

# MACROPSYCHANALYSE DE LA CRISE FINANCIÈRE

VIVIEN LÉVY-GARBOUA  
GÉRARD MAAREK

*Economistes*

*La crise financière qui a éclaté en août 2007, la crise du « subprime », se prête à une interprétation économique simple et plutôt convaincante. Mais, comme à chaque fois qu'une bulle éclate, on est amené à se demander comment pareils excès ont été possibles et pourquoi – s'ils sont si bien analysés et qu'ils étaient si prévisibles – il ne s'est trouvé personne pour les éviter. La crise dure depuis sept à huit mois et les économistes s'emploient maintenant à donner les raisons qui en retardent autant l'issue. Leur démonstration n'est pas moins pertinente.*

*L'objectif ici est d'examiner les crises financières d'un point de vue différent, non pas concurrent mais complémentaire : celui qu'adopterait un observateur extérieur qui traiterait analystes, économistes et autres commentateurs, comme des protagonistes du drame, et qui s'intéresserait non à l'évolution des variables économiques et financières, mais aux états psychologiques que traversent les acteurs. On espère ainsi saisir les traits communs à toutes les crises financières et les spécificités de celle que nous vivons.*

*Nous avons préconisé cette approche dans un ouvrage récent (Lévy-Garboua, Maarek, 2007) sous le label de macropsychanalyse. Elle tente d'éclairer les phénomènes sociaux en faisant l'hypothèse que, comme les individus, les « groupes structurés » ont un psychisme collectif et que les concepts de la psychanalyse peuvent être – moyennant quelques adaptations – transposés à ces groupes.*

---

## La communauté financière, comme groupe structuré

---

**L**e merveilleux livre de Kindleberger (1971) – *Manias, Panics and Crashes* – offre une description des cycles financiers où il use abondamment du vocabulaire de la psychologie. Le titre de l'ouvrage comme le nom des cinq

phases qu'il distingue (le déplacement, le boom, l'euphorie, la détresse financière et le krach) en témoignent. Il le fait sous forme de métaphores. Son souci est davantage celui de la précision historique que de la cohérence théorique.

On peut donner une explication plus ordonnée des mêmes phénomènes en appliquant notre grille de lecture, la macropsychanalyse, à un « groupe structuré » particulier, celui que l'on baptise usuellement du terme de « communauté financière internationale »

(CFI). Ce groupe est bien sûr très vaste, mais il est pérenne, au-delà des personnes particulières qui en font partie à un moment donné. On y trouve tous les grands acteurs de la finance, banquiers centraux et dirigeants des banques commerciales, intermédiaires et investisseurs, hommes de presse, chercheurs et enseignants, poursuivant chacun un objectif spécifique, mais œuvrant au fonctionnement de l'ensemble. Ces individus sont parfaitement conscients de leur appartenance à une communauté d'intérêts et de destin. Le terme même de CFI est révélateur à cet égard.

Regardons ce groupe comme un être vivant, doté d'un psychisme collectif. Alors, comme nous l'avons montré dans l'ouvrage déjà cité, il peut s'organiser autour de quatre instances fonctionnelles :

- le **Producteur**/ça (par analogie avec le ça de Freud) constitué par la masse des acteurs de la communauté financière : guichetiers, responsables d'agences, commerciaux, *traders*, analystes, hommes de *middle* et de *back office*, etc. Ils sont la force vitale de cet ensemble, ils innovent, ils recherchent sans cesse le profit et l'excitation du risque.

- le **Prince**/moi (par analogie avec le moi de la psychanalyse) qui cherche à canaliser la créativité, l'ambition et l'avidité du Producteur et fait en sorte que la satisfaction de ses pulsions soit socialement acceptable et compatible avec la réalité du monde extérieur. Au niveau de chacun des établissements, c'est la tâche du président-directeur général (PDG) et de ses collaborateurs que d'assurer ainsi la pérennité de leur maison. Au niveau supérieur, le Prince est constitué par les dirigeants des grandes banques centrales. Longtemps, Alan Greenspan a assumé ce *leadership*. Aujourd'hui, Ben Bernanke et Jean-Claude Trichet représentent le mieux ces patrons de la CFI. Leur objectif : une inflation maîtrisée, une croissance régulière, la stabilité des institutions et des marchés.

- le **Prêtre**/surmoi est celui qui dit la loi, celle qui a été intériorisée par le groupe comme résultante de son histoire. Il est le gardien des valeurs et veille au respect des interdits. Dans la CFI, les régulateurs, y compris les banques centrales dans leur fonction d'« enforcement », jouent ce rôle. Mais peuvent s'y

adjoindre des acteurs plus symboliques, représentant l'autorité « paternelle », porteurs de l'éthique de la profession. Ils sont la « conscience » de la communauté. Warren Buffet en est le modèle le plus accompli.

- le **Professeur** enfin (qui n'a pas d'équivalent dans la métapsychologie de Freud) propose au groupe une interprétation de la réalité extérieure. Les économistes et les théoriciens de la finance sont représentatifs de cette instance. Ils scrutent sans relâche l'état des marchés et s'inquiètent de leur interaction avec le reste de l'économie.

## Les stades du cycle financier

**A**rmés de ces catégories, nous pouvons maintenant décrire le cycle financier typique, à partir de trois ingrédients : un choc initial, un objet de désir, et une croyance collective.

Le **choc initial** varie selon les circonstances. Il consiste dans un changement rapide de l'environnement extérieur. Dans le cas de la bulle des années 1996/2000, c'est clairement la révolution technologique de l'internet. S'agissant de la crise de 2007-2008, la globalisation financière a constitué le traumatisme de départ. Le dater est malaisé. Mais il est sûr que, au début des années 2000, c'est un processus achevé touchant tous les pays et tous les marchés, pouvant ainsi produire son plein effet.

L'**objet du désir** est plus facile à pointer<sup>1</sup>. À la fin du siècle dernier, la passion était celle des titres « dot.com » qui ont fait rêver les grands patrons, les particuliers et la communauté financière tout autant. Un véritable eldorado de liberté, de créativité et de rêve s'ouvrait à tous. En 2007, les désirs sont plus banals. Ils se portent sur la pierre et l'accession à la propriété. Un véhicule financier particulier, le crédit « *subprime* », semble réunir toutes les vertus : un fort rendement pour un risque faible. La titrisation rend sa diffusion possible à toute la planète financière.

Une **croyance collective** est indispensable pour entretenir la bulle en la dissimulant aux yeux des

acteurs. C'est un discours qui rationalise l'engouement pour l'objet du désir et permet de le prolonger contre toute évidence. Par exemple, au cours de la bulle internet, le thème dominant était celui de la « nouvelle économie ». Un changement de paradigme était en cours, disait-on, engendré par l'effet de réseau. Le nombre de clics devenait un indicateur de rentabilité financière, préférable à la valeur actualisée des revenus futurs.

Avant l'été 2007, le discours est celui de la globalisation économique et financière, de la poussée inéluctable des BRIC (Brésil, Russie, Inde, Chine) et de la baisse durable des taux d'intérêt, dans un monde où l'inflation des prix a été chassée par la concurrence accrue des pays émergents, à faible coût de main d'œuvre. Les risques macroéconomiques comme les risques de marché paraissent bien maîtrisés.

Le cycle financier est un processus de révision de la croyance, les acteurs passant par une succession d'états psychiques :

- dans une première phase, que nous appelons la **phase maniaque**, les informations qui arrivent à la communauté financière confortent la croyance. Sa vraisemblance est sans doute surestimée et la confiance se propage, excessive. Les Producteurs en profitent. Le Prince est complice, le Prêtre voit ses convictions ébranlées par cette nouvelle croyance et il est incapable (ou n'a pas d'arguments pour le faire) de tempérer les ardeurs. Songeons au Greenspan de l'« exubérance irrationnelle » (1996) converti tardivement au nouveau paradigme (1999). Les prix montent, celui des titres internet ou celui de l'immobilier, sur la base de cette croyance et de sa validation implicite par le Prêtre et le Professeur...

- la seconde phase est celle de l'**assimilation**. Des informations viennent peu à peu contredire la croyance. Mais les Producteurs, tout entiers enchaînés à leur passion du moment, les censurent. Le Prince et le Prêtre minimisent la portée de ces nouvelles. C'est une phase de **déni**, comme celle que connaissent les psychotiques lorsqu'ils se coupent du réel en lui substituant leur propre subjectivité. En général, les Professeurs mettent en garde contre cette illusion, mais il s'en trouve toujours pour défendre la croyance,

et ce sont eux que l'on écoute.

- la phase d'**adaptation/accomodation** est déclenchée par une prise de conscience brutale. En mars 2000, ce sont les mauvais résultats de sociétés technologiques ; en juin 2007, c'est le sauvetage par Bear Stearns de trois de ses *hedge funds*. L'investisseur abandonne la croyance pour un nouveau schéma explicatif. La panique qui s'empare de lui est amplifiée par un fort sentiment de culpabilité, sourd dans un premier temps, puis de plus en plus explicite et concret. Les acteurs/Producteurs essayent de se disculper et partent à la recherche de boucs émissaires. En 2000, étaient tout désignés les commissaires aux comptes négligents, les analystes *sell-side* et leurs préconisations hasardeuses. En 2008, ce sont les agences de notation et leur manque de rigueur méthodologique. Les Princes des grandes institutions (les PDG des banques comme les banquiers centraux) sont la cible de critiques virulentes et se voient quelquefois congédiés. Aujourd'hui, nous sommes au milieu du gué : la dépression s'installe, au double sens du terme (économique et psychanalytique). Au cours de cette phase « névrotique », le ça et le moi sont culpabilisés par un surmoi redevenu puissant et autoritaire, et qui est désormais en mesure d'imposer sa loi. S'installe quelquefois « *un mode de pensée que caractérisent notamment la rumination mentale, le doute, les scrupules, et qui aboutit à des inhibitions de la pensée et de l'action* » (Laplanche, Pontalis, 2002). L'obsession de la liquidité et la méfiance généralisée, qui ont paralysé le marché interbancaire cet hiver, peuvent s'interpréter en ces termes.

- la **normalisation** vient enfin pour que le cycle puisse reprendre. Elle passe par la « cure » psychanalytique, c'est-à-dire une entreprise de dévoilement des pulsions refoulées qui ont conduit au désastre : la jouissance sadique à s'approprier l'objet désiré, la volonté de « *triumpher des forces secrètes du temps et de l'ignorance de l'avenir* » (J. M. Keynes). Ayant repris le chemin de l'humilité, la communauté financière est en demande de plus de régulation pour se protéger contre ses propres tentations. Le Prêtre et le corps social accordent leur pardon, puis oublient. Mais la **compulsion de répétition** est à l'œuvre. Vient un moment où dans les failles de la loi apparaît

un nouveau paradigme, un nouvel objet de désir et une nouvelle croyance pour les justifier. La ronde continue...

## La crise du « *subprime* » : une perte de repères

**N**ous pensons que cet enchaînement est très général et s'observe dans toutes les bulles financières. Mais, s'il nous paraît rendre compte de manière saisissante de l'épisode internet, il n'explique pas complètement ce qui est à l'œuvre aujourd'hui. Circonscrite au départ à l'immobilier et aux crédits « *subprimes* », la crise actuelle paraît devoir ébranler deux piliers de la finance moderne : la maîtrise du hasard par le calcul des probabilités et le modèle de la « banque éclatée ».

La valorisation des produits complexes est en procès, pour plusieurs raisons. Parfois, elle se fonde sur des données fausses ou mal interprétées, comme ce fut le cas avec les notations des agences de *rating* (un AAA de fonds « *subprime* » n'a, en dépit des apparences, pas grand-chose à voir avec le même AAA appliqué à des obligations d'État !). Ou bien, en l'absence de prix de marché observables, elle se base sur des modèles nourris d'hypothèses mal vérifiées en période de crise : des variables d'habitude peu corrélées peuvent devenir covariantes ; l'hypothèse de normalité néglige les événements « rares » qui précisément sont caractéristiques des périodes de fortes turbulences.

En utilisant le vocabulaire de la macropsychanalyse, on dira ici que deux instances ont failli. D'une part, le Professeur n'a peut-être pas fourni les bons outils d'analyse et a induit la communauté financière en erreur. D'autre part, le Prince a eu tort d'accorder une trop grande confiance à des modèles, toujours susceptibles de diverger. Passe encore lorsque la modélisation porte sur les propriétés stochastiques des prix et des rendements. Mais lorsque la valorisation d'un actif est le résultat d'une formule mathématique, en l'absence de marché organisé, le risque est

grand de perdre tout contact avec la réalité extérieure. Or, cette pratique s'est généralisée avec le développement de produits de plus en plus complexes, vendus de gré à gré et en séries limitées. Enfermée dans son monde intérieur, la communauté financière a développé ainsi un syndrome psychotique jusqu'au moment où le réel, en l'espèce les déboires du marché immobilier américain, l'a ramenée sur terre. L'atterrissage s'avère très douloureux.

L'**accommodation**, le **déni du réel**, évoqués plus haut, sont devenus consubstantiels de la finance contemporaine.

## La crise du « *subprime* » : la banque éclatée en question

**L**a titrisation des crédits, c'est-à-dire la séparation entre production et distribution, fait que des produits « toxiques » (les mauvais crédits) se sont retrouvés éparpillés dans de très nombreux portefeuilles, principalement ceux de *hedge funds* et d'OPCVM (Organismes de placement collectif en valeurs mobilières) monétaires. Ils sont découpés en tranches en fonction des priorités de remboursement. Ils servent de sous-jacents à des produits dérivés (CDO2 – *Collateralized debt obligations* – et 3, etc.), et sont parfois logés dans des « conduits » destinés à tirer parti au maximum du levier d'endettement ou, plus prosaïquement, à « parquer » les titres qui n'ont pu être distribués aux investisseurs finaux. Cette situation peut s'interpréter dans le langage de la psychanalyse à l'aide du concept de « **clivage** ».

Le clivage est l'une des figures essentielles de défense du psychisme contre les objets ou les situations désagréables. Il prend la forme de **clivage d'objet** et de **clivage du moi**. Le clivage de l'objet consiste à séparer l'objet du désir entre un bon et un mauvais objet (typiquement la bonne et la mauvaise mère pour un nouveau-né). Or, tout produit financier a cette double caractéristique d'être bon et mauvais à la fois, de proposer un rendement (le bon) en contrepartie d'un risque (le mauvais). Les crédits « *subprimes* »

avaient à la fois une image innovante, voire sociale, puisqu'ils faisaient accéder à la propriété des ménages pauvres, et une face sombre correspondant à une prise de risque mal maîtrisée.

Le clivage de l'objet s'accompagne en général d'un clivage du moi. Alors que, dans le refoulement, le moi repousse dans l'inconscient la sensation désagréable ou la représentation de l'objet toxique, dans le clivage, le moi laisse coexister les deux parties, mais en les isolant l'une de l'autre, chacune en relation avec une partie de lui-même (les deux parties du moi clivé) qui s'ignore : la main gauche ne sait pas ce que fait la main droite. Il y a un moi qui sait et un moi qui ne veut pas savoir.

Ce phénomène se joue à plusieurs niveaux, celui des banques comme celui de la communauté financière toute entière.

**L'étage des banques.** Dans les banques, la recherche d'efficacité, rendue possible par les systèmes informatiques, les moyens de communication instantanés et à longue distance, a conduit à une plus grande spécialisation. Cette spécialisation est spectaculaire dans deux secteurs de l'organisation :

- la production et la distribution s'autonomisent, du côté des crédits (c'est la titrisation), mais aussi au passif, avec la séparation entre gestion et distribution de produits d'épargne ; l'architecture ouverte se substitue aux gestions « propriétaires » dans les grands établissements.

- la vente et le contrôle deviennent indépendants. Les vendeurs sont évalués exclusivement sur leurs performances commerciales ; les contrôleurs de gestion, les auditeurs sont constitués en équipes distinctes, ayant une certaine autonomie vis-à-vis des « *front offices* ». Ils sont chargés d'apprécier la qualité des risques, la bonne facture des opérations et le respect des règles. Cette spécialisation conduit dans les établissements à la constitution de lignes hiérarchiques indépendantes, de « silos » dans l'organigramme, c'est-à-dire d'entités qui travaillent en parallèle et qui soit se parlent peu, soit ne s'entendent pas, ... dans les deux sens du terme. Dans ce contexte, les vendeurs ont deux supériorités : d'une part, ce sont eux qui font « vivre » la banque (à court terme

en tout cas), qui génèrent les revenus, alors que les contrôleurs/hommes du risque apparaissent comme des freins au développement ; d'autre part, ils sont très bien rémunérés, ce qui les place assez haut dans la hiérarchie sociale de l'entreprise. Cette situation résulte davantage du rôle déterminant de cette ressource humaine dans la compétition que d'un aveuglement particulier à tel ou tel établissement. Quiconque viendrait à s'en écarter perdrait ses meilleurs éléments dans la vente et, de là, des parts de marché.

La constitution de filières séparées accompagne donc le clivage des objets jusqu'au moment où un arbitrage devient nécessaire : le « Prince », en l'occurrence un comité de crédit du siège ou le comité exécutif, doit décider en dernier ressort. C'est le moment où l'ensemble des « pulsions » de la banque, qu'elles émanent des vendeurs ou des contrôleurs de risque, doivent être confrontées au principe de réalité et transformées en actions concrètes, en décisions, ou au contraire refoulées.

Interviennent alors deux caractéristiques qui vont pousser à une décision plutôt favorable au vendeur. Dans un premier temps, le clivage du moi perdure, la banque ne souhaite pas trancher. Le choix est douloureux et angoissant. Car elle ignore ce que sera le comportement des concurrents et craint d'être pénalisée par une attitude trop frileuse. C'est ce que Chuck Prince, le PDG de Citigroup au moment de la crise du « *subprime* », a résumé dans cette phrase aussi pertinente que pathétique : il faut « *danser, tant que l'orchestre joue* ». Bien entendu, dans une telle circonstance, le Prêtre/surmoi a un rôle à jouer. S'il est faible (et il tend à être faible dans les périodes de forte activité, qu'elles soient « maniaques » ou d'« assimilation »), il ne pourra s'opposer à la force des vendeurs en cas de désaccord avec les contrôleurs. L'aléa moral (*moral hazard*) joue alors à plein.

**L'étage de la communauté financière.** La même séquence se joue dans la communauté financière prise dans son ensemble, vue comme un groupe structuré de niveau supérieur. La recherche d'efficacité a conduit, ici aussi, à la constitution d'acteurs spécialisés, ayant des statuts divers et plus ou moins soumis au contrôle des régulateurs. Le marché hypothécaire

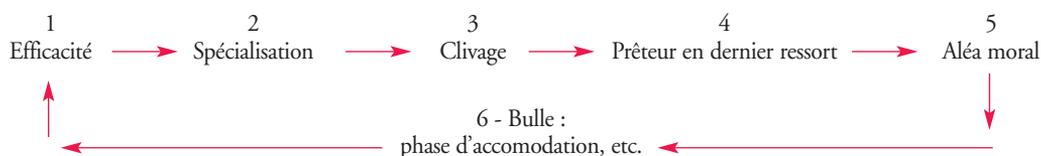
américain est l'archétype de cette profusion de structures spécialisées, dont certaines résultent de la bonne division du travail (au sens d'Adam Smith) et d'autres sont plus artificielles. En temps normal, la coordination entre elles se fait par le système de prix (de taux de change ou d'intérêt et de *spreads* principalement) qui, s'il fonctionne bien, assure une bonne allocation des risques entre les agents économiques. Dans une bulle en revanche, une trop faible prise en compte du risque aboutit à un excès d'endettement et, simultanément, à l'accumulation, sans états d'âme, de papiers « garantis par le béton de l'immobilier » dans des portefeuilles « tiltés ».

Lorsque survient la crise, les effets de cette mauvaise coordination par les prix (l'équivalent d'un clivage de la communauté financière) remontent vers les banques centrales, lesquelles vont chercher à résoudre des conflits découlant de décisions incompatibles. C'est, dans l'affaire Northern Rock, le trio de la FSA – *Financial Services Authority* – (le régulateur), du Trésor (l'État) et de la Banque centrale (le « prêteur

en dernier ressort ») qui doit trancher. Le Prince est clairement écartelé : Mervyn King, dans le rôle du surmoi, est pour la fermeté tandis que le Trésor incarne le principe de la réalité. On ne peut, voulant sanctionner une seule banque, ruiner des milliers d'épargnants. L'image des queues des déposants venant retirer leur argent aux guichets est socialement et politiquement insoutenable. Mais comme il est déjà trop tard, le surmoi est affaibli : la FSA est un bouc émissaire idéal, accusé d'avoir laissé se dégrader la situation. L'aléa moral joue, malgré les intentions et les promesses de ne pas y céder.

Le même scénario se reproduit dans les banques centrales en Europe et aux États-Unis : les Princes de la communauté financière sont obligés, malgré leur volonté affichée, de faire jouer le « *put* Greenspan » : refinancement massif, baisse des taux d'intérêt et validation des excès antérieurs.

Au total, on a bien un enchaînement caractéristique de la bulle :



## Et maintenant ?

La macropsychanalyse est un outil de suivi de la crise financière sans ambition normative : les affects exprimés par les acteurs, à travers leurs déclarations et leurs décisions, fournissent des indications précieuses qui viennent compléter l'analyse économique usuelle.

En ce printemps 2008, la phase de normalisation est seulement amorcée. Le « pardon » du surmoi, c'est-à-dire des banques centrales et des régulateurs, est acquis comme l'a montré le sauvetage spectaculaire de Bear Stearns. Cependant la « cure » est loin d'être achevée.

L'étendue de la crise est incertaine. Si elle doit aboutir à la destruction d'une fraction significative des fonds propres des banques (notamment américaines), alors la baisse des taux d'intérêt sera insuffisante pour sauver le système financier de la paralysie. Une recapitalisation massive et rapide sera nécessaire. L'apport d'argent frais pourra-t-il être seulement le fait du marché, de fonds souverains étrangers craintifs ou indésirables ? ou bien le Trésor public, c'est-à-dire le contribuable, devra-t-il mettre la main à la poche ? On n'évitera pas une réforme de la régulation bancaire, visant à colmater les brèches apparues à l'occasion de cette crise. Toutes ces questions viendront nourrir le débat pendant les prochains mois.

Comme les précédentes, cette crise sera surmontée.

Mais pour autant, on peut craindre que la tendance à la schizophrénie (le clivage) des acteurs, mal endémique de la finance moderne, ne persiste et ne fasse tôt ou tard sentir ses effets à l'occasion d'un prochain épisode spéculatif qui aura su trouver de nouvelles failles dans le dispositif réglementaire...

#### Note

1. *La notion d'objet a un sens très particulier en psychanalyse : Cf. V. Lévy-Garboua et G. Maarek, 2007, page 31.*

#### Bibliographie

KINDLEBERGER, R., *Manias, Panics and Crashes*, New York, Basic Books, 1971.

LAPLANCHE, J. ; PONTALIS, J.-B., *Vocabulaire de la psychanalyse*, Paris, PUF, 2002, page 284 (à l'article « névrose obsessionnelle »).

LÉVY-GARBOUA, V. ; MAAREK, G., *Macropsychanalyse, l'économie de l'inconscient*, Paris, PUF, 2007.

