

La valeur de l'argent

Ivar EKELAND

Professeur à l'Université Paris-Dauphine

RÉSUMÉ. — On tente une analyse du rôle de l'argent dans les théories économiques modernes.

Je vais m'interroger devant vous sur un sujet apparemment sans histoires : la valeur de l'argent.

Au premier abord, parler de la valeur de l'argent, c'est comme parler de la sainteté de Dieu ou de la saveur du sel : c'est porter au moulin de l'eau et non du grain. N'est-ce pas l'argent qui constitue, sinon la définition, du moins l'étalon universellement reconnu de la valeur économique ? Comme dit l'Évangile, si le sel perd sa saveur, avec quoi salera-t-on ? Si l'argent perd sa valeur, avec quoi paiera-t-on ?

Et pourtant, ce n'est ni si facile, ni si inutile que cela. Contrairement à ce que l'on s'imagine, la théorie économique a toujours eu beaucoup de mal à intégrer l'argent, ou même la monnaie, dans sa réflexion. La plupart des modèles théoriques, ceux qui reconstituent le fonctionnement d'une économie marchande à partir de principes premiers, raisonnent en termes réels, c'est-à-dire en réduisant l'argent à une simple unité de compte, un taux de change entre marchandises. Dans ces modèles, la réalisation de cette unité de compte sous une forme matérielle est superflue : il suffit que les comptes soient tenus par un organisme compensateur, et que chacun sache de combien il est créancier ou débiteur.

Dans des modèles de ce genre, on n'a pas besoin de monnaie pour faciliter les échanges, et l'argent n'est qu'une marchandise particulière servant de valeur-refuge. On peut d'ailleurs arguer que c'est comme cela que la monnaie a commencé : les multiples rôles qu'elle joue dans une société bien policée ne sont que des extensions de ce rôle fondamental. En dernière analyse, la valeur de la monnaie serait une valeur réelle, assise sur la valeur d'échange d'une certaine marchandise. C'est cette conception qui a prévalu pendant longtemps. Le cours des monnaies, pendant l'Antiquité et au Moyen Âge, dépendait de leur teneur en or (d'où les fameuses balances des changeurs) ; une dévaluation de 30 %, comme celle de Philippe le Bel consistait tout simplement à faire fondre deux écus anciens pour en tirer trois nouveaux. La convertibilité des monnaies en or disparaît en 1973, avec le décrochage du dollar décidé par le président Nixon, mais on en trouve toujours des traces aujourd'hui. Beaucoup de billets de banque (les italiens par exemple) portent la mention « payable à vue au porteur » (en quelle marchandise ?). C'est bien

leur teneur en or qui confère encore de la valeur à certaines pièces démonétisées, comme le louis ou le napoléon. Inversement, faire fonctionner la planche à billets ne peut que diminuer la valeur de l'argent, soumis comme toute marchandise à la loi de l'offre et de la demande.

Mais on ne peut s'empêcher de penser que l'argent n'est pas une marchandise comme un autre : avec de l'argent on achète des biens, avec des biens on achète de l'argent, mais avec des biens on n'achète pas d'autres biens. En d'autres termes, l'argent liquide semble jouer un rôle irremplaçable dans l'intermédiation et la facilitation des échanges. Certains modèles théoriques (dits *cash-in-advance*) se contentent d'en prendre acte, et de noter que certains règlements ne peuvent être faits qu'avec une encaisse disponible immédiatement, plutôt qu'en ayant recours à une ligne de crédit, encore moins à un troc. On peut alors analyser certains des problèmes monétaires de l'économie réelle, mais on n'avance pas dans la réflexion sur la valeur de l'argent. On ne peut savoir ce que vaut l'argent que si on sait pourquoi on en a besoin.

C'est pourquoi les modèles théoriques qui me paraissent les plus intéressants à l'heure actuelle sont ceux qui cherchent à assigner à l'argent une fonction où il soit irremplaçable, et qui font reposer la demande d'argent sur le besoin qu'on en a pour remplir cette fonction précise, même si elle s'avère être modeste ou réductrice par rapport à la réalité. Le premier modèle de ce genre est dû à Samuelson (1958) et ceux dont nous disposons aujourd'hui en sont les descendants plus ou moins lointains.

Dans le modèle de Samuelson, l'argent sert à assurer les vieux jours. Les individus produisent quand ils sont jeunes, mais pas quand ils sont vieux. Tant qu'ils peuvent encore produire, ils mettent de côté une partie de leur production pour le moment où ils ne le pourront plus. L'autre partie est consommée directement, ou échangée sur le marché contre des biens qui agréent davantage. Comme on l'a déjà remarqué, on pourrait bien imaginer que tout ce qui est consommation immédiate fonctionne sur la base de trocs, ou d'une chambre de compensation, sans qu'il soit besoin d'argent. Il n'en est pas de même de tout ce qui est épargne, donc consommation différée. L'individu ne peut pas stocker son travail ou sa récolte, pour l'échanger contre autre chose au moment où il en aura besoin. On ne peut pas non plus échanger aujourd'hui son travail ou sa récolte contre un travail ou une récolte livrables demain, car dans ce modèle tout le monde vieillit en même temps, et les personnes avec il peut contracter aujourd'hui ne seront pas productives demain. Bref, cette économie très simple a besoin d'argent pour fonctionner, c'est-à-dire d'un bien que l'on peut stocker aujourd'hui à seule fin de le revendre demain.

L'argent apparaît donc comme un intermédiaire indispensable, rendant possible un échange mutuellement bénéfique entre les générations : le jeune d'aujourd'hui recevra demain, quand il sera vieux, les services du jeune de demain, qui lui-même, le surlendemain, quand il sera vieux et que le premier sera mort, recevra les services d'un jeune qui n'est pas encore né. Ces personnes n'étant pas en vie en même temps n'auraient pas pu se rencontrer pour souscrire un contrat, mais la présence d'argent dans l'économie permet d'arriver au même résultat. Le contrat global est remplacé par une série d'engagements, signifiés par une somme d'argent qui passe de mains en mains, un peu comme un relais qui passe d'un coureur à l'autre lors d'un 4x400 mètres.

Ce modèle, pour simpliste qu'il soit, n'en permet pas moins de fonder une réflexion sur la valeur d'usage de l'argent, par opposition à une valeur d'échange. L'argent a de la

valeur, non plus en soi, comme un trésor enterré qui revient au jour, mais parce qu'il est indispensable pour certaines transactions. La demande d'argent (et donc sa valeur) est alors précisément liée au besoin que l'on en a pour effectuer ces transactions.

La première remarque à faire est que je mets de l'argent de côté aujourd'hui pour l'utiliser plus tard, dans un mois, dans un an ou dans dix. Il faut donc que je fasse intervenir dans mes calculs, non seulement la valeur de l'argent aujourd'hui (un franc mis de côté aujourd'hui est un franc dont je me prive aujourd'hui, et avec lequel j'aurais pu acheter telle ou telle chose), mais aussi la valeur de l'argent demain (un franc mis de côté aujourd'hui est un franc que je retrouve demain, et avec lequel je pourrai acheter telle ou telle chose). Le besoin de monnaie aujourd'hui va donc dépendre à la fois des prix constatés aujourd'hui et des prix prévus pour demain.

Si l'on maintient constante la quantité de monnaie, on obtient une relation de causalité très originale, parce que dirigée dans le mauvais sens : c'est la prévision faite aujourd'hui sur les prix demain qui va déterminer les prix aujourd'hui. Cela veut dire aussi que les prix demain ne dépendront que de la prévision faite demain sur les prix après-demain. Si l'on impose une règle minimale de cohérence, à savoir que les prix demain soient à la fois ceux que nous avons prévus aujourd'hui et ceux qui découlent des prix prévus après-demain, on peut renverser la direction de la causalité : à la date t on formule les prévisions qui valident les prix constatés, et à la date $(t + 1)$ on adopte les prix prévus à la date t .

Les prix d'aujourd'hui sont donc ceux qui valident *a posteriori* les prévisions d'hier, et les prix prévus demain sont ceux qui valident les prix d'aujourd'hui. De cette simple règle de comportement vont découler des dynamiques très compliquées. Mais avant d'aller plus loin, interrogeons-nous sur ce que nous sommes en train de faire.

Nous ne sommes pas en train de construire une théorie spéculative de la monnaie. Nous ne sommes pas en train de dire que la valeur de l'argent est dans l'idée que s'en font les gens, et de construire une théorie à partir de là. Au contraire, nous nous sommes donné tout le mal possible pour cerner la vraie nature de l'argent, en isolant une fonction au moins pour laquelle elle est irremplaçable : les échanges entre générations successives, chacune bénéficiant des services de la précédente et en faisant bénéficier la suivante. Nous cherchons comment doit évoluer la valeur de l'argent pour qu'il puisse effectivement remplir cette fonction. C'est donc une théorie de la valeur réelle de l'argent, ou de sa valeur d'usage, à l'exclusion de toute dimension spéculative.

Et pourtant, nous voilà inexorablement rejetés vers la spéculation, à condition de donner à ce mot, non pas le sens moderne, « moyen risqué de gagner de l'argent », mais son sens classique, « réflexion sur ce qui pourrait se passer », et mieux encore son sens premier, « jeu de miroirs ». Pour que l'argent puisse effectivement remplir son rôle aujourd'hui, il nous faut connaître, non seulement sa valeur aujourd'hui, mais sa valeur demain. Nous pouvons constater la première, il suffit d'aller faire les courses, mais la seconde est un objet de spéculation : nous ne pouvons que la deviner. Quelle que soit la qualité de notre réflexion, quelles que soient les précautions dont nous nous serons entourés et les informations que nous aurons rassemblées, nous ne pourrions jamais être assurés du résultat. Et pourtant, c'est bien ce résultat qui est nécessaire pour que nous puissions décider de notre comportement d'épargne, et donc de consommation, aujourd'hui.

C'est donc une prévision sur demain qui décidera de mon comportement aujourd'hui. Nous voilà tout près de l'irrationalité : de la prévision on glisse insensiblement à l'opinion, puis à l'impression, puis au sentiment, voire au coup de tête. Peut-être croit-on s'en tirer en faisant appel au principe de réalité : une bonne prévision est une prévision exacte, quelle que soit par ailleurs la manière dont elle a été élaborée. Mais c'est un leurre. Le critère censé infirmer ou confirmer la prévision aujourd'hui, c'est le niveau des prix demain, qui renvoie aux prévisions que je ferai demain, qui elles-mêmes renvoient aux prévisions que je ferai après-demain, à moins de décider purement et simplement que je ferai en sorte que les prix de demain contreront les prévisions que je fais aujourd'hui.

Mais il n'est pas en mon pouvoir de décider cela : je ne puis à moi seul fixer le niveau des prix demain. Par contre, c'est certainement au pouvoir de la collectivité tout entière, qui peut parfaitement faire prévaloir demain les prix qu'elle attend, et notamment ceux qui justifieront *a posteriori* les prévisions faites la veille. On se trouve alors devant un problème, non plus de prévision, mais de coordination : il faut que tout le monde fasse les mêmes prévisions aujourd'hui, de manière à ce que tout le monde s'attende aux mêmes prix demain, ce qui fait que ce seront justement ces prix qui s'imposeront.

Autrement dit, mon problème n'est pas de faire des prévisions meilleures que celles des autres, mais de faire exactement les mêmes prévisions que les autres. La notion de « prévision meilleure que celle des autres » est autodestructrice : je ne puis avoir raison seul contre tout le monde. En effet, si les autres font une autre prévision aujourd'hui que moi, c'est la leur qui se réalisera demain, du simple fait que demain, quand chacun cherchera à imposer les prix qu'il attend, je ne pèserai pas lourd devant l'accord général. Il ne faut donc pas se tromper de question. J'ai besoin de savoir, non pas ce que je pense que seront les prix demain, mais ce que les autres pensent que seront les prix demain, sachant que tout le monde se pose la même question que moi. Si je juge qu'ils en sont au même point dans le raisonnement, la question que je dois me poser est de savoir ce que les autres pensent que les autres pensent que seront les prix demain. Et comme je fais partie des « autres » des « autres », c'est finalement ma propre image qui m'est renvoyée dans un jeu de miroirs qui mérite éminemment le qualificatif de spéculaire.

Le labyrinthe semble sans issue : je cherche une réalité, la plus objective possible, et je suis indéfiniment renvoyé à moi-même, vu par moi-même ou par les yeux d'autrui. Pour s'en sortir, une seule issue : lever tous les doutes, fixer une fois pour toutes une règle de prévision à laquelle tout le monde se tienne. Cette règle aura un caractère conventionnel, en ce sens que son seul mérite est que chacun y adhère. Chacun y adhère justement parce que chacun sait que chacun y adhère : à s'en écarter seul, on ne peut que perdre, comme nous l'avons observé plus haut. Une autre convention serait tout aussi raisonnable, mais c'est à celle-ci que les autres adhèrent, et c'est donc suivant celle-ci que j'ai intérêt à formuler mes prévisions.

La valeur de l'argent va donc dépendre d'une règle de formation des prévisions – n'importe quelle règle, pourvu qu'elle soit communément adoptée. Une fois fixée cette règle, le niveau des prix fluctue d'un jour sur l'autre suivant un mécanisme parfaitement déterministe, où l'on peut observer, suivant les cas, soit une stabilité conduisant à se féliciter du rôle régulateur de l'argent dans l'économie, soit au contraire l'irrégularité

propre aux systèmes chaotiques comme la météorologie. En d'autres termes, la règle peut aboutir à ce que le niveau des prix converge très vite vers une situation stable. Mais elle peut tout aussi bien aboutir à des fluctuations importantes et persistantes dans le niveau des prix, fluctuations qui n'en sont pas moins parfaitement anticipées par les agents.

A-t-on vraiment résolu le problème de coordination ? Reste encore à expliquer comment les acteurs sont informés individuellement que c'est telle convention qui est en cours, et qui va servir à formuler les prévisions des autres (et donc la leur). Évidemment, dans une situation de stabilité, où les mêmes prix sont observés depuis des générations et des générations, le problème ne se pose pas : les prix demain seront les prix qui ont toujours existé. Mais dans une situation d'instabilité ? Une première réponse consiste à dire qu'un économiste a écrit un livre qui fait autorité, et que les acteurs ont étudié à l'université. Ce livre explique que les prix se succèdent d'une fois sur l'autre suivant telle règle précise, et les raisons qu'il avance sont tellement convaincantes (même si elles sont fausses) que tout le monde y croit. Comme tout le monde y croit, tout le monde base ses prévisions sur cette règle, qui devient exacte du fait que tout le monde l'applique, ce qui justifie la confiance du public et confirme le génie de l'auteur.

Une deuxième réponse consiste à introduire un signal extérieur sur lequel tout le monde se règle. C'est ce qu'on appelle les modèles à taches solaires : les taches solaires n'ont pas d'importance par elles-mêmes, mais si suffisamment de personnes croient qu'elles en ont, et font leurs prévisions en conséquence, alors elles vont en avoir. Il y a là un point sur lequel la théorie économique contemporaine met beaucoup d'accent : le niveau des prix, et plus généralement le fonctionnement de l'économie, dépend non seulement des « fondamentaux », comme les techniques de production et les habitudes de consommation, mais aussi des prévisions des acteurs, de l'idée qu'ils se font de l'avenir.

La troisième réponse renvoie au politique. L'État est certainement le mieux placé pour influencer sur les anticipations des acteurs. Il dispose des instruments appropriés (politique fiscale, politique monétaire) pour agir directement sur la valeur de l'argent. Peut-il s'en servir également pour agir sur les prévisions des acteurs ? Oui, à condition d'être crédible, c'est-à-dire de pouvoir s'engager sur le long terme. Certaines études récentes sur l'histoire des hyperinflations (Sargent, 1993) tendent même à montrer que si la crédibilité est assurée, l'action sur les prévisions est plus efficace que l'action directe : l'hyperinflation peut s'arrêter brutalement, alors même que la planche à billets fonctionne encore.

Nous voici au terme de notre réflexion. Si l'argent est autre chose qu'une marchandise ordinaire, alors nous ne pouvons asseoir sa valeur que sur une convention, en soi arbitraire, qui tient sa légitimité et son efficacité de l'adhésion générale. Sa circulation dans l'économie assure entre les générations successives un lien qui ne serait pas assuré autrement, et engendre, suivant la convention adoptée, ordre ou désordre, stabilité ou fluctuations.

Cette conclusion est provisoire. Je rappelle ici ce que j'avais dit au début : la théorie économique est mal à l'aise avec l'argent, et son rôle exact est encore mal compris. L'explication fournie ici, pour exacte qu'elle soit, n'est encore que partielle. Si l'on détient de l'argent, ce n'est pas seulement en vue de dépenses futures ; sinon, comment expliquer que l'attachement à l'argent croisse avec l'âge, au lieu de diminuer ? Cela

avait été très bien dit par Francesco Guicciardini, à Florence voici quatre cent cinquante ans : « On voit que les vieux sont plus avares que les jeunes, et cela devrait être le contraire, car, comme ils ont moins à vivre, moins leur suffit. On dit que la raison en est qu'ils sont plus craintifs ; je ne crois pas que ce soit vrai, car je les vois aussi beaucoup plus cruels, plus libidineux, sinon en actes, du moins en intention, et plus appréhender la mort que les jeunes. Je pense que la raison en est que plus on vit, plus on crée d'habitude, et plus s'attachent les hommes aux choses de ce monde : elles les affectent davantage, et ils agissent en conséquence » (*Souvenirs*, § 63). On cherche à retenir l'argent, symbole d'une vie qui nous échappe.

Université Paris-Dauphine

Place du maréchal de Lattre de Tassigny — 75775 Paris cedex 16

ÉLÉMENTS DE BIBLIOGRAPHIE

- O. J. Blanchard et S. Fischer, *Lectures on macroeconomics*, MIT Press, 1989.
- R. Guesnerie and M. Woodford, « Endogeneous Fluctuations », in *Advances in economic theory : Sixth world congress*, JJ Laffont ed., Cambridge University Press, 1992, p. 288-412.
- F. Guicciardini, *Ricordi*, Murcia Editore, Milan, 1994.
- R. Lucas, « Some international evidence on output inflation tradeoffs », *American Economic Review* 63 (1973), 326-334.
- J. Muth, « Rational expectations and the theory of price movements », *Econometrica* 39, 315-334.
- P. A. Samuelson, « An exact consumption loan model of interest with or without the social contrivance of money », *Journal of Political Economy* 66, (1958) 1002-1011.
- T. J. Sargent, *Macroeconomic theory*, Academic Press, 1979.
- T. J. Sargent, *Rational expectations and inflations*, Harper Collins, 1993.