

## A partir d'un épisode de la relation dollar/euro

# Construction de la valeur de la monnaie

A l'automne 2010, afin de relancer la croissance dans le contexte récessif qui régnait après la crise financière de 2008, la Fed<sup>1</sup> décide d'injecter 600 milliards de dollars dans le circuit économique en rachetant des bons du Trésor. Une partie de la dette publique des Etats-Unis est ainsi prise en charge par la banque, qui la paie en créditant le compte des vendeurs.

« Les Etats-Unis abusent-ils du dollar en tant que monnaie de réserve internationale en faisant tourner la planche à billets ? », demande ainsi par SMS un téléspectateur de France 5<sup>2</sup>, le 14 octobre 2011.

En réponse, l'une des invitées s'emploie aussitôt à déconstruire la métaphore de la « planche à billets ». Il s'agit de l'économiste Hélène Baudchon, spécialiste des Etats-Unis : « L'expression “planche à billets”, explique-t-elle, est un peu caricaturale. Le jargon des économistes est “injection de liquidités”... ». Puis elle poursuit, en substance : « ... Alors oui, la banque centrale américaine a créé de l'argent à partir de rien. Le fait est que les effets sur le dollar sont ambigus : tant qu'il y a des inquiétudes et des craintes de créer de la monnaie, de “faire marcher la planche à billets”, ça fait baisser le dollar parce qu'il y a plus de dollars qui circulent et donc ça pèse sur sa valeur. Mais dès que les marchés, on va dire..., réalisent que ça peut éventuellement soutenir la croissance américaine, le dollar se retrouve tiré vers le haut, il en bénéficie et s'apprécie contre l'euro ... ».

Que nous dit cette spécialiste ici ?

Premièrement, que deux systèmes de représentation circulent, sans nous préciser quels acteurs les véhiculent. L'anonymat est soigneusement préservé grâce à deux méthodes rhétoriques : l'utilisation d'une tournure impersonnelle (« il y a des craintes... »), et la synecdoque qui personnifie les « marchés ».

Deuxièmement, que ces deux systèmes se sont succédés en 2011 (« tant qu'il y a des inquiétudes... Mais dès que les marchés... »).

Troisièmement, que la valeur du dollar est au bout du compte déterminée par chacun de ces deux systèmes représentations, car le passage de l'un à l'autre s'est accompagné d'un retournement de tendance sur les marchés des changes (« dès que les marchés...réalisent...le dollar se retrouve tiré vers le haut »)

Elle nous le dit en filigrane. Elle a raison de nous le dire.

Le premier système de représentation combine trois éléments qui consistent respectivement et en même temps :

---

<sup>1</sup> Abréviation pour *Federal System of Reserve* (Système fédéral de réserve), c'est la banque centrale des Etats-Unis.

<sup>2</sup> Au cours de l'émission « C dans l'air », animée sur France 5 par Yves Calvi, et intitulée ce jour-là « Obama accuse l'Europe ».

à considérer la création de monnaie comme une fabrication de billets, pilotée d'« en haut » par l'Etat ; c'est la fameuse « planche à billets » ;  
à déduire la valeur interne d'une monnaie de sa quantité ;  
à confondre, enfin, la valeur interne et la valeur externe d'une monnaie.

Qu'on me permette maintenant de mettre en évidence cette combinaison, en commençant par le premier élément. Je précise au préalable que je m'appuie ici sur une documentation limitée dans le temps, dans sa thématique et dans ses sources. En effet, les références concerneront la période 2010-2011, plus précisément le 4<sup>e</sup> trimestre 2010 et l'année civile 2011, choix que j'avoue arbitraire, opportuniste et parfaitement contingent, lié au hasard de l'écoute d'un débat économique télévisé, un parmi tant d'autres<sup>3</sup>. La politique monétaire des Etats-Unis, de l'Angleterre et de la BCE dans cette période orienteront le choix des références bibliographiques toutes issues, troisième limitation, d'une source unique : le journal *Le Monde*<sup>4</sup>. Le registre du langage économique y est relativement soutenu, les écrits de chercheurs côtoient ceux des journalistes spécialisés ainsi que les points de vue politiques. Si nul ne saurait y prouver l'absence de toute idéologie, il reste que le ton est tout sauf militant. Dans ces conditions, toute représentation susceptible d'être mise en évidence ici a d'autant plus de chances de l'être dans tout autre médium, ce qui n'excuse en rien le caractère limitatif de la documentation, mais qui souligne surtout le caractère inachevé de la recherche, laquelle n'a pas d'autre prétention que d'inspirer des héritiers.

## La « planche à billets »

L'expression « planche à billets » a été utilisée 44 fois dans le texte ou le titre d'un article du *Monde* ou de *lemonde.fr* dans le dernier trimestre de l'année 2010. A l'exception de six, la plupart de ces occurrences étaient liées à la politique pratiquée alors par les Etats-Unis, et relayées par leur banque centrale, la Fed sous la forme de l'achat massif de titres de la dette publique.

Dans les années qui suivent, la fréquence de ces occurrences est beaucoup plus faible. Ainsi, le terme est revenu 71 fois en une année, entre le 1<sup>er</sup> septembre 2010 et le 31 août 2011. Autrement dit, le seul 4<sup>e</sup> trimestre 2010 représente plus du tiers des occurrences de cette période annuelle. La métaphore a été utilisée 65 fois en 2010, respectivement 54 et 57 fois en 2011 et 2012, respectivement 34 et 26 fois en 2013 et 2014. On voit donc très clairement que la fréquence de l'utilisation de cette métaphore va décroissant dans la première moitié de la décennie 2010, même si on la retrouve 45 fois en 2015, mais seulement 15 fois au cours de la première moitié de l'année 2016.

Il est à noter que si l'expression « planche à billets » est trop imagée pour ne pas risquer d'induire le public en erreur, son utilisation par *Le Monde* n'est généralement pas inappropriée. En effet, elle sert presque toujours à évoquer la fourniture par une banque centrale de *billets* en échange de titres dans le cadre d'une politique monétaire accommodante, ce qui n'est qu'un cas particulier de création monétaire. En revanche, l'expression est, comme il se doit, beaucoup moins fréquemment utilisée pour désigner la

---

<sup>3</sup> Cf. supra, premier §.

<sup>4</sup> *Le Monde* pour *lemonde.fr* ou *lemonde.fr*. Je m'abstiendrai de le préciser à chaque fois.

création de monnaie d'une manière générale, dont il faut savoir qu'elle est due à l'activité des banques et se mesure par la différence entre les crédits qu'elles accordent et ceux qui leur sont remboursés au cours d'une période donnée. L'action de la banque centrale n'est que l'arbre qui cache la forêt. Mais quand il en est question, il est très difficile d'échapper à la métaphore de la planche à billets. Illustrons successivement ces trois constats.

D'abord, donc, la métaphore de la planche à billets est presque toujours utilisée pour évoquer l'action qu'exerce une banque centrale dans le cadre d'une politique monétaire accommodante. C'était le cas, à l'exception de 6 d'entre eux, de l'ensemble des 44 articles qui mentionnaient la « planche à billets » au dernier trimestre de 2010.

Durant l'année civile 2011, il faut considérer 50 articles ayant contenu l'expression « planche à billets »<sup>5</sup>. Sur ces 50 articles, seuls 6, soit 12%, l'utilisaient sans l'attribuer explicitement à l'action d'une banque centrale ou d'un gouvernement. Comme on pouvait s'y attendre, deux banques centrales retiennent l'essentiel de l'attention : la Fed et la Banque Centrale Européenne ; la première, en raison de la politique très massive d'injection de liquidités qu'elle a mise en œuvre à l'automne 2010 et à laquelle tous les commentateurs continuent à faire allusion en 2011, même quand ils abordent un autre sujet ; la seconde, en raison de la crise de l'euro et des dettes publiques de cette zone qui va prendre peu à peu le relais dans l'actualité économique en 2011 ; l'éventualité d'une action plus offensive de la BCE pour financer les Etats en rachetant les titres des dettes publiques (« autrement-dit-faire-marcher-la-planche-à-billets ») focalisera les débats notamment en fin d'année. La Fed et la BCE vont donc motiver respectivement 28 et 26% des occurrences de l'expression, mais la Banque d'Angleterre retiendra aussi l'attention dans 10% des articles, en raison de la politique monétaire également accommodante qu'elle pratiquait alors. « Faire marcher la planche à billets » et « faire tourner la planche à billets » sont les deux expressions favorites, utilisées chacune 14 fois au 4<sup>e</sup> trimestre 2010. Elles alternent avec quelques variantes : « faire fonctionner, actionner... » et voisinent avec des constructions plus neutres dans des registres plus soutenus (« un nouveau recours à la planche à billets », « remettre la planche à billets en marche », « activer la planche à billets », « l'usage de la planche à billets », s'accompagnant à l'occasion d'une caution technique (« le remboursement des obligations par la planche à billets »<sup>6</sup> ; ) voire précieux, combinant la litote et la métaphore : « Il n'est pas impossible que la planche à billets soit de nouveau mise à contribution »<sup>7</sup>. Dans d'autres cas au contraire, l'effet métaphore est renforcé par une connotation inquiétante : « la planche à billets s'est emballée »<sup>8</sup>.

---

<sup>5</sup> En effet, il faut enlever aux 54 annoncés plus haut 3 cas où un même texte est reproduit à l'identique.

<sup>6</sup> « Comment sauver l'euro ? », Daan STRUYVEN, doctorant au Massachusetts Institute of Technology, et François KOULISCHER, doctorant à l'Université libre de Bruxelles, 6 décembre 2010

<sup>7</sup> « La désynchronisation toujours plus forte de l'économie mondiale », Ian CAMPBELL (Traduction de Christine LAHUEC) 22 septembre 2010

<sup>8</sup> « L'Europe est impuissante », Edouard TETREAU, Gérant de MEDIAFIN (conseil en stratégie), 17 novembre 2010

Ensuite, donc, les auteurs s'exprimant dans *Le Monde* évitent soigneusement, et à juste titre, de parler de « planche à billets » lorsqu'ils évoquent la création de monnaie d'une manière générale. Sur les 298 articles contenant l'expression « création monétaire » qu'ils ont écrits en 2011, 285 excluaient l'expression « planche à billets » dans leurs titres ou leurs textes. Il en restait donc 13 pour associer les deux expressions, comme par exemple dans cette tribune de Nicolas Dupont-Aignan<sup>9</sup> : « ...Or, le retour de la planche à billets des banques vers les Etats ne serait que justice puisque, comme le soulignait Maurice Allais, "par essence la création monétaire *ex nihilo* que pratiquent les banques est semblable, je n'hésite pas à le dire pour que les gens comprennent bien ce qui est en jeu ici, à la fabrication de monnaie par des faux-monnayeurs (...) Concrètement elle aboutit aux mêmes résultats. La seule différence est que ceux qui en profitent sont différents." »<sup>10</sup>. Evoquer « le retour de la planche à billets des banques vers les Etats » sous-entend que la « planche à billets » ne relève aujourd'hui pas des Etats mais pour l'essentiel des banques, ce qui, à condition de remplacer « planche à billets » par « création monétaire », est tout à fait exact et ce que l'actualité des interventions de la Fed et d'autres banques centrales pouvait alors faire oublier. L'auteur rappelle ainsi par une métaphore trompeuse une vérité oubliée : ce sont les banques qui créent de la monnaie. Mais elles ne le font pas en imprimant des billets, contrairement à ce que l'auteur pouvait laisser croire, volontairement ou non, en utilisant cette métaphore.

Enfin, donc, lorsqu'il est question de l'action d'une banque centrale, il est très difficile d'échapper au stéréotype de la planche à billets, comme l'illustre l'observation du 4<sup>e</sup> trimestre 2010. *Quantitative easing* est l'expression précise désignant la politique de rachat par la Fed de titres de la dette publique états-unienne aboutissant à ce phénomène de création de monnaie, à laquelle la métaphore de la planche à billets fait allusion. Au cours du dernier trimestre de 2010, 25 articles utilisaient l'expression *quantitative easing*. Sur ces 25, 15 articles refusaient d'évoquer la « planche à billets<sup>11</sup>, soit une majorité d'entre eux. Toutefois, les articles traitant du *quantitative easing* sont plus nombreux que ceux qui utilisent cette expression. J'en ai trouvé, rappelons-le, 38 qui abordaient ce thème, à savoir l'action de la Fed à l'automne 2010, en évoquant la fameuse « planche à billets ». Autrement dit, trois styles peuvent être dégagés dans ces écrits : métaphorique (« planche à billets » sans *quantitative easing*, soit 34 occurrences) ; scientifique (l'inverse, soit 15 occurrences) ; enfin, mixte (l'acceptation des deux expressions, soit 38 – 34 = 4 cas)

En procédant de la même façon pour l'année 2011, on peut constater que sur 37 articles faisant apparaître l'expression *quantitative easing*, 31 excluaient en même temps l'expression « planche à billets ». A l'inverse, ils étaient 47 à préférer la métaphore de manière exclusive.

Après tout, dira-t-on, ce n'est qu'une affaire de mots. Quel est l'enjeu de cette longue traque d'une simple métaphore ? Cela changerait-il quoi que ce fût à la critique de la politique

---

<sup>9</sup> Représentant connu d'un courant souverainiste

<sup>10</sup> Nicolas DUPONT-AIGNAN, « De la monnaie unique à la monnaie commune européenne », lemonde.fr, 5 décembre 2011

<sup>11</sup> Résultat obtenu en demandant « quantitative easing » dans tout le texte, « sans les mots » « planche à billets ».

monétaire accommodante si les décideurs, leurs conseillers, les commentateurs remplaçaient systématiquement dans leurs propos « planche à billets » par « création monétaire » ? Rien, bien sûr. Il reste cependant que l'usage de la métaphore n'est pas neutre en ce sens qu'elle signale, par la connotation qui lui est attachée, un jugement de valeur. L'expression est péjorative. Qu'évoque-t-elle au profane en tout premier lieu, sinon la machine installée en sous-sol autour de laquelle s'activent la nuit des délinquants appelés faux-monnayeurs ? En bref, la « planche à billets » rappelle le faux monnayage, d'ailleurs explicitement évoqué par Maurice Allais cité par Nicolas Dupont-Aignan. L'expansion monétaire lui est assimilée par tous ceux qui se méfient de la création de monnaie, pour en dénoncer l'accaparement soit par les banques commerciales (cas des dirigistes et souverainistes) soit au contraire par les banques centrales (cas des libéraux orthodoxes). En écrivant « faux monnayeurs », certains disent tout haut ce que tous ceux qui écrivent « planche à billets » pensent tout bas.

Les enjeux soulevés autour de la deuxième représentation sont plus lourds.

## Irving Fisher, une équation sens dessus dessous

La valeur interne de la monnaie est son pouvoir d'achat en biens et services. Si l'on compare l'ensemble des biens et services disponibles à un moment donné avec la quantité de monnaie en circulation, on doit admettre que plus il circule d'unités monétaires moins grande est la quantité de biens et services que chacune d'elles peut acheter, et plus il faut déboursier d'unités monétaires pour acheter chacun d'eux.

D'où la crainte de l'inflation, associée à la création de monnaie comme la cirrhose du foie à l'abus d'alcool.

Le risque inflationniste est régulièrement évoqué pour critiquer une politique monétaire accommodante (« Autrement dit, la Banque d'Angleterre va faire marcher la planche à billets pour soutenir la croissance, au risque de l'inflation. ... »<sup>12</sup> ; autre commentaire, concernant le même pays : « ...La Banque d'Angleterre vient de décider de se lancer dans un deuxième plan d'achat de bons du Trésor britanniques. Cela s'appelle faire marcher la planche à billets, à grande vitesse. Pratique dangereuse qui risque de créer un peu plus d'inflation dans un pays où elle atteint déjà près de 5 %, soit le double de la hausse de prix en zone euro<sup>13</sup>. Le sujet n'est pas seulement abordé par les observateurs mais il est utilisé comme principal arguments par certains acteurs politiques. Il était évoqué à l'intérieur de la Fed, par les tenants de l'orthodoxie monétaire. « La perspective de ce "QE2"<sup>14</sup> est pourtant loin de faire l'unanimité, au sein de la Fed et ailleurs. Les plus orthodoxes soulignent qu'en faisant marcher la planche à billets, la Fed prend le risque d'un emballement incontrôlé des prix. »<sup>15</sup>. Quant à la BCE, elle a longtemps retardé l'abandon de cette stricte orthodoxie avec

---

<sup>12</sup> « La Grande-Bretagne ou l'austérité juste ? », 21 octobre 2010

<sup>13</sup> Alain FRACHON (Chronique "International") : « David Cameron en défense de l'euro », 13 octobre 2011

<sup>14</sup> Abréviation désignant la deuxième vague de mise en œuvre du *quantitative easing* par les Etats-Unis à l'automne 2010.

<sup>15</sup> Marie DE VERGES : «Le changement de cap annoncé par la Fed suscite questions et polémiques », 2 novembre 2010

le même argument. « Comment sauver l'euro ? », s'interrogeait-on dès la fin de l'année 2010. Le financement des Etats en difficultés était une option encore rejetée à cette époque car « ceci reviendrait à monétiser la dette : le remboursement des obligations par la planche à billets nuirait à la crédibilité de l'euro et créerait des risques inflationnistes »<sup>16</sup>. Ou encore : « Dans cette optique, il s'agirait de transformer le FESF<sup>17</sup> en banque pour le faire bénéficier des liquidités illimitées de la BCE. L'Allemagne, et la Bundesbank, ne veulent pas en entendre parler. Elles craignent un retour de l'inflation, si l'institut d'émission devait faire tourner la planche à billets pour renflouer de fait les Etats. »<sup>18</sup>. « Les risques ? A l'évidence, l'inflation », martèle-t-on encore un peu plus tard<sup>19</sup>. La dénonciation de ce risque et l'adhésion à cette orthodoxie prennent parfois des allures religieuses ; le risque, dans ce cas, devient certitude (« Difficile enfin d'admettre que les grandes banques centrales, censées garantir la stabilité financière et incarner l'orthodoxie monétaire, fassent tourner la planche à billets à plein régime, monétisent la dette, ce que tous les manuels d'économie considèrent comme une totale hérésie... »<sup>20</sup>) ; les manuels d'économie (tous !) constituent tous ensemble la Bible de cette religion.

C'est vrai, toute chose égale par ailleurs, l'augmentation de la masse monétaire diminue le pouvoir d'achat de la monnaie.

Mais ce n'est pas certain si les choses ne sont pas égales par ailleurs. L'équation dite « quantitative » d'Irving Fisher<sup>21</sup> permet de synthétiser tous les cas possibles

$MV = p Q$ , avec

M = masse monétaire,

V = vitesse de circulation de la monnaie,

P = niveau général des prix,

Q = volume de la production vendue.

1<sup>er</sup> cas : il y a création de monnaie, M augmente, mais, pour une raison ou pour une autre, Q n'augmente pas. Dans ce cas, oui, la création de monnaie est inflationniste et fait diminuer le pouvoir d'achat de la monnaie. Par exemple : « “Depuis que Mobutu a fait tourner la planche à billets dans les années 1990, l'hyperinflation s'est installée. Les Congolais ne font que confiance aux billets verts”, explique Augustin, un jeune enseignant. ... »<sup>22</sup>.

2<sup>e</sup> cas : M augmente, mais V diminue. A l'extrême, V tend vers zéro dans le cas où la nouvelle monnaie injectée n'est utilisée ni pour consommer ni pour investir. C'est ce que

---

<sup>16</sup> Daan STRUYVEN, François KOULISCHER, op. cit., note n°6

<sup>17</sup> « Fonds Européen de Stabilisation Financière », qui deviendra par la suite le MESF (Mécanisme Européen de Stabilisation Financière)

<sup>18</sup> Philippe RICARD, « Quatre scénarios pour empêcher la contagion à la Belgique ou à la France de la crise de la dette italienne », 10 novembre 2011

<sup>19</sup> Alain FRACHON (Chronique "International"), « L'euro, victime des pièges de l'idéologie ? », 10 novembre 2011

<sup>20</sup> Pierre-Antoine DELHOMMAIS, « Chroniques martiennes du chaos économique », 23 octobre 2010

<sup>21</sup> Economiste des Etats-Unis (1867-1947)

<sup>22</sup> Pierre CHERRUAU, « Kinshasa, belle de nuit et gueule de bois », 29 septembre 2010

redoutaient certains critiques du QE, qui ont fait remarquer que la monnaie injectée risquait de ne pas être dépensée. « On ne fait pas boire un âne qui n'a pas soif »<sup>23</sup>. C'est la fameuse « trappe à monnaie ».

3<sup>e</sup> cas : M augmente et Q augmente sans délai, grâce à une suffisante souplesse de l'appareil de production et/ou parce que les capacités de production étaient au préalable largement sous-utilisées. C'est ce que l'on attend d'une politique monétaire accommodante dans un contexte de récession, ce qui était généralement le cas en Europe et en Amérique du Nord en 2009. Dans ce cas, et contrairement aux idées reçues, la création de monnaie génère une croissance sans inflation.

4<sup>e</sup> cas : le plus souvent, la création de monnaie se traduit en une demande qui encourage à la fois la hausse des prix et de la production. L'effet de la création de monnaie est pour une part inflationniste et pour une part expansionniste, chacune variant à rebours de l'autre : plus forte est l'inflation, plus faible est l'expansion, et inversement. Mais les critiques orthodoxes du QE craignaient, eux, que les deux effets ne se cumulent et ne se renforcent mutuellement. « Les contempteurs de Ben Bernanke avancent deux arguments essentiels : d'abord, la crainte d'une inflation galopante dès les signes de reprise réelle de l'économie - c'est-à-dire une croissance d'au moins 3,5 %. Auquel cas, le remède (la "planche à billets") n'aura guéri le malade qu'au prix d'un effet secondaire inflationniste jugé plus nocif encore par les tenants de l'orthodoxie monétariste. »<sup>24</sup>

5<sup>e</sup> cas : C'est la croissance qui est le phénomène premier, il s'accompagne d'une inflation modérée mais les deux phénomènes augmentent mécaniquement la valeur (prix x quantité) de la production. La monnaie peut certes circuler un peu plus rapidement (augmentation de V) sous l'effet d'un engouement pour la consommation, mais cela ne suffit pas et l'économie a besoin d'un supplément de monnaie pour acheter une production plus grande et plus chère. Les consommateurs, pour consommer et les entreprises, pour investir, ont besoin de s'endetter auprès des banques, qui répondent en accordant de plus en plus de crédit. (« L'âne a soif »). C'est par ce canal (et non par la planche à billets) que passe l'augmentation de la masse monétaire. Ce schéma peut par exemple s'appliquer à la France des « trente glorieuses ».

6<sup>e</sup> cas : C'est l'inflation qui est le phénomène premier, enclenchée par une explosion des coûts des matières premières ou d'autres facteurs de production. Les deux fameux chocs pétroliers de 1973 et 1979 peuvent illustrer ce cas et, de manière moins spectaculaire, le regain d'inflation qui fut constaté début 2011 au Royaume-Uni, que « la plupart des économistes » attribuèrent à « des facteurs ponctuels : relèvement de la TVA donc, mais également flambée des cours du pétrole et des produits alimentaires. Des éléments sur lesquels la politique monétaire a peu de prise »<sup>25</sup>.

---

<sup>23</sup> Sylvain CYPEL, « En injectant des liquidités pour relancer l'économie, la Fed suscite le scepticisme », 6 novembre 2010

<sup>24</sup> Op.cit., note 23.

<sup>25</sup> Marie DE VERGES, « L'inflation repart en flèche en Grande-Bretagne », 18 janvier 2011

## Inflation ou dépréciation ?

Si un grand nombre d'énoncés établissent une relation entre la création de monnaie et l'inflation, d'autres expriment la même relation en remplaçant le mot « inflation » par « dépréciation » ou « dévaluation » de la monnaie, ou tout autre terme exprimant la même idée, comme dans cette phrase prononcée par un exploitant agricole : « Les Etats-Unis font marcher la planche à billets, la parité entre l'euro et le dollar s'en ressent... »<sup>26</sup>. Ici, le raccourci est pris, liant directement et explicitement la quantité de monnaie à la valeur externe de la monnaie, son taux de change. Dans d'autres cas, on utilise l'ellipse, c'est-à-dire qu'en s'abstenant de qualifier la valeur, on maintient l'indétermination et l'ambiguïté, comme dans le passage qui suit : « Une stratégie qui revient à faire fonctionner la planche à billets, à imprimer des dollars, donc à en faire baisser la valeur. »<sup>27</sup> Le « donc » permet d'asséner le caractère général d'une relation qui dans la réalité ne fonctionne que « toute chose égale par ailleurs », comme on sait tout de même parfois le rappeler : « La Fed n'achète pas des devises, mais des bons du Trésor. Elle le fait pour soutenir l'économie américaine grâce au désendettement. Certes, une telle politique est susceptible, toutes choses égales par ailleurs, de faire baisser également la valeur extérieure du dollar... »<sup>28</sup>. Enfin, il arrive que l'indétermination ne soit levée que par la prise en compte du contexte de l'énonciation : « ...elle (la Fed) achète des bons du Trésor américains - autrement dit, elle fait marcher la planche à billets. Résultat : une pression à la baisse sur le dollar, afin de rendre à leur tour les exportations américaines plus concurrentielles. »<sup>29</sup> Quelles que soient ces modalités, raccourci ou ellipse, elles signifient une confusion entre valeur interne et valeur externe de la monnaie.

Or, si la valeur interne d'une monnaie est son pouvoir d'achat, si l'inflation peut se définir comme une perte de pouvoir d'achat d'une unité monétaire, elle ne saurait être assimilée par essence à la baisse du taux de change de cette devise, même si elle lui est éventuellement liée.

La relation qu'on peut établir entre inflation et baisse du taux de change, donc entre valeurs respectivement interne et externe de la monnaie, est bi-directionnelle : d'une part, de manière mécanique, la diminution du taux de change dans un pays renchérit le coût de ses importations : c'est une modalité de l'inflation dite « importée ». D'autre part et dans l'autre sens, l'inflation peut peser sur le taux de change d'une devise A par rapport à une autre devise B si la zone monétaire où circule A connaît une inflation plus forte que celle de B. Cette différence dégrade la compétitivité en A, les importations de A vers B et inversement pour les exportations ; A se trouve donc logiquement moins demandée et davantage offerte que B à cause des transactions portant sur les marchandises. La succession des dévaluations du franc et des réévaluations du mark allemand dans l'époque qui a précédé la création de l'euro illustre bien ce phénomène. Cependant, l'importance de ce mécanisme doit être largement

---

<sup>26</sup> Marc d'Arrentières, cité par Laetitia Van Eeckhout (Traduction de Ngoc-Dung Phan.), « Agriculteurs traders », 24 janvier 2011

<sup>27</sup> Marie DE VERGES, « Le billet vert est allergique à la pilule du "QE2" », 16 octobre 2010

<sup>28</sup> « Une lueur d'espoir », Martin WOLF éditorialiste économique, 22 novembre 2010

<sup>29</sup> « Dollar, yuan, yen : tous à la baisse - sauf l'euro ! », 13 octobre 2010



tempérée quand on se souvient que les 4 000 milliards de dollars de transactions effectuées chaque jour sur les marchés des changes en 2010 représentaient 60 fois le montant quotidien du commerce international de biens et services<sup>30</sup>.

Compte tenu de ce constat, c'est plutôt du côté des mouvements internationaux de capitaux qu'il faut chercher la mécanique des relations entre valeur interne et valeur externe de la monnaie. Dans ce domaine, il existe une relation indirecte, qui passe par la politique monétaire accommodante. De même que l'Homme et le Singe ont un ancêtre commun, la valeur interne et le taux de change sont les enfants qui peuvent naître de la création de monnaie par la banque centrale. Ce n'est pas l'une des deux valeurs qui agit sur l'autre. C'est la création de monnaie qui peut agir, sous certaines conditions, d'une part sur la valeur interne c'est-à-dire sur l'inflation, et, d'autre part, sur le taux de change. Le taux d'intérêt est un maillon essentiel dans cette dernière articulation. Qu'elle pratique l'injection de monnaie par la monétisation des dettes publiques (*quantitative easing*) ou qu'elle actionne son taux directeur, une banque centrale influe sur les taux d'intérêt en créant de la monnaie. Ainsi, les rachats de bons du Trésor US par la Fed en fin 2010 ont fait baisser le taux d'intérêt ; tant que d'autres banques centrales n'ont pas fait de même, les placements en dollars devenaient moins intéressants, le dollar moins demandé sur les marchés des changes. « Les taux d'intérêt réels de la Fed flirtant déjà avec le zéro, le QE ne peut avoir pour effet que de détourner davantage les investisseurs vers les devises étrangères. Le dollar fait désormais figure d'épouvantail : la monnaie américaine a perdu 7,5 % depuis juin. Victime collatérale : l'euro, qui a franchi le seuil de 1,40 dollar en septembre. »<sup>31</sup>. Au printemps 2011, l'euro atteignit son point culminant (1,4497 dollar le 20 avril). Début avril, la BCE venait de relever ses taux d'intérêt, alors que la Fed poursuivait une politique inverse<sup>32</sup>. L'analyse est donc doublée d'un constat, qui reste daté : fin 2010 et début 2011, le *quantitative easing* s'est effectivement accompagné d'une baisse du dollar. Mais rien ne dit que la même politique devrait avoir toujours et partout le même effet, ce que précise fort heureusement l'expression « toute chose égale par ailleurs ».

« S'est effectivement accompagnée... », écrivais-je. Il faudrait y regarder de plus près. Dans la réalité, la baisse du dollar a largement précédé la mise en œuvre du *quantitative easing*. Ce n'est pas l'action de créer de la monnaie qui a fait baisser le dollar, c'est la simple annonce par la Fed de son intention de créer de la monnaie, ce que confirment les observateurs à plusieurs reprises. « ..., sous l'effet des annonces de la Fed, le billet vert a littéralement dégringolé face à presque toutes les grandes devises. L'euro s'est retrouvé propulsé au-dessus de 1,42 dollar jeudi, son plus haut niveau depuis fin janvier, avant de retomber à 1,4059 dollar vendredi.<sup>33</sup> Ou encore : « Dans son approche à court terme, le marché retient surtout la forte baisse enregistrée par le dollar par rapport aux autres monnaies depuis que la Réserve fédérale américaine (Fed) s'est dite prête, en septembre, à prendre de nouvelles mesures de soutien à l'économie en faisant tourner la planche à billets.<sup>34</sup> ».

---

<sup>30</sup> « Marché des changes : 4 000 milliards », *Alternatives Economiques*, n° 295, octobre 2010, p. 18

<sup>31</sup> Audrey FOURNIER, « La Fed va injecter 600 milliards de dollars dans l'économie américaine », 4 novembre 2010

<sup>32</sup> « L'euro atteint son niveau le plus haut depuis janvier 2010 », *Le Monde.fr* avec AFP, 20 avril 2011

<sup>33</sup> Marie DE VERGES, « Vent de fronde contre le "QE2" de M. Bernanke », 6 novembre 2010

<sup>34</sup> Jean-Michel BEZAT, « Dollar faible, pétrole fort », 28 décembre 2010

Explication : « ...les investisseurs anticipent une chute de la valeur du dollar... »<sup>35</sup>. Autrement dit, la séquence création de monnaie - baisse du taux de change obéit à un ordre logique mais pas chronologique. Pour autant, la chronologie ne dément pas la logique même si elle en est inversée : il a bien fallu que les intervenants sur les marchés des changes imaginent l'ordre logique dans lequel la création de monnaie précède la baisse du taux de change pour que leurs interventions spéculatives elles-mêmes renversent l'ordre chronologique.

Donc, l'observation et le raisonnement permettent de mettre en évidence, sous certaines conditions, toute chose égale par ailleurs, des relations entre valeur interne et valeur externe d'une monnaie. Ces relations sont indirectes, contingentes et dépendantes d'un contexte propre à chaque cas analysé, ce qui interdit toute essentialisation.

Or, dans certains écrits, la boîte noire se referme avant même d'avoir été ouverte. Ce n'est pas l'articulation, c'est la confusion entre les deux notions de valeurs qui est d'emblée posée, de manière consciente... ou pas. Le taux de change est le prix d'une monnaie par rapport à une autre, appelée dans ce cas « devise ». Autrement dit, toutes les devises ne peuvent pas se déprécier en même temps sur les marchés des changes. Or, c'est pourtant ce qui est affirmé à au moins deux reprises en février 2011, je cite : « Le cours de l'or a triplé depuis cinq ans, à cause d'une forte demande de la part d'investisseurs inquiets de voir la planche à billets tourner à plein régime - tout cet argent imprimé par les banques centrales de par le monde risquant d'engendrer une dépréciation des devises.<sup>36</sup> Et encore : « ... Lorsque la croissance mondiale était faible et que les gouvernements faisaient tourner la planche à billets, l'achat d'or était une solution logique pour compenser la dépréciation des monnaies.<sup>37</sup> Si nous voulons accorder aux auteurs de ces lignes le crédit de ne pas défier ouvertement la logique la plus élémentaire, nous n'avons qu'une seule solution : il nous faut considérer qu'ils font référence à la valeur interne des monnaies, c'est-à-dire à leur pouvoir d'achat, fût-il réduit à celui d'acheter un bien unique : l'or.

Il a donc été possible d'illustrer chacun des trois éléments de ce premier système de représentation à travers quelques échantillons du discours économique. Mais c'est surtout pour le sens commun que le mot système mérite ici son nom. Pour lui, le tout précède les parties. Le fonctionnement de la « planche à billets » diminue naturellement la valeur de la monnaie, comme une machine consomme de l'énergie. Nul besoin de distinguer entre valeur interne et valeur externe de la monnaie. Ce tout préexiste à toute connaissance livresque, scolaire ou médiatique, car il a pour lui la force de l'évidence. L'évidence de la relation inverse entre quantité et valeur est servie par la mémoire collective de certains événements marquants (banqueroute de Law au début XVIIIe siècle, hyperinflation allemande des années 1920...), à moins que ce ne soit tout simplement par l'intériorisation d'une certaine éthique de la modération, de la tempérance : « trop c'est trop », « trop d'impôts tue l'impôt », « ce qui est

---

<sup>35</sup> Marie DE VERGES, « Le grand ramdam monétaire fait grimper l'euro », 25 septembre 2010

<sup>36</sup> Ian CAMPBELL, « Avec le retour de la croissance, gare à la bulle d'or ! », 8 février 2011

<sup>37</sup> Arnold WAYNE (traduction de Béatrice LAROCHE), « L'or ne perd pas de son éclat, soutenu par la demande asiatique », 18 février 2011

excessif est insignifiant », l'abondance ramollit les êtres, on apprécie moins les bonnes choses quand on en est excessivement pourvu...Ethique qui n'est pas sans rappeler celle du calvinisme, à laquelle Max Weber<sup>38</sup> attribuait le rôle que l'on sait dans la naissance du capitalisme.

## L'hirondelle de la monnaie et le printemps de la croissance

Le second système de représentation est le suivant : la valeur de la monnaie reflète la croissance anticipée. Comme le premier, ce système peut se passer de la distinction entre valeur interne et valeur externe de la monnaie.

Il combine deux représentations élémentaires qui sont : premièrement, l'état du marché des valeurs mobilières (la Bourse) reflète la croissance future et deuxièmement, la demande pour une devise est liée principalement aux placements boursiers dans ce pays.

Que la première représentation soit pertinente ou non, il est d'abord intéressant de remarquer qu'elle préexiste à toute démonstration. Elle est enseignée (pour ne pas dire assénée) *via* un système médiatique spécialisé, aux boursicoteurs qui, en s'en inspirant dans leurs propres interventions, peuvent ainsi l'auto-réaliser. Par exemple, on peut lire sur un site conseillant les « investisseurs » en Bourse :

« Le taux de variation du PIB permet de mesurer la croissance économique, en d'autres termes, les richesses créées dans un pays. La hausse du PIB est signe de croissance et inversement. L'entreprise étant précisément l'endroit où se crée la valeur, toute hausse du PIB devrait signifier une hausse des actions... »<sup>39</sup>

Cette représentation de ce qui fait la valeur des titres mobiliers sur une place boursière donnée peut être toutefois justifiée par le recours au raisonnement : on peut attendre d'un regain de croissance un supplément de profits dans les entreprises, dont les actionnaires peuvent espérer ainsi davantage de dividendes, ce qui peut inciter les opérateurs motivés par les dividendes à l'achat d'actions, dont les cours sont ainsi tirés vers le haut. L'intériorisation de cet enchaînement par les « investisseurs » est souvent vérifiée, que ce soit directement ou *a contrario*. Ainsi, le mois d'août 2011 connut un effondrement des bourses occidentales, que l'on a pu expliquer par la publication de perspectives pessimistes pour l'économie des Etats-Unis. « Mais les places boursières ont surtout été plombées par les mauvaises perspectives économiques américaines. Outre-Atlantique, les ventes de logements anciens ont en effet rechuté lourdement en juillet et l'activité manufacturière de la région de Philadelphie s'est effondrée au mois d'août. Sur le front de l'emploi, les nouvelles inscriptions au chômage sont reparties à la hausse au cours de la deuxième semaine d'août. Ces mauvaises nouvelles se sont ajoutées à la note des analystes de la banque Morgan Stanley qui ne tablent plus que sur une croissance de 3,9 % dans le monde en 2011 (+ 4,2 % auparavant) et 3,8 % en 2012 (+ 4,5 %

---

<sup>38</sup> WEBER Max, 1964, *L'Ethique protestante et l'Esprit du capitalisme*, trad. J. Chavy, Paris, Plon

<sup>39</sup> <http://www.zonebourse.com/formation/Les-statistiques-economiques-358/>

auparavant). »<sup>40</sup> En réalité, la croissance est autant un symptôme de profit qu'une cause. Par exemple, lorsque le FMI prédisait une reprise aux Etats-Unis en début d'année 2011, c'était en s'appuyant sur les résultats des entreprises, ainsi que sur la consommation des ménages<sup>41</sup>. Ce que généralisent les conseillers financiers déjà cités :

« ...

On observe également l'activité économique à travers d'autres indicateurs : la consommation des ménages, la confiance des ménages, les ventes de détails, l'indice des directeurs d'achat, le climat des affaires, la production industrielle... »<sup>42</sup>

Toutefois, cet enchaînement reste sinon aléatoire du moins fortement conditionné par le contexte propre à chaque cas. Il fonctionne – petite musique désormais connue - « toute chose égale par ailleurs ». Il suppose en particulier que la distribution de dividendes suive l'augmentation des profits, ce qui est souvent le cas sans être automatique. Les conseils d'administration peuvent être contraints (par la concurrence) de réserver une part plus importante des bénéfices à des investissements permettant d'accroître leur compétitivité. Il est vrai que la recherche de dividendes est une motivation plus faible que la course à la plus-value dans les actes d'achats d'actions. Cependant, la première reste le soubassement invisible sans laquelle la seconde n'aurait pas de sens.

Enfin, cette représentation, pour évidente qu'elle apparaisse, est en concurrence avec d'autres explications de la valeur des titres boursiers. En particulier, les achats d'obligations, titres desservant un revenu fixe, sont sensibles aux taux d'intérêt réels à long terme. Le taux d'intérêt réel s'apprécie par comparaison entre le taux d'intérêt nominal et le taux d'inflation prévu. Le taux d'intérêt nominal se calcule à partir de la somme en unités monétaires que l'émetteur d'une obligation promet de servir chaque année jusqu'à l'échéance prévue.

Toute augmentation de l'intérêt nominal servi par les nouvelles obligations émises rend les anciennes obligations présentes sur le marché moins compétitives et entraîne une baisse de leur cours. Cette baisse peut entraîner avec elle le prix des actions. Les boursicoteurs craignent donc tout ce qui peut laisser prévoir une hausse des taux d'intérêt, en particulier les politiques monétaires restrictives, ce qu'exprime le passage qui suit :

« ...

Dans la réalité, les choses sont un peu plus compliquées.

Si le PIB croît trop vite, la menace de l'inflation peut laisser craindre un resserrement de politique monétaire et donc une hausse des taux. Inversement, si la croissance du PIB ralentit, les autorités monétaires craindront un ralentissement économique et réagiront en desserrant la politique monétaire.

... »<sup>43</sup>

Autrement, dit, avec ce complément, l'évidence de l'anticipation de la croissance pâlit en tant que principale explication de la santé de la Bourse, puisqu'elle est contredite dans le même texte, celui qui en faisait un *a priori* se passant de tout raisonnement.

Poursuivons.

---

<sup>40</sup> « Les Bourses occidentales s'effondrent », *Le Monde.fr* avec AFP, 18 août 2011

<sup>41</sup> Sylvain CYPEL, « L'économie américaine se remet en route, mais l'emploi reste atone », 25 janvier 2011

<sup>42</sup> Op.cit., note n° 39

<sup>43</sup> Op.cit., note n° 39

Toute anticipation d'une accélération de l'inflation laisse craindre une diminution du taux d'intérêt réel, en clair du pouvoir d'achat du revenu attaché aux obligations. Elle risque ce faisant de dissuader les achats d'obligations, comme le confirme le passage suivant :

« ... Les prix à la production sont également attentivement suivis par les investisseurs car ils sont un indicateur majeur de la pression inflationniste. La sensibilité des marchés à toute variation de cet indicateur est généralement élevée »<sup>44</sup>

Donc, *a priori*, l'anticipation d'une inflation élevée fait baisser les cours des obligations, qui constituent la majeure partie des titres échangés sur les marchés boursiers et qui, de plus, peuvent entraîner le cours des actions dans leur mouvement.

Or, mis à part certains contextes particuliers tels que la stagflation de la décennie 1970, l'inflation est généralement associée à la croissance. On se trouve donc en face d'une contradiction : les « investisseurs » espèrent-ils la croissance ou la redoutent-ils dans la mesure où elle peut s'accompagner de l'inflation ? Accueillent-ils l'annonce d'une politique monétaire accommodante...

...avec bienveillance car elle va entraîner une croissance favorable à leurs espérances de gains nominaux (réponse 1)

...avec crainte car elle risque de relancer une inflation défavorable à leurs espérances de gains en pouvoir d'achat ? (réponse 2)

On voit que tout est possible.

Or, cette incertitude n'est pas sans influencer la conception que l'on peut avoir des relations entre croissance et taux de change, ce que permet de comprendre la prise en compte de la seconde représentation élémentaire de notre second système. Selon elle, je le rappelle, la demande pour une devise est liée principalement aux placements boursiers dans ce pays.

Elle bénéficie de la caution d'une expertise de poids, celle de la BRI<sup>45</sup>. Selon une de ses enquêtes triennales<sup>46</sup>, le volume des transactions sur le marché des changes a fortement progressé entre 2010 et 2013. Les motivations du principal acteur sur ce marché (les établissements financiers hors courtiers) sont de deux ordres : l'achat d'une devise considérée comme un actif en soi (« ...intérêt grandissant suscité par les monnaies en tant que catégories d'actifs à part entière ») ou bien l'achat d'une devise motivé par un placement financier (« ...sous-produit des investissements de portefeuille internationaux »).

Le premier ordre de motivation (l'attrait pour les devises en tant qu'actif à part entière) s'exprime par trois types de stratégie financière que peuvent pratiquer les intervenants sur le marché : le portage de devises, qui exploite les écarts de taux d'intérêt entre pays, la stratégie directionnelle, qui consiste à parier sur la poursuite d'une tendance constatée (en période de hausse du dollar, on parie sur la poursuite de cette hausse et on en achète) et, enfin, la stratégie dite « value », qui consiste à acheter les monnaies considérées comme sous-évaluées et à vendre celles qui sont considérées au contraire comme surévaluées, ce qui va dans le sens de « l'équilibre à long terme des parités de pouvoir d'achat »<sup>47</sup>.

Le second ordre de motivation consiste en clair à acheter la devise d'un pays dans le but d'effectuer des placements en valeurs mobilières dans ce pays, ce qui suppose que

---

<sup>44</sup> Op.cit., note n° 39

<sup>45</sup> Banque des Règlements Internationaux

<sup>46</sup> Dagfinn RIME, Andreas SCHRIMPF, « Anatomie du marché mondial des changes à la lumière de l'enquête triennale 2013 », Banque des Règlements Internationaux, ([http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1312e\\_fr.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1312e_fr.pdf))

<sup>47</sup> On voit ainsi que c'est la valeur interne d'une monnaie, son pouvoir d'achat, qui est prise en compte lorsqu'on considère une monnaie comme sous-évaluée ou surévaluée.

s'expriment de la part des « investisseurs » des préférences dans leurs placements selon les pays ou les zones monétaires. C'est bien ce à quoi aboutit « l'accentuation de la diversification internationale des portefeuilles d'actifs, qui a déclenché, par ricochet, des échanges de devises ».

Or, le rapport constate que, sur la période considérée, le premier ordre de motivation perdait de sa raison d'être avec la tendance à l'alignement des taux d'intérêt et l'imprévisibilité des variations des cours de change, tandis qu'au contraire, le rendement attrayant des actions, ainsi que la baisse des primes de risques sur obligation des économies émergentes, augmentaient l'influence de la seconde motivation.

La pertinence de la seconde représentation élémentaire semble donc confirmée par cette expertise : la demande pour une devise d'un pays serait bien largement et de plus en plus liée aux placements boursiers dans ce pays.

Or, le cours de l'euro atteint un sommet le 20 avril 2011, date à laquelle il s'échangeait contre 1,4497 dollars. Explication : « "Les mouvements sur le marché des changes reflètent un regain d'intérêt à l'échelle mondiale pour la prise de risque et les rendements", a estimé Vassili Serebriakov, de la banque Wells Fargo. Les marchés boursiers étaient orientés à la hausse mercredi, notamment à New York après la publication de résultats de sociétés meilleurs que prévu aux Etats-Unis. Plus optimistes, les investisseurs ont tendance à se détourner de la monnaie américaine, sûre mais peu rémunératrice, au profit d'actifs offrant un plus fort rendement, comme l'euro... »<sup>48</sup>

Il y a décidément de quoi perdre son latin ! Les résultats des sociétés sont meilleurs que prévu aux Etats-Unis, on constate un regain d'intérêt pour le risque, on achète des actions, à l'exception de celles qui présentent précisément les meilleures résultats, puisque le dollar est délaissé au profit de l'euro.

Heureusement, la suite de l'article ouvre une fenêtre :

« ...La devise européenne est d'autant plus recherchée que la Banque centrale européenne a relevé début avril ses taux d'intérêt pour lutter contre l'inflation. A l'inverse, aux Etats-Unis, la banque centrale (Fed) maintient une politique monétaire très généreuse, avec un taux directeur proche de zéro et des injections de liquidités pour soutenir la reprise économique »<sup>49</sup> La fenêtre s'est ouverte sur un paysage connu, qui n'a plus rien à voir avec la croissance : l'arbitrage entre devises à partir des différentiels de taux d'intérêt. Or, les taux d'intérêt à long terme ont baissé aux Etats-Unis en 2011 et 2012, tandis qu'ils augmentaient au contraire dans la zone euro en 2011, et baissaient légèrement en 2012. La zone euro restait de toute façon plus attractive sur ces trois années, comme le montre le tableau n°1.

---

<sup>48</sup> « L'euro atteint son niveau le plus haut depuis janvier 2010 », *Le Monde.fr* avec AFP, 20 avril 2011

<sup>49</sup> op. cit., n° 48

## Synthèse des deux représentations élémentaires

Récapitulons : la demande pour une devise est bien liée aux placements boursiers mais en partie seulement (première représentation élémentaire) ; l'anticipation de la croissance peut donner aux intervenants autant de raisons objectives d'espoir que de crainte quant à leurs gains (seconde représentation élémentaire). Il en résulte que l'anticipation de la croissance dans un pays donné ne garantit en elle-même à la devise de ce pays aucune force intrinsèque susceptible de la tirer vers le haut du seul fait des raisons objectives que l'on peut avoir de la demander sur le marché des changes.

Un autre mécanisme pourrait même laisser prévoir le contraire. En général, et à moins d'être tirée par les exportations, (ce qui n'est pas le cas aux Etats-Unis) la croissance creuse le déficit commercial. Ceci pèse sur le taux de change, dans le sens de la baisse, puisque l'augmentation des importations et/ou la diminution des exportations donne aux résidents des raisons objectives de vendre leur monnaie et d'acheter des devises étrangères. Il est vrai que le statut particulier du dollar en tant que monnaie de réserve rend ce mécanisme moins implacable pour les Etats-Unis que pour tout autre pays de cette planète, puisque leurs importations ne se traduisent pas nécessairement par des ventes de dollars.

Bref, le second système de représentation (croissance anticipée = valorisation de la monnaie) n'a pas un soubassement objectif plus solide que le premier (trop de monnaie dévalorise la monnaie).

Mais tout comme le premier, il s'impose probablement au sens commun par association d'idées : la croissance est connotée positivement ; elle est l'augmentation de richesses<sup>50</sup>, donc la monnaie d'un pays dont la richesse croît ne peut que prendre de la valeur, comme un drapeau qui se hisse avec la victoire et qui descend en berne avec la défaite. C'est le miroir renversé de l'association d'idée entre la quantité de monnaie et sa valeur. En fait, un seul et même complexe de représentation laisse voir en même temps la monnaie perdre de sa valeur si elle est trop abondante par rapport aux richesses produites (la « planche à billets ») et en prendre si au contraire la quantité de richesses produite augmente ou va augmenter (la croissance anticipée). Nous avons vu que ce complexe de représentation est loin de refléter fidèlement la réalité.

Or, ces deux systèmes de représentation sont bien évoqués tour à tour par Hélène Baudchon pour expliquer d'abord la chute du dollar en début 2011 et, ensuite, son redressement en fin d'année 2011, deux phénomènes bien réels, eux, comme le montre le tableau n° 2. Alors pourquoi ce complexe semble-t-il si opérationnel ? Le sens commun s'imposerait-il y compris dans les salles de marché ?

## Victimes consentantes et porteurs sains

Après avoir déconstruit le mythe de la planche à billets, Hélène Baudchon manie à son tour la rhétorique en personnifiant « les marchés ». De plus et auparavant, elle a repris à son

---

<sup>50</sup> Cette connotation faisant fi par ailleurs de toutes les imperfections du PIB en tant qu'instrument de mesure du bien-être.

compte la représentation de la valeur de la monnaie comme étant liée à la quantité d'argent mise en circulation (« ...ça fait baisser le dollar parce qu'il y a plus de dollars qui circulent et donc ça pèse sur sa valeur »). Elle ne précise pas si elle parle de la valeur externe (le taux de change) ou interne (le pouvoir d'achat) du dollar. Détentricice d'une expertise économique et financière indiscutable, Hélène Baudchon sait bien que pour comprendre ce mécanisme il faudrait introduire le maillon du taux d'intérêt dans le raisonnement et raisonner « toute chose égale par ailleurs ».

L'introduction de ce maillon permettrait d'expliquer « objectivement » aussi bien la chute du dollar que son redressement. Fin 2010 et début 2011, la politique du *quantitative easing* faisait baisser les taux d'intérêt aux Etats-Unis et rendait attractifs les placements dans la zone euro, ce qui, en résumé et pour rappel<sup>51</sup>, explique la première tendance. Mais dès la seconde moitié de l'année 2011, la crise des dettes publiques dans certains pays de la zone euro éloignait les « investisseurs » des placements dans les titres de ces dettes publiques et les redirigeait par conséquent vers les placements en dollars. Ainsi, l'euro atteignait son niveau le plus bas en décembre 2011 (1,2866 dollar le 29 décembre), « La monnaie unique creusait ses pertes après avoir violemment décroché la veille face à ces monnaies refuges que constituent le dollar et le yen, pâtissant d'un regain de craintes sur la zone euro, et en particulier sur l'Italie, dont les perspectives budgétaires inquiètent. »<sup>52</sup>

Cependant, Hélène Baudchon ne s'exprime pas devant un amphithéâtre mais sur un plateau de télévision, le temps lui est compté, à moins qu'elle ne préfère être prudente parce qu'elle ignore le niveau de culture d'un public par essence invisible. Ce type de circonstance explique la mise en circulation par des « porteurs sains » de représentations trompeuses que l'on retrouve... dans le cerveau de ces pratiquants de l'économie que sont les intervenants sur les marchés. Il faut en effet bien lire la suite de la citation : « Mais dès que les marchés, ... réalisent que ... ça peut éventuellement soutenir la croissance américaine, le dollar se retrouve tiré vers le haut, il en bénéficie et s'apprécie contre l'euro ... ».

Rappelons que les « marchés » sont dans le cas présent tout simplement des vendeurs ou des acheteurs de devises (tout vendeur d'une devise étant en même temps acheteur d'une autre). Autrement dit, ces intervenants réaliseraient tout d'un coup, après des mois de mise en œuvre, que l'injection de liquidités peut soutenir la croissance économique des Etats-Unis (second système de représentation), et aussitôt, les idées de croissance et de valorisation de la monnaie s'associeraient dans leur esprit. Même pas besoin de cela : il suffit que, parfaitement conscient de la fragilité du soubassement objectif de chacun des deux systèmes de représentation, ils soient tout aussi parfaitement conscients que d'autres intervenants, eux, n'ont pas cette conscience et fonctionnent bel et bien par association d'idées. En effet, pour espérer empocher une plus-value à la revente, un spéculateur doit acheter quand le prix d'un actif augmente, donc quand les autres l'achètent. L'anticipation de la hausse du dollar va donc provoquer cette hausse, selon le désormais classique mécanisme de la prophétie auto-réalisatrice. Le point de départ de cette anticipation est une représentation parfaitement identifiable : la croissance renforce la monnaie.

---

<sup>51</sup> Cf. supra, et note n° 48.

<sup>52</sup> « L'euro au plus bas depuis seize mois face au dollar », *Le Monde.fr* avec AFP, 29 décembre 2011



Un instant auparavant, ils avaient, ces gens-là, une autre représentation en tête (le premier système) : davantage de dollars en circulation veut dire moins de valeur ; une représentation en terme de rareté et d'abondance (« ce qui est rare est cher »). Ils agissaient en fonction de cette représentation en vendant un dollar qu'ils pensaient voué à la baisse. Ils pensaient, ou feignaient de penser, que l'augmentation de la quantité de dollars en circulation allait mécaniquement se traduire en terme d'offre et de demande sur le marché des changes. Et c'est leur action, en réalité, qui faisait baisser la valeur du dollar sur ce même marché des changes (« ça fait baisser le dollar... »). Le pronom « ça » est trompeur : grammaticalement, il désigne la mise en marche de la « planche à billets », allusion qui précède immédiatement. En réalité, s'il y a bien, dans une première phase, émission de dollars, puis baisse de la valeur du dollar, la relation de cause à effet entre ces deux phénomènes n'est pas directe, mais doit passer par la représentation des spéculateurs et l'action qu'ils déclenchent en conséquence.

Les traders ne sont pas entrés dans les salles de marché sans un minimum de culture économique. Mais par essence, l'action du spéculateur doit tenir compte du comportement supposé des autres intervenants sur les marchés, et par conséquent faire souvent abstraction de sa propre représentation. Ce qui compte pour lui, qui sans cesse anticipe l'évolution du prix des actifs afin de gagner des plus-values et d'éviter les moins-values à la revente, c'est de s'adapter au comportement des autres, même s'il les juge erronés en soi. Tout se passe comme si chacun d'eux supposait l'autre victime de fausses représentations tout en se croyant soi-même, parfaitement lucide. Et même si tous savaient parfaitement que cet autre est imaginaire, chacun serait obligé de supposer que d'autres ne le savent pas et, ce faisant, de le faire exister. Ces acteurs lucides mais se considérant par intérêt obligé de véhiculer et de réaliser des représentations fausses parce qu'ils les attribuent à un autre mythique qui peut-être n'existe pas, on pourrait les appeler des « mystifiés consentants ».

Comment un même phénomène (injection massive de liquidités) peut-il exercer tour à tour deux effets contraires sur la valeur de la monnaie ? Seul l'effet du changement des représentations des intervenants sur leur action et de leur action sur la réalité peut en rendre compte. Les deux représentations, vraies ou fausses en soi, se sont avérées vraies du fait de l'action qu'elles ont provoquée. Ces intervenants avaient raison, dans un premier temps, de lier la valeur du dollar à sa quantité, puisque leur action a fait baisser cette valeur quand cette quantité augmentait. Ils avaient également raison dans un second temps de lier la valeur du dollar à la croissance économique, puisque leur action provoqua alors une remontée du dollar parallèle aux anticipations d'un retour de la croissance aux Etats-Unis.

Le premier et le second temps ne se succèdent pas chronologiquement, mais représentent plutôt deux hypothèses de comportement également vraisemblables. Et si l'économiste Hélène Baudchon les présenta ainsi toutes deux dans le même discours, c'était pour justifier le caractère « ambigu », selon elle, de l'effet de la « planche à billets » sur la valeur du dollar.

Notons enfin que même si le redressement du dollar s'expliquait fondamentalement par la crise des dettes publiques européennes, nous n'en aurions pas fini pour autant avec la question. Car enfin, qui décide, et à partir de quand, qu'une dette publique devient insoutenable ?

C'est une question qui mériterait de bien plus amples développements, certes. Mais en attendant une nouvelle occasion, je me contenterai de cette citation, qui, certes, nous fait quelque peu voyager dans le temps. Le 17 septembre 2014, au cours d'un échange concernant les dettes publiques, l'animateur Yves Calvi demande à l'économiste Philippe Dessertine :

« Y a bien quand même un moment où ce n'est plus possible. (où la dette publique n'est plus supportable)

- Ph. Dessertine -Oui, on est d'accord.

-Y. Calvi : C'est quand le moment ?

- Ph. Dessertine : C'est très difficile à identifier. Le bateau est à ras de l'eau, et tout d'un coup il y a une vague qui va le submerger. C'est exactement ce qui s'est passé avec l'Italie. On voyait l'Italie avec un niveau de dette énorme, mais qui continuait à emprunter à peu près aux conditions de la France et de l'Allemagne, et puis tout d'un coup..., tout d'un coup, les marchés, les financiers, se disent attendez, mais comment ils vont rembourser et tout d'un coup le roi est nu... »<sup>53</sup>

Tout comme la valeur du dollar en 2011, l'insoutenabilité des dettes publiques serait-elle construite par les traders ?

---

<sup>53</sup> France 5, « C dans l'air », animé par Yves Calvi, 17 septembre 2014. Intitulé de l'émission : « Valls, le jour d'après »

## Tableau n° 1

# Taux d'intérêt annuel moyen à court et à long terme

( Source : OCDE, INSEE) [http://www.insee.fr/fr/themes/tableau.asp?ref\\_id=CMPTEF08205](http://www.insee.fr/fr/themes/tableau.asp?ref_id=CMPTEF08205)

		2010	2011	2012
Zone euro	Court terme	0,81	1,39	0,57
	Long terme	3,78	4,31	3,05
Royaume-Uni	Court terme	0,69	0,89	0,84
	Long terme	3,62	3,14	1,92
Etats-Unis	Court terme	0,31	0,30	0,28
	Long terme	3,21	2,79	1,80

**Tableau n° 2**

## Cours du dollar

(source : BCE, *via* [www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr), mise à jour au 15/08/2016)

Année	Mois	Jour	Cours de change de l'euro contre le dollar des Etats-Unis	Cours du dollar contre l'euro (obtenu par déduction)
2010	Septembre	01	1,28	0,7813
		15	1,2989	0,7699
	octobre	01	1,3726	0,7285
		15	1,4089	0,7098
	novembre	01	1,3926	0,7181
		15	1,3626	0,7339
	Décembre	01	1,3115	0,7625
		15	1,336	0,7485
2011	Janvier	03	1,3348	0,7492
		17	1,3311	0,7513
	Février	01	1,3755	0,727
		15	1,351	0,7402
	Mars	01	1,3825	0,7233
		15	1,3884	0,7203
	Avril	01	1,4141	0,7072
		15	1,445	0,692
	Mai	02	1,4837	0,674
		16	1,4143	0,7071
	Juin	01	1,4408	0,6941
		15	1,4292	0,6997
	Juillet	01	1,4488	0,6902
		15	1,4146	0,7069
	Août	01	1,4415	0,6937
		15	1,4309	0,6989
	Septembre	01	1,4285	0,7
		15	1,3795	0,7249
	Octobre	03	1,3327	0,7504
		17	1,3776	0,7259
	Novembre	01	1,3627	0,7338
		15	1,3532	0,739
	Décembre	01	1,3492	0,7412
		15	1,3019	0,7681
2012	Janvier	02	1,2935	0,7731