En kiosques : novembre 2018

En Italie et en Turquie comme ailleurs, les gouvernements cèdent aux marchés

L'investisseur ne vote pas

C'est une saynète désormais bien rodée. Un gouvernement — progressiste ou réactionnaire — prend une décision qui contrevient aux préférences de la finance. Les marchés menacent, le pouvoir politique renonce, les médias applaudissent. La crise italienne a démontré que le « cercle de la raison » néolibérale ressemble de plus en plus à un nœud coulant passé autour du cou de l'électeur.

John Keane. — « The Speculators and the Idealogues » (Les Spéculateurs et les idéologues), 1985

© John Keane - Flowers Gallery, Londres, New York

Les Européens viennent de le redécouvrir : l'un des acteurs les plus influents de leurs démocraties se préoccupe peu des urnes. Son nom ? « L'investisseur ».

Au mois de mai 2018, le président italien Sergio Mattarella a plongé un instant son pays dans la crise en rejetant la nomination de M. Paolo Savona au poste de ministre de l'économie. Ce dernier avait le soutien des deux partis chargés de former un gouvernement, la Ligue (extrême droite) et le Mouvement 5 étoiles (« antisystème »)… mais il ne portait pas l'Union européenne dans son cœur. « La désignation du ministre de l'économie constitue toujours un message immédiat de confiance ou d'alarme pour les opérateurs économiques et financiers », justifia le chef de l'État le 27 mai. Or l'investisseur chérit l'Union, façonnée pour le lui rendre au centuple.

Le nom de M. Savona faisant planer sur l'Italie la menace du courroux des marchés, Ligue et Mouvement 5 étoiles reverraient leur copie. Et, s'ils n'y parvenaient pas, précisa le commissaire européen au budget Günther Oettinger, les Italiens retourneraient aux urnes, édifiés : « Les développements pour l'économie de l'Italie pourraient être si draconiens que cela pourrait être un signal possible adressé aux électeurs pour ne pas choisir des populistes de gauche et de droite. » Ce ne fut pas nécessaire. Moins d'une semaine plus tard, la coalition proposait un nouveau candidat au poste de ministre de l'économie, apparemment plus compatible avec le projet européen. L'eurosceptique Savona se trouvait relégué à un rôle secondaire aux yeux des investisseurs : celui de ministre des affaires européennes…

Les Italiens venaient-ils d'éviter le pire, ou avaient-ils exagéré la menace ? Autrement dit : est-il possible d'engager un bras de fer contre les marchés financiers et de l'emporter ? C'est ce qu'a récemment tenté le président turc Recep Tayyip Erdoğan, lors d'une escarmouche riche d'enseignements.

Exigences contradictoires

Si l'on imaginait une échelle graduée de la détermination politique, l'ancien président français François Hollande pourrait en incarner l'un des pôles ; M. Erdoğan occuperait alors la borne opposée. D'un côté la consistance du flan, de l'autre la fermeté de l'acier. Purge des dissidents, arrestations discrétionnaires, irritabilité géopolitique : le chef de l'État turc affiche une résolution rare. Dans la panoplie des mouvements de troupe, le repli stratégique ne constitue pas sa manœuvre préférée. Et pourtant, il vient de se voir contraint à une retraite humiliante sur la question des taux d'intérêt.

De la même façon que le nord vers lequel pointe l'aiguille de la boussole structure l'espace, les taux d'intérêt pratiqués par la banque centrale d'un pays — dits taux directeurs — en organisent l'environnement économique. De ces derniers découlent la plupart des autres taux d'intérêt de l'économie, notamment ceux que les établissements privés proposent aux ménages et aux entreprises. Lorsque la banque centrale baisse son taux directeur, elle facilite l'accès au crédit, aiguillonnant de la sorte l'investissement des entreprises et la consommation des ménages, bref l'ensemble de l'activité. Une telle politique peut également conduire à une hausse de l'inflation si cet accroissement de la consommation et de l'investissement ne s'accompagne pas d'une hausse similaire de la production de biens et de services sur le territoire.

Pour les investisseurs en devises, le taux directeur d'une banque centrale permet surtout de calculer les profits qu'ils peuvent escompter de leurs placements. Or les spéculateurs raffolent de l'opération consistant à s'endetter dans une monnaie pour placer les fonds empruntés dans une autre devise à taux d'intérêt fort (le carry trade). Un exemple : début juin 2018, la banque centrale américaine (Réserve fédérale) pratique un taux directeur d'environ 2 %, permettant à un investisseur de lever 1 million de dollars pour un coût annuel de 20 000 dollars. L'emprunteur peut convertir ses billets verts en livres turques, et profiter d'un placement rémunéré sur la base du taux directeur turc : 15 % (1).

On pourrait s'interroger sur l'intérêt de récompenser ainsi les touristes du marché de change. Dans le cadre d'une économie financiarisée, l'opération s'avère déterminante, puisque l'afflux de dollars offre l'un des seuls moyens d'équilibrer ses comptes. Ceux de la Turquie souffrent d'un déséquilibre structurel lié aux besoins énergétiques du pays : le pétrole et le gaz qu'elle consomme — et qu'elle doit faire venir de l'étranger — grèvent sa balance commerciale. Ankara dépend donc des devises charriées par les investisseurs.

Comme la plupart des pays émergents (Afrique du Sud, Brésil, Indonésie…), la Turquie se trouve confrontée à des exigences contradictoires. Celles des investisseurs, peu enclins à transiger sur l'ampleur des profits qu'ils attendent et qu'il s'agit de séduire par le biais de taux d'intérêt gonflés aux anabolisants. Celles de l'économie productive, qui a besoin de crédits suffisamment bon marché pour ne pas faire s'envoler les coûts de production ou pour faciliter la consommation des ménages et l'accès au logement. Autrement dit : un taux directeur réduit, qui limite les profits des spéculateurs…

Dans cet affrontement, les investisseurs comptent le plus souvent sur un allié de poids : la banque centrale elle-même. Le diktat de son « indépendance » s'est désormais imposé à bon nombre des pays dont il est question ici au prétexte d'extraire la politique monétaire — le pilotage de la valeur de la monnaie et des taux d'intérêt du pays — des mains de dirigeants politiques que les processus électoraux invitaient trop souvent à souhaiter satisfaire les besoins de leurs électeurs, en facilitant l'accès au crédit (baisse des taux d'intérêt) ou en faisant tourner la planche à billets (hausse de l'inflation). Une « dérive démagogique » que les idéologues néolibéraux (monétaristes) — politiquement victorieux à partir de la fin des années 1970 — ont entravée en soumettant les banques centrales indépendantes… à leurs propres préférences : des taux d'intérêt élevés et, surtout, la lutte contre l'inflation, qui grignote la valeur du pécule des nantis en réduisant celle de la monnaie.

Depuis quelque temps, le président turc avait laissé entendre qu'à ses yeux l'économie turque devait s'adapter aux exigences de l'économie productive ainsi qu'à celles de l'islam, qui condamne l'usure. Son projet ? Réduire le taux directeur. Partageant leur effroi, le Financial Times rapporte que « les investisseurs étrangers espéraient que M. Erdoğan profiterait de sa visite à Londres [au mois de mai 2018] pour les rassurer (2) ». Erreur. S'exprimant sur Bloomberg TV le 15 mai, le président turc a confirmé que les taux d'intérêt élevés constituaient selon lui « la source des problèmes, pas leur solution », et qu'une victoire lors des élections anticipées du 24 juin lui permettrait de reprendre la main sur la politique monétaire du pays.

Jusque-là, la nature répressive du régime de M. Erdoğan n'avait pas coûté la moindre nuit de sommeil aux marchés financiers. Ses déclarations sur Bloomberg TV marquèrent « un tournant », selon un consultant financier interrogé par le Financial Times : « Pendant longtemps, les investisseurs

s'étaient imaginé que ce gouvernement leur était favorable » (24 mai). Alarmé par la prétention d'un dirigeant politique à s'emparer de l'outil monétaire — une « décision arbitraire » —, l'économiste en chef du journal de la City Martin Wolf l'invita à « démontrer (…) qu'il [pouvait] piloter la Turquie de manière convenable » (25 mai). « Convenable », c'est-à-dire en harmonie avec les préférences des investisseurs. « Cela peut en déranger certains, mais ce sont ceux qui pilotent l'État qui rendent compte aux citoyens », avait plaidé M. Erdoğan sur Bloomberg TV pour justifier une limitation de l'indépendance d'une banque centrale blindée contre les besoins des électeurs.

Le président turc n'avait pas rendu son micro aux techniciens de Bloomberg que la guerre éclata… Le jour même, les investisseurs se retirent du marché stambouliote, provoquant un plongeon de la valeur de la livre turque d'environ 20 % en un mois. Les importations deviennent mécaniquement plus coûteuses (puisqu'il faut davantage de livres pour obtenir une même quantité de dollars), et le coût de la vie s'envole. Le départ des investisseurs prive par ailleurs la Turquie des fonds étrangers dont elle a besoin pour tenir ses engagements envers le reste du monde, notamment ses dettes publiques et privées (celles des entreprises s'avèrent colossales). À quelques semaines d'un scrutin électoral, les nuages s'accumulent dangereusement. L'homme fort de la droite nationaliste turque cède : il renonce à empêcher une première hausse du taux directeur turc de 13,5 % à 16,5 %, le 24 mai, puis à 17,75 % le 7 juin.

Pays membre de la zone euro, l'Italie se trouve moins soumise aux fluctuations du marché des changes que la Turquie. Elle n'en est pas pour autant prémunie des sollicitudes de la finance. La carotide que les investisseurs ont identifiée chez leurs « partenaires » européens pour y appliquer le tranchant de leur lame porte le nom de spread.

À partir des années 1970, et sous l'influence des monétaristes, les États cessent de se financer auprès de leurs banques centrales (un mécanisme accusé de doper l'inflation) et réduisent la fiscalité, en particulier sur les hauts revenus. Ils obtiennent donc les liquidités dont ils ont besoin auprès des investisseurs en émettant des bons du Trésor, ou obligations. Bref, des titres de la dette d'État. Ces titres s'échangent de deux façons distinctes. Sur le marché primaire, l'État « émet » ses obligations, qui comportent un prix et un taux d'intérêt. Le prix correspond au montant prêté, le taux d'intérêt fixe la rémunération. Pour un prix de 100 euros, un taux d'intérêt de 3 % offre un gain, appelé « coupon », de 3 euros par an.

Mais rares sont les investisseurs qui souhaitent conserver leurs titres jusqu'à maturité (entre deux et cinquante ans selon les titres). L'échange avant échéance s'effectue sur le marché secondaire. Lorsqu'une obligation d'État est très demandée, le titre prend de la valeur : d'un prix d'émission de 100 euros, il passe à une valeur de 150 euros, par exemple. Dans le cas contraire, il se déprécie. Le coupon, lui, ne varie pas. Il correspond en revanche à un pourcentage variable en fonction du prix : 3 euros représentent 3 % de 100 euros ; si le titre plonge à 60 euros, le même coupon de 3 euros équivaut à 5 % du nouveau prix. On parle alors d'une variation du taux d'intérêt : s'il s'accroît, c'est que le titre se voit boudé.

Knut le Grand, déjà…

De façon à mesurer l'attrait des diverses obligations, les investisseurs les comparent toutes à des titres similaires, jugés « forts », car sans risque. Dans le domaine de la dette européenne, ils comparent donc les taux d'intérêt des titres à ceux émis par l'Allemagne, pays considéré comme le

plus solvable. Plus le taux d'intérêt des titres italiens s'accroît, plus ils divergent des obligations allemandes : entre les deux dettes, l'écart, également mesuré en points de pourcentage, s'agrandit. En anglais, écart se dit spread… et l'investisseur parle anglais. En d'autres termes, plus le spread s'élève, plus les taux d'intérêt pratiqués sur le marché primaire, lors de l'émission de dettes, devront être élevés, pour que les investisseurs ne délaissent pas les nouvelles obligations au profit de celles circulant sur le marché secondaire.

Entre avril et mai 2018, le spread italien (la différence entre les taux d'intérêt exigés par les investisseurs pour acheter des titres émis sur dix ans par Berlin et Rome) a doublé. Or l'Italie affiche un endettement important, supérieur à 130 % du produit intérieur brut (PIB). Comme, pas plus que les autres, le pays n'est pas en mesure de rembourser rubis sur l'ongle de telles sommes, il doit procéder au « roulage » de la dette : émettre régulièrement des titres pour rembourser les acquéreurs des précédents. L'accroissement du spread s'avère donc suffisamment coûteux pour convaincre les élites politiques d'apaiser les marchés au plus vite. D'où le choix du président italien…

Dans un éditorial du 24 mai, le Financial Times se félicitait de la décision du président turc d'« abdiquer » : « Recep Tayyip Erdoğan (…) vient d'apprendre une douloureuse leçon qu'enseignait déjà le roi Knut le Grand, souverain d'Angleterre au XIe siècle. On raconte que ce dernier s'asseyait devant la marée montante pour montrer aux flagorneurs qui l'entouraient qu'il ne régnait pas sur la mer. De la même façon, M. Erdoğan vient d'apprendre que la marée de la finance mondialisée ne se soumettra pas à lui. » Confronté à une telle force, « tout dirigeant avisé accommodera sa politique ».

« Dès lors qu'il n'envisage pas de mettre un terme au financement de l'État sur les marchés », aurait-il fallu ajouter. Pour l'heure, cela ne fait partie ni du projet de la Ligue, ni de celui du Mouvement 5 étoiles, ni de celui de la droite nationaliste turque. Ce qui ne signifie pas que les marchés ont toujours imposé leurs vues : le président américain Richard Nixon, par exemple, leur résista en 1971, lorsqu'il décida de suspendre la convertibilité du dollar en or. Ce qui était possible hier le demeure, et d'autres forces politiques — progressistes, par exemple — pourraient renouer avec l'ambition dans ce domaine. Mais libérer la démocratie du pouvoir des investisseurs impliquera d'engager un conflit d'une rare violence, dont il s'agit de mesurer les implications. Avant de s'y préparer.

Renaud Lambert & Sylvain Leder

Professeur de sciences économiques et sociales, a participé à la coordination du Manuel d'économie critique du Monde diplomatique, 2016.

Voir le second volet de cette analyse dans le numéro d'octobre, « Face aux marchés, le scénario d'un bras de fer ».

(1) Auquel il convient toutefois de retrancher le niveau de l'inflation et le coût de change.

(2) Laura Pitel, Benedict Mander, Jonathan Wheatley et Roger Blitz, « Turkish lira leads broad sell-off in emerging market currencies », Financial Times, Londres, 15 mai 2018.

Voir le second volet de cette analyse dans le numéro d'octobre, « Face aux marchés, le scénario d'un bras de fer ».

(1) Auquel il convient toutefois de retrancher le niveau de l'inflation et le coût de change.

(2) Laura Pitel, Benedict Mander, Jonathan Wheatley et Roger Blitz, « Turkish lira leads broad sell-off in emerging market currencies », Financial Times, Londres, 15 mai 2018.

En perspective

Victimes consentantes des marchés

Renaud Lambert, septembre 2016

Pour les États, l'ampleur du problème que pose la dette publique découle de deux facteurs : les conditions auxquelles elle a été contractée et la capacité des créanciers à exiger leur remboursement. Or, au fil des siècles, les pouvoirs publics semblent s'être évertués à durcir les premières tout en renforçant la seconde… →

Les marchés financiers ont un visage

Geoffrey Geuens, mai 2012

Les socialistes européens dénoncent souvent avec virulence la finance qui règne sans partage ; mais cette image désincarnée des « marchés » a pour effet de laisser dans l'ombre les bénéficiaires de la crise et des mesures d'austérité en cours. →

Et si on commençait la démondialisation financière ?

Frédéric Lordon, mai 2010

Les investisseurs étrangers détiennent 70 % de la dette grecque. Une situation qui place la politique du pays sous tutelle des institutions financières. Pour s'affranchir du pouvoir de bailleurs abusifs, il faut... renationaliser la dette. →

Écouter cet article

15:04 • Lu par Arnaud Romain

Télécharger le fichier mp3 Toutes les lectures

EN ITALIE ET EN TURQUIE COMME AILLEURS, LES GOUVERNEMENTS CÈDENT AUX MARCHÉS

L'investisseur ne vote pas

C'est une saynète désormais bien rodée. Un gouvernement – progressiste ou réactionnaire – prend une décision qui contrevient aux préférences de la finance. Les marchés menacent, le pouvoir politique renonce, les médias applaudissent. La crise italienne a démontré que le « cercle de la raison » néolibérale ressemble de plus en plus à un nœud coulant passé autour du cou de l'électeur.

PAR RENAUD LAMBERT ET SYLVAIN LEDER *

Les Européens viennent de le redécouvrir : l'un des acteurs les plus influents de leurs démocraties se préoccupe peu des urnes. Son nom ? « L'investisseur ».

Au mois de mai 2018, le président italien Sergio Mattarella a plongé un instant son pays dans la crise en rejetant la nomination de M. Paolo Savona au poste de ministre de l'économie. Ce dernier avait le soutien des deux partis chargés de former un gouvernement, la Ligue (extrême droite) et le Mouvement 5 étoiles (« anti-système »)... mais il ne portait pas l'Union européenne dans son cœur. « *La désignation du ministre de l'économie constitue toujours un message immédiat de confiance ou d'alarme pour les opérateurs économiques et financiers* », justifia le chef de l'État le 27 mai. Or l'investisseur chérit l'Union, façonnée pour le lui rendre au centuple.

Le nom de M. Savona faisant planer sur l'Italie la menace du courroux des marchés, Ligue et Mouvement 5 étoiles reverraient leur copie. Et, s'ils n'y parvenaient pas, précisa le commissaire européen au budget Günther Oettinger, les Italiens retourneraient aux urnes, édifiés : « *Les développements pour l'économie de l'Italie pourraient être si draconiens que cela pourrait être un signal possible adressé aux électeurs pour ne pas choisir des populistes de gauche et de droite.* » Ce ne fut pas nécessaire. Moins d'une semaine plus tard, la coalition proposait un nouveau candidat au poste de ministre de l'économie, apparemment plus compatible avec le projet européen. L'eurosceptique Savona se trouvait relégué à un rôle secondaire aux yeux des investisseurs : celui de ministre des affaires européennes...

Les Italiens venaient-ils d'éviter le pire, ou avaient-ils exagéré la menace ? Autrement dit : est-il possible d'engager un bras de fer contre les marchés financiers et de l'emporter ? C'est ce qu'a récemment tenté le président turc Recep Tayyip Erdoğan, lors d'une escarmouche riche d'enseignements.

Exigences contradictoires

S'il l'on imaginait une échelle graduée de la détermination politique, l'ancien président français François Hollande pourrait en incarner l'un des pôles ; M. Erdoğan occuperait alors la borne opposée. D'un côté la consistance du flan, de l'autre la fermeté de l'acier. Purge des dissidents, arrestations discrétionnaires, irritabilité géopolitique : le chef de l'État turc affiche une résolution rare. Dans la panoplie des mouvements de troupe, le repli stratégique ne constitue pas sa manœuvre préférée. Et pourtant, il vient de se voir contraint à une retraite humiliante sur la question des taux d'intérêt.

De la même façon que le nord vers lequel pointe l'aiguille de la boussole structure l'espace, les taux d'intérêt pratiqués par la banque centrale d'un pays – dits taux directeurs – en organisent l'environnement économique. De ces derniers découlent la plupart des autres taux d'intérêt de l'économie, notamment ceux que les établissements privés proposent aux ménages et aux entreprises. Lorsque la banque centrale baisse son taux directeur, elle facilite l'accès au crédit, aiguillonnant de la sorte l'investissement des entreprises et la consommation des ménages, bref l'ensemble de l'activité. Une telle politique peut également conduire à une hausse de l'inflation si cet accroissement de la consommation et de l'investissement ne s'accompagne pas d'une hausse similaire de la production de biens et de services sur le territoire.

Pour les investisseurs en devises, le taux directeur d'une banque centrale permet surtout de calculer les profits qu'ils peuvent escompter de leurs placements. Or les spéculateurs raffolent de l'opération consistant à s'endetter dans une monnaie pour placer les fonds empruntés dans une autre devise à taux d'intérêt fort (le *carry trade*). Un exemple : début juin 2018, la banque centrale américaine (Réserve fédérale) pratique un taux directeur d'environ 2 %, permettant à un investisseur de lever 1 million de dollars pour un coût annuel de 20 000 dollars. L'emprunteur peut convertir ses billets verts en livres turques, et profiter d'un placement rémunéré sur la base du taux directeur turc : 15 % (1).

On pourrait s'interroger sur l'intérêt de récompenser ainsi les touristes du marché de change. Dans le cadre d'une économie financiarisée, l'opération s'avère déterminante, puisque l'afflux de dollars offre l'un des seuls moyens d'équilibrer ses comptes. Ceux de la Turquie souffrent d'un déséquilibre structurel lié aux besoins énergétiques du pays : le pétrole et le gaz qu'elle consomme – et qu'elle doit faire venir de l'étranger – grèvent sa balance commerciale. Ankara dépend donc des devises chamières par les investisseurs.

Comme la plupart des pays émergents (Afrique du Sud, Brésil, Indonésie...), la Turquie se trouve confrontée à des exigences contradictoires. Celles des investisseurs, peu enclins à transiger sur l'ampleur des profits qu'ils attendent et qu'il s'agit de séduire par le biais de taux d'intérêt gonflés aux anabolisants. Celles de l'économie productive, qui a besoin de crédits suffisamment bon marché pour ne pas faire s'envoler les coûts de production ou pour faciliter la consommation des ménages et l'accès au logement. Autrement dit : un taux directeur réduit, qui limite les profits des spéculateurs...

JOHN KEANE. – « The Speculators and the Ideologues » (Les Spéculateurs et les idéologues), 1985

Dans cet affrontement, les investisseurs comptent le plus souvent sur un allié de poids : la banque centrale elle-même. Le diktat de son « indépendance » s'est désormais imposé à bon nombre des pays dont il est question ici au prétexte d'extraire la politique monétaire – le pilotage de la valeur de la monnaie et des taux d'intérêt du pays – des mains de dirigeants politiques que les processus électoraux invitaient trop souvent à souhaiter satisfaire les besoins de leurs électeurs, en facilitant l'accès au crédit (baisse des taux d'intérêt) ou en faisant tourner la planche à billets (hausse de l'inflation). Une « dérive démagogique » que les idéologues néolibéraux (monétaristes) – politiquement victorieux à partir de la fin des années 1970 – ont entravée en soumettant les banques centrales indépendantes... à leurs propres préférences : des taux d'intérêt élevés et, surtout, la lutte contre l'inflation, qui grignote la valeur du pécule des nantis en réduisant celle de la monnaie.

Depuis quelque temps, le président turc avait laissé entendre qu'à ses yeux l'économie turque devait s'adapter aux exigences de l'économie productive ainsi qu'à celles de l'islam, qui condamne l'usure. Son projet ? Réduire le taux directeur. Partageant leur effroi, le *Financial Times* rapporte que « *les investisseurs étrangers espéraient que M. Erdoğan profiterait de sa visite à Londres* [au mois de mai 2018] *pour les rassurer* (2) ». Erreur. S'exprimant sur Bloomberg TV le 15 mai, le président turc a confirmé que les taux d'intérêt élevés constituaient selon lui « *la source des problèmes, pas leur solution* », et qu'une victoire lors des élections anticipées du 24 juin lui permettrait de reprendre la main sur la politique monétaire du pays.

Jusque-là, la nature répressive du régime de M. Erdoğan n'avait pas coûté la moindre nuit de sommeil aux marchés financiers. Ses déclarations sur Bloomberg TV marquèrent « *un tournant* », selon un consultant financier interrogé par le *Financial Times* : « *Pendant longtemps, les investisseurs s'étaient imaginé que ce gouvernement leur était favorable* » (24 mai). Alarmé par la prétention d'un dirigeant politique à s'emparer de l'outil monétaire – une « *décision arbitraire* » –, l'économiste en chef du journal de la City Martin Wolf l'invita à « *démontrer (...) qu'il [pouvait] piloter la Turquie de manière convenable* » (25 mai). « Convenable », c'est-à-dire en harmonie avec les préférences des investisseurs. « *Cela peut en déranger certains, mais ce sont ceux qui pilotent l'État qui rendent compte aux citoyens* », avait plaidé M. Erdoğan sur Bloomberg TV pour justifier une limitation de l'indépendance d'une banque centrale blindée contre les besoins des électeurs.

Le président turc n'avait pas rendu son micro aux techniciens de Bloomberg que la guerre éclata... Le jour même, les investisseurs se retirent du marché stambouliote, provoquant un plongeon de la valeur de la livre turque d'environ 20 % en un mois. Les importations deviennent mécaniquement plus coûteuses (puisqu'il faut davantage de livres pour obtenir une même quantité de dollars), et le coût de la vie s'envole. Le départ des investisseurs prive par ailleurs la Turquie des fonds étrangers dont elle a besoin pour tenir ses engagements envers le reste du monde, notamment ses dettes publiques et privées (celles des entreprises s'avèrent colossales). À quelques semaines d'un scrutin électoral, les nuages s'accumulent dangereusement. L'homme fort de la droite nationaliste turque cède : il renonce à empêcher une première hausse du taux directeur turc de 13,5 % à 16,5 %, le 24 mai, puis à 17,75 % le 7 juin.

Pays membre de la zone euro, l'Italie se trouve moins soumise aux fluctuations du marché des changes que la Turquie. Elle n'en est pas pour autant prémunie des sollicitudes de la finance. La carotide que les investisseurs ont identifiée chez leurs « partenaires » européens pour y appliquer le tranchant de leur lame porte le nom de *spread*.

À partir des années 1970, et sous l'influence des monétaristes, les États cessent de se financer auprès de leurs banques centrales (un mécanisme accusé de doper l'inflation) et réduisent la fiscalité, en particulier sur les hauts revenus. Ils obtiennent donc les liquidités dont ils ont besoin auprès des investisseurs en émettant des bons du Trésor, ou obligations. Bref, des titres de la dette d'État. Ces titres s'échangent de deux façons distinctes. Sur le marché primaire, l'État « émet » ses obligations, qui comportent un prix et un taux d'intérêt. Le prix correspond au montant prêté, le taux d'intérêt fixe la rémunération. Pour un prix de 100 euros, un taux d'intérêt de 3 % offre un gain, appelé « coupon », de 3 euros par an.

Mais rares sont les investisseurs qui souhaitent conserver leurs titres jusqu'à maturité (entre deux et cinquante ans selon les titres). L'échange avant échéance s'effectue sur le marché secondaire. Lorsqu'une obligation d'État est très demandée, le titre prend de la valeur : d'un prix d'émission de 100 euros, il passe à une valeur de 150 euros, par exemple. Dans le cas contraire, il se déprécie. Le coupon, lui, ne varie pas. Il correspond en revanche à un pourcentage variable en fonction du prix : 3 euros représentent 3 % de 100 euros ; si le titre plonge à 60 euros, le même coupon de 3 euros équivaut à 5 % du nouveau prix. On parle alors d'une variation du taux d'intérêt : s'il s'accroît, c'est que le titre se voit boudé.

Knut le Grand, déjà...

De façon à mesurer l'attrait des diverses obligations, les investisseurs les comparent toutes à des titres similaires, jugés « forts », car sans risque. Dans le domaine de la dette européenne, ils comparent donc les taux d'intérêt des titres à ceux émis par l'Allemagne, pays considéré comme le plus solvable. Plus le taux d'intérêt des titres italiens s'accroît, plus ils divergent des obligations allemandes : entre les deux dettes, l'écart, également mesuré en points de pourcentage, s'agrandit. En anglais, écart se dit *spread*... et l'investisseur parle anglais. En d'autres termes, plus le *spread* s'élève, plus les taux d'intérêt pratiqués sur le marché primaire, lors de l'émission de dettes, devront être élevés, pour que les investisseurs ne délaissent pas les nouvelles obligations au profit de celles circulant sur le marché secondaire.

Entre avril et mai 2018, le *spread* italien (la différence entre les taux d'intérêt exigés par les investisseurs pour acheter des titres émis sur dix ans par Berlin et Rome) a doublé. Or l'Italie affiche un endettement important, supérieur à 130 % du produit intérieur brut (PIB). Comme, pas plus que les autres, le pays n'est pas en mesure de rembourser rubis sur l'ongle de telles sommes, il doit procéder au « roulage » de la dette : émettre régulièrement des titres pour rembourser les acquéreurs des précédents. L'accroissement du *spread* s'avère donc suffisamment coûteux pour convaincre les élites politiques d'apaiser les marchés au plus vite. D'où le choix du président italien...

Dans un éditorial du 24 mai, le *Financial Times* se félicitait de la décision du président turc d'« *abdiquer* » : « *Recep Tayyip Erdoğan (...) vient d'apprendre une douloureuse leçon qu'enseignait déjà le roi Knut le Grand, souverain d'Angleterre au XIe siècle. On raconte que ce dernier s'assoyait devant la marée montante pour montrer aux flagorneurs qui l'entouraient qu'il ne régnait pas sur la mer. De la même façon, M. Erdoğan vient d'apprendre que la marée de la finance mondialisée ne se soumettra pas à lui.* » Confronté à une telle force, « *tout dirigeant avisé accommodera sa politique* ».

« Dès lors qu'il n'envisage pas de mettre un terme au financement de l'État sur les marchés », aurait-il fallu ajouter. Pour l'heure, cela ne fait partie ni du projet de la Ligue, ni de celui du Mouvement 5 étoiles, ni de celui de la droite nationaliste turque. Ce qui ne signifie pas que les marchés ont toujours imposé leurs vues : le président américain Richard Nixon, par exemple, leur résista en 1971, lorsqu'il décida de suspendre la convertibilité du dollar en or. Ce qui était possible hier le demeure, et d'autres forces politiques – progressistes, par exemple – pourraient renouer avec l'ambition dans ce domaine. Mais libérer la démocratie du pouvoir des investisseurs impliquera d'engager un conflit d'une rare violence, dont il s'agit de mesurer les implications. Avant de s'y préparer.

* Professeur de sciences économiques et sociales, a participé à la coordination du *Manuel d'économie critique du Monde diplomatique*, 2016.

(1) Auquel il convient toutefois de retrancher le niveau de l'inflation et le coût du change.

(2) Laura Pitel, Benedict Mander, Jonathan Wheatley et Roger Blitz, « Turkish lira leads broad sell-off in emerging market currencies », *Financial Times*, Londres, 15 mai 2018.