La financiarisation de l'économie : Une nouvelle variante du capitalisme qui a impacté la structure des marchés financiers : cas du Maroc

The financialization of the economy: A new variant of capitalism that has impacted the structure of financial markets: the case of Morocco

IBENRISSOUL Nafii
Enseignant chercheur
ENCG Casablanca–Université Hassan II
Laboratoire de Recherche Prospective en Finance et Gestion (LRPFG)
Maroc
n.ibenrissoul@gmail.com

KAMOUNE Assia
Doctorante
ENCG Casablanca –Université Hassan II
Laboratoire de Recherche Prospective en Finance et Gestion (LRPFG)
Maroc
Assia.kamoune@gmail.com

Date de soumission

Date d'acceptation :

Pour citer cet article :

IBENRISSOUL N. & KAMOUNE A. (2023) «La financiarisation de l'économie : Une nouvelle variante du capitalisme qui a impacté la structure des marchés financiers : cas du Maroc», Revue Internationale des Sciences de Gestion « Volume 6 : Numéro 1 » pp : 704 - 724

Résumé

La financiarisation est le modèle systémique de richesse dans le capitalisme qui découle de l'effondrement du système de Bretton Woods. C'est un modèle qui, simultanément, a stimulé et résulté d'un ensemble de changements dans les systèmes monétaires et financiers. Parmi ces changements, on peut citer la consolidation d'un standard de dollar flexible ; la gestion du patrimoine financier par les investisseurs institutionnels; la libéralisation financière et la déréglementation économique (Boubel et al., 2004).

La fin du système de Bretton Woods et l'avènement de la « diplomatie du dollar fort », qui s'exprime surtout lors du choc des taux d'intérêt en 1979, inaugurent une nouvelle ère d'instabilité pour les principaux pays, principalement ceux de la périphérie du capitalisme (Tavares & Fiori, 2019) et ont donné naissance à un nouveau modèle systémique de richesse ; la financiarisation, dans lequel les opérations avec des actifs financiers ont reçu une importance accrue dans la gestion de la richesse. Cet article a pour objectif de montrer l'impact de la financiarisation de l'économie sur la structure du marché financier marocain, ainsi de mettre en relief le rôle dynamique des investisseurs institutionnels.

Mots clés : Financiarisation de l'économie ; Investisseurs Institutionnels ; Acteurs Dynamiques ; Marché Financier Marocain ; Libéralisation.

Abstract

Financialization is the systemic model of wealth in capitalism that stems from the collapse of the Bretton Woods system. It is a model that simultaneously stimulated and resulted from a set of changes in the monetary and financial systems. These changes include the consolidation of a flexible dollar standard; the rise of institutional investors in the management of financial wealth; and the expansion of financial deregulation and economic liberalization.

The end of the Bretton Woods system and the advent of "strong dollar diplomacy", which was expressed above all in the interest rate shock of 1979, ushered in a new era of instability for the main countries, mainly those from the periphery of capitalism (Tavares & Fiori, 2019) and have given rise to a new systemic model of wealth; financialization, in which transactions with financial assets have been given increased importance in the management of wealth. This article aims to show the impact of the financialization of the economy on the structure of the Moroccan financial market, as well as to highlight the dynamic role of institutional investors.

Keywords: Financialization of the economy; Institutional Investors; Dynamic Actors; Moroccan Financial Market; Liberalization.

Introduction

Le capitalisme mature a été marqué par de profondes transformations de l'économie et de la société. Vers la fin du XIXe siècle, par exemple, de nouvelles méthodes de production sont apparues dans l'industrie lourde, accompagnées de l'essor des entreprises monopolistiques par actions. De même, à la fin de la Seconde Guerre mondiale, la consommation de masse a émergé dans plusieurs pays développés sur la base de méthodes de production de masse. Un long boom s'est produit, qui a duré jusqu'en 1973-1974, au cours duquel la production est devenue de plus en plus dominée par des entreprises monopolistiques transnationales, tandis que la finance fonctionnait sous un système de contrôle national et international. Pendant près de trois décennies, les États-Unis ont été la force économique dominante dans la production et le commerce mondial.

La caractéristique la plus frappante de la période, néanmoins, a été la montée de la finance, dont le début peut être utilement situé à la fin des années 1970. Le secteur financier s'est progressivement élargi dans les années 1950 et 1960, tout en opérant toujours dans le cadre réglementaire caractéristique du long boom de l'après-guerre. Cependant, même à la fin des années 1970, l'importance nationale et internationale de la finance restait modeste. Les trois décennies qui ont suivi ont été marquées par une expansion sans précédent des activités financières, une croissance rapide des profits financiers, une imprégnation de l'économie et de la société par les relations financières et une domination de la politique économique par les préoccupations du secteur financier. En même temps, le secteur productif des pays matures a affiché des performances de croissance médiocre, les taux de profit sont restés inférieurs aux niveaux des années 1950 et 1960, le chômage a généralement augmenté et est devenu persistant, et les salaires réels n'ont montré aucune tendance à augmenter de manière soutenue.

L'essor de la finance a été fondé sur une modification radicale du cadre monétaire de l'accumulation capitaliste, tant au niveau international que national. Les conditions monétaires internationales ont été marquées par l'effondrement des accords de Bretton Woods en 1971-1973. Bretton Woods avait imposé la convertibilité du dollar américain en or à 35 dollars l'once, fixant ainsi les taux de change pendant le long boom. Son effondrement a conduit à l'émergence progressive d'arrangements monétaires internationaux alternatifs basés sur le dollar américain fonctionnant comme une monnaie quasi mondiale inconvertible. La croissance des flux de capitaux internationaux au cours de la même période, en partie en

réponse à l'instabilité des taux de change et des taux d'intérêt, a conduit à la financiarisation dans les pays en développement. Les conditions monétaires intérieures, en revanche, ont été marquées par l'accumulation régulière de pouvoir par les banques centrales en tant que contrôleurs de la monnaie de crédit soutenue par l'État. Les banques centrales sont apparues comme l'institution publique dominante de la financiarisation, le défenseur des intérêts du secteur financier.

La fin des accords de Bretton Woods a entraîné non seulement des changements dans les relations économiques internationales, mais aussi dans le fonctionnement du capitalisme.

La financiarisation reflète une asymétrie croissante entre production et circulation – en particulier la composante financière de cette dernière – au cours des trois dernières décennies. L'asymétrie est apparue à mesure que le comportement financier des entreprises non financières, des banques et des ménages a progressivement changé, favorisant ainsi une série de phénomènes agrégés de financiarisation. Un aspect révélateur de la transformation a été l'augmentation des profits générés par les transactions financières, y compris de nouvelles formes de profit qui pourraient même être sans rapport avec la plus-value. Apres ce bref historique sur la financiarisation, nous allons essayer de répondre aux questions suivantes ; **Quelle définition pouvons-nous donner à la financiarisation ? Quelles sont ses origines ? Comment la financiarisation a impacté le marché financier marocain ? Et comment les investisseurs institutionnels sont devenus des acteurs dynamiques sur le marché financier après la financiarisation?**

Pour mener à bien notre travail, nous nous sommes basées sur une méthodologie descriptive pour clarifier les différents aspects théoriques de la financiarisation de l'économie et sur une méthodologie analytique, pour traiter leur rôle majeur sur le marché des titres financiers. Afin de répondre à notre problématique, nous allons consacrer la première section de cet article à la présentation de la définition et les origines de la financiarisation de l'économie, ainsi nous allons examiner les facteurs de l'apparition des investisseurs institutionnels après la financiarisation. Dans la deuxième section, nous allons expliquer le concept de la libéralisation, étudier l'évolution du marché financier marocain et montrer le rôle dynamique et intermédiaire des investisseurs institutionnels dans le marché financier marocain.

1. La financiarisation de l'économie et les facteurs de la montée en puissance des investisseurs institutionnels :

La financiarisation fait référence à l'augmentation de la taille et de l'importance du secteur financier d'un pays par rapport à son économie globale. La financiarisation s'est produite alors que les pays se sont éloignés du capitalisme industriel. Le terme décrit également non seulement l'augmentation de la présence du marché et du secteur financier dans nos vies, mais la diversité croissante des transactions et des acteurs du marché ainsi que leur intersection avec toutes les parties de l'économie et de la société.

La financiarisation s'est produite à la fin du XXe siècle parallèlement à la montée du néolibéralisme et des doctrines de marché libre de Milton Friedman et de la Chicago School of Economics après la chute du système de Bretton Woods. Divers économistes universitaires de cette période ont élaboré des rationalisations idéologiques et théoriques et des approches analytiques pour faciliter la déréglementation accrue des systèmes financiers et bancaires. Dans cette section, nous allons essayer de donner une définition au concept de la financiarisation, identifier ses origines et présenter son histoire, ainsi nous allons essayer de déterminer le concept de la libéralisation et montrer l'évolution du marché financier marocain.

1.1. Définition et origines de la financiarisation de l'économie :

La financiarisation décrit une tendance historique depuis la fin du XXe siècle dans laquelle la finance et les considérations financières sont devenues de plus en plus centrales dans le fonctionnement de l'économie. Le concept de la financiarisation a gagné en importance notamment parce qu'il marque une discontinuité fondamentale entre l'économie de la post-guerre, axée sur l'industrie, la production et le commerce, et l'économie actuelle, axée principalement sur les indicateurs financiers. Reflétant cette transition historique, Greta Krippner définit la financiarisation comme "un modèle d'accumulation dans lequel les bénéfices s'accumulent principalement par le biais de canaux financiers plutôt que par le commerce et la production de marchandises »(Krippner, 2005).

La définition la plus citée du terme « financiarisation » est probablement celle donnée par Epstein (2005) dans son introduction à son livre édité Financialization and the World Economy: « nous allons ici ratisser large et définir assez largement la financiarisation : pour nous, la financiarisation signifie le rôle croissant des motivations financières, des marchés

financiers, des acteurs financiers et les institutions financières dans le fonctionnement des économies nationales et internationales » (Epstein, 2005).

La littérature a vu le jour récemment sur le phénomène de la financiarisation. Les définitions de ce terme varient selon les auteurs. La meilleure définition, et la plus inclusive, est peut-être donnée par Epstein (2005). Pour clarifier cette définition, il peut être utile d'expliquer ce que l'on entend par "finance". Depuis que le capitalisme a atteint son stade d'entreprise, les titres sont devenus la représentation de la propriété et du statut de créancier. Au fur et à mesure que les valeurs mobilières devenaient négociables, des marchés sont apparus où le statut de propriétaire ou de créancier pouvait être acheté et vendu. Ces derniers temps plusieurs types de titres de plus en plus complexes ont été créés et échangés, y compris les « dérivés" dont la valeur est liée à la valeur d'autres titres. Ainsi, l'activité financière comprend les opérations sur les actions et les obligations, les hypothèques, les dérivés, contrats à terme, devises et de nombreux autres types d'actifs. L'activité financière est traditionnellement distinguée de l'activité économique non financière. Cette dernière se référant à la production, au stockage et à la distribution de biens et à la production des services classés comme non financiers en raison de leur finalité non directement liés à l'activité financière.

La financiarisation est considérée comme un modèle systémique de richesse qui a une particularité par rapport aux étapes antérieures du capitalisme : la part croissante des actifs financiers dans la richesse contemporaine. Pour être plus précis, la financiarisation, en tant que modèle systémique de richesse, établit de nouvelles façons de définir, de gérer et de réaliser la richesse, ce qui affecte les décisions de dépenses des principaux acteurs économiques, et impacte les politiques économiques et donc les aléas des cycles économiques, tout en provoquant des crises.

La financiarisation définit également une nouvelle manière de gérer le patrimoine puisque, en se présentant davantage comme un capital fictif, celui-ci est géré dans des marchés financiers de plus en plus libéralisés et déréglementés. Dans ce contexte, les décisions cruciales en matière de gestion de fortune reposent sur la relation entre les grandes banques centrales, les trésoreries nationales, les investisseurs institutionnels, les grandes banques et les entreprises non financières.

Une économie financiarisée établit une nouvelle définition de la richesse dans le sens où les actifs totaux sont des actifs financiers négociés sur des différents marchés - c'est-à-dire qu'une fraction croissante de ces actifs financiers est devenue du capital fictif. Ce sous-ensemble d'actifs financiers (actions, obligations publiques et privées, contrats dérivés, produits

structurés, etc.), négociés sur différents marchés, est devenu de plus en plus complexe et innovant.

Certaines des dimensions de cette réalité altérée sont claires : le rôle du gouvernement a diminué tandis que celui des marchés a augmenté ; les transactions économiques entre pays ont considérablement augmenté ; les transactions financières internationales ont augmenté à pas de géant (Epstein, 2005). Bref, ce changement a été caractérisé par la montée du néolibéralisme, de la mondialisation, et la financiarisation. Alors que de nombreux livres ont été écrits sur le néolibéralisme et mondialisation ; les recherches sur le phénomène de financiarisation, sont relativement nouvelles. En fait, il n'y a même pas d'accord commun sur la définition du terme, et encore moins sur sa signification. Greta Krippner donne une excellente discussion sur l'histoire du terme et les avantages et les inconvénients de diverses définitions (Krippner, 2005)

d'augmenter la capacité de production (par exemple, l'achat de machines plus performantes ou la construction de nouvelles usines).

1.2. Du Bretton Woods à la financiarisation de l'économie

En 1944, à Bretton Woods, aux États-Unis, l'accord définissant les règles des relations économiques internationales dans l'après-guerre a été signé. Cet accord a contribué au progrès économique et social qui a caractérisé la période dite « de l'âge d'or » du capitalisme, avec le leadership géopolitique et économique des États-Unis (Hobsbawm, 1995). En effet, face à la menace d'expansion communiste et compte tenu des limites du libéralisme économique dans les premières décennies du XXe siècle - après deux guerres mondiales et la Grande Dépression - un nouvel arrangement monétaire et financier international a été établi, basé sur l'or-étalon dollar et sur le contrôle des flux internationaux de capitaux. D'une manière générale, l'objectif était d'assurer des taux de change stables et un environnement institutionnel favorable au commerce international afin d'éviter les déséquilibres permanents des comptes courants et de préserver l'autonomie des autorités économiques nationales pour stimuler la production et l'emploi. Ceci était lié au contexte de reconstruction des pays touchés par la guerre et à l'industrialisation de certains pays périphériques (Helleiner, 1996).

Commençant par les graves turbulences économiques internationales de la fin des années 1960, l'arrangement de Bretton Woods a pris fin au milieu des années 1970 avec l'abandon de l'étalon dollar-or, suivi des politiques de libéralisation financière et de déréglementation des marchés financiers (Glyn, 2006). De cette manière, ils ont subordonné les autres pays à leur politique économique, bien qu'à des divers degrés.

(Tavares & Fiori, 2019) affirment que la fin du système de Bretton Woods et l'avènement de la « diplomatie du dollar fort », qui s'exprime surtout lors du choc des taux d'intérêt en 1979, inaugurent une nouvelle ère d'instabilité pour les principaux pays, principalement ceux de la périphérie du capitalisme. La taille de l'économie américaine, sa pertinence dans le scénario géopolitique international - en particulier l'ouverture et la profondeur de son marché financier, qui indiquent un réseau complexe de connexions présentées par des actifs en dollars - ont fourni le support de cette monnaie dans la nouvelle norme monétaire internationale, qui peut être correctement définie comme une norme monétaire « flexible, fiduciaire et financière » (Prates, 2005). Ainsi, le dollar a assumé un rôle central dans le capitalisme financiarisé.

En fait, la fin du système de Bretton Woods a entraîné non seulement une modification des règles des relations économiques internationales, mais aussi une modification du

fonctionnement du capitalisme lui-même. De cette façon, le capital fictif – dont le poids dans la richesse est croissant – fixe les paramètres de l'opération capitalistique dans son ensemble.
Le développement du capital fictif a été favorisé par un ensemble d'innovations financières qui ont suivi la fin du système de Bretton Woods et le renforcement ultérieur du processus de libéralisation des flux de capitaux internationaux, lié à la dérégulation des marchés dans le monde (Helleiner, 1996). Ces innovations ont permis à un grand nombre d'acteurs d'investir dans des opérations plus risquées – dont les gains et pertes associés ont considérablement augmenté – sur plusieurs places financières.
(Boubel et al., 2004) stimulent que le développement du capital fictif a également été stimulé par de nouveaux agents, tels que les investisseurs institutionnels, les fonds de pension, les fonds d'investissement, les banques et les compagnies d'assurance, qui gèrent les ressources des ménages et des entreprises par la collecte de leur épargne. Compte tenu de l'importance des ressources gérées par les investisseurs institutionnels, leurs décisions jouent un rôle clé dans la détermination des prix des actifs financiers, puisqu'elles influencent les anticipations des autres acteurs économiques. De petits changements dans la composition de leurs portefeuilles peuvent générer des variations considérables des prix de ces actifs, qui sont renforcées par des changements dans la composition des portefeuilles des autres acteurs.

1.3. Les facteurs de la montée en puissance des investisseurs institutionnels : Acteurs dynamiques sur les marchés financiers :

(Brabet, 2002) confirme que l'apparition des investisseurs institutionnels est un fait indubitable que soulignent de très nombreuses recherches. Elle peut être analysée comme une modification profonde du capitalisme et comme un renforcement du pouvoir des actionnaires dont les comportements d'investisseur et de propriétaire se transforment.
Selon (Boubel & Pansard, 2004) le terme d'investisseur institutionnel (zinzin) désigne un investisseur dont les fonds sont gérés par des managers professionnels à l'intérieur d'une organisation et qui investit au profit d'un groupe d'individus, d'une autre organisation ou d'un groupe d'organisations.
Les deux dernières décennies ont été marquées par l'émergence d'un type spécifique d'intervenants sur les différentes places financières internationales, à savoir les investisseurs institutionnels. Ils détenaient en 1970 près de 17,5 % des titres aux États-Unis, pour passer à environ 30 % en 1986 (Brickley et al., 1988) , et atteindre plus de 51 % en fin 2004 (Chen et al., 2007). Cette importance des investisseurs institutionnels a été également recensée en

Europe et en Asie. Dans une étude comparative entre les USA, le Canada, l'Europe continentale et le Japon.

(Davis, 2002) constate que la présence la plus élevée d'investisseurs institutionnels est enregistrée au Royaume-Uni, lesquels détenait en 2001 près de 80 % des actions de la bourse de Londres. En France, le pourcentage de titres possédés par les institutionnels était de l'ordre de 25 % pour la même période. L'actionnariat des investisseurs institutionnels représente, de nos jours, la proportion la plus élevée des titres cotés sur les différentes places financières internationales.

Les investisseurs institutionnels jouent un rôle moteur dans l'internationalisation des marchés financiers, ils ont acquis la première place en tant qu'actionnaires dans plusieurs entreprises, ils sont en mesure d'influencer la gestion de ces entreprises d'une manière parfois décisive (Zighem & Matmar, 2018), enfin, même si le marché de la gestion collective de l'épargne est encore largement dominé par les investisseurs anglo-saxons, tout particulièrement par les fonds de pension américains qui détiennent près du quart des actifs gérés pour compte de tiers dans le monde, l'industrie française de sociétés d'investissement s'organise de plus en plus selon les mêmes méthodes (Kleiner, 2003). On assiste donc à une montée en puissance généralisée du pouvoir financier et cette progression constitue l'un des vecteurs majeurs des transformations en cours du capitalisme contemporain. Quels sont les facteurs derrière cette montée en puissance des investisseurs institutionnels?

1.3.1. La globalisation financière (La déréglementation) :

Selon l'idéologue américain Th. Friedman : « Dans le système de la globalisation, tous les pays et les nations sont à un degré ou à un autre, subordonnés aux Etats-Unis »(Grosjean, 2006). La déréglementation de l'industrie financière américaine dans les années 1980 a permis la progression des investisseurs institutionnels qui vont diversifier leurs ressources un peu partout dans le monde. La suppression des différents obstacles empêchant la libre circulation du capital financier a donné lieu à la création d'un vaste champ d'intervention des investisseurs institutionnels.

1.3.2. Le mouvement des privatisations des entreprises :

La privatisation des entreprises européennes, et en particulier françaises en 1986, qui a donné lieu à une offre de titres financiers très importante suite aux émissions faites par ces

entreprises, a favorisé le développement des investisseurs institutionnels notamment, américains, en participant dans leurs capitaux.

1.3.3. L'importance des déficits publics des pays industrialisés :

L'enregistrement des déficits publics dans les principaux pays industrialisés, vers les années 1980, a permis l'émission d'un emprunt public peu risqué et avec une rémunération élevée et garantie. Ce déficit a, donc, contribué dans le dynamisme des marchés financiers, champs d'intervention des investisseurs institutionnels.

1.3.4. L'innovation financière et l'allégement fiscal:

Les décennies 1980et 1990 ont été marquées par l'innovation financière et l'allégement fiscal des produits financiers dans nombreux pays (Boubel & Pansard, 2004), ce qui implique une offre importante de produits financiers sur le marché pour le premier cas, contre une demande importante de la part des ménages, pour le deuxième cas.

L'innovation financière peut être perçue comme un procédé par lequel les banques ou les intermédiaires financiers, de manière régulière, cherchent à augmenter leurs profits, réduisent les risques liés à l'intermédiation financière, contournent les contraintes imposées par les autorités financières en matière de prêts, et affrontent la concurrence des autres intermédiaires financiers.

Selon (Boubel & Pansard, 2004), le processus d'innovation financière réside dans l'amélioration et souvent la création de service de gestion d'actifs financiers à long terme proposé par les investisseurs institutionnels. A ce jour, l'innovation financière peut amener un apport plus important de capitaux pour permettre de réaliser les dépenses d'investissement et peut aider à ouvrir les canaux par lesquels l'épargne peut financer les dettes souscrites pour financer les investissements(Sobreira, 2004).

L'innovation financière participe d'un processus global de recentrage sur les marchés financiers, ce qui a également donne aux investisseurs institutionnels une grande importance, ils devenaient des acteurs principaux sur les marchés financiers.

Les investisseurs institutionnels principalement les banques sont constamment à la recherche d'innovations financières pour accroître leurs profits. En ce sens, l'innovation financière ne peut être considérée comme un événement contemporain. Suite à la vague intensive de déréglementation des marchés financiers, de même que sur certains développements des secteurs des communications et des technologies informatiques. Ces deux facteurs ont

profondément transformé l'activité de l'intermédiation financière entre emprunteurs et prêteurs. En conséquence, d'autres investisseurs institutionnels (par exemple, les compagnies d'assurances) ont commencé à s'approprier ce rôle.

Concernant l'allègement fiscal, il a comme objectif de promouvoir la détention directe et indirecte des valeurs mobilières (l'épargne longue). Selon l'exemple donné par (Boubel & Pansard, 2004): « Ces incitations se sont matérialisées par la création d'enveloppes fiscales (comme les plans d'épargne retraite individuels en vigueur aux Etats-Unis, les IRA Individual Retirement Account), ou bien par un traitement fiscal préférentiel de produits déjà existants, en l'occurrence l'assurance-vie et les fonds de pension. Dans chaque cas, les incitations fiscales se sont appliquées, soit à l'entrée (via des déductions d'impôts proportionnelles aux sommes placées moyennant l'application d'un plafond), soit lors de la phase d'accumulation des revenus, soit enfin à la sortie du produit… ».

Ainsi, durant ces deux décennies, on avait assisté à un système fiscal avantageux des produits [illegible] pays. Chaque pays avait sa propre manière de promouvoir ses produits. En conséquent, les ménages ont recours de plus en plus à ces actifs de long terme. Prenant l'exemple du Maroc, les citoyens marocains sont nombreux à recourir aux produits d'épargne à long terme, notamment celui de l'épargne-retraite qui offre des avantages fiscaux et des taux de rémunération intéressants. En effet, ce produit, commercialisé par les compagnies d'assurance, directement ou via le réseau bancaire, s'est démocratisé depuis des années, compte tenu de son accessibilité (cotisations mensuelles à partir de 200 DH).

Le contractant d'une assurance retraite bénéficie de certains avantages fiscaux, à savoir la possibilité de déduire les primes versées du salaire imposable en plus d'un abattement de 40% sur le capital revalorisé au taux de rendement de l'assureur. L'assuré doit respecter certaines conditions pour pouvoir tirer profit de ces traitements fiscaux. La première est relative à la durée du contrat qui doit être égale au moins à huit ans. La seconde est que les prestations ne soient servies au bénéficiaire qu'à partir de l'âge de 50 ans. Toujours est-il qu'un contractant peut opter pour la non-déductié[illegible] Grs cisatiots [illegible]

n

déduc

2. La libéralisation financière et l'évolution du rôle des investisseurs institutionnels sur le marché financier marocain :

2.1. La libéralisation financière et la théorie des 3D :

La libéralisation financière est définie comme un processus de démantèlement de toute forme de contrôle réglementaire quantitatif ou qualitatif à caractère restrictif imposé par l'État sur les structures institutionnelles, les instruments et les activités des agents sur différents segments du secteur financier, non seulement au niveau interne mais aussi à l'échelle internationale (Boyer, 2015).

(Montalban, 2007) note que la libéralisation financière peut être illustrée par la règle des 3D. Cette règle a été inventée par l'économiste d'Henri Bourguinat dans la période où elle a touché les pays industrialisés, pour faire référence aux trois phénomènes, à savoir la désintermédiation, la déréglementation et le décloisonnement.

Les autorités publiques contrôlent les marchés boursiers, les mouvements des capitaux, ainsi que les opérations de change. L'entrée des institutions financières étrangères est strictement contrôlée. Les autorités publiques mettent en place des restrictions et des barrières à l'entrée. À partir du début des années 1980, la déréglementation a touché tous ces domaines. Les réformes fondamentales concernent la suppression des contrôles des prix et des quantités de monnaie dans les banques, des contrôles des changes et des contrôles des taux d'intérêt, de la cristallisation bancaire et la libéralisation de l'accès aux marchés financiers.

La déréglementation est la suppression des règlements et contrôles sur les prix des services bancaires afin de permettre une circulation plus fluide des flux financiers. Elle désigne le processus d'assouplissement ou de suppression des réglementations nationales régissant, et restreignant, la circulation des capitaux (contrôle des changes, encadrement du crédit, etc.)

Le décloisonnement peut être défini comme la suppression des divisions entre banques de dépôt et banque de retrait, c'est-à-dire entre compte à vue et compte à terme. Il y a ainsi une concentration et un repositionnement des acteurs traditionnels. Au niveau international, cela se traduit par la libre circulation des capitaux permis par l'abolition du contrôle des changes (effectif depuis 1990) et la suppression des mesures qui empêcheraient la mondialisation des banques. Il désigne l'abolition des frontières segmentant les marchés financiers : la segmentation des divers marchés nationaux, d'une part ; mais aussi la segmentation, à l'intérieur d'un même pays, entre divers types de marchés financiers : marché monétaire,

marché obligataire, marché des changes, marché à terme, etc. Aujourd'hui, les marchés financiers nationaux sont interconnectés, constituant un vaste marché global. En effet, les différents compartiments du marché financier ont été unifiés, pour créer un marché plus large et profond, accessible à tous les intervenants à la recherche d'instruments de financement, de placement, ou de couverture.

En ce qui concerne la troisième notion, celle de « **désintermédiation** », elle est analysée comme l'accès direct des entreprises aux financements par émission de titres plutôt que par endettement auprès des acteurs institutionnels. Cet accès direct est historiquement apparu à une période (début des années 1980) où les créances douteuses (les crédits hypothécaire), ou les créances sans grand espoir d'être recouvrées s'accumulaient.

La désintermédiation désigne la possibilité offerte aux opérateurs désireux de placer ou d'emprunter des capitaux, d'intervenir directement sur les marchés financiers, sans être obligés de passer par ces intermédiaires financiers traditionnels que sont les banques.

Selon H. Bourguinat, la désintermédiation répond à trois grands principes:

La répartition des emprunts en petits titres de faible valeur (notamment pour des fonds ou des investisseurs individuels)

Un renouvellement régulier afin d'assurer des emprunts en longue période.

Se borner au rôle d'intermédiaire, quitte à reprendre le papier émis si elle ne trouve pas d'acquéreur, c'est à dire en cas de manque liquidité du marché.

2.2. L'évolution du marché financier marocain :

Depuis la mise en œuvre du PAS Programme d'Ajustement Structurel en 1983 et même après sa fin, le Maroc a adopté une stratégie délibérée visant l'intégration de l'économie marocaine dans le marché mondial. Dans ce cadre, plusieurs mesures ont été prises: libéralisation commerciale, libéralisation du régime des changes, création d'une zone financière off-shore à Tanger, création de zones franches d'exportation, signature de plusieurs accords commerciaux bilatéraux et régionaux, etc.

De manière plus apparente, les principales mesures de libéralisation du commerce ont consisté : la réduction des droits d'importation, la simplification de la structure tarifaire, la réduction de la proportion de la production manufacturière protégée par des restrictions quantitatives. Outre ses mesures, l'ouverture commerciale s'est renforcée par la signature de plusieurs accords de libre-échange, notamment avec : l'Union Européenne, les pays de l'Association Européenne de Libre Echange (AELE), les pays arabes, les Etats Unis et la

Turquie. Dans tous ces accords le démantèlement tarifaire venait en tête des clauses. La conséquence des dispositions prises en matière commerciale est un accroissement du taux d'ouverture du pays.

Parallèlement à l'ouverture commerciale l'Etat marocain a concrétisé le processus de son désengagement par la libéralisation de bon nombre de secteurs et la privatisation de plusieurs entreprises publiques. Entre 1993 et 2006, les opérations de privatisation ont engendré une recette globale d'environ 94,1 Milliards de DH dont 15 % ont été réalisées par des opérations de cession en bourse et que depuis 2001.

Pour conclure cette section, nous pouvons dire que la financiarisation est considérée comme un modèle systémique de richesse qui a une particularité par rapport aux étapes antérieures du capitalisme : la part croissante des actifs financiers dans la richesse contemporaine. Pour être plus précis, la financiarisation, en tant que modèle systémique de richesse, établit de nouvelles façons de définir, de gérer et de réaliser la richesse, ce qui affecte les décisions de dépenses des principaux acteurs économiques, et impacte les politiques économiques et donc les aléas des cycles économiques, tout en provoquant des crises.

Henri Bourguinat en (1987) dans son ouvrage « Les vertiges de la finance internationale » explique la libéralisation par l'expression « 3 D » ou la théorie des « 3D » : dérèglementation, désintermédiation et décloisonnement. Cette expression a été inventée par

La dérèglementation financière désigne le processus d'assouplissement ou de suppression des réglementations nationales régissant et restreignant la circulation des capitaux ; La désintermédiation désigne la possibilité offerte aux opérateurs désireux de placer ou d'emprunter des capitaux, d'intervenir directement sur les marchés financiers, sans être obligés de passer par des intermédiaires financiers ; et Le décloisonnement qui désigne l'abolition des frontières segmentant les marchés financiers. Le décloisonnement permet aux investisseurs de placer leurs liquidités sur de nombreux marchés interconnectés.

2.3. Le rôle dynamique et intermédiaire des investisseurs institutionnels sur le marché financier marocain:

Un intermédiaire financier est un organisme financier qui s'interpose entre les agents à capacité de financement et les agents à besoin de financement. Traditionnellement, cette tâche était confiée aux banques(Zighem & Matmar, 2018). A partir des années 1980, les pays industrialisés ont assistés à une financiarisation de leurs économies de plus en plus importante. Cela peut être expliqué par le montant global des actifs financiers qui ne cesse

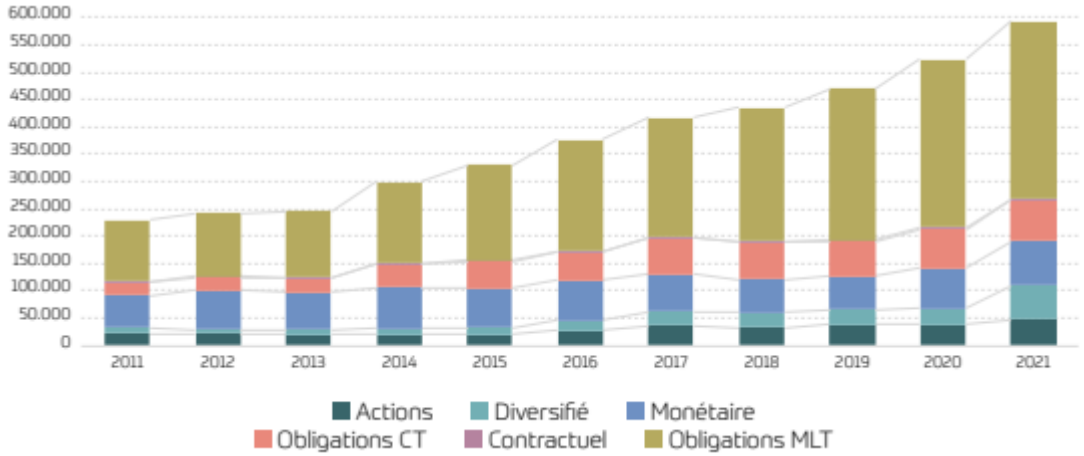
d'augmenter, gérés par les investisseurs institutionnels. Nous prenons le cas du Maroc pour montrer la place dynamique des investisseurs institutionnels.

S'agissant de l'industrie de la gestion collective, le poids des OPC dans l'économie marocaine a connu une évolution positive. En effet, selon les chiffres déclarés par l'AMMC l'actif net des OPC a représenté, à fin 2021, 53,7% du PIB contre 49,6% à fin 2020.

Dans ce contexte, l'encours des OPC a atteint 627 milliards de dirhams, en hausse de +16,2% en 2021. L'actif net des OPCVM s'est élevé à 593 milliards et celui des OPCI à 22 milliards, soit presque 4 fois plus qu'en 2020. Par type de fonds, l'encours des OPCVM actions, porté par une orientation très positive du marché boursier en 2021, s'est bonifié sur l'année de +27,1% pour atteindre 47 milliards. L'encours des fonds diversifiés a progressé également de +105% soutenu par des flux nets positifs de plus de 29 milliards. L'encours des fonds obligataires a fini l'année en hausse +5,4%, tiré par des flux nets positifs de +10,3 milliards.

Les fonds monétaires ont vu leur encours s'élever à 81milliards, en hausse de +12,1%, profitant d'une collecte nette de presque 8 milliards. Au terme de l'exercice 2021, l'actif sous gestion des OPCVM a été principalement investi en valeurs non cotées, lesquelles représentent à elles seules 77,18% de l'actif total investi, suivies par les autres éléments d'actif et les valeurs cotées qui constituent respectivement 13,03% et 9,79% dudit actif. L'encours des valeurs non cotées a connu une progression de +11,75%, passant de 446 milliards de dirhams en 2020 à 499 milliards de dirhams en 2021. L'encours des valeurs cotées a progressé de +45,31% à 63 milliards et l'encours des autres éléments d'actif s'est accru de +38,12% à 84 milliards.

Figure n°1 : Evolution de l'actif net des OPCVM (en millions de dirhams)



Sources : Sociétés de gestion d'OPCVM et calculs AMMC

Le marché des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) continue de faire preuve d'une grande résilience. En dépit d'un contexte économique incertain en lien avec la crise sanitaire, l'industrie de la gestion d'OPCVM bénéficie toujours de la confiance des investisseurs comme en témoigne l'évolution des actifs sous gestion. En effet, l'actif net géré par les OPCVM s'élève à près de 593 milliards de dirhams à fin 2021 contre 523 milliards à fin 2020, soit une hausse de 13% et ce, après une progression de 11% l'année précédente. Avec 537 OPCVM gérés, l'industrie de la gestion d'OPCVM consolide son poids prépondérant au sein du tissu économique et assure toujours pleinement son rôle de mobilisation de l'épargne nationale.

Concernant la dynamique de création des fonds, elle suit toujours une tendance haussière avec 35 OPCVM créés en 2021 après 28 fonds créés en 2020. En revanche et contrairement à l'année 2020 durant laquelle une tendance de création de fonds obligataires avait été observée, l'année 2021 a été caractérisée par une diversification des créations qui ont porté également sur les catégories actions et diversifiés. Cette situation pourrait s'expliquer par l'évolution favorable du marché boursier ainsi que par une conjoncture marquée par une reprise de l'économie nationale. Au 31 décembre 2021, 35% des OPCVM, soit 188 fonds, appartiennent à la catégorie « Obligations à moyen et long termes » (OMLT). En effet, ces derniers correspondent au profil d'investissement des institutionnels, qui sont les principaux investisseurs en OPCVM.

Figure n°2 : Répartition par catégorie d'OPCVM (2021)

Sources : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

La collecte nette des OPCVM en 2021 résiste toujours à la crise et poursuit sa tendance haussière, avec un fort engouement des investisseurs pour les OPCVM diversifiés. Portés essentiellement par une collecte nette qui atteint un sommet historique sur les dix dernières années avec 48,1 milliards de dirhams drainés en 2021, les actifs nets sous gestion ont progressé de 69,7 milliards de dirhams par rapport à 2020. L'effet valorisation bénéficie de son côté de la bonne performance du marché actions et contribue ainsi à hauteur de 21,6 milliards de dirhams à l'évolution de l'actif net en 2021, contre seulement 8 milliards de dirhams de contribution en 2020.

Conclusion

La financiarisation est considérée comme un modèle systémique de richesse qui a une particularité par rapport aux étapes antérieures du capitalisme : la part croissante des actifs financiers dans la richesse contemporaine. Pour être plus précis, la financiarisation, en tant que modèle systémique de richesse, établit de nouvelles façons de définir, de gérer et de réaliser la richesse, ce qui affecte les décisions de dépenses des principaux acteurs économiques, et impacte les politiques économiques et donc les aléas des cycles économiques, tout en provoquant des crises. Elle définit également une nouvelle manière de gérer le patrimoine puisque, en se présentant davantage comme un capital fictif, celui-ci est géré dans des marchés financiers de plus en plus libéralisés et déréglementés. Dans ce contexte, les décisions cruciales en matière de gestion de fortune reposent sur la relation entre les grandes banques centrales, les trésoreries nationales, les investisseurs institutionnels, les grandes banques et les entreprises non financières.

La financiarisation est le modèle systémique de richesse dans le capitalisme qui découle de la chute du système de Bretton Woods. La fin de Bretton Woods a entraîné une série de changements qui ont permis la consolidation de la financiarisation en tant que modèle systémique de richesse, ce qui signifie que : 1) une grande part de la richesse des ménages et des entreprises, et pas seulement des banques et autres institutions financières institutions, est composé d'actifs financiers; 2) de nouvelles façons de définir (monnaie-crédit-actifs), de gérer (macrostructure financière) et de réaliser la richesse (importance accrue des actifs monétaires et financiers par rapport aux actifs non financiers) se sont établies sous la domination de la logique financière ; 3) le calcul capitaliste repose sur un calcul financier général, qui inclut non seulement les gains d'exploitation, mais aussi, et de plus en plus, ceux hors exploitation, notamment ceux résultant des échanges d'actifs financiers ; 4) ce modèle de richesse a fortement influencé la dynamique économique, en considérant l'importance croissante de la valeur des actifs financiers sur les décisions d'investissement et de dépenses de consommation, et, par extension, sur la demande effective. Cela exacerbe la tension entre expansion et crise, déjà typique du système capitaliste ; et (5) le montant pertinent de la richesse financière dans les portefeuilles des différents acteurs économiques a rendu l'intervention des États nationaux de plus en plus nécessaire dans le contexte de la crise.

Les investisseurs institutionnels chargés de la collecte et de la gestion de l'épargne des ménages contribuent fortement à la croissance des économies développées et émergentes grâce à leur place prépondérante sur les marchés internationaux des capitaux. A l'échelle internationale, les fonds alloués par les investisseurs institutionnels au Capital Investissement apportent aux entreprises cotées et non cotées les financements nécessaires à leur croissance.

Les investisseurs institutionnels jouent un rôle prépondérant, certes, sur le marché financier, que ce pour gérer un portefeuille pour leur clientèle ou pour financer des entreprises. Mais, les conditions doivent se réunir pour accomplir ce rôle. Les informations pertinentes doivent être disponibles pour prendre les meilleures décisions d'investissement. Aussi, l'activité de ces investisseurs doit être réglementée pour éviter que des derniers prennent, excessivement, des risques.

BIBLIOGRAPHIE

Boubel, A., Boubel, A., & Pansard, F. (2004). *III. Les investisseurs institutionnels et le financement de l'économie* (p. 56-86). La Découverte. https://www.cairn.info/les-investisseurs-institutionnels--9782707140630-p-56.htm

Boubel, A., & Pansard, F. (2004). *Les investisseurs institutionnels* (La Découverte). https://www.eyrolles.com/Entreprise/Livre/les-investisseurs-institutionnels-9782707140630/

Bouzoubaa, F.-Z. E. F. (2015). *Les besoins des investisseurs en informations financières et comptables : Le cas des investisseurs institutionnels* [Phdthesis, Université de Toulouse 1 Capitole]. https://hal.archives-ouvertes.fr/tel-01255397

Boyer, R. (2015). *What future for codetermination and corporate governance in Germany?*

Brabet, J. (2002). La main visible des investisseurs institutionnels. *Revue française de gestion*, *141*(5), 203-224.

Braga, J. C., Oliveira, G. C. de, Wolf, P. J. W., Palludeto, A. W. A., & Deos, S. S. de. (2017). For a political economy of financialization : Theory and evidence. *Economia e Sociedade*, *26*(spe), 829-856. https://doi.org/10.1590/1982-3533.2017v26n4art1

Brickley, J. A., Lease, R. C., & Smith, C. (1988). Ownership structure and voting on antitakeover amendments. *Journal of Financial Economics*, *20*(1-2), 267-291.

Chen, X., Harford, J., & Li, K. (2007). Monitoring : Which institutions matter? *Journal of Financial Economics*, *86*(2), 279-305.

Davis, A., & Walsh, C. (2017). Distinguishing Financialization from Neoliberalism. *Theory, Culture & Society*, *34*(5-6), 27-51. https://doi.org/10.1177/0263276417715511

Davis, E. P. (2002). *Institutional investors, corporate governance and the performance of the corporate sector*. https://ideas.repec.org/a/eee/ecosys/v26y2002i3p203-229.html

Epstein, G. A. (s. d.). *1. Introduction : Financialization and the World Economy*. 28.

Epstein, G. A. (2005). *1. Introduction : Financialization and the World Economy*. 28.

Glyn, A. (2006). *Capitalism Unleashed : Finance, Globalization, and Welfare*. https://www.amazon.com/Capitalism-Unleashed-Finance-Globalization-Welfare/dp/0199226792

Grosjean, P. (2006). *Fonds de pension et marchés financiers internationaux*. https://www.lgdj.fr/fonds-de-pension-et-marches-financiers-internationaux-9782275030807.html

Harribey, J.-M. (s. d.). *La financiarisation de l'économie et la création de valeur*. 32.

Helleiner, E. (1996). *States and the Reemergence of Global Finance : From Bretton Woods to the 1990s*. Cornell University Press.

Hobsbawm, E. (1995). *Age Of Extremes the short twentieth century 1914-1991*. https://files.libcom.org/files/Eric%20Hobsbawm%20-%20Age%20Of%20Extremes%20-%201914-1991.pdf

Kleiner, T. (2003). Building up an Asset Management Industry : Forays of an Anglo-Saxon Logic into the French Business System. In *Chapters*. Edward Elgar Publishing. https://ideas.repec.org/h/elg/eechap/2704_3.html

Kotz, D. M. (2008).