

**L'économie entre l'investissement et la spéculation,
Quelle tendance pour le Maroc à l'horizon 2020 ?**

**The economy between investment and speculation,
Which trend for Morocco to 2020?**

Lotfi Boulahrir

Professeur à l'Université Cadi Ayyad

Habilité en finance ENCG-Marrakech

INREED

lotfi.boulahrir@gmail.com

Résumé :

L'objet de cet article est de montrer que les activités économiques cherchant l'argent facile évincent les activités réelles. La spéculation est un facteur parmi d'autres. Elle pénalise l'investissement et l'esprit d'entreprise. On oppose l'entrepreneur schumpetérien créateur de la richesse au spéculateur cherchant le gain rapide. C'est ce contraste de comportement qui fait des économies une vocation spéculative ou productive. Sur le plan macroéconomique, ces deux profils s'analysent en termes d'investissement de portefeuille ou direct. Une analyse de l'économie marocaine tend à expliquer le modèle dominant ou celui qui doit être adapté.

Mots clés : Spéculation, investissement, rente, économie casino

Abstract :

The purpose of this article is to show that economic activities seeking easy money crowd out real activities. Speculation is one factor among others. It penalizes investment and entrepreneurship. We oppose the Schumpeterian entrepreneur who creates wealth to the speculator who seeks rapid gain. It is this contrast of behavior that makes savings a speculative or productive vocation. On the macroeconomic level, these two profiles are analyzed in terms of portfolio or direct investment. An analysis of the Moroccan economy tends to explain the dominant model or the one that needs to be adapted.

Key words: Speculation, investment, annuity, casino economy

Introduction

Depuis David Ricardo les discussions sur la valeur et la perception d'un revenu sans aucun effort productif furent au centre des préoccupations des auteurs. Des circonstances mettent les acteurs économiques (individu, entreprise...etc.) en situation favorable par rapport à d'autres. De telles situations peuvent naître soit des imperfections de marché (monopole...) ou de décisions politiques (avantages et privilèges accordés), ce qui pénalise l'économie productive et le modèle de répartition de la richesse. La rente est la forme apparente de ce genre d'anomalies. Dans les pays du sud, ce phénomène prend différentes formes (subvention d'Etat, agréments, exonération fiscale, monopole, salaire sans contrepartie réelle...etc.). En somme des revenus faciles issus des situations particulières. Pour Driss Ben Ali (2012) la rente est le fait d'obtenir un revenu sans qu'il ait une création de valeur ajoutée¹.

Dans les pays du nord où les marchés financiers sont développés, la spéculation est une forme de rente financière autres que les formes de la rente réelle précitées. La dominance de la finance et l'hypertrophie de la sphère financière créent des situations d'enrichissement individuels au détriment du bien être économique : des fortunes bâties à partir de rien, notamment lorsque le crédit facilite l'investissement en bourse (effet de levier). La généralisation de ce phénomène suite au développement de la finance (concentration de la richesse aux mains d'une minorité, crises des marchés et récession des économies...etc.) montre dans une certaine mesure l'extension de l'économie de la rente, ou de l'économie de privilèges (Bantahar ; 2015) chez qui le concept « d'économie de la rente » n'a pas d'existence dans la science économique, ou enfin de « l'économie casino » selon la terminologie de John Maynard Keynes. Autant de concept qui indiquent l'enrichissement et la concentration de la richesse sans valeur ajoutée tangible.

D'ailleurs, sur le marché boursier, l'achat d'une action constitue un acte d'investissement alors que sa revente, à maintes fois sur un horizon court, constitue une spéculation. Les transactions, qui se déroulent sur le marché d'occasion (la bourse des valeurs) sous forme d'achat revente, permettent d'assurer la mobilité du capital et la fluidité des affaires. Les marchés financiers ont été créés dans le cadre de l'efficacité technique des places financières.

¹ « L'économie de la rente et les droits de l'homme » par la coalition marocaine des droits de l'homme au club des avocats

Autrement dit, l'introduction de la spéculation comme mécanisme qui assure la liquidité est un élément qui entre dans le cadre de l'efficacité des marchés.

La spéculation assure l'échange des titres financiers pour un meilleur investissement en bourse. En principe, elle doit jouer son rôle de façon satisfaisante, c'est-à-dire, évaluer et réévaluer les investissements, au moyen des cours admissibles par la raison. Pourtant, les économistes d'obédience keynésienne constatent que la spéculation a pris une grande dimension dans le comportement de marché, dans la mesure où les actes deviennent beaucoup plus spéculatifs, évinçant, en conséquence, l'investissement réel.

La fonction de liquidité, qu'elle assume, dépasse son cadre normal en réduisant la demande des actifs financiers à des comportements purement spéculatifs. Cette tendance à la spéculation relève d'un désir accru pour le court terme. La place prépondérante de la spéculation fait du comportement un acte beaucoup plus préoccupé par les variations des prix que par le retour sur investissement qui se produit à long terme. La vocation de l'investisseur ou de l'investissement en bourse penche au profit des actes, visant à multiplier les performances. Ceci entraîne des mouvements plus ou moins rationnels qui participent à la vie quotidienne de marché sans aucune valeur ajoutée réelle.

Sous cet angle, un débat sur sa nature stabilisante ou déstabilisante eut lieu depuis longtemps à partir du moment où les marchés prennent un aspect trop spéculatif, caractérisé par l'afflux massif des capitaux, exigeants des rendements supérieurs et immédiats, signe avant-coureur que les marchés financiers ont cessé de tourner leur vision vers la sphère réelle. C'est le cas d'un univers mondialisé où prédomine l'investissement de portefeuille sur l'investissement direct. Cette place importante qu'occupe actuellement la spéculation sur les marchés réanime les discussions sur sa valeur ajoutée et ses limites. La crainte que sa fonction ne soit au niveau de l'efficacité économique, soulève des reproches qui se livrent contre le modèle standard selon lequel, plus de spéculateurs seront les bienvenus tant qu'ils soutiennent le marché, l'orientent dans le bon sens et veillent en conséquence à sa stabilité (M.Friedman ; 1953). Le cœur de débat est porté notamment sur son rôle dans les équilibres fondamentaux, surtout à partir du moment où les économies ont perdu leur vocation productive au profit de la finance.

Les critiques vont entre les monétaristes favorables à un acte de spéculation et les keynésiens qui le condamnent. Le premier courant qui s'inspire des travaux de Milton Friedman (1953) et qui tire ses soubassements de la théorie classique standard pour qui le marché est parfait, voit dans la spéculation un aspect vertueux, non influant sur l'équilibre et la stabilité des prix.

Quant aux keynésiens, ils avancent que les imperfections de marché font de la spéculation un acte déstabilisant, elle est à l'origine du décollage de prix par rapport à son niveau d'équilibre, de facto une déconnexion partielle voire totale entre la finance et la sphère réelle.

L'approche historique confirme son aspect déstabilisant en soulignant que ce phénomène est à l'origine de toutes les perturbations affectant les systèmes financiers depuis les siècles derniers jusqu'à l'ère de la mondialisation. Les fièvres spéculatives citées par Galbraith (1992) et Kindleberger (1994) indiquent à la fois un effet quantité et un effet qualité provoqués par la spéculation : d'une part, un mouvement abondant de liquidité qui pèse sur les marchés, d'autre part, les teneurs de ce mouvement adoptant des comportements défiant l'équilibre, ne cherchant que le profit. Kindleberger (1978,1994), Krugman (2000), (Blanqué, Graverau et Trauman ; 2001) soulignent l'effet d'une spéculation complètement déstabilisante sous forme de fraude et de tromperie. Cette forme de spéculation confirme dans une large mesure la course vers la rente financière plutôt que vers le bien-être (l'investissement réel).

A la lumière de cette illustration, nous allons voir que la spéculation tend à prendre une ampleur importante dans la vie courante du marché. Des comportements micro-économiques préfèrent spéculer qu'investir sous l'impulsion de plusieurs motifs et contraintes. Le désir de spéculer relève d'une préférence pour le court terme. De plus, le motif de profit et le désir d'enrichissement par la recherche d'un gain renouvelable suffisent à prendre le risque. Les divergences de point de vue sur le vice ou la vertu de la spéculation résident au niveau de sa valeur ajoutée, son impact sur les équilibres, et son poids par rapport à l'investissement réel.

Après avoir identifié les phénomènes spéculatifs, nous aborderons dans cet article trois points, Le premier explique dans quelle mesure l'activité spéculative fait l'objet de débat dans la théorie économique. Le second axe montre la différence entre les modèles spéculatifs et d'investissement réel, et à quel point la prédominance de l'un ou de l'autre a un impact sur le développement ou la récession des économies. Enfin, l'examen de l'économie marocaine illustre le modèle dominant et celui qui doit être adapté

1 : Spéculation et marchés spéculatifs

1.1 : Notions générales sur les phénomènes spéculatifs

Par spéculation, on entend tout acte visant l'achat et la revente d'un actif dans le but de réaliser un profit immédiat. Mais, une analyse minutieuse et approfondie du comportement qui mène ce genre d'action permet de dégager l'ensemble des notions y afférant. La

spéculation demeure un motif de détention de l'épargne consacrée à l'achat de tous les produits, satisfont les conditions de l'exercice d'un acte spéculatif selon les acceptations de Nicholas Kaldor (1939). Au sens strict, la définition de la spéculation chez Kaldor (1939) demeure la plus pointue et la plus explicite. Sa définition réduit l'activité spéculative à des actes d'achats avec intention de revente ou de vente avec intention de rachat dans l'espoir d'une variation favorable de prix. Dans le monde boursier, le mot spéculation vise la recherche du profit provenant notamment du différentiel de prix « *C'est une activité commerciale dont le but est de gagner de l'argent en jouant sur la différence entre le prix d'achat et le prix de vente d'un produit coté en bourse* » M.Weber (1999), p 75².

Les définitions directes de la spéculation donnent une idée claire sur le phénomène et sur l'intention du comportement spéculatif. Toutefois pour bien comprendre le sens large du terme, d'autres définitions éclairent le phénomène spéculatif. D'ailleurs, pour une analyse sémantique du terme, le mot spéculer vient du mot latin « speculari » qui signifie voir au-delà. Le terme a plusieurs synonymes : observer, deviner, guetter, espionner, miroiter, voir plus loin. Autant de sens qui indiquent l'observation des phénomènes et la prévision de leur dynamique dans un but lucratif visant l'argent facile avec un minimum de dégâts.

1.2 : Caractéristiques intrinsèques des objets spéculatifs

Habituellement, la spéculation porte sur les objets de valeur, tous biens dont le prix évolue dans le temps : l'or, les devises, les matières premières, les tableaux d'arts, et les actifs immobiliers et financiers. En somme, tous les biens ayant une valeur et qui se négocient à des prix futurs. Pour Kaldor (1939), tous les biens ne sont pas susceptibles d'être les supports d'une spéculation. Les objets de la spéculation doivent être dotés de certaines propriétés que peu de biens possèdent simultanément : que le bien corresponde à une large demande, et qu'il comporte un faible coût de conservation ou de stockage. Parmi les objets qui répondent à ces conditions, on trouve les droits de propriété et de créance : action, obligation. Il est évident que ces derniers constituent les supports d'une spéculation à grande échelle, car ils correspondent aux caractéristiques intrinsèques de l'objet spéculatif. La place accordée par les agents à ce genre d'actifs les rend, à l'instar des autres produits, des valeurs refuges pour l'argent spéculative (Aglietta, Brender et Coudert, 1990). En principe, les objets spéculatifs comportent tous les biens ayant une valeur. L'évaluation de celle-ci est exprimée monétairement par un prix dont la connaissance demeure hors volonté des agents.

² Traduit de l'allemand par Pierre Morin, réédition Transition 1999

Souvent, on considère les spéculateurs comme les boucs émissaires de la récession que connaissent pas mal des économies, en raison l'emploi somptuaire de l'argent, et le dérapage de l'épargne vers le financement des investissements improductifs. Toutefois la théorie économique n'a pas une position unanime par rapport à ce postulat.

2 : La spéculation dans la théorie économique, aperçu historique

Les sujets sur le rôle de la spéculation sont divisés entre deux approches : une approche éthique qui rejette intégralement ce type de métier en le réduisant à des activités passives improductives, et une approche économique, qui, en dépit de sa conscience de ce point de vue, considère la spéculation comme activité nécessaire au fonctionnement de l'économie de marché : c'est ce que suggèrent les théoriciens de la finance de marché. La critique de la première approche réside dans le fait que les activités spéculatives ne créent pas la richesse. La spéculation gonfle uniquement le patrimoine de l'individu sans contribuer au bien être économique et social. Or, cette critique est prise à la légère devant les défis des dynamiques économiques et la nécessité de trouver des mécanismes de financement plus adéquats pour l'entreprise, ceci marginalise tous les reproches d'ordre éthique.

D'ailleurs, le cadre d'analyse selon lequel la spéculation est jugée morale ou immorale, productif ou non, est dépassé devant la nécessité de mobilité des capitaux. Bien qu'elle soit fondée sur la notion de gain improductif, elle demeure une activité agréée s'elle contribue au dynamisme de marché sans nuire à son intégrité, et si elle est guidée notamment par une attitude rationnelle. Dans ce cas, elle légitime le profit lequel est considéré comme récompense de risque non assurable.

Cependant, le dépassement des doutes à propos de son rôle dans la création de la richesse, n'empêche pas les économistes d'exprimer leurs réserves vis-à-vis des équilibres fondamentaux et de sa prédominance sur l'esprit de l'entreprise (l'investissement), notamment quand elle prend une grande ampleur. Sous cet angle, la théorie économique est subdivisée entre ceux qui croient en l'aspect stabilisant de la spéculation, et ceux qui la considèrent comme facteur de déstabilisation, rejoignant ainsi les critiques qui lui ont été adressées sur le plan éthique. Les discussions portent sur l'emploi de l'argent en investissement ou en spéculation, et les conséquences en termes de stabilité de système et du bien être économique.

2.1 : Chez les monétaristes

La spéculation est dite stabilisante si elle est capable de fournir des prix proches à l'équilibre. L'efficacité des marchés implique que le prix d'équilibre correspond à la valeur fondamentale. Sa fonction consiste donc à rapprocher le prix vers cette référence. Autrement dit, que les prix reflètent l'information sur la valeur intrinsèque de l'entreprise, de facto la finance reflète l'économie réelle. Dans ce cas, la spéculation stabilise le marché et contribue au bien-être économique sans enrichissement individuel exagéré.

Les libéraux, qui croient aux mécanismes autorégulateurs, voient dans la spéculation un élément de tâtonnement vers l'équilibre. Depuis Adam Smith, elle est conçue comme cette main invisible qui donne au marché la flexibilité à trouver ses repères. Les chocs affectant le prix s'ajustent et retournent à la normale. Si, pour une raison ou une autre, le prix augmente, la spéculation rationnelle réagit dans le sens d'une vente profitant, en conséquence, du retour de prix à son niveau d'équilibre. Un tel comportement réduit les chocs qui perturbent la loi normale des prix. C'est ainsi le cas quand les chocs rendent le prix faible ou sous-estimé par rapport à son équilibre ; les achats sont alors nécessaires pour stabiliser le marché. Il ne peut donc y avoir des prix qui continuent à augmenter (ou baisser) sans qu'ils soient corrigés de manière pertinente avant les corrections brutales de marché³.

Pour Friedman (1953), les agents achètent bon marché pour revendre plus cher, encaissant au passage un profit logique. La récompense du spéculateur est bien le gain offert en contrepartie de ses actions stabilisantes. Cet aspect de légitimation de son rôle n'est qu'une image de principe de la main invisible. En cherchant son intérêt personnel d'ordre pécuniaire, le spéculateur contribue à accroître l'intérêt général ; celui de l'équilibre et de la stabilité de système. Le bon spéculateur est celui préconisé par Friedman. En achetant à bas prix et en renonçant quand ils flambent. La spéculation reflète une attitude qui suit la loi normale de la demande laquelle est élastique par rapport aux variations de prix.

Dès lors, le profit spéculatif est normalisé dans l'économie libérale, à mesure qu'il s'accompagne des actes stabilisateurs. Ce qui est logique, car le besoin d'une partie, (l'industrie) dépend de la satisfaction d'une autre partie (les pourvoyeurs de fonds), collaborant tous dans un système au bien-être économique. Dans ce cadre d'analyse, la plus-

³ Par correction, on entend une situation critique proche de krach où les prix tombent dans des seuils psychologiques à bas niveau

value devient implicitement un outil résultant des transactions raisonnables, achat à des prix bas et revente à un cours supérieur, et non pas à des acquisitions trop chères. Sinon, les comportements risquent d'être déconnectés de l'analyse économique, recherchant que le profit comme objectif central. En conséquence, toute activité en dehors de ce modèle, sera considérée comme perdante et éliminée. Son aspect stabilisant se concrétise d'ailleurs grâce à sa faculté de détecter les déséquilibres et d'atténuer les mouvements de prix dont elle tire partie. Grâce à sa force régulatrice, sagement et loyalement conduite, le prix reflète l'offre et la demande, et l'information sur les valeurs intrinsèques. Dans ce cas, il ne peut largement en dévier ou être exposé à ce qui est irrationnel dans son mouvement.

On voit bien que la théorie libérale trace toutes les vertus de la spéculation. Elle la réduit à des activités légales sur tous les plans : éthique ou économique. On dépasse alors le cadre classique et ses reproches vis-à-vis d'une telle activité au profit de l'efficacité économique. Car tout l'édifice libéral, depuis les premiers auteurs orthodoxes, est fondé sur l'intérêt général, à partir des satisfactions individuelles. Ce qui paraît raisonnable et tout à fait rigoureux, car, si on raisonne en terme systémique général, l'objectif assigné à toute activité, est de contribuer au bien-être global en faisant abstraction des opportunités systématiques (des jouissances individuelles en terme de profit). Dans ce cadre d'analyse, le marché est le lieu de confrontation des intérêts personnels pour son intérêt lui-même.

2.2 : Chez les keynésiens

L'idée selon laquelle la spéculation ne peut nuire au bien-être, est dépassée au profit des modèles qui ont montré que la variabilité des prix, sous l'effet des mécanismes spéculatifs, est déstabilisatrice. Le comportement qui prévalait dans le cadre de stabilité est de type friedemanien. Les actes de négoce d'actifs (achat-vente) sont à leur place. D'ailleurs, l'appel de nouveaux opérateurs ne fait que dynamiser le marché. Les études de la volatilité du marché chez P.Artus (1995), S.Gregoir, B.Salanié (1991) ont montré que la spéculation augmente la variance de prix et réduit le bien-être. En conséquence, l'accroissement de nombre de spéculateurs n'est pas un facteur de stabilité. La présence des agents irrationnels, ayant des anticipations naïves, est un modèle parmi d'autres. L'hypothèse d'irrationalité désigne des actes non conformes à la logique, par exemple des achats qui devraient être ventes ou des ventes qui doivent être des ordres d'achats sous le motif de profit.

Depuis les années trente, une vision hétérodoxe sur la vertu de la spéculation fut soulignée par N.Kaldor (1939), et surtout sur le marché d'actions. Après les événements de 1929 et les attaques contre le système monétaire européen (sur le marché de change) qui ont servi en partie l'intérêt de gros spéculateurs comme George Soros pour avoir gagné des sommes colossales en spéculant contre la devise, il paraît clair que la spéculation n'est plus porteuse de stabilité et que les opérateurs ne sont plus des détecteurs précoces de déséquilibre. Ses vicissitudes sont d'ailleurs présentes, et l'idée du mauvais spéculateur, (qui est accusé de déstabiliser le marché, soit par des actions mal informées, soit par des manœuvres volontaires visant des profits anormaux), prévaut. Tous les indicateurs d'une activité perturbatrice se réunissent. Les mouvements cumulatifs de hausse ou de baisse sont le résultat de sa dynamique, sans pour autant qu'ils respectent la loi de l'offre et la demande.

Initialement, Stuart Mill (1848) s'opposa contre le volet stabilisant de la spéculation. Elle est à l'origine des déviations de prix par rapport au support spéculatif. Le retour à l'équilibre se fait généralement dans les conditions brutales d'une crise financière. Depuis l'analyse de Mill, les auteurs s'interrogent sur sa place et son rôle dans les désordres financiers. Les keynesiens, qui croient fermement à la nature déstabilisante de la spéculation, construisent des modèles de déséquilibre pour expliquer les crises d'ordre financier. Crise immobilière Etats Unis, la bulle immobilière au Japon, en Espagne... etc.

L'historien des faits financiers Kindleberger (1978) avance que le phénomène spéculatif débouche sur des crises et sur une récession des affaires, dont les conséquences sont plus ou moins graves sur l'économie. La spéculation se réduit à des manœuvres et des dynamiques qui dépassent le cadre rationnel, d'un marché qui valorise bien ses actifs grâce à la rationalité de ses acteurs. Dans un système où le profit est la cible, toutes les pistes légales ou illégales, productives ou non, sont possibles. Les formes condamnables de fraude, d'escroquerie et de fébrilité montent en scène. Dans ce contexte, une répartition inégale de la richesse trouve son origine alors qu'on devrait tendre vers un capitalisme laborieux au profit du tous comme le montre le modèle de social business au Bangladesh (Yunus ; 2010)

Kindleberger soutient sa thèse d'une spéculation déstabilisatrice en montrant, que les pays où les systèmes spéculatifs prédominent, sont plus menacés par des risques d'instabilité et des crises, et inversement. C'est le cas de l'Allemagne où le système est moins spéculatif qu'en France. Ainsi, l'Allemagne et la France par rapport à la grande Bretagne et les Etats-Unis. Ces deux pays qui connaissent le plus grand nombre de crises. Les crises décrites par

Kindleberger ou « les épisodes spéculatifs » cités par Galbraith (1975), celui-ci comme l'autre accorde un rôle majeur à la spéculation dans toutes les périodes d'instabilité.

L'histoire des faits économiques et financiers est un bon témoin. La fin des années 80 annonce le retour des faits. A partir de 1987, la thèse de « bull market », au signal d'un marché haussier sans fondement réel, se développe. Depuis, les commentateurs parlent de l'extension de « l'économie casino ». C'est une nouvelle ère des marchés financiers dans lesquelles la nomenclature investissement-spéculation est balancée en faveur de la deuxième, pour reprendre la citation de P.Krugman (2000) « *les bulles financières ne sont pas nouvelles, de la tulipemania à l'internetmania, même les investisseurs les plus sensés n'ont que difficilement résisté à entrer dans le tourbillon, à garder une vision à long terme alors que tous les autres s'enrichissaient* » (Krugman, 2000 : 20)

Au terme de ce survol sur les chocs financiers (fièvres spéculatives, boom, krach, crises...), il apparait clairement que les reproches des économistes se focalisent sur son aspect déstabilisant, et mettent en garde sa prédominance sur l'esprit d'entreprise (l'investissement).

3 : Spéculation et investissement, quel clivage ?

L'intérêt porté aux objets spéculatifs, notamment les droits de propriété sur les marchés financiers, est ambivalent dans le sens où la détention des titres financiers relève d'un double comportement. Soit le motif est orienté vers le choix permanent de l'actif avec toutes les représentations qu'il désigne : action en tant qu'actif financier représentant une unité productive, secteur ou un univers industriel en général. Soit le motif est centré uniquement sur l'échange de cet actif : sa négociabilité susceptible de générer des gains en capital comme l'a signalé Kaldor dans sa célèbre définition de la spéculation. Dans le premier cas où le bien est conservé longtemps, le comportement est guidé par une logique d'investissement, tandis que dans le second cas, où le bien est désiré pour l'échange, l'attitude de garder l'actif en patrimoine s'intercale dans un objectif de spéculation.

- L'investissement reflète donc un comportement qui garde le titre sur la longue période en espérant recevoir un revenu. Il peut gagner comme il peut perdre en fonction du résultat de l'entreprise dans laquelle il participe
- La spéculation reflète une attitude qui observe au quotidien le mouvement de prix dans l'espoir de gagner

A partir d'une analyse préliminaire de rendement de l'actif, on débouche sur deux profils d'orientation : ceux visant le rendement économique (entrepreneurs), et ceux recherchant le rendement financier (rentiers).

3.1 : Profit ou rente, analyse des revenus.

Les actifs financiers qui sont des objets de la spéculation sont avant tout des vecteurs d'investissement. Leur achat constitue un pari sur les perspectives économiques de l'entreprise. L'action, achetée à une date t et revendue à une date ultérieure, comporte en son sein un investissement réel, outre l'investissement financier, inhérent à des opérations instantanées d'achat et de vente. Le marché financier comporte deux compartiments : le primaire où s'effectue l'émission des titres par des entreprises qui lèvent les capitaux dont elles ont besoin directement sans intermédiation financière. Le financement des entreprises s'effectue auprès des épargnants qui, en fournissant la liquidité, font des investissements dans le sens productif du terme, en contribuant à l'effort de l'industrialisation. Toutefois, comme les titres sont fluides et peuvent être échangés sur un second marché (la bourse), ce deuxième compartiment leur offre une gamme de flexibilité par la possibilité de faire des opérations de négoce, matérialisées par des achats et ventes commerciales. La structure du marché est composée alors de deux types d'intervenants sur le marché : ceux qui partagent la vie de l'entreprise avec ses pertes et profits, et ceux qui ne cherchent que les profits. Au lieu d'investir dans la production, l'innovation, c'est-à-dire dans la création de la valeur ajoutée, les individus investissent autrement (Bentahar ; 2015). On distingue alors :

1 : Les entrepreneurs, ou investisseurs patients ayant une vision à long terme et espérant le rendement économique, quelles que soient les performances de leur entreprise et quelles que soient les dévalorisations qui affectent leurs valeurs suite aux fluctuations des prix. La confiance vis-à-vis de l'entreprise va au-delà des perturbations de marché.

2 : Les spéculateurs rentiers, impatientes qui n'arrêtent pas leurs transactions dans l'espoir d'un revenu immédiat (plus-value en capital) sous l'impulsion d'un mobile de valorisation de portefeuille et d'arbitrage entre, actifs ayant un rendement faible vers ceux disposant du plus fort rendement.

Dans ce cadre d'analyse, le rendement d'un actif financier se décompose en deux parties :

- Les dividendes qui dépendent, comme nous l'avons signalé des performances économiques issues de la sphère réelle
- La plus value résultante d'une variation favorable de prix auquel s'échange l'actif sur le deuxième compartiment.

Dans le premier cas, il s'agit d'un rendement économique puisqu'il est fonction du cycle d'exploitation de l'entreprise. Tandis que dans le second, il s'agit d'un rendement financier provenant du monde financier. La probabilité d'avoir ces types de revenus n'est possible que dans le cas où l'on suppose que l'actif est rentable. Autrement dit, l'entreprise sur laquelle on parie, en détenant son action, est supposée bénéficiaire et distribue des dividendes. C'est le cas également lorsque les changements de sa valeur à la côte, donnent lieu à des gains en capital. Ce qui signifie, qu'il n'y a pas de flux de revenu, ni financier ni économique, si le prix de l'actif baisse suscitant une moins value, ou si l'entreprise qu'il présente est en difficulté.

En effet, partant de l'hypothèse d'une situation bonne et rentable, l'actif assure une rentabilité totale (RT) égale à la somme de rendement économique (RE) et de rendement financier (RF)

$$RT = RE + RF$$

avec $RE = d_t / P_{t-1}$ $RF = (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$

$$RT = (d_t + P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$$

RE est le rendement que génère l'investissement économique réel alors que RF est la plus-value de la spéculation financière. Supposons que le prix passe de 100 à 110 et que le dividende est de 5%, l'actif procure une rentabilité totale de l'ordre de 15%. A contrario, elle sera de 10% en l'absence de dividende, c'est-à-dire si l'actif n'est pas conservé longtemps et destiné à être revendu immédiatement. Enfin, la rentabilité serait de 5% si on n'encaissait que les dividendes. Le choix de la rentabilité dépend de l'orientation de titulaire de l'actif.

Les véritables investisseurs ayant le profil industriel attendent que l'actif dégage des flux de dividendes, sous forme des performances économiques, au moins sur l'année voire au plus long terme. Alors que les spéculateurs rentiers jouent sur le rendement financier.

3.2 : Entrepreneur et rentier, quelle tendance ?

Depuis Keynes, on oppose le comportement d'entreprise à celui de spéculation et on craint que l'esprit d'entreprendre, celui de l'investisseur, perde du terrain au profit du jeu de court

terme. Les économies rentières sont caractérisées par la prédominance de la rente par rapport au travail productif, et la concentration de la richesse aux mains d'une minorité (Bentahar ; 2015). En général, les économistes soulignent la prédominance des activités spéculatives sur l'activité de l'entreprise. Les activités d'investissement sont celles qui, après analyse et esprit motivé par des faits survenant sur une longue durée, ignorent les fluctuations quotidiennes des cours et visent une performance économique sous forme de profit réel. Les autres opérations ne satisfont pas ces critères, sont considérées comme spéculatives.

Keynes avance que la prévision des rendements économiques relève d'une logique d'entrepreneuriat car elle demande un investissement intellectuel et des calculs sur tout ce qui entoure l'entreprise. La recherche de la valeur reflète un investissement pur, alors que la recherche du gain rapide entre dans le domaine du rentier ou de spéculateur. La responsabilité assignée à la finance directe est de pouvoir amener l'épargnant à financer l'économie et contribuer au développement de la richesse nationale, au lieu de profiter et gonfler sa fortune individuelle. En finance, investir ou spéculer c'est comme consommer ou épargner en macroéconomie. Si les keynésiens sont favorables à un acte de consommation, et craignent à ce que l'épargne évince cette première partie de la demande globale sur le marché de biens et services, ils veillent à ce que la spéculation sur l'ensemble des marchés ne dépasse pas le niveau désiré de l'investissement, qui est la deuxième composante de la demande⁴.

Les ouvrages en macroéconomie financière parlent souvent de recul de placement du long terme au profit de la spéculation du court terme, des fièvres spéculatives, des bulles financières et des conséquences qui en résultent sous forme et de crises de marché s'étendant à des crises économiques. Une façon de montrer la suprématie de la spéculation au détriment de l'investissement classique. Comme auparavant, aujourd'hui, toutes les théories arrivent à la conviction que les marchés ont changé d'orientation surtout dans cet univers globalisé qui porte la marque de l'investissement de portefeuille, et où le profit rapide l'emporte sur le revenu en attente. De ce fait, on assiste à une tendance vers les modèles spéculatifs.

Notre analyse de revenus et l'identification du profil du rentier et de l'investisseur qui en découle est une façon de montrer l'hégémonie de calcul du gain rapide. On a signalé que le rendement de l'investisseur dépend de revenu futur sur le principal (d), majoré bien évidemment d'une éventuelle plus-value s'il désire vendre son actif en fin de période. Le

⁴ Rappelons qu'en macroéconomie la demande est composée de la consommation et de l'investissement.
Demande = Consommation + Investissement

spéculateur, lui, se limite aux variations très courtes des prix. Supposons que le détenteur de l'action n'encaisse pas les dividendes pour des raisons d'activité ou de stratégie (entreprise déficitaire ou désireuse de réinvestir le dividende) ou bien n'encaisse que peu de dividendes selon le niveau des profits, son revenu sera alors minime. Le revenu sera encore plus faible s'il se débarrasse de son actif en le vendant à des prix bas, dont il n'a pas eu connaissance, en raison de sa détention de l'actif sur une longue période. Ce prix demeure incertain, d'autant qu'il se produit dans un futur lointain. Quant au spéculateur qui n'opère que sur la courte période, il observe l'évolution des prix du jour au lendemain pour satisfaire son rendement financier (variation de cours). Or, ses revenus sont renouvelables et se reproduisent rapidement à mesure que le négoce d'actifs s'intensifie par des achats et ventes successifs, suivant ses prévisions.

« La théorie générale » souligne dans le chapitre 12 les difficultés de placement de long terme, en montrant qu'il est n'est pas utile d'adapter l'esprit d'entreprise, en tant que choix, au désir d'enrichissement « *le placement fondé sur une véritable prévision à long terme est de nos jours une tâche difficile au point de n'être guère possible. Ceux qui s'attellent sont sûrs de mener une existence beaucoup plus laborieuse et de courir des risques.... la vie n'est pas assez longue pour cette tâche, la nature humaine exige de prompts succès et l'enrichissement rapide à une saveur particulière.... finalement l'individu qui investit à long terme et qui par-là sert le mieux l'intérêt général est celui qui, dans la pratique encourra le plus de critiques* » (J.M.Keynes, 1936 : 171). Ce phénomène est fréquent dans les pays où les marchés sont développés et où la spéculation est intensive « *il est rare dit-on qu'un américain place de l'argent - pour le revenu -* » (J.M.Keynes, 1936 : 17)

Sur le plan de la politique économique, la fiscalisation des plus values par les pouvoirs publics et les mesures prises pour réguler les marchés de capitaux actuellement mondialisés, réconfortent l'idée selon laquelle les activités d'entreprise perdent du terrain au profit des flux spéculatifs. La logique de spéculation s'impose sur l'investissement. Cette nouvelle orientation de l'investissement vers la spéculation vise à compenser le rendement économique par un revenu supplémentaire

Aujourd'hui une génération d'investisseurs dont le principal objectif est de maximiser le portefeuille. « Les golden boys contre l'industrie ? » est le non d'un chapitre (8) que R.De la

Baum (1988)⁵ évoque pour montrer la montée en puissance d'une mentalité anti-industrielle sous l'impératif de l'argent. Une manière de montrer que la « financemania » envahit l'esprit de tous les opérateurs, même ceux qui avaient le profil industriel (ingénieurs, polytechniciens...etc.). A la place de revenu, le profit financier devient le seul centre d'intérêt. Ainsi, il n'est pas étonnant de voir une bonne partie de couche sociale cantonnée dans les métiers de l'argent. Dans une société de rente, la recherche des canaux générateurs figure au centre de préoccupation. Le choix est fondé bien entendu sur ceux qui génèrent rapidement et énormément d'argent. Qu'elle soit productive ou non, la réflexion se concentre sur les stratégies porteuses de plus de revenu. La spéculation, aux yeux de ceux qui l'entretiennent, est mieux placée pour cette finalité.

La montée en puissance de l'investissement de portefeuille au détriment de l'investissement direct partout sur les places financières, s'analyse au niveau micro-économique par rapport à des comportements désirant les plus values en capital comme revenu rapide, au lieu d'attendre sur le long terme des revenus futurs incertains. Nous essayons de voir si cette hypothèse est conforme à l'économie marocaine où la finance de marché est encore peu développée.

4 : Les implications macroéconomiques des profils de comportement : analyse de l'économie marocaine

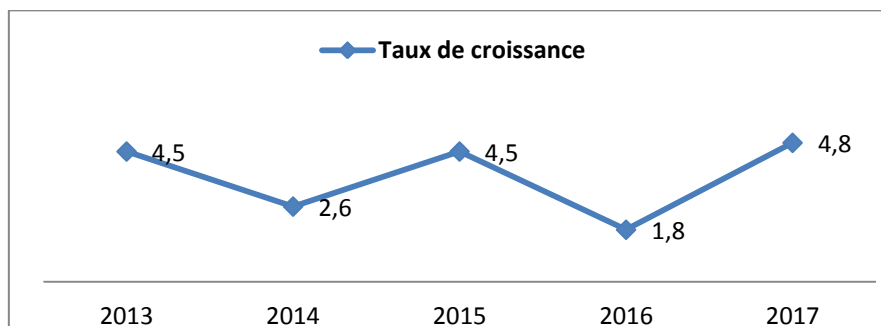
L'hétérogénéité des comportements a un impact macroéconomique sur la nature de l'investissement de l'argent, productif ou non. L'investissement de portefeuille reflète des profils spéculatifs alors que l'investissement direct incarne des comportements d'investissement proprement dit, notamment lorsque le terrain est propice. Dans ce cadre, de bons fondamentaux économiques justifient l'acte de l'investissement direct. Cette hypothèse va de pair avec un monde efficient. Toutefois, dans un monde comportant des imperfections, des comportements spéculatifs règnent même si les conditions sont favorables à l'investissement.

⁵ Dans le monde de la finance, ce terme désigne l'apparition d'une génération de jeunes investisseurs ayant le goût de risque et le désir de profit. Ils n'opèrent que dans le court terme

4.1 : analyse des fondamentaux économiques

Nous essayons d'analyser les fondamentaux économiques sur les cinq dernières années pour savoir dans quelle mesure des comportements microéconomiques expliquent le cadre macroéconomique, et à quel point les profils d'investissement de l'argent doivent réagir aux fondamentaux. Grâce à sa stabilité politique et sa situation géographique, ainsi que son intégration à l'international, le Maroc poursuit sa stratégie de croissance économique. Le taux de croissance avoisine les 4% ces cinq dernières années comme le laisse voir la figure suivante :

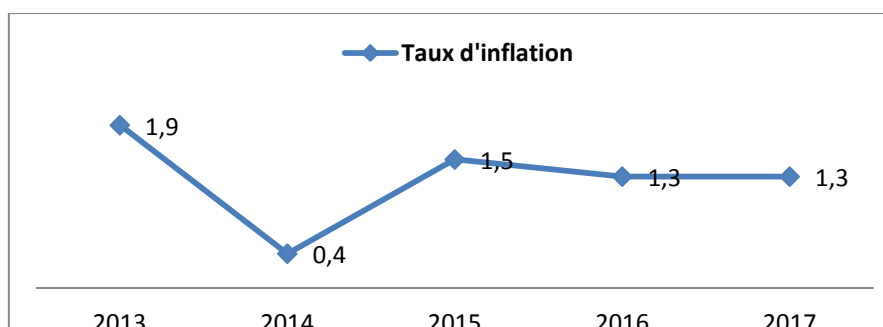
Figure 1 : Taux de croissance



Source : calcul de l'auteur à partir des données des comptes de la nation

En dehors, des périodes enregistrant une mauvaise campagne agricole, la croissance est maintenue au alentour d'un taux acceptable par rapport au pays émergents voire même des pays émergés. De plus, grâce également à sa politique de libéralisation et une série de réformes visant à stabiliser le cadre macroéconomique, le Maroc a adopté une politique de ciblage d'inflation. Celle-ci est maîtrisée au alentour de 1,4% malgré les fluctuations du prix du pétrole et des matières premières.

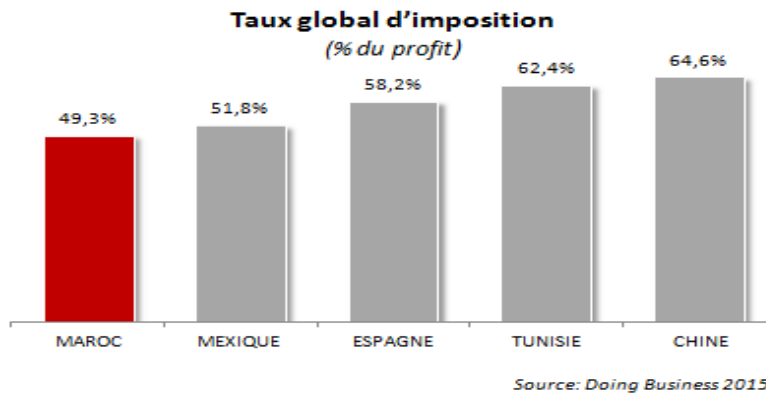
Figure 2 : Taux d'inflation



Source : calcul de l'auteur à partir des données des comptes de la nation

Quant au niveau du taux d'intérêt, la banque centrale marocaine fixe les taux directeurs à 2,25%, et ce pour relancer l'acte d'investissement. Cette stratégie s'accompagne également à d'autres mesures visant à encourager l'esprit d'entreprise. D'ailleurs, sur le plan fiscal, le total des taxes payées par les entreprises représentent 49% des bénéfices.

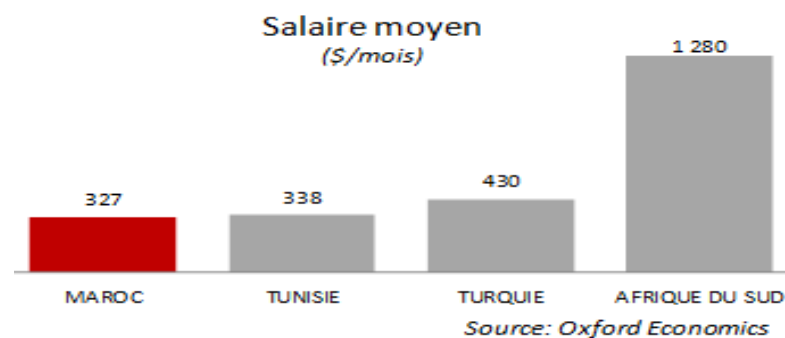
Figure 3 : taux global d'imposition



Source : Agence marocaine de développement des investissements⁶

Le total d'impôt mesure l'impôt et cotisations obligatoires, soit le taux le plus faible parmi les pays indiqués supra. Ce taux représente aussi le niveau le plus compétitif de la région. A cela s'ajoute les bas salaires qui allègent les charges. Le salaire moyen au Maroc représente aussi le niveau le plus attractif par rapport à certains pays émergents comme le laisse constater la figure ci-après :

Figure 4 : Salaire moyen



Source : Agence marocaine de développement des investissements

⁶ <http://www.invest.gov.ma/?Id=34516>

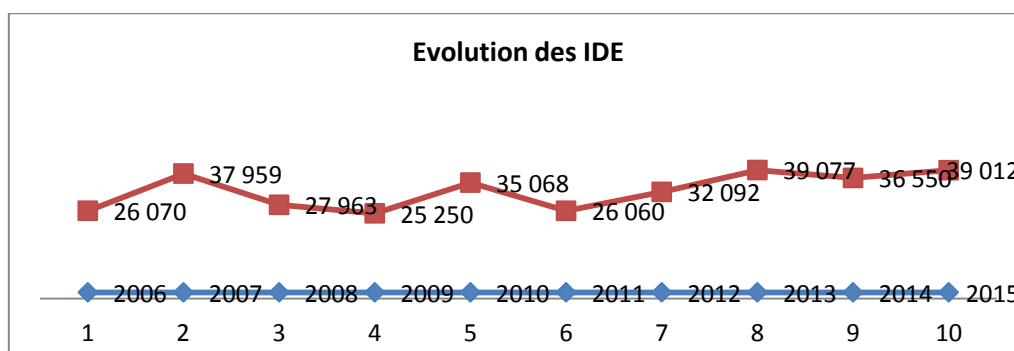
Au terme de survol sur certains agrégats macroéconomiques, il semble clair que l'économie marocaine présente de bons fondamentaux. Leur interaction pourrait mettre l'économie sur le sentier de croissance. Les cinq variables que nous avons sélectionnées constituent des indicateurs phares de la décision d'investir (taux d'intérêt, fiscalité, taux de croissance...etc.) dès qu'il s'agit notamment des projections en termes des couts de financement et des perspectives de croissance de marché.

4.2 : les fondamentaux justifient l'esprit d'entrepreneuriat

Dans un monde efficient, les comportements micro-économiques réagissent positivement aux bons fondamentaux économiques. Autrement dit, les actes d'investissement, de production ou de consommation dépendent de niveau des variables explicatives. D'ailleurs et comme nous l'avons constaté du modèle marocain, la baisse du taux directeur à 2.25 % devrait inciter à l'investissement étant donnée la relation négative entre les deux variables : plus le taux d'intérêt baisse, plus l'investissement augmente. La même fonction est observable par rapport aux salaires et la fiscalité. Le niveau attractif de ces variables dans le cas marocain devrait encourager les comportements d'investissement productif. Enfin, un niveau de croissance à 4% est un indicateur précoce de développement du revenu national dont la variation pourrait agir sur l'acte d'investir comme le laisse croire la théorie d'accélérateur (relation positive entre et l'investissement et le revenu national).

En somme, les bons fondamentaux doivent encourager les profils d'investissement au profit des comportements spéculatifs. Dans un marché efficient, ces fondamentaux justifient l'esprit d'entrepreneuriat à la place des formes d'affectation stérile de l'argent. Par extension, l'investissement direct aurait plus de place sur l'investissement de portefeuille. Au cours de la dernière décennie, l'investissement direct a progressé passant de 26 millions de DH à 39 millions

Figure 5 : Evolution des IDE

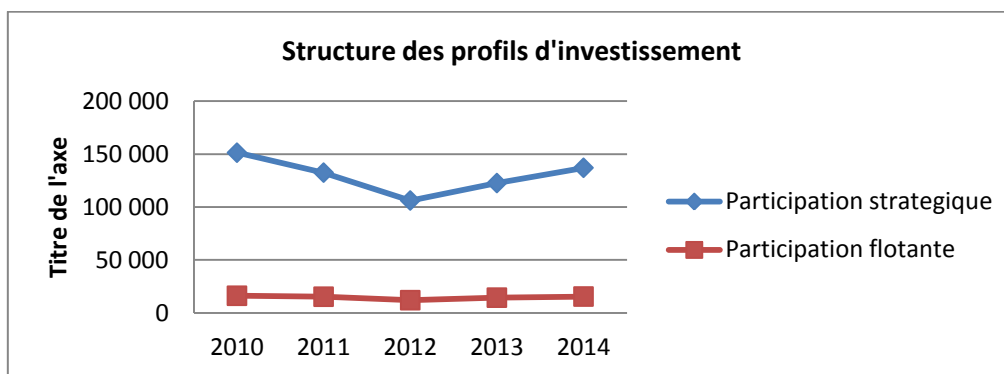


Source : calcul de l'auteur à partir des données de l'office de change

L'investissement étranger à destination du Maroc enregistre un taux de croissance de 49,64% sur la période concernée ; soit plus de 3,5% du PIB. Concernant la répartition sectorielle, une bonne partie des IDE se focalise sur l'industrie, l'automobile en partie. Ceci montre dans une certaine mesure l'importance accordée à l'esprit d'entreprendre.

Sur le marché boursier marocain, la répartition de la structure d'investissement en profil d'entreprise (investissement direct) et en profil spéculatif (investissement de portefeuille), le conseil déontologique en valeurs mobilières (CDVM) distingue entre les participations stratégiques en actions et les participations flottantes.

Figure 6 : Structure des profils d'investissement

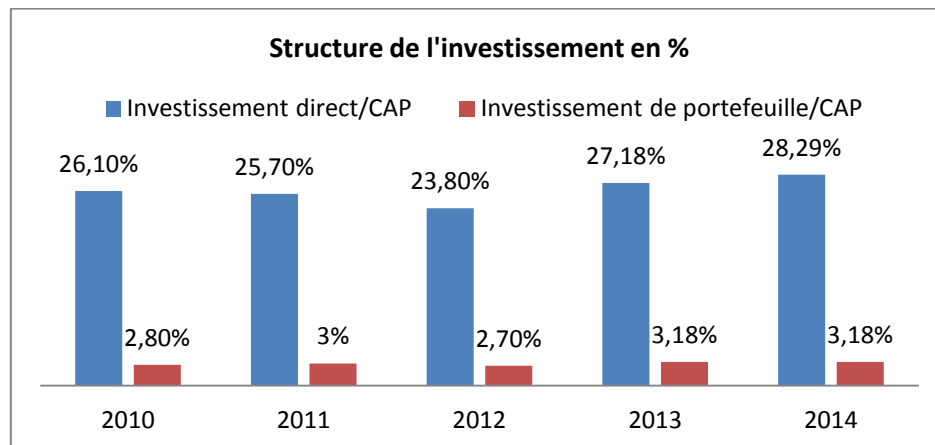


Source : calcul de l'auteur à partir du rapport du CDVM de l'année 2015

En l'absence des données relatives à une répartition de l'investissement global, nous nous limitons à la structure de l'investissement étranger sur le marché marocain⁷. La figure montre une prédominance de l'investissement direct sous forme de participations stratégiques sur les participations flottantes. En d'autres termes, les profils d'investissements dominent les profils cherchant uniquement la plus value financière. En effet, l'investissement de portefeuille, qui incarne des profils spéculatifs, ne représente qu'une faible part par rapport aux participations stratégiques. Les comportements spéculatifs représentent uniquement, 3% de la capitalisation boursière (CAP) comme le montre la figure suivante :

⁷ Les données que nous disposons concernent l'investissement étranger qui, selon le rapport de CDVM, désigne les stocks d'actions détenus par les personnes physiques et morales étrangères, résidentes ou non au Maroc, ainsi que les marocains résidents à l'étranger

Figure 7 : Structure de l'investissement en %



Source : calcul de l'auteur à partir du rapport du CDVM 2015

En somme, ce tour d'horizon sur les profils d'affectation de l'argent montre une tendance vers l'esprit d'entrepreneuriat. Bien que les statistiques concernent le comportement de l'investissement étranger, les bons fondamentaux de l'économie marocaine justifient, dans une certaine mesure, la présence de l'esprit d'entreprise sur l'esprit de spéculation. Le renforcement de cette tendance pourrait être attendu dans les années à venir

Conclusion

Le débat sur la prédominance de l'économie spéculative ou l'économie d'entreprise dépend de la nature des économies. Au Maroc, les signes de l'économie casino fondée sur les flux spéculatifs ne sont pas encore dominants ou prépondérants en raison du faible poids de la finance de marché au Maroc, et de la volonté politique qui régleme fortement ce secteur, l'orientant vers l'investissement réel. Sous cet angle et Sous les hautes instructions de sa majesté le roi Mohammed VI, le gouvernement marocain adopte ces dernières années une stratégie d'industrialisation pour mettre le pays sur le sentier de croissance. Cette stratégie s'intercale dans le plan d'accélération industrielle 2014-2020. D'ailleurs, pour créer un environnement propice et incitatif à l'investissement productif, le Maroc a adopté en 2016 la nouvelle charte d'investissement dont l'objet est d'améliorer la balance commerciale du Maroc et faire progresser la participation au PIB de secteur industriel de 14 à 23%

Bibliographie :

- Aglietta, M., Brender, A., Coudert, V. (1990), Globalisation financière l'aventure obligée, Economica
- Artus, P. (2003), L'approche macro-économique des scandales financiers, Rapport moral sur l'argent dans le monde en 2002, éd Association d'Economie financière
- Bentahar, M. (2015) , Système de subvention au Maroc source d'économie de rente, Edilivre
- Boulahrir, L. 2015. Pour une finance au service de l'homme et de l'économie . in D. de Courcelles, Actes pour une économie juste (pp 203-209). Editions Emmanuel Lemieux, Paris (Diffusion les Belles lettres)
- Friedman, M. (1953). The case for flexible exchange rates. Essays in positive Economics, Chicago University Press, pp 157-203
- Galbraith, J.K. (1975), *L'argent*, Gallimard
- Gregoir, S., Salanié, S. (1991) . Spéculation, prix et bien-être . Annales d'économie et de statistiques n° 24, octobre / décembre, pp 209-246
- Kaldor, N. (1939) . Speculation and economic stability . Review of economic studies, vol 7, n° 1, pp 1-27
- Keynes, J.M. (1936), La théorie générale de l'intérêt et de la monnaie, réédition Payot 1969, chapitre 12
- Kindleberger, C.P. (1978), Mania, panics and crashes, a history of financial crashes, Basic Books New York
- Krugman, P. (2000), Pourquoi les crises reviennent toujours ?, Seuil,
- S.M. (2003) . John Stuart Mill, moraliste, féministe et écologiste . Alternatives Economiques, n° 211, février
- Soros, G. (1996), Le défi de l'argent, Ed Plon
- Yunus, M. (2010) , Pour une économie plus humaine, Ed Livre de poche
- Weber, M. (1999), La bourse, traduit de l'allemand par Pierre Morin, éd Transition