

N° 599

SÉNAT

SESSION EXTRAORDINAIRE DE 2014-2015

Enregistré à la Présidence du Sénat le 8 juillet 2015

RAPPORT D'INFORMATION

FAIT

au nom de la commission des finances (1) les risques financiers pour la France inhérents à un éventuel défaut grec,

Par M. Albéric de MONTGOLFIER,

Sénateur,
Rapporteur général.

(1) Cette commission est composée de : Mme Michèle André, *présidente* ; M. Albéric de Montgolfier, *rapporteur général* ; Mme Marie-France Beaufils, MM. Yvon Collin, Vincent Delahaye, Mmes Fabienne Keller, Marie-Hélène Des Esgaulx, MM. André Gattolin, Charles Guené, Francis Delattre, Georges Patient, Richard Yung, *vice-présidents* ; MM. Michel Berson, Philippe Dallier, Dominique de Legge, François Marc, *secrétaires* ; MM. Philippe Adnot, François Baroin, Éric Bocquet, Yannick Botrel, Jean-Claude Boulard, Michel Bouvard, Michel Canevet, Vincent Capo-Canellas, Thierry Carcenac, Jacques Chiron, Serge Dassault, Éric Doligé, Philippe Dominati, Vincent Eblé, Thierry Foucaud, Jacques Genest, Didier Guillaume, Alain Houpert, Jean-François Husson, Roger Karoutchi, Bernard Lalande, Marc Laménie, Nuihau Laurey, Antoine Lefèvre, Gérard Longuet, Hervé Marseille, François Patriat, Daniel Raoul, Claude Raynal, Jean-Claude Requier, Maurice Vincent, Jean Pierre Vogel.

SOMMAIRE

Pages

AVANT-PROPOS	5
I. LES AIDES FINANCIÈRES ACCORDÉES À LA GRÈCE	6
1. <i>Le premier programme grec : parer à l'urgence</i>	6
2. <i>Un nouveau plan en faveur de la Grèce décidé en 2011</i>	7
3. <i>Les mesures prises par la Banque centrale européenne</i>	9
II. L'EXPOSITION DE LA FRANCE À UN ÉVENTUEL DÉFAUT GREC	11
1. <i>Les coûts de l'assistance financière à la Grèce</i>	11
2. <i>Les risques portés par la France</i>	13
EXAMEN EN COMMISSION	17

Mesdames, Messieurs,

Dès avant l'éclatement de la crise économique et financière, des économistes¹ considéraient que les déséquilibres devant résulter du partage d'une monnaie et d'une politique monétaire communes entre des pays présentant des situations et des objectifs économiques différents conduiraient inmanquablement à l'émergence de désaccords et, par conséquent, à un échec de l'euro. Aussi l'euro, expression aboutie du projet d'union politique des peuples d'Europe, pouvait-il être considéré comme le creuset des conflits de demain entre les nations européennes, voire avec les pays non-européens comme les États-Unis.

Une décennie après l'introduction de l'euro, le 1^{er} janvier 1999, l'avenir de de la monnaie unique semblait pourtant assuré, donnant tort à ceux qui s'étaient montrés sceptiques à son endroit lors de sa création. En effet, l'euro s'était imposé comme monnaie de réserve et de transaction alternative au dollar. De même, il paraissait être en mesure de traverser les crises, ayant résisté à l'éclatement de la bulle Internet au début des années 2000 et à la crise des *subprimes* de 2007.

Cependant, aujourd'hui, force est de constater que notre perception des choses a changé. **Les dissensions apparues au premier semestre 2015 entre la République hellénique et le « groupe de Bruxelles », nouvelle désignation depuis février dernier de la Troïka, composée de la Commission européenne, du Fonds monétaire international (FMI) et de la Banque centrale européenne (BCE), ont de nouveau fait naître des doutes concernant la capacité de la Grèce à rester au sein de la zone euro** et suscité des inquiétudes quant à la stabilité de cette dernière. Les développements qui suivent s'attachent donc à revenir sur les aides financières accordées à la Grèce, l'exposition de la France à un éventuel défaut grec et à envisager les conséquences possibles d'un « Grexit ».

¹ Par exemple, Martin Feldstein, « EMU and International Conflict », *Foreign Affairs*, vol. 76, n° 6, 1997, p. 60-73.

I. LES AIDES FINANCIÈRES ACCORDÉES À LA GRÈCE

Différents programmes d'assistance financière ont dû être déployés au profit de la Grèce au gré des sursauts de la crise de la dette publique grecque, débutée en mai 2010. Les caractéristiques de ces programmes sont rappelées ci-après, de même que les mesures prises par la Banque centrale européenne (BCE) en faveur de la Grèce.

1. Le premier programme grec : parer à l'urgence

En octobre 2009, le Premier ministre grec, Georges Papandréou, a révélé la sous-estimation de la dégradation des finances publiques de la Grèce, imputable aux manipulations budgétaires de ses prédécesseurs. Les fondements de la crise de la dette publique grecque et, plus généralement, de la crise des dettes souveraines dans la zone euro étaient posés. Constatant le caractère insoutenable de sa dette, **la Grèce s'est résolue, le 23 avril 2010, à demander une aide financière au Fonds monétaire international (FMI) et à l'Union européenne.**

À la suite de cela, **un plan d'aide de 110 milliards d'euros a été décidé le 2 mai de cette même année.** Celui-ci comprenait 80 milliards d'euros de prêts bilatéraux des États membres de la zone euro, au prorata de leur part respective dans le capital de la Banque centrale européenne (BCE)¹ en excluant la Grèce, ainsi qu'un prêt de 30 milliards d'euros du FMI. **Les prêts bilatéraux effectivement versés se sont élevés à 52,9 milliards d'euros ;** en effet, les versements ont cessé à compter du mois de mars 2012, en raison du déploiement du deuxième programme d'assistance – le solde des prêts bilatéraux, de 27,1 milliards d'euros, ayant été repris par le Fonds européen de stabilité financière (FESF).

Les caractéristiques des prêts bilatéraux étaient initialement alignées sur celles prévues dans l'accord signé entre la Grèce et le FMI. Ainsi, le versement des prêts était conditionné à la réalisation d'un programme d'ajustement faisant l'objet d'une revue trimestrielle menée conjointement avec le Fonds. Les tirages étaient autorisés durant 3 années et les remboursements devaient intervenir à l'issue d'une période de grâce de 3 ans, suivant une trimestrialité constante pendant 5 ans. Les taux d'intérêt étaient fixés à Euribor² + 2 % au cours des 3 premières années, puis à Euribor + 3 % les années suivantes.

Toutefois, **dès le mois de juin 2010, les États de la zone euro ont allégé les conditions des prêts à la Grèce,** alors que le FMI maintenait les

¹ Ainsi la France s'était-elle engagée à apporter 21 % des prêts bilatéraux accordés, soit 16,8 milliards d'euros ; toutefois, seuls 11,4 milliards d'euros ont effectivement été versés par cette dernière du fait de la mise en place du deuxième programme d'assistance à la Grèce.

² Euribor – Euro Interbank Offered Rate – désigne le taux d'intérêt moyen, pour une échéance donnée, auquel les principales banques européennes se consentent des prêts en euros.

siennes inchangées. Ainsi, les taux d'intérêt pratiqués ont été abaissés de 100 points de base, la maturité des prêts a été allongée de 5 à 7,5 ans et la période de grâce prolongée de 2 ans.

Au total, **en mars 2012, 73 milliards d'euros de financements avaient été apportés à la Grèce dans le cadre du premier programme d'aide** – soit 52,9 milliards d'euros de prêts bilatéraux et 20,1 milliards d'euros financés par le FMI.

2. Un nouveau plan en faveur de la Grèce décidé en 2011

Toutefois, **au printemps 2011, le premier programme d'assistance en faveur de la Grèce s'est révélé insuffisant**. La dégradation de la conjoncture économique ajoutée aux retards pris dans la mise en œuvre du plan d'ajustement ont conduit à écarter l'éventualité d'un retour de la Grèce sur les marchés financiers au premier semestre de l'année 2012 comme cela était initialement prévu. Dans ces conditions, **à la suite de la décision du 21 juillet 2011 des chefs d'État et de gouvernement de la zone euro, un nouveau plan d'aide en faveur de la Grèce a été défini**, dont les modalités concrètes ont été arrêtées lors de la réunion de l'Eurogroupe du 20 février 2012¹ – compte tenu des tensions apparues entre temps, dont les difficultés rencontrées par les grandes banques européennes dans l'accès aux financements en dollar à l'été 2011.

Ce plan d'aide a comporté trois volets. Tout, d'abord, **un abandon de créance était demandé au secteur privé – le *Private Sector Involment (PSI)* –, qui a consenti une décote nominale de 53,5 % des titres obligataires détenus**, soit une réduction de la dette souveraine de la Grèce d'un montant de près de 105 milliards d'euros.

Ensuite, **les États de la zone euro ont accepté de restructurer de nouveau les prêts bilatéraux qu'ils avaient accordés** ; les taux d'intérêt demandés ont été ramenés à Euribor + 1,5 %, au lieu d'Euribor + 2 % puis 3 % (cf. *supra*), avec effet rétroactif à juin 2011, la maturité des prêts a été allongée de 7,5 à 15 ans et la période de grâce prolongée de 5 à 10 ans. Par suite, **le remboursement des prêts bilatéraux doit débuter en 2020**.

Enfin, **un deuxième programme d'assistance financière a été mis en place au profit de la Grèce**, venant mettre fin au premier plan décidé en 2010. Ce deuxième programme portait sur un montant maximal de **171,6 milliards d'euros, dont 143,6 milliards d'euros financés par le Fonds européen de stabilité financière (FESF) avant la fin du premier semestre de l'année 2014 – délai finalement reporté au 30 juin 2015² – et 28 milliards**

¹ Cf. déclaration de l'Eurogroupe du 21 février 2012.

² En décembre 2014, le programme du Fonds européen de stabilité financière (FESF) a été étendu de deux mois, jusqu'en février 2015. La formation du nouveau gouvernement, à la suite des élections législatives du mois de janvier dernier, a conduit à engager une nouvelle phase de discussions entre les autorités helléniques et l'Eurogroupe. Aussi un accord a-t-il été trouvé à lors de la réunion de

d'euros apportés par le FMI avant la fin 2016, intégrant un prêt additionnel de 19,8 milliards d'euros auquel venaient s'ajouter 8,2 milliards d'euros au titre des prêts non déboursés dans le cadre du premier programme.

Ainsi, **au 31 mars 2015, le total des programmes d'assistance établis au profit de la Grèce s'élevait à 244,6 milliards d'euros**, dont 215,7 milliards d'euros avaient été déboursés et 28,9 milliards d'euros restaient à verser, comme le montre le tableau ci-après. **Le montant des aides versées directement ou indirectement à la Grèce par les États de la zone euro - soit 183,8 milliards d'euros - représentait donc 1,8 % du PIB de la zone au début de l'année 2015.**

Tableau n° 1 : Programmes d'assistance en faveur de la Grèce au 31 mars 2015

(en milliards d'euros)

	Total des programmes	Montants déboursés	Reste à déboursier
Prêts bilatéraux	52,9	52,9	0,0
Fonds européen de stabilité financière (FESF)	143,6	130,9	12,7
Fonds monétaire international (FMI)	48,1	31,9	16,2
Total	244,6	215,7	28,9

Source : commission des finances du Sénat (à partir des données transmises par le Gouvernement en mai 2015)

Il convient de souligner que le « reste à déboursier » du FESF tient compte de la **restitution, décidée par l'Eurogroupe le 20 février 2015, de 10,9 milliards d'euros au Fonds européen, qui avaient été déboursés pour la recapitalisation des banques grecques**, mais qui n'avaient pas été utilisés, les besoins du secteur bancaire grec ayant été inférieurs à la prévision ; ainsi l'encours du prêt du FESF a-t-il été réduit à due concurrence¹.

Enfin, **lors de la réunion de l'Eurogroupe du 26 novembre 2012, de nouveaux allègements de la dette publique de la Grèce ont été consentis**. Premièrement, la maturité des prêts bilatéraux a été allongée de 15 années et les taux d'intérêt appliqués ont été abaissés de 100 points de base - ceux-ci étant donc ramenés à Euribor + 0,5 %. Deuxièmement, la maturité des prêts du Fonds européen de stabilité financière (FESF) a également été étendue de 15 ans et les frais de garantie payés au titre de ces prêts ont été abaissés de 10 points de base.

l'Eurogroupe du 20 février 2015 pour étendre à nouveau le programme du FESF au 30 juin de cette année, de manière à ce que la Grèce puisse bénéficier du versement de la dernière tranche du programme.

¹ *Alors qu'il était initialement prévu que ce prêt de 10,9 milliards d'euros puisse être déboursé à nouveau au profit de la Grèce en cas de besoin, un communiqué de presse du Fonds européen de stabilité financière (FESF) du 30 juin 2015 a indiqué que celui-ci était annulé du fait de l'expiration du programme au profit de la République hellénique à cette date. De même, la tranche de 1,8 milliard d'euros restante est également devenue indisponible. Aussi, dans les faits, il n'existe plus à ce jour de « reste à déboursier » au titre du programme d'assistance du FESF à la Grèce.*

Pour finir, il a été décidé que les États de la zone euro rétrocéderaient à la Grèce un montant équivalent aux revenus perçus par les banques centrales nationales (BCN) sur les titres obligataires grecs ; les montants ainsi rétrocédés représenteraient 13,9 milliards d'euros sur la période 2012-2025, comprenant 9,9 milliards d'euros versés entre 2013 et 2025 au titre des revenus perçus sur les titres grecs acquis par les BCN dans le cadre du programme pour les marchés de titres (PMT) – ou *Security market programme* (SMP) – et 4 milliards d'euros rétrocédés entre 2012 et 2020 pour les revenus perçus par les banques centrales nationales sur les titres grecs détenus en compte propre¹.

3. Les mesures prises par la Banque centrale européenne

Le programme SMP figure parmi les différentes mesures adoptées par la Banque centrale européenne (BCE) au profit de la Grèce. Pour reprendre les termes de la BCE, ce programme, consistant en des interventions sur les marchés obligataires publics et privés de la zone euro, visait à « garantir la profondeur et la liquidité des compartiments de marché qui connaiss[aient] des dysfonctionnements et affect[aient] le mécanisme de transmission de la politique monétaire »² et à réduire les tensions sur les taux d'intérêt à long terme sur les titres de dette des États du Sud de l'Europe. Du fait des acquisitions de titres dans le cadre du programme SMP, les avoirs grecs détenus par l'Eurosystème – qui intègre la Banque centrale européenne et les banques centrales nationales – s'élevaient à **18,1 milliards d'euros au 31 décembre 2014**³, comme le montre le tableau ci-après. Ce montant était encore de 30,8 milliards d'euros au 31 décembre 2012⁴.

Tableau n° 2 : Avoirs de l'Eurosystème au titre du programme SMP (31 décembre 2014)

(en milliards d'euros)

	Montant nominal (en Md€)	Valeur comptable* (en Md€)	Échéance résiduelle moyenne (années)
Irlande	9,7	9,3	4,3
Grèce	19,8	18,1	3,5
Espagne	28,9	28,6	3,8
Italie	76,2	73,9	3,8
Portugal	14,9	14,3	3,3
Total	149,4	144,3	3,7

* Les avoirs au titre du programme SMP sont valorisés au coût amorti

Source : Banque centrale européenne (19 février 2015)

¹ Cf. rapport annuel de performances (RAP) du compte d'affectation spéciale « Participation de la France au désendettement de la Grèce » annexé au projet de loi de finances pour 2015.

² Cf. décisions du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne du 21 mai 2010.

³ Cf. communiqué de presse de la Banque centrale européenne du 19 février 2015.

⁴ Cf. communiqué de presse de la Banque centrale européenne du 21 février 2013.

Le programme SMP a été interrompu à la suite de l'annonce, en septembre 2012, du programme d'opérations monétaires sur titres (OMT)¹ – ou *Outright Monetary Transactions* ; ce dernier consiste, dans son principe, en des achats conditionnés, sur les marchés secondaires, d'obligations souveraines des États de la zone euro d'une durée comprise entre un et trois ans sans aucune limite quantitative fixée au préalable. Pour bénéficier de l'OMT, l'État concerné doit avoir fait appel au Fonds européen de stabilité financière (FESF) ou au Mécanisme européen de stabilité (MES) et accepté les conditionnalités afférentes aux aides apportées par ces derniers ; à cet égard, la BCE a souligné que les opérations monétaires sur titres seraient suspendues « dès qu'elles aur[ai]ent atteint leur objectif ou en cas de non-respect du programme d'ajustement macroéconomique ou du programme de précaution ». S'il n'a jamais été effectivement mis en œuvre, le programme OMT est néanmoins parvenu à contenir les primes de risque appliquées aux titres de dette des États périphériques de la zone euro². En effet, l'existence de celui-ci vient « signaler » avec force la volonté de la Banque centrale européenne (BCE) d'intervenir massivement afin d'éviter toute déstabilisation de la zone euro – un dispositif qui pourrait se révéler utile si les relations entre l'Eurogroupe et la Grèce devaient prendre une tournure plus problématique encore et menacer la stabilité de la zone euro.

Par ailleurs, en dépit des difficultés apparues dans le cadre des négociations entre le « groupe de Bruxelles » et le gouvernement grec, **la Banque centrale européenne (BCE) a maintenu l'accès des banques grecques au mécanisme de liquidité d'urgence, appelé *Emergency liquidity assistance* (ELA), et ce y compris après l'annonce par le Premier ministre, Alexis Tsipras de la tenue d'un référendum le 5 juillet 2015 portant sur le programme d'ajustement proposé par le « groupe de Bruxelles »³.**

À titre de rappel, les établissements de crédit de la zone euro peuvent recevoir des concours de la BCE par le biais des opérations de politique monétaire mais aussi, exceptionnellement, à travers le mécanisme de liquidité d'urgence. Ce dispositif prévoit **la fourniture, par une banque centrale nationale (BCN) de l'Eurosystème, de monnaie banque centrale ou de toute assistance pouvant entraîner une augmentation de la monnaie banque centrale à une institution financière solvable faisant face à des problèmes de liquidité temporaires.** Si l'octroi de facilités d'urgence

¹ Cf. communiqué de presse de la Banque centrale européenne du 6 septembre 2012.

² Il convient de rappeler que la conformité du programme d'opérations monétaires sur titres (OMT) de la Banque centrale européenne (BCE) au droit de l'Union européenne a fait l'objet d'une contestation devant la Cour constitutionnelle allemande ; toutefois, saisie par cette dernière dans le cadre d'un renvoi préjudiciel, la Cour de justice de l'Union européenne (CJUE) a jugé, dans une décision du 16 juin 2015, que le programme OMT était compatible avec le droit de l'Union (cf. arrêt de la CJUE du 16 juin 2015, « Gauweiler », affaire C-62/14). Toutefois, la Cour de Karlsruhe devra encore trancher la question de la conformité du programme OMT à la Loi fondamentale allemande.

³ Cf. communiqué de presse de la Banque centrale européenne (BCE) du 28 juin 2015.

incombe à la banque centrale nationale concernée, il revient au Conseil des gouverneurs de la BCE d'encadrer ces opérations¹.

Ainsi, le 28 juin 2015, la Banque centrale européenne a maintenu le plafond de l'aide d'urgence aux banques grecques à son niveau antérieur, soit 89 milliards d'euros. Selon les dernières informations disponibles, la Banque centrale européenne avait refusé un nouveau relèvement de ce plafond demandé par la Banque de Grèce au lendemain du référendum².

Enfin, l'Eurosystème a accumulé les créances sur la Banque de Grèce à travers le système de paiement TARGET2³. En temps normal, les paiements sont compensés par des financements privés par le biais du marché interbancaire. Toutefois, en l'absence de financements interbancaires, la Banque de Grèce accumule une dette dite « TARGET2 » en contrepartie des paiements de gros réalisés pour le compte des banques commerciales du pays. Selon les états financiers de la Banque de Grèce publiés le 31 mai 2015, cette dette atteignait à cette date 100,3 milliards d'euros.

Au total, l'Eurosystème est donc « exposé » à un éventuel défaut grec à hauteur d'environ 118,4 milliards d'euros, compte tenu des avoirs détenus au titre du programme SMP et de la dette dite « TARGET2 » de la Banque de Grèce.

II. L'EXPOSITION DE LA FRANCE À UN ÉVENTUEL DÉFAUT GREC

Envisager un éventuel défaut grec, en particulier au lendemain d'une large victoire du « non » au référendum organisé le 5 juillet dernier par le gouvernement grec⁴, implique de s'interroger sur l'exposition de la France à celui-ci. Par suite, les développements qui suivent reviennent sur les coûts supportés par notre pays au titre de l'assistance financière apportée à la Grèce, avant d'envisager les risques qui s'y rattachent.

1. Les coûts de l'assistance financière à la Grèce

Les coûts supportés par la France au titre de l'assistance financière apportée à la Grèce sont de différentes natures. Viennent, tout d'abord, les coûts budgétaires, qui intègrent en premier lieu le prêt bilatéral accordé à la République hellénique, donnant lieu au versement de 4,4 milliards

¹ Cf. article 14.4 des statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne.

² Communiqué de presse de la Banque centrale européenne du 6 juillet 2015.

³ TARGET2 est le système de paiement à règlement brut en temps réel (RBTR) en euro, développé et géré par l'Eurosystème. Entré en production en novembre 2007, faisant suite à TARGET, ce système ne traite que les paiements en gros.

⁴ Selon le ministère de l'intérieur grec, 61,31 % des participants au référendum – le taux de participation s'élevant à 62,5 % – se sont prononcés en faveur du « non ».

d'euros en 2010 puis de 6,9 milliards d'euros en 2011, pour atteindre un total de 11,4 milliards d'euros.

En second lieu, **des moindres recettes budgétaires résultent des versements de la France à la Grèce au titre de la restitution des revenus perçus par la Banque de France sur les titres grecs détenus pour compte propre ou dans le cadre du programme SMP (cf. *supra*) ; ceci a pour effet de minorer le dividende versé par la Banque de France à l'État**, même si le projet annuel de performances annexé au projet de loi de finances pour 2015 du compte d'affectation spéciale « Participation de la France au désendettement de la Grèce », qui retrace ces opérations, indique que le « *chiffage précis de cet impact se heurte toutefois à l'impossibilité de savoir si la Grèce aurait été en mesure d'honorer ses engagements en l'absence du soutien des pays de la zone euro, dont ce programme fait partie* ». En tout état de cause, le tableau ci-après présente la chronique prévisionnelle des versements de la France à la Grèce dans ce cadre. Au total, **les rétrocessions représenteraient 2,8 milliards d'euros sur la période 2012-2025.**

Tableau n° 3 : Rétrocession de la France des revenus perçus sur les titres grecs détenus par l'Eurosystème*

(en millions d'euros)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Total
Titres grecs détenus en compte propre	198,7	149,0	101,8	123,5	92,6	56,0	19,3	7,7	5,7	-	-	-	-	-	754,3
Titres grecs détenus au titre du programme SMP	-	450,0	399,0	309,0	233,0	183,0	148,0	118,0	86,0	35,0	27,0	26,0	22,0	24,0	2 060,0
Total	198,7	599	500,8	432,5	325,6	239,0	167,3	125,7	91,7	35,0	27,0	26,0	22,0	24,0	2 814,3

* Au prorata de la quote-part de la France dans le capital de la Banque centrale européenne (BCE), à savoir 20 % environ.

Source : rapport annuel de performances du compte d'affectation spéciale « Participation de la France au désendettement de la Grèce » annexé au projet de loi de finances pour 2015

S'agissant des garanties apportées par la France au Fonds européen de stabilité financière (FESF)¹, celles-ci n'ont pas donné lieu à la mobilisation de crédits budgétaires – une dépense effective n'étant à prévoir que dans l'éventualité d'un appel des garanties. Toutefois, à l'instar du prêt bilatéral octroyé par la France à la Grèce, les prêts accordés par le FESF à cette dernière accroissent la dette publique française.

¹ La loi n° 2011-1117 du 19 septembre 2011 de finances rectificative pour 2011 a autorisé un plafond de garantie de 159 milliards d'euros. Toutefois, au 31 mars 2015, l'exposition de la France au titre de la garantie qu'elle apporte au Fonds européen de stabilité financière (FESF) était de 67,5 milliards d'euros en principal, intégrant 42,8 milliards d'euros correspondant à la quote-part de la France, soit 22 % environ, et 24,7 milliards d'euros de « sur-garanties » – qui ont pour objet d'assurer que le FESF soit en mesure d'honorer intégralement ses engagements dans l'hypothèse où la garantie du Fonds serait appelée et seuls les six garants les mieux notés (Allemagne, Autriche, Finlande, France, Luxembourg et Pays-Bas) honorerait leurs engagements. Les « sur-garanties » ne sont pas comptabilisées sans la dette publique des États.

En effet, dans un avis du 27 janvier 2011, Eurostat a estimé que **les fonds levés dans le cadre du Fonds européen de stabilité financière devaient être enregistrés dans la dette brute des États de la zone euro en proportion de leur part dans la garantie accordée**. L'institut de statistiques a considéré que le FESF ne réunissait pas toutes les caractéristiques habituelles d'une unité institutionnelle au sens du système européen de comptes dit « SEC 95 », dans la mesure où il ne disposait pas d'une « *capacité d'initiative et [avait] une autonomie de décision limitée dans l'exercice de sa fonction principale, l'octroi de prêts aux États en difficulté* », les décisions relatives à cette mission principale étant soumises à l'approbation préalable des États de la zone euro¹.

Par conséquent, **le montant de la dette publique de la France imputable aux prêts accordés par le FESF à la Grèce s'élevait à 31 milliards d'euros en 2014 et devrait représenter 29 milliards d'euros en 2015** – cette diminution s'expliquant par la restitution de 10,9 milliards d'euros au Fonds en raison de la révision des besoins de recapitalisation des banques grecques (cf. *supra*). Aussi, comme le fait apparaître le tableau ci-après, **l'assistance financière apportée à la Grèce représentait-elle 42,4 milliards d'euros de dette publique française en 2014, soit 1,5 % du PIB**.

Tableau n° 4 : Impact du soutien financier à la Grèce sur la dette publique de la France

(en milliards d'euros)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)	2017 (p)
Prêts bilatéraux	4,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4
FESF	-	-	23,6	29,2	31,0	29,0	29,0	29,0
Total	4,4	11,4	35	40,6	42,4	40,4	40,4	40,4

(p) : prévisions

Source : commission des finances du Sénat (à partir des données transmises par le Gouvernement)

2. Les risques portés par la France

Les développements qui précèdent permettent de mieux identifier les risques portés par la France dans l'éventualité d'un défaut grec ou du déploiement d'un nouveau programme d'assistance. **Le prêt bilatéral accordé à la Grèce est, sans aucun doute, le plus exposé au risque de non remboursement de la Grèce car il ne dispose pas de garanties propres**. Aussi, en cas de « répudiation » par la Grèce de la dette née du prêt bilatéral accordé par la France, **le déficit public français s'en trouverait dégradé à hauteur du montant de la dette annulée, la perte observée correspondant, en comptabilité nationale, à un flux de dépenses enregistré l'année où elle est constatée** ; par suite, si un défaut total venait à être constaté en 2015, le besoin de financement de notre pays serait accru de 11,4 milliards d'euros au

¹ Cf. communiqué de presse 13/2011 d'Eurostat du 27 janvier 2011.

titre de cet exercice – soit de près de 0,5 point de PIB. À cela viendraient s'ajouter **les pertes de recettes du fait du non remboursement du capital et des intérêts devant débiter en 2020.**

De même, **une restructuration partielle du capital du prêt bilatéral conduirait à une augmentation des dépenses publiques, et donc du déficit, au cours de l'année de l'annulation**, ainsi qu'à des pertes de recettes au titre des exercices au cours desquels le prêt devait être remboursé ; à titre d'exemple, **un abandon de 10 % du capital du prêt bilatéral en 2015 aurait pour conséquence de dégrader le déficit public de 1,1 milliard d'euros.** Enfin, **une nouvelle baisse des taux d'intérêt demandés par les États membres de la zone euro aboutirait à de moindres recettes lors des années supposées de remboursement du prêt**, participant à une hausse du besoin de financement de la France.

Si, en application de l'article 24 de la loi organique relative aux lois de finances (LOLF)¹, les pertes résultant d'une dénonciation ou d'une restructuration du prêt bilatéral de la France devraient être retracées dans le compte de concours financiers « Prêts à des États étrangers » – qui a porté le prêt bilatéral – et faire l'objet d'une disposition dans la loi de règlement de l'exercice concerné, **les opérations de restructurations – comme les allègements de charges d'intérêt ou la modification des délais de remboursement – ne sont pas soumises à l'autorisation du Parlement**, et ce en dépit de leurs éventuelles incidences sur le déficit public ou le compte général de l'État. Seul l'octroi du prêt a dû faire l'objet d'une autorisation parlementaire.

S'agissant des garanties apportées par France au Fonds européen de stabilité financière (FESF), **celles-ci ne seraient appelées que si le Fonds risquait de ne pas être en mesure d'honorer le paiement des sommes dues au titre des obligations émises afin d'apporter des prêts à la Grèce.** Toutefois, une publication du FESF précise qu'« *aussi longtemps que le [Fonds] continue à bénéficier d'un accès favorable au marché et est en mesure de refinancer ses instruments de dette, il ne sera pas nécessaire d'appeler la garantie des États membres* », avant de conclure qu'« *il n'y a aucune raison de croire que le FESF perdra son accès au marché* »². En tout état de cause, **les principaux remboursements de la Grèce au FESF doivent intervenir entre 2023 et 2054 ;** avant cela, les paiements grecs ne présenteront qu'une ampleur modeste, permettant au Fonds de faire « tampon » face à un éventuel défaut grec. S'il n'y a pas à anticiper de dépenses budgétaires au titre du FESF, il convient malgré tout de relever qu'**une dénonciation totale ou partielle de la dette de la Grèce à l'égard du Fonds viendrait dégrader, en comptabilité nationale, le déficit de la France au prorata des garanties apportées – de la même**

¹ Loi organique n° 2001-692 du 1^{er} août 2001 relative aux lois de finances.

² Mécanisme européen de stabilité (MES), FAQ document on Greece, 30 juin 2015 [traduction de la commission des finances du Sénat].

manière que pour les prêts bilatéraux, le Fonds étant « transparent » du point de vue de la comptabilité nationale.

Par ailleurs, il convient de relever **les risques portés par la France du fait son appartenance à l'Eurosystème face à un défaut de la Grèce**. En effet, comme cela a été indiqué précédemment, ce dernier est exposé à un tel défaut à hauteur d'environ 118,4 milliards d'euros en raison des avoirs détenus au titre du programme SMP et de la dette dite « TARGET2 » de la Banque de Grèce. Dès lors, compte tenu de sa quote-part dans le capital de la Banque centrale européenne (BCE), soit 20,26 % en 2014, **l'exposition de la France à ce titre est de près de 24 milliards d'euros**. Aussi, un défaut grec pourrait conduire à devoir recapitaliser la Banque de France par l'État, entraînant une dégradation du déficit en comptabilité budgétaire et en comptabilité nationale.

Toutefois, **il faut également noter qu'en cas de défaut grec, les restitutions de revenus perçus par la Banque de France sur les titres grecs (cf. supra) seraient susceptibles de cesser** ; en effet, les articles 2 des conventions du 3 mai 2012 et du 26 juin 2013 prévoient que « *le dispositif sera revu dans l'hypothèse d'une rupture de la Grèce des conditions contractuelles fixées par le plan, ou d'une restructuration des titres détenus par la Banque de France ou de l'annonce par le Fonds monétaire international et/ou de l'Union européenne de l'interruption de leur soutien financier en raison d'une rupture par la Grèce des conditions qui y sont attachées* »¹.

Enfin, **que ce soit dans l'éventualité d'un défaut grec ou dans celle du déploiement d'un nouveau programme d'assistance au profit de la Grèce, le Mécanisme européen de stabilité (MES) pourrait être mobilisé**². En effet, ce dernier pourrait être appelé à intervenir afin d'aider certains États « fragiles » à faire face aux tensions susceptibles de naître à la suite d'un « Grexit » ou, plus simplement, pour accorder un prêt à la République hellénique. Quoi qu'il en soit, **une mobilisation du MES devrait, dans l'immédiat, être sans incidence sur les finances publiques de la France**. En effet, en vertu d'une décision du 31 janvier 2013 d'Eurostat, **contrairement à la dette émise par le FESF, celle contractée par le Mécanisme européen de stabilité ne vient pas accroître le niveau d'endettement des États de la zone euro**, ce dernier ayant le statut d'institution financière internationale. Il en ressort qu'**une émission obligataire du MES afin de financer la Grèce ne viendrait pas augmenter la dette publique de la France**. La capacité de prêt du Mécanisme européen de stabilité – cumulée avec celle du FESF –, de 701,9 milliards d'euros, est couverte par le capital « libéré », soit 80 milliards

¹ Cf. projet annuel de performances du compte d'affectation spéciale « Participation de la France au désendettement de la Grèce » annexé au projet de loi de finances pour 2015, p. 24.

² À titre de rappel, le Mécanisme européen de stabilité (MES) apporte d'ores et déjà une assistance financière à l'Espagne et à Chypre à hauteur, respectivement, de 38,2 milliards d'euros et de 5,7 milliards d'euros au 31 mars 2015.

d'euros¹, apporté par les États parties au traité créateur. En raison de l'existence de ce « coussin » de sécurité, **il paraît peu probable que le capital « callable » du MES soit mobilisé, tendant à exclure une nouvelle dépense budgétaire pour la France en cas d'intervention du Mécanisme.**

Il convient de relever qu'à la différence du Bundestag, **le Parlement français ne dispose d'aucun droit de regard sur les opérations engagées par le Mécanisme européen de stabilité** – sauf à ce que le capital « callable » dût être mobilisé, entraînant alors une dépense budgétaire qui requiert une autorisation parlementaire. **Seule une information trimestrielle des commissions des finances de l'Assemblée nationale et du Sénat est prévue par la loi du 14 mars 2012 de finances rectificative pour 2012².** À l'inverse, en application de la loi de finances du 29 juin 2012, une autorisation du Bundestag est requise, notamment, pour tout recours d'un État membre à un programme d'aide d'urgence dans le cadre du MES, de même que pour le protocole d'accord définissant la conditionnalité dont est assortie cette aide.

À ce jour, **les plus grands doutes subsistent quant à l'évolution à venir de la situation grecque.** La dette publique grecque a atteint 177,1 % du PIB en 2014, pour un déficit public de 3,5 % du PIB, et ce dans un contexte de croissance économique atone (+ 0,8 % en 2014 et + 0,5 % en 2015) après plusieurs années de récession ; aussi paraît-il aujourd'hui improbable que les objectifs arrêtés en novembre 2012, et notamment le retour de la dette publique de la Grèce aux alentours de 124 % du PIB à l'horizon 2020, puissent être atteints.

Quoi qu'il en soit, du fait que le Fonds monétaire international (FMI) a dû constater le défaut de paiement de la Grèce en raison du non versement de 1,5 milliard d'euros qui devait intervenir le 30 juin 2015, de l'expiration du programme du Fonds européen de stabilité financière (FESF) à cette même date, à défaut de la conclusion d'un nouvel accord, et de la victoire du « non » au référendum organisé par le gouvernement grec le 5 juillet dernier, **l'éventualité d'une sortie de la Grèce de la zone euro, soit d'un « Grexit », a perdu sa dimension « théorique ».** Si une solution ne pouvait être trouvée à court terme, **la prochaine étape d'importance serait l'échéance du 20 juillet prochain, date à laquelle la Grèce doit rembourser 3,5 milliards d'euros d'obligations souveraines détenues par la Banque centrale européenne (BCE)** et où cette dernière, si ce remboursement n'intervenait pas, devrait décider de continuer ou non à fournir des liquidités aux banques commerciales grecques par le biais du mécanisme de liquidité d'urgence – à supposer que leur accès à l'*Emergency liquidity assistance* (ELA) soit maintenu d'ici là.

¹ La souscription de la France au capital du Mécanisme européen de stabilité (MES) correspond à 16,3 milliards d'euros de capital appelé – versés en cinq tranches entre octobre 2012 et avril 2014.

² Cf. article 33 de la loi n° 2012-354 du 14 mars 2012 de finances rectificative pour 2012.

EXAMEN EN COMMISSION

Au cours d'une réunion tenue le mercredi 8 juillet 2015, sous la présidence de Mme Michèle André, présidente, la commission a **procédé à l'examen du rapport de M. Albéric de Montgolfier, rapporteur général, sur les risques financiers pour la France inhérents à un éventuel défaut grec.**

À l'issue d'un débat, la commission a autorisé sa publication sous la forme d'un rapport d'information.

Le compte-rendu de cette réunion peut être consulté sur le site Internet du Sénat :

<http://www.senat.fr/fin/travaux.html>