute les provisions et les comptes de réévaluation, on n'obtient que 36 milliards d'euros. Mais pour évaluer la solidité financière de la zone euro, ce qui compte, c'est le bilan de l'Eurosystème, autrement dit « l'addition » des bilans des BCN et de la BCE. Autrement dit, il suffirait que la BCE soit recapitalisée par les banques centrales des pays membres pour encaisser l'impact du choc grec. Au vu du bilan consolidé de l'Eurosystème, il n'y a pas de doute sur la capacité d'absorption des pertes sans inflation (CAPSI, encadré 2) de l'Eurosystème : elle atteindrait 3 400 milliards d'euros¹³, ce qui rend les montants évoqués supra absorbables en cas de défaut. Les inquiétudes sont-elles pour autant infondées ? Le débat est loin d'être tranché. Car si la BCE a besoin d'être recapitalisée par les banques centrales des pays membres, et que globalement le capital et les réserves additionnés de toutes les banques centrales paraissent suffisants, il n'est pas certain que toutes les banques centrales soient dans une situation financière équivalente : il est possible que certaines BCN (celles des États les plus fragiles) ne soient pas capables de recapitaliser suffisamment la BCE, à moins d'être elles-mêmes recapitalisées par leur État d'origine. Si ces États sont insolubles, il sera difficile de recapitaliser la BCE et la charge de la recapitalisation devra être portée par les États les plus solvables. En outre, le vide juridique existant ne permet pas de trancher sur l'exposition des États : rien dans le Traité instituant la BCE ne prévoit la possibilité que le capital des BCN puisse être insuffisant pour couvrir les pertes de la BCE, et rien n'oblige le gouvernement d'un État membre à renflouer sa BCN, même si cela est indispensable pour renflouer la BCE. La BCE a émis des *opinions* à ce sujet, mais qui n'ont pas de valeur juridique contraignante.

La probabilité pour les États membres de devoir recapitaliser les banques centrales – pour recapitaliser la BCE – semble proche de 0. Si l'on envisage néanmoins ce scénario hypothétique, les expositions potentielles sont recensées dans le tableau 4.

11. [S. Fernandes et E. Rubio, Les coûts budgétaires de la solidarité dans la zone euro : clarifications et mise en perspective, Notre Europe, n°35, mai 2012.](#)

12. [Banque centrale européenne, Les comptes annuels de la BCE pour 2011, mars 2012.](#)

13. [Citigroup, Global Economics View, Looking into the Deep Pockets of the ECB, février 2012.](#)

Encadré 2. Capacité d'absorption des pertes sans inflation de l'Eurosystème (CAPSI)

La CAPSI se décompose de la façon suivante :

– tout d'abord, l'Eurosystème (tableau) dispose d'une capacité d'absorption « conventionnelle » des pertes en zone euro, qui atteindrait près de 500 milliards d'euros. Elle se compose des 86 milliards d'euros de capital et réserves, des 399 milliards en comptes de réévaluation et des provisions (dont 6,5 milliards pour la seule BCE) ;

– cela étant, le bilan conventionnel de l'Eurosystème n'est pas symbolique de sa solidité financière. Il faut en effet ajouter la masse monétaire en circulation (889 milliards en zone euro) et la valeur actualisée des futures émissions monétaires, liée au pouvoir de seigneurage, et estimée à 2 000 milliards d'euros (sous l'hypothèse d'un taux de croissance réel de 1 % par an et un taux d'actualisation du seigneurage de 4 %).

– Enfin, le CAPSI représente la capacité d'absorption des pertes sans créer d'inflation. Si la Banque centrale ne se fixe plus de contrainte sur l'inflation, elle a une capacité de création monétaire infinie et peut toujours se sauver en créant de la monnaie. Seul bémol, une banque centrale peut faire défaut en dépit de sa capacité de création monétaire si elle possède beaucoup d'engagements libellés en devises étrangères, ce qui n'est pas le cas de l'Eurosystème. Au 8 juin 2012, la position nette de l'Eurosystème en monnaie étrangère (qui se calcule à partir du bilan consolidé de l'Eurosystème, en additionnant les rubriques 2 et 3 de l'actif et en leur retranchant les rubriques 7, 8 et 9 du passif) atteignait 1 023 milliards d'euros.

Source : Citigroup, *Global Economics View, Looking into the Deep Pockets of the ECB*, février 2012.

Bilan consolidé de l'Eurosystème, au 8 juin 2012

ACTIF (en millions d'euros)		Encours	PASSIF (en millions d'euros)		Encours
1	Avoirs et créances en or	432 702	1	Billets en circulation	888 613
2	Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro	244 526	2	Engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire	1 088 326
3	Créances en devises sur des résidents de la zone euro	49 069	3	Autres engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro	3 913
4	Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro	16 616	4	Certificats de dette émis	0
5	Concours en euros à des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire	1 185 060	5	Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro	124 720
6	Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro	189 547	6	Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro	129 600
7	Titres en euros émis par des résidents de la zone euro	605 665	7	Engagements en devises envers des résidents de la zone euro	4 006
8	Créances en euros sur des administrations publiques	30 583	8	Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro	9 890
9	Autres actifs	255 914	9	Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI	54 716
			10	Autres passifs	220 707
			11	Comptes de réévaluation	399 445
			12	Capital et réserves	85 747
TOTAL DE L'ACTIF		3 009 684	TOTAL DU PASSIF		3 009 684

Source : BCE, Communiqué de presse, 12 juin 2012.

Tableau 4. Pertes potentielles pour l'Eurosystème *via* le SMP et TARGET2

	Clé de répartition au capital de la BCE <i>en %</i>	Exposition <i>via</i> le SMP <i>en milliards d'euros</i>	Exposition <i>via</i> TARGET2 <i>en milliards d'euros</i>
Allemagne	27,8	12,5	27,3
Autriche	2,9	1,3	2,8
Belgique	3,6	1,6	3,5
Chypre	0,2	0,1	0,2
Espagne	12,2	5,5	12
Estonie	0,3	0,1	0,3
Finlande	1,8	0,8	1,8
France	20,9	9,4	20,5
Grèce	0,0*	0	0
Irlande	1,6	0,7	1,6
Italie	18,4	8,3	18
Luxembourg	0,3	0,1	0,3
Malte	0,1	0	0,1
Pays-Bas	5,9	2,6	5,7
Portugal	2,6	1,2	2,5
Slovaquie	1	0,5	1
Slovénie	0,5	0,2	0,5
Total	100	45,0	98,0

*On se place ici dans l'hypothèse d'une sortie de la Grèce de la zone euro, ce qui entraînerait une participation nulle à l'Eurosystème

Sources : Banque de Grèce, <http://www.ecb.int/ecb/orga/capital/html/index.fr.html>.

2.3. Une inconnue reste cependant le sort réservé aux titres détenus en propre par les banques centrales nationales

Contrairement aux opérations mutualisées via l'Eurosystème, lorsque les actions relèvent de décisions autonomes des BCN, le risque leur est entièrement dévolu. Or, les banques centrales nationales ont également pu constituer, pour gérer leurs réserves, leur propre portefeuille obligataire indépendamment des décisions prises par la BCE pour stabiliser les marchés. Le problème est qu'aucune évaluation précise ne permet de recenser ces montants. Cependant, là encore, les risques sont à relativiser si l'on en croit les capacités d'absorption des pertes des banques centrales nationales¹⁴. En outre, les banques grecques ont profité de la **facilité de prêt d'urgence (Emergency Liquidity Assistance)**, outil monétaire permettant aux banques centrales nationales (notamment la Banque de Grèce) de prêter exceptionnellement aux banques de leur pays afin de parer à une crise de liquidités temporaire. Le montant atteindrait 96 milliards d'euros¹⁵ pour la Banque centrale de Grèce. [Willem Buiters et Ebrahim Rahbari](#) soulignent d'ailleurs le risque associé à la création monétaire abondante par les banques centrales nationales en zone euro: ils redoutent que cela conduise à la « balkanisation » ou à la

14. Citigroup, *Global Economics View, Looking into the Deep Pockets of the ECB*, février 2012, p. 15, figure 15

15. Selon Barclays

renationalisation de la politique monétaire commune européenne, c'est-à-dire prépare des sorties en chaîne de la zone euro.

Enfin, les banques commerciales des pays de la zone euro sont faiblement exposées à la dette publique grecque, car leur exposition a été fortement réduite depuis le déclenchement de la crise en 2010. En revanche, elles sont exposées à la dette privée grecque, pour un montant de 52 milliards d'euros : or, le retour à la drachme engendrera certainement des pertes au niveau des agents privés.

3. Une exposition des banques de second rang à la dette privée grecque, un facteur qu'il ne faut pas négliger

D'après [les chiffres de la BRI](#), en décembre 2011, l'exposition des banques européennes à la dette publique grecque atteignait 16,8 milliards d'euros (21,9 milliards de dollars), dont 5 milliards d'euros pour la France, 5,2 pour l'Allemagne, 0,6 pour l'Italie et 0,2 pour l'Espagne¹⁶. Le problème de ces chiffres est qu'ils ne prennent pas en compte la restructuration de la dette intervenue en mars 2012, et qui a réduit l'exposition des banques à la dette publique grecque. En termes nominaux, la perte essuyée à court terme par les investisseurs est de 53,5 %, mais en termes de valeur nette actuelle, c'est-à-dire en prenant en compte les intérêts futurs, la décote serait en fait de 73 % à 74 % pour les investisseurs. Ainsi, en appliquant grossièrement ce taux à l'exposition des banques européennes de décembre 2011, on peut conclure approximativement que les banques européennes sont exposées à hauteur d'environ 4,5 milliards d'euros à la dette publique grecque, dont 1,3 milliards d'euros chacune pour la France et l'Allemagne (tableau 5).

Tableau 5. Exposition à la dette grecque du secteur bancaire des principaux pays de la zone euro

Débiteur	Secteur bancaire créancier					
	Belgique	France	Allemagne	Italie	Espagne	Total
Secteur public grec	0,13	1,3	1,3	0,15	0,05	2,9
Banques grecques	0,0	0,2	0,8	0,1	0,0	1,2
Secteur privé non bancaire grec	0,0	37,6	5,8	1,3	0,6	45,4

Sources : BRI, calculs de l'auteur.

En outre, en cas de sortie de la Grèce de la zone euro, les créances privées détenues par les banques européennes risquent également de se déprécier, en cas de dépréciation de la drachme par rapport à l'euro. Or, l'exposition des banques européennes est bien plus forte sur la dette privée (52 milliards d'euros selon la BRI, décembre 2011). Certaines banques européennes (notamment le Crédit Agricole ou la Société Générale en France) possèdent des filiales en Grèce, qui devront, en cas de défaut, être recapitalisées par la maison-mère.

16. Sur l'exposition des banques européennes aux pays périphériques, voir aussi [V. Touzé, Banques européennes : vers une sortie de la zone de turbulences ?, blog de l'OFCE, avril 2012.](#)

4. Conclusion

L'exposition cumulée de la zone euro à la dette grecque, hors Eurosysteme, atteindrait au maximum 199 milliards d'euros (2,3 % du PIB de la zone euro, tableau de synthèse), dont 52 milliards d'euros pour l'Allemagne (2 % du PIB) et 65 milliards d'euros pour la France (3,3 % du PIB). Si l'on inclut l'exposition à l'Eurosysteme, l'exposition cumulée de la zone euro à la dette grecque atteindrait 342 milliards d'euros (4 % du PIB de la zone euro), dont 92 milliards d'euros pour l'Allemagne (3,6 % du PIB) et 95 milliards d'euros (4,8 %) pour la France. La France apparaît le pays le plus exposé de la zone euro, à cause de l'exposition de ses banques à la dette privée grecque, *via* des filiales en Grèce. Si l'on ne considère que la dette publique grecque, en revanche, c'est l'Allemagne qui apparaît comme le pays le plus exposé à un défaut grec.

Ces montants constituent une borne supérieure: ils représentent le maximum des pertes potentielles dans le scénario le plus défavorable, à savoir le défaut total de la Grèce sur sa dette publique et privée. En outre, il est impossible de prévoir avec certitude l'ensemble des réactions en chaîne liées à une sortie de la Grèce de la zone euro : tout dépend si la sortie est concertée ou pas, si un plan de rééchelonnement des dettes est mis en place, de l'ampleur de la dépréciation de la drachme par rapport à l'euro,

L'élément « rassurant » de cette analyse est l'ordre de grandeur des pertes éventuelles (tableau de synthèse) : le choc d'une sortie de la Grèce serait absorbable, même si cela induirait un choc sur chacun des pays membres, et creuserait leur déficit, sapant leurs efforts pour revenir à l'équilibre budgétaire. En revanche, cette analyse rappelle également combien les économies des pays de la zone euro sont imbriquées, ne serait-ce que *via* l'Union monétaire, sans parler des mécanismes de solidarité budgétaire. Ainsi, une sortie de la Grèce de la zone euro risquerait d'ouvrir la boîte de Pandore, et si d'autres pays sont tentés d'imiter l'exemple grec, c'est l'ensemble de la zone euro qui risque de sombrer.

Synthèse des expositions par pays à la dette grecque

En milliards d'euros

	1) Plans d'aide		2) Eurosysteme		3) Banques commerciales		Total	Total hors Eurosysteme
	1er plan d'aide	2e plan d'aide	SMP	TARGET2	Dettes publique	Dettes privée		
Allemagne	14,7	31,4	12,5	27,3	1,3	5,1	92,3	52,5
Autriche	1,5	3,2	1,3	2,8	NC*	NC*	8,8	4,7
Belgique	1,9	4,0	1,6	3,5	0,1	0,0	11,1	6,0
Chypre	0,1	0,2	0,1	0,2	NC	NC	0,6	0,3
Espagne	6,5	13,8	5,5	12,0	0,1	0,5	38,4	20,9
Estonie	0,0	0,3	0,1	0,3	NC	NC	0,7	0,3
Finlande	1,0	2,1	0,8	1,8	NC	NC	5,7	3,1
France	11,1	23,6	9,4	20,5	1,3	29,1	95,0	65,1
Irlande	0,9	0,0	0,7	1,6	NC	NC	3,2	0,9
Italie	9,7	20,7	8,3	18,0	0,2	1,1	58,0	31,7
Luxembourg	0,1	0,3	0,1	0,3	NC	NC	0,8	0,4
Malte	0,1	0,1	0,0	0,1	NC	NC	0,3	0,2
Pays-Bas	3,1	6,6	2,6	5,7	NC	NC	18,0	9,7
Portugal	1,4	0,0	1,2	2,5	NC	NC	5,1	1,4
Slovaquie	0,5	1,1	0,5	1,0	NC	NC	3,1	1,6
Slovénie	0,3	0,6	0,2	0,5	NC	NC	1,6	0,9
Total ZE	52,9	107,7	45,0	98,0	2,9	35,8	342,3	199,3

*NC = non connu, la BRI ne donnant les expositions que de l'Allemagne, de la Belgique, de la France, de l'Italie et de l'Espagne. Les totaux sont donc calculés sans inclure les expositions des banques de second rang, sauf pour l'Allemagne, la Belgique, la France, l'Italie, l'Espagne et le total zone euro.

Sources : « The Economic Adjustment Programme for Greece – First review summer 2010 », BCE, FESF, BRI *Quarterly Review* (juin 2012), Banque de Grèce, calculs de l'auteur.