

**Faculté des Sciences économiques, Commerciales et  
des Sciences de Gestion**

**THESE**

**Pour l'obtention du Grade de**

**DOCTEUR EN SCIENCES DE GESTION**

**Spécialité : Management des Organisations**

**La finance comportementale à l'épreuve  
de la crise**

**Présenté par : BOUBERGUIG Hadj Abdelkader**

**Dirigé par : Pr. TCHIKO Faouzi**

**Devant le jury composé de :**

|                      |            |  |            |
|----------------------|------------|--|------------|
| Benbouziane Mohamed  | Professeur | Université de Tlemcen                        | Président  |
| Tchiko Faouzi        | Professeur | Ecole Supérieure d'Economie<br>d'Oran        | Rapporteur |
| Bettahar Samir       | Professeur | Université de Tlemcen                        | Examineur  |
| Halimi Ouahiba       | Professeur | Université de Tlemcen                        | Examineur  |
| Senouci Breksi Imane | Professeur | Ecole Supérieure de Management<br>de Tlemcen | Examineur  |
| Sahnoune Meriem      | MCA        | Université de Tlemcen                        | Examineur  |

**Année universitaire 2024 - 2025**

## Remerciements

Je souhaite tout d'abord rendre un hommage ému à la mémoire de ma défunte mère, dont l'amour, les prières et les sacrifices continuent d'éclairer mon chemin. Son souvenir reste pour moi une source inépuisable de force, de courage et d'inspiration.

Je tiens à exprimer ma profonde gratitude à mon père, pour sa présence bienveillante, ses encouragements constants et les valeurs qu'il m'a transmises. Sa confiance et son soutien indéfectible ont été essentiels dans la réalisation de ce travail.

Mes remerciements vont également à ma femme, pour sa patience, sa compréhension et son appui de chaque instant. À mes filles, qui ont accepté mes absences et m'ont apporté tant de joie et de motivation, je dédie une part de ce travail.

Je n'oublie pas mes frères et sœurs, ainsi que l'ensemble de ma famille, pour leur affection, leur soutien moral et leurs encouragements tout au long de ce parcours parfois difficile.

À vous tous, qui m'avez aidé, soutenu et inspiré de près ou de loin, je vous adresse ma reconnaissance la plus sincère. Cette thèse est aussi la vôtre.

## Table des matières

|  |    |
|--|----|
| Introduction générale .....  | 8  |
| 1. La problématique : .....  | 10 |
| 2. L'objectif de la recherche : .....  | 11 |
| 3. Les hypothèses : .....  | 11 |
| 4. Le fondement théorique des hypothèses : .....   | 12 |
| 5. Le plan de la thèse : .....   | 16 |
| Chapitre I : .....   | 19 |
| Introduction : .....   | 20 |
| Première section : Contexte historique : comprendre le déroulement de la<br>crise des subprimes .....            | 21 |
| 1. Une politique monétaire accommodante et une culture du crédit facile : 21                                     |    |
| 2. L'explosion du crédit subprime et la titrisation des risques : .....  | 28 |
| 3. Un alignement d'intérêts pervers dans le système financier : .....  | 31 |
| 4. Le retournement du marché immobilier : point de bascule : .....   | 33 |
| 5. Une crise de liquidité devenant une crise systémique mondiale : .....   | 34 |
| 6. Illustration graphique sur la crise Subprimes : .....   | 36 |
| Section 2 : L'illusion de rationalité dans les marchés financiers : .....  | 41 |
| 1. Hypothèse d'efficience des marchés remise en question : .....   | 41 |
| 2. L'euphorie et la confiance excessive dans les modèles financiers : .....                                      | 55 |
| Section 2 : Les biais cognitifs à l'œuvre et une prise de décision déconnectée de<br>l'analyse fondamentale..... | 56 |
| 1. Excès de confiance, illusion de contrôle, ancrage, représentativité : .....                                   | 57 |
| 2. Rôle des agences de notation et des institutions financières : .....  | 60 |
| 3. Une prise de décision déconnectée de l'analyse fondamentale : .....   | 63 |
| 4. Une surconfiance dans les modèles quantitatifs et de gestion du risque : 65                                   |    |
| Conclusion du chapitre : .....   | 67 |
| Chapitre II : .....  | 70 |

|   |     |
|---|-----|
| Introduction :  | 71  |
| Section 1. La finance comportementale comme cadre d'analyse des comportements mimétiques                        | 72  |
| 1. Une rupture avec les fondements de la finance classique :  | 73  |
| 3. Les biais cognitifs et heuristiques :  | 77  |
| 4. Les comportements mimétiques et cascades informationnelles :   | 79  |
| 5. Des mécanismes au cœur des crises financières :  | 80  |
| 6. Une approche empirique des comportements réels :   | 83  |
| Section 2. La dynamique sociale des bulles financières :  | 85  |
| 1. La peur de rater une opportunité (FOMO), effet d'entraînement :  | 86  |
| 2. Récits économiques et biais cognitifs : catalyseurs psychologiques des dynamiques de bulle.....              | 89  |
| Section 3. Mimétisme des acteurs institutionnels & une amplification des déséquilibres.....                     | 92  |
| 1. Banques, hedge funds, agences : alignement stratégique plutôt que jugement individuel :                      | 93  |
| 2. La bulle immobilière comme produit d'un comportement collectif irrationnel :                                 | 95  |
| 3. La contagion émotionnelle et l'aveuglement collectif :   | 96  |
| Conclusion du chapitre :  | 98  |
| Chapitre III :  | 101 |
| Introduction :  | 102 |
| Section 1 : Biais cognitifs et asymétrie d'information : un terrain fertile pour la désinformation financière : | 103 |
| 1. Optimisme irréaliste et méconnaissance des produits complexes :  | 103 |
| 2. La faible littératie financière des ménages américains : un levier de vulnérabilité :                        | 106 |
| 3. Incapacité à évaluer correctement le risque et les conséquences de l'endettement :                           | 112 |

|  |     |
|--|-----|
| Section 2 : L'influence de l'environnement social et commercial sur les décisions d'achat immobilier : .....   | 122 |
| 1. Le marketing agressif et les récits promotionnels autour de la réussite par la propriété : .....            | 123 |
| 2. Normes culturelles et pression du groupe : devenir propriétaire comme norme sociale :.....                  | 125 |
| 3. Le rôle de la bulle médiatique et des discours institutionnels rassurants : ..                              | 129 |
| Section 3 : Une responsabilité individuelle piégée par l'irrationalité systémique : .....                      | 132 |
| 1. Limites des discours de responsabilisation dans un contexte de manipulation cognitive :.....                | 133 |
| 2. Entre libre arbitre et influence sociale : l'illusion du choix éclairé : .....                              | 137 |
| 3. Vers une redéfinition des responsabilités : quelle place pour la régulation comportementale ? .....         | 138 |
| Conclusion du chapitre :.....  | 141 |
| Chapitre IV :.....   | 143 |
| Introduction .....   | 144 |
| Section 1 : Rationalité limitée et comportements économiques : validation économétrique :.....                 | 156 |
| 1. Objectif de l'étude : .....   | 157 |
| 2. Les variables explicatives :.....   | 158 |
| 3. Source des données :.....   | 161 |
| 4. Spécification du modèle logit :.....  | 163 |
| 5. Les hypothèses attendues sur les signes des coefficients : .....  | 163 |
| 6. Résultats de l'étude :.....   | 164 |
| 7. Interprétation des résultats :.....   | 167 |
| Section 2 : Finance classique versus finance comportementale : quelle capacité explicative de la crise ? ..... | 168 |
| 1. Variables classiques et limites des modèles traditionnels : .....   | 169 |

|   |     |
|---|-----|
| 2. Intégration des variables comportementales : une amélioration<br>significative du modèle : .....       | 181 |
| Section 3 : Interprétation et discussion des résultats : .....  | 191 |
| 1. Le modèle de régression logistique déterminant du choix de placement<br>risqué : .....                 | 192 |
| 2. Comparaison entre le modèle classique et le modèle intégrant les<br>variables comportementales : ..... | 193 |
| Conclusion du chapitre : .....  | 195 |
| Conclusion générale .....   | 197 |
| Références bibliographiques : .....   | 202 |

## La liste des graphes et des tableaux

| Intitulée  | Page |
|--|------|
| Graphe n°1 : Evolution des prix immobiliers et des défauts Subprimes (2000-2009)   | 38   |
| Graphe n°2 : Emissions des MBS/CDO et indice S&P 500 (2000-2009)   | 39   |
| Figure n° 3 : Ecart entre l'hypothèse d'efficience des marchés et la réalité empirique   | 49   |
| Tableau n°4 : Comparaison entre HEM et la réalité observée lors de la crise des Subprimes  | 54   |
| Graphe n° 5 : Compréhension des emprunteurs vis-à-vis de leur crédit hypothécaire  | 110  |
| Tableau n°6 : liste des sources de base des données  | 149  |
| Tableau n° 7 : Tableau n° 7 : Correspondance entre les variables simulées et les bases empiriques de référence   | 155  |
| Tableau n° 8 : Correspondance entre les variables utilisées et les sources de données  | 161  |
| Tableau n° 9 : Tableau n°9 : Variables retenues et formulation des hypothèses  | 162  |
| Tableau n°10 : Variables du modèle, signes attendus et interprétation  | 163  |
| Tableau n° 11 : Tableau n°11: Estimation logit du choix de placement risqué (Risky_Choice = 1)   | 165  |
| Graphe n°12 : Impact des variables sur la probabilité de placement risqué  | 166  |
| Tableau n°13 : Les hypothèses attendues sur les signes des coefficients  | 175  |
| Tableau n°14 : Interprétation attendues des résultats  | 176  |
| Tableau n°15 : Estimation du modèle linéaire   | 177  |
| Tableau n° 16 : Les sources de données pour le modèle linéaire en intégrant des variables comportementales   | 184  |
| Tableau n° 17 : Estimation du modèle linéaire avec des données observée avant la crise des Subprimes (période 2004–2007) en intégrant les variables comportementales | 189  |

## **Introduction générale**

Depuis le début du XXe siècle, les crises financières se sont imposées comme des épisodes récurrents de l'histoire économique mondiale. Tour à tour bancaires, monétaires, boursières ou liées à la dette souveraine, ces crises marquent des ruptures brutales dans les équilibres économiques, sociaux et politiques. Qu'elles éclatent dans les économies avancées ou émergentes, elles partagent une dynamique commune : une phase d'euphorie et d'expansion du crédit, suivie d'un retournement brutal de la confiance, d'une fuite de liquidités, et d'une correction violente des prix.

L'histoire économique récente est jalonnée de ces épisodes : la crise de 1929, déclenchée par le krach boursier de Wall Street, a profondément remis en cause les fondements du capitalisme libéral de l'entre-deux-guerres. Dans les années 1980 et 1990, les crises des pays émergents (Mexique 1994, Asie 1997, Russie 1998, Argentine 2001) ont souligné la vulnérabilité des économies ouvertes à la volatilité des flux de capitaux internationaux. La crise japonaise des années 1990, longtemps qualifiée de "décennie perdue", a mis en lumière les effets d'une bulle immobilière et boursière prolongée sur la stagnation structurelle. La crise de la dette souveraine européenne (2010-2013) a révélé quant à elle les fragilités d'un espace monétaire sans union budgétaire, et la contagion des risques entre États, banques et marchés.

Au fil de ces épisodes, les explications dominantes ont fait appel à des variables économiques et financières classiques : déséquilibres macroéconomiques, surévaluation des actifs, politique monétaire trop expansionniste, instabilité des taux de change, ou mauvaise gestion du risque de crédit. Ces lectures, ancrées dans le paradigme de la rationalité des agents et l'efficacité des marchés, ont longtemps constitué le socle théorique des institutions économiques internationales.

Mais la crise des subprimes survenue aux États-Unis en 2007, devenue en quelques mois une crise financière mondiale, a profondément ébranlé ces fondements. À la différence des crises précédentes, elle n'est pas née d'un choc exogène, mais d'un enchevêtrement de décisions irrationnelles, de comportements mimétiques, et d'innovations financières mal comprises, dans un contexte de confiance aveugle dans les mécanismes du marché. Malgré l'abondance des données, la sophistication des modèles et la puissance des institutions, les acteurs n'ont pas vu venir l'ampleur du risque.

## **1. La problématique :**

La crise des subprimes a rapidement dégénéré en crise financière mondiale, entraînant faillites bancaires, récession économique et interventions massives des États. Longtemps, les analyses dominantes ont attribué cette déflagration à des facteurs techniques et structurels : titrisation excessive, levier financier démesuré, défaut de régulation, et inefficience des marchés. Si ces éléments sont indéniables, ils peinent cependant à expliquer pourquoi tant d'acteurs, investisseurs, institutions, consommateurs, ont adopté des comportements manifestement déconnectés de la réalité économique. La finance comportementale, en intégrant les apports de la psychologie cognitive et sociale, propose une lecture alternative de la crise : elle met en lumière les biais cognitifs, les dynamiques émotionnelles et les influences sociales qui affectent la prise de décision économique.

Au cœur de l'analyse des crises financières s'opposent deux grandes approches théoriques : d'une part, la finance classique, fondée sur la théorie de l'efficacité des marchés (HEM) développée par Eugene Fama (1970), selon laquelle les prix des actifs financiers reflètent en permanence toute l'information disponible. Dans ce cadre, les agents sont supposés rationnels, les marchés sont auto-correcteurs, et toute anomalie est rapidement arbitrée. Ainsi, les crises ne peuvent être que le résultat d'un choc exogène, d'une mauvaise régulation, ou d'une asymétrie d'information ponctuelle, jamais d'un dysfonctionnement interne au comportement des acteurs.

D'autre part, une approche alternative a émergé à partir des années 1980 : la finance comportementale, portée notamment par Robert Shiller, Richard Thaler, Daniel Kahneman et George Akerlof. Cette école critique le caractère irréaliste des postulats de la finance classique, en soulignant que les agents économiques sont loin d'être parfaitement rationnels. Ils sont influencés par des biais cognitifs, des émotions, des effets sociaux et une compréhension imparfaite de l'information. Dès lors, les marchés peuvent s'emballer, créer des bulles, ignorer des signaux d'alerte, ou au contraire réagir de manière excessive à des rumeurs, jusqu'à provoquer leur propre effondrement.

La crise des subprimes, précisément, a donné une résonance empirique à cette rivalité intellectuelle. Là où les outils traditionnels échouaient à anticiper la crise — ou à en

saisir la profondeur — les économistes comportementaux ont su pointer, bien en amont, les signes d'exubérance irrationnelle, d'illusion de maîtrise du risque, de conformisme stratégique et de surconfiance généralisée. Cette opposition de paradigmes n'est donc pas seulement théorique ; elle interroge la capacité explicative réelle des modèles face à la complexité du comportement humain en situation d'incertitude.

Dès lors, une question se pose : **dans quelle mesure les apports de la finance comportementale permettent-ils de mieux comprendre la crise des subprimes que les approches classiques ?**

## **2. L'objectif de la recherche :**

L'objectif de cette recherche est de proposer une lecture alternative et complémentaire de la crise des subprimes, en mobilisant les apports de la finance comportementale pour dépasser les limites explicatives des modèles classiques. Il s'agit de mettre en lumière le rôle des biais cognitifs, des dynamiques mimétiques et des vulnérabilités psychologiques dans les décisions financières, qu'elles soient prises par les professionnels du secteur ou par les consommateurs.

À travers une analyse théorique approfondie, enrichie d'une analyse empirique économétrique, la thèse vise à démontrer que la crise ne résulte pas uniquement de facteurs techniques ou macroéconomiques, mais aussi et surtout d'un comportement collectif irrationnel structurellement prévisible, que la finance comportementale permet d'expliquer.

## **3. Les hypothèses :**

Pour structurer une bonne analyse autour de la problématique comportementale de la crise des subprimes, Trois hypothèses sont formulées, chacune pouvant correspondre à une partie du développement du sujet de la thèse :

- i.* Hypothèse 1 : Les biais cognitifs ont conduit à une mauvaise évaluation des risques**

Les investisseurs, les institutions financières et les agences de notation ont été victimes de biais cognitifs tels que l'excès de confiance, l'ancrage ou l'illusion de contrôle, ce qui a conduit à une sous-estimation systémique des risques liés aux subprimes.

L'objectif de cette hypothèse est de montrer que les décisions irrationnelles n'étaient pas anecdotiques mais structurellement présentes dans les mécanismes de décision.

**ii. Hypothèse 2 : Les comportements grégaires et mimétiques ont amplifié la bulle immobilière**

La dynamique de marché a été largement influencée par des comportements mimétiques, où les agents ont suivi les tendances collectives sans réelle évaluation individuelle des fondamentaux économiques.

L'objectif de cette hypothèse est d'analyser comment le conformisme, la peur de rater une opportunité et l'effet de troupeau ont alimenté la formation de la bulle.

**iii. Hypothèse 3 : La rationalité limitée des consommateurs a favorisé l'expansion du crédit risqué**

De nombreux emprunteurs ont contracté des crédits hypothécaires à risque en raison d'une compréhension imparfaite des produits financiers proposés, sous l'effet de biais d'optimisme et d'illusions monétaires.

L'objectif de cette hypothèse est d'intégrer le rôle des ménages et des consommateurs dans la crise, souvent négligés au profit des acteurs financiers.

**4. Le fondement théorique des hypothèses :**

Les trois hypothèses sont soutenues par un fondement théorique qui pourrait justifier la logique de la formulation.

**i. Les biais cognitifs ont conduit à une mauvaise évaluation des risques**

**▪ Définition et rôle des biais cognitifs**

Les biais cognitifs sont des erreurs systématiques de jugement qui affectent la façon dont les individus perçoivent, analysent et prennent des décisions. Contrairement à l'hypothèse de rationalité parfaite des agents économiques, la finance

comportementale montre que même des experts peuvent être influencés par ces biais. Il s'agit de :

- Excès de confiance : Surestimation de ses compétences ou de la précision de ses prévisions.
- Biais d'ancrage : Tendance à se fier à une valeur initiale comme point de référence.
- Illusion de contrôle : Croyance exagérée en sa capacité à maîtriser des événements incertains.
- Biais de représentativité : Jugements fondés sur des stéréotypes ou des schémas simplistes.

▪ **Application au cas de la crise des subprimes :**

De nombreux acteurs ont pris des décisions irrationnelles en raison de ces biais :

- Banquiers et prêteurs ont sous-estimé le risque de défaut sur les prêts subprimes, convaincus que les prix de l'immobilier continueraient de monter (excès de confiance et biais de représentativité).
- Agences de notation ont attribué des notes AAA à des produits structurés très risqués, influencées par des heuristiques de disponibilité (sur la base de données passées positives) et des conflits d'intérêt.
- Investisseurs institutionnels ont continué à acheter des MBS (Mortgage-Backed Securities) en se basant sur les notations, sans effectuer d'analyses approfondies (biais d'autorité et biais d'ancrage).

▪ **Appuis théoriques et empiriques :**

De nombreuses études ont relaté ce fait. Il s'agit de :

- Daniel Kahneman (prix Nobel 2002) et Amos Tversky ont démontré que les individus ne raisonnent pas selon les règles de la probabilité mais selon des *heuristiques* rapides et souvent biaisées.
- Robert Shiller, dans *Irrational Exuberance* (2000), avait anticipé que les bulles financières résultent d'un optimisme collectif déconnecté des fondamentaux.
- Des études post-crise (ex. : Gennaioli et Shleifer, 2010) ont montré que la sous-estimation du risque était partiellement due à des mécanismes psychologiques et non seulement à des défauts d'information.

L'un des apports majeurs de la finance comportementale pour comprendre la crise des subprimes réside dans l'analyse des biais cognitifs qui ont altéré la perception du risque par les agents économiques. Contrairement au postulat de rationalité parfaite véhiculé par la finance classique, les travaux de Kahneman et Tversky ont montré que les décisions humaines reposent souvent sur des heuristiques imparfaites, telles que l'excès de confiance, l'ancrage ou encore la représentativité. Ces biais ont été particulièrement manifestes dans le secteur financier avant la crise de 2007.

De nombreux prêteurs ont accordé des crédits hypothécaires à haut risque en partant du principe que les prix de l'immobilier continueraient de croître indéfiniment, illustrant un optimisme excessif déconnecté des fondamentaux économiques. Les agences de notation, supposées garantir une évaluation objective des produits financiers, ont également été influencées par des schémas cognitifs biaisés, accordant des notes élevées à des produits hautement risqués, comme les MBS (Mortgage-Backed Securities). Ainsi, la mauvaise évaluation du risque systémique s'explique en partie par des déformations psychologiques largement répandues, qui ont contribué à l'effondrement du système financier mondial.

**ii. Les comportements grégaires et mimétiques ont amplifié la bulle immobilière.**

Outre les biais cognitifs individuels, la crise des subprimes s'explique également par des dynamiques collectives irrationnelles, en particulier les comportements mimétiques et grégaires des agents économiques. Selon la finance comportementale, les individus ont tendance à imiter les décisions de la majorité, souvent par crainte de se tromper seuls ou par effet d'entraînement.

Cette logique de "suivisme" a largement contribué à la formation de la bulle immobilière aux États-Unis : les ménages se sont précipités dans l'achat immobilier, persuadés que la hausse continue des prix justifiait tout investissement, tandis que les institutions financières ont continué à titriser massivement des prêts risqués, rassurées par le comportement similaire de leurs concurrents. Ce phénomène est renforcé par l'effet de rareté perçu et la peur de manquer une opportunité (biais FOMO, *Fear Of Missing Out*), qui ont alimenté l'euphorie collective.

L'illusion de sécurité induite par le consensus apparent du marché a dissuadé la remise en question des pratiques dominantes. En ce sens, les comportements mimétiques ont accentué la déconnexion entre les décisions économiques et les réalités fondamentales, accélérant l'effondrement lorsque la bulle a éclaté.

### **iii. La rationalité limitée des consommateurs a favorisé l'expansion du crédit risqué**

Enfin, la crise des subprimes ne saurait être comprise sans prendre en compte la rationalité limitée des consommateurs, qui ont souvent contracté des crédits à risque sans en mesurer pleinement les implications. Contrairement à l'hypothèse d'agents parfaitement informés et rationnels, la finance comportementale souligne que de nombreux emprunteurs ont été influencés par des biais cognitifs tels que l'optimisme excessif, la myopie temporelle ou encore la méconnaissance des mécanismes financiers. Attirés par des conditions de prêt initialement avantageuses (taux variables, absence d'apport), de nombreux ménages ont sous-estimé leur capacité réelle de remboursement à moyen terme.

Ce comportement s'explique en partie par une asymétrie d'information, mais aussi par des facteurs psychologiques : la confiance dans la montée continue des prix de l'immobilier, la croyance que la hausse de leur revenu futur compenserait

l'endettement, ou encore la pression sociale à devenir propriétaire. De leur côté, les courtiers et intermédiaires financiers, incités par des mécanismes de rémunération à court terme, ont profité de cette vulnérabilité cognitive pour proposer des prêts inadaptés, souvent sans explication claire des risques. Ainsi, les choix irrationnels des consommateurs, loin d'être marginaux, ont joué un rôle central dans la dynamique de la crise.

En conclusion, la crise des subprimes ne peut être pleinement comprise sans dépasser les explications purement techniques et structurelles souvent mises en avant. Si les défaillances réglementaires et les mécanismes financiers complexes ont joué un rôle incontestable, l'analyse comportementale révèle une dimension plus profonde : celle des limites psychologiques des agents économiques.

Les biais cognitifs des professionnels de la finance ont conduit à une sous-estimation massive du risque, tandis que les comportements mimétiques ont alimenté une dynamique de bulle fondée sur une illusion de rationalité collective. Parallèlement, les consommateurs, loin d'être parfaitement informés, ont souvent agi de manière impulsive ou mal conseillée, révélant une rationalité limitée fortement influencée par le contexte social et émotionnel. En croisant les apports de la finance comportementale avec les analyses classiques, il devient alors possible de proposer une lecture plus globale, plus humaine, et sans doute plus lucide de la crise de 2007.

Cette approche invite enfin à repenser la régulation non seulement en termes d'encadrement technique, mais aussi en prenant en compte les vulnérabilités psychologiques des acteurs économiques.

## **5. Le plan de la thèse :**

Le plan de la thèse est réparti en quatre chapitres en plus de l'introduction générale et la conclusion générale.

- **Chapitre I : Les biais cognitifs : une mauvaise évaluation du risque par les professionnels de la finance**

Ce chapitre examine les fondements cognitifs de l'aveuglement au risque qui a caractérisé les acteurs financiers durant la période 2001–2008. Il débute par une reconstitution du contexte historique de la crise des subprimes, en retraçant les étapes

du développement du crédit risqué, de la titrisation et de la défaillance progressive du marché immobilier.

L'objectif méthodologique de ce chapitre est double :

- d'une part, montrer les limites de la théorie de l'efficacité des marchés, en soulignant les dysfonctionnements observables bien avant la crise ;
- d'autre part, identifier les biais cognitifs — excès de confiance, illusion de contrôle, ancrage — qui ont altéré la qualité des jugements financiers.
- **Chapitre II : Les comportements mimétiques : la logique de troupeau au cœur de la bulle immobilière**

Ce chapitre aborde les mécanismes sociaux et collectifs ayant contribué à la formation et à l'amplification de la bulle immobilière. L'analyse met en lumière la dynamique mimétique propre aux marchés spéculatifs, à travers l'effet de contagion émotionnelle, la peur de rater une opportunité (FOMO), et l'alignement stratégique des institutions financières.

L'objectif de ce chapitre est de montrer que les décisions d'investissement n'ont pas été prises de manière isolée, mais dans un environnement de conformisme collectif, où l'imitation remplace souvent l'analyse fondamentale.

- **Chapitre III : La rationalité limitée des consommateurs : entre illusions financières et vulnérabilité psychologique**

Ce chapitre se concentre sur la demande de crédit, en particulier sur les ménages américains, souvent tenus pour seuls responsables de leur surendettement. L'analyse révèle au contraire que ces consommateurs ont été exposés à une asymétrie d'information, à une méconnaissance des produits financiers, à des incitations trompeuses, et à des normes sociales valorisant la propriété à tout prix.

L'objectif de ce chapitre est de démontrer que la rationalité des consommateurs est fortement limitée, et que leur prise de décision a été influencée autant par les biais cognitifs que par les récits culturels et commerciaux.

Une attention particulière est portée à la critique des discours de responsabilisation individuelle, et à l'émergence de la régulation comportementale comme réponse possible.

- **Chapitre IV : Analyse empirique de la rationalité limitée : une évaluation comportementale de la crise des subprimes**

Ce dernier chapitre vise à valider empiriquement les hypothèses formulées dans la partie théorique. Il mobilise deux modèles économétriques complémentaires :

- une régression logistique permettant d'expliquer le choix de placement risqué en fonction de variables classiques et comportementales ;
- une régression linéaire pour modéliser l'ampleur de l'endettement hypothécaire à partir de données socio-économiques et psychologiques.

L'objectif méthodologique de ce chapitre est de comparer l'efficacité explicative de la finance classique (revenu, âge, patrimoine...) et de la finance comportementale (littératie financière, surconfiance, pression sociale...) dans la prédiction des comportements à risque.

À travers cette structuration, la thèse vise à démontrer que la compréhension des crises financières contemporaines — et en particulier de la crise des subprimes — exige une rupture avec les modèles de la rationalité parfaite. La finance comportementale, en intégrant les facteurs cognitifs, émotionnels et sociaux, permet une lecture plus fine, plus réaliste, et donc plus pertinente des dérives financières systémiques.

**Chapitre I :**  
**Les biais cognitifs : une mauvaise évaluation du risque  
par les professionnels de la finance**

- Section 1 : Cadre historique : retour sur la crise des subprimes (2001–2008)
  
- Section 2 : L'illusion de rationalité dans les marchés financiers
  
- Section 3 : Les biais cognitifs à l'œuvre et une prise de décision déconnectée de l'analyse fondamentale

## **Introduction :**

La crise financière de 2007-2008 a mis en lumière une série de dysfonctionnements profonds dans les mécanismes d'évaluation du risque au sein des institutions financières. Loin d'être uniquement le fruit d'erreurs techniques ou de dérèglementations, cette crise a révélé les limites psychologiques de la rationalité supposée des acteurs de marché. En effet, de nombreux professionnels – qu'ils soient analystes, gestionnaires d'actifs ou dirigeants de grandes banques – ont adopté des comportements marqués par des biais cognitifs puissants, altérant leur perception du risque et leur capacité de jugement.

Ce chapitre se propose d'explorer comment ces biais psychologiques ont contribué à une mauvaise évaluation des risques, à une prise de décision erronée, et à l'amplification des déséquilibres financiers. Contrairement à l'image d'un acteur économique rationnel et efficient, les professionnels de la finance ont souvent été influencés par des heuristiques mentales simplificatrices, des dynamiques de groupe, et une confiance excessive dans les outils technico-quantitatifs.

Trois dimensions principales seront étudiées pour comprendre ce phénomène :

- La crise des subprimes a éclaté lorsque des crédits immobiliers risqués ont été massivement accordés à des emprunteurs peu solvables, dans un climat de confiance excessive. Les acteurs financiers ont sous-estimé les risques en raison d'une forte croyance dans la hausse continue de l'immobilier. Cette mauvaise évaluation du risque s'explique en partie par des biais cognitifs ayant influencé leurs décisions.
- L'illusion de rationalité dans les marchés financiers, ou comment les croyances dans l'efficacité et les modèles mathématiques ont créé une confiance injustifiée dans la stabilité du système.
- Les biais cognitifs à l'œuvre, tels que le biais de confirmation, l'excès de confiance, l'effet de mode ou la dissonance cognitive, qui ont altéré la qualité du jugement des professionnels. Parallèlement, une prise de décision déconnectée de l'analyse fondamentale, où les décisions d'investissement et d'évaluation du risque se sont de plus en plus éloignées des réalités

économiques sous-jacentes, au profit de logiques mimétiques ou purement spéculatives.

En analysant ces trois axes, ce chapitre vise à montrer que les défaillances du système financier ne peuvent être pleinement comprises sans une lecture psychologique et comportementale, capable de saisir les limites humaines dans des environnements complexes et incertains.

### **Première section : Contexte historique : comprendre le déroulement de la crise des subprimes**

La crise des subprimes, survenue en 2007-2008, trouve son origine dans l'octroi massif de crédits hypothécaires à des emprunteurs peu solvables, dans un contexte de dérégulation financière et d'euphorie immobilière. Les banques et institutions financières ont multiplié les produits titrisés complexes, en sous-estimant la probabilité de défaut des ménages modestes. Cette prise de risque excessive s'est nourrie d'un sentiment général de confiance dans la stabilité des marchés et la hausse continue des prix de l'immobilier. Derrière ces décisions apparemment rationnelles se cachent en réalité des biais cognitifs profonds qui ont altéré le jugement des professionnels de la finance et conduit à une mauvaise évaluation du risque.

#### **1. Une politique monétaire accommodante et une culture du crédit facile :**

Dans les années qui précèdent la crise des subprimes, la conjoncture macroéconomique américaine est marquée par une politique monétaire extrêmement accommodante. Après l'éclatement de la bulle internet en 2000, suivi des attentats du 11 septembre 2001, la Réserve fédérale américaine, sous la présidence d'Alan Greenspan, abaisse drastiquement ses taux directeurs, qui atteignent 1 % en 2003, un niveau historiquement bas. Cette politique a plusieurs conséquences.

##### **1.1. Elle stimule le recours au crédit, notamment hypothécaire, en rendant l'endettement peu coûteux :**

Cette conséquence fait référence aux effets d'une baisse des taux d'intérêt décidée par une banque centrale (la Réserve fédérale américaine) sur le comportement des emprunteurs et des prêteurs. Cela peut être expliqué comme suit :

###### **1.1.1. Des taux d'intérêt historiquement bas :**

Quand la banque centrale abaisse ses taux directeurs (par exemple à 1 % entre 2003 et 2004), cela réduit le coût du crédit pour les banques commerciales, qui peuvent elles-mêmes prêter à des conditions plus avantageuses<sup>1</sup>.

### **1.1.2. Un crédit moins cher pour les ménages :**

La baisse prolongée des taux directeurs, notamment dans le sillage de la politique monétaire accommodante mise en œuvre par la Réserve fédérale américaine au début des années 2000, a eu des répercussions significatives sur les comportements des agents économiques. Pour les ménages comme pour les entreprises, cette diminution du coût de l'argent s'est traduite par une réduction sensible des mensualités de remboursement, rendant l'endettement plus attractif et plus soutenable à court terme.

Par ailleurs, cette configuration monétaire a contribué à un assouplissement généralisé des conditions d'octroi de crédit. Des emprunteurs jusqu'alors considérés comme risqués — en raison de revenus instables, d'un historique de crédit dégradé ou d'un faible apport personnel — ont désormais pu accéder à des financements, notamment sous la forme de prêts hypothécaires à taux variable ou de crédits dits "subprimes". L'abondance de liquidités et la recherche de rendement accru de la part des institutions financières ont renforcé cette dynamique.

Enfin, les faibles taux d'intérêt ont constitué une incitation puissante à l'endettement, tant pour les ménages que pour les entreprises, en abaissant le coût d'opportunité de l'emprunt. Ce contexte a favorisé une expansion rapide du crédit, nourrissant une bulle immobilière alimentée par l'illusion d'une croissance durable des prix des actifs, et renforçant les vulnérabilités systémiques du système financier..

### **1.1.3. Effet direct sur le marché immobilier :**

Le secteur immobilier, particulièrement sensible aux conditions de financement, a été l'un des principaux bénéficiaires de la politique monétaire accommodante mise en place au début des années 2000. En effet, la baisse prolongée des taux d'intérêt a facilité l'accès au crédit hypothécaire, permettant à un plus grand nombre de ménages

---

<sup>1</sup> Taylor, J. B. (2009). *Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*. Hoover Institution Press.

d'acquérir des biens immobiliers, souvent plus coûteux que ce que leur solvabilité initiale aurait permis en situation de taux plus élevés.

Cette accessibilité accrue au crédit a engendré une hausse de la demande sur le marché immobilier, exerçant une pression haussière sur les prix des logements. L'appréciation continue des prix a renforcé les anticipations de plus-values futures, incitant les ménages à s'endetter davantage dans l'espoir de réaliser un gain patrimonial. Ce phénomène a progressivement donné lieu à une spirale spéculative : l'emprunt n'était plus seulement motivé par un besoin de logement, mais également par une logique d'investissement fondée sur l'idée que la valeur des biens immobiliers ne pouvait que croître.

Dans ce contexte, la dynamique du marché s'est détachée de ses fondamentaux économiques (revenus des ménages, loyers, stabilité de l'emploi), pour s'alimenter d'elle-même à travers l'optimisme généralisé, la surévaluation des actifs, et la tolérance croissante au risque — autant de signes caractéristiques d'une bulle spéculative..

#### **1.1.4. Lien avec la crise des subprimes :**

Les conditions de crédit devenant très favorables, les établissements financiers commencent à accorder des prêts même à des emprunteurs très risqués (les fameux *subprime borrowers*), pensant que la hausse continue des prix immobiliers compensera ce risque<sup>2</sup>. C'est l'origine de la bulle immobilière qui précède l'explosion de la crise.

#### **1.2. Elle incite les investisseurs à chercher du rendement ailleurs, favorisant des prises de risques croissantes sur les marchés financiers :**

Outre son effet direct sur l'accès au crédit, la politique monétaire expansionniste a profondément modifié les comportements des investisseurs<sup>3</sup>. Dans un contexte de rendements faibles sur les placements traditionnels, elle a incité de nombreux acteurs

---

<sup>2</sup> Gjerstad, S., & Smith, V. L. (2009). "From Bubble to Depression?" *Wall Street Journal*.

<sup>3</sup> Taylor, J. B. (2009). *Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*. Hoover Institution Press

financiers à se tourner vers des actifs plus risqués, souvent mal évalués, amplifiant ainsi les vulnérabilités systémiques qui allaient conduire à la crise.

### **1.2.1. Contexte : des taux d'intérêt très bas :**

Lorsque la banque centrale, en l'occurrence la Réserve fédérale américaine dans les années 2000, adopte une politique monétaire ultra-accommodante en maintenant ses taux directeurs à des niveaux historiquement bas — proches de zéro — cela a pour effet immédiat de réduire significativement les rendements des placements considérés comme sûrs.

En particulier, les obligations d'État à court terme, les comptes d'épargne traditionnels et les certificats de dépôt voient leur rentabilité chuter, rendant ces supports peu attrayants pour les investisseurs à la recherche de performance.

Cette compression des rendements sans risque a entraîné une détérioration du revenu espéré pour les investisseurs institutionnels (tels que les fonds de pension ou les compagnies d'assurance), mais aussi pour les épargnants privés, notamment les ménages aisés.

Face à cette faiblesse des rendements, une incitation forte s'est exercée en faveur d'un réajustement des portefeuilles vers des actifs plus risqués mais offrant une rémunération plus élevée, comme les produits structurés adossés à des crédits immobiliers. Ce phénomène, qualifié de « quête de rendement » (search for yield), a contribué à une prise de risque excessive et à l'alimentation de la bulle financière, en particulier à travers la titrisation et les produits dérivés complexes.

### **1.2.2. La quête de rendement ("search for yield") :**

Face à la faiblesse des rendements offerts par les placements sans risque, les investisseurs — qu'il s'agisse de particuliers fortunés, de fonds de pension ou d'institutions financières — ont été incités à réorienter leur capital vers des actifs offrant une meilleure rentabilité, bien que plus risqués. Ce phénomène de « réallocation du risque » s'est traduit, d'une part, par un intérêt croissant pour des produits financiers complexes, tels que les CDO (collateralized debt obligations), qui

promettaient des rendements attractifs grâce à une ingénierie financière sophistiquée, bien que reposant sur des actifs sous-jacents parfois de faible qualité (subprimes).

D'autre part, ces capitaux ont afflué massivement vers des marchés perçus comme en pleine expansion, notamment le marché immobilier américain, qui apparaissait comme une valeur refuge. Les titres adossés à des prêts hypothécaires (MBS – mortgage-backed securities) bénéficiaient encore d'une perception positive, renforcée par des notations optimistes des agences de crédit, créant un sentiment de sécurité illusoire. Ainsi, en réponse à un contexte de taux bas prolongé, les investisseurs ont contribué — souvent inconsciemment — à la surchauffe de segments entiers du système financier, posant les jalons de l'instabilité à venir.

### **1.2.3. Prise de risque excessive sur les marchés financiers :**

Ce déplacement massif de capitaux vers des actifs plus risqués a engendré plusieurs dynamiques préoccupantes. En premier lieu, l'afflux de liquidités a provoqué une hausse artificielle des prix de ces actifs, indépendamment de leur valeur fondamentale. Cette inflation des valorisations, alimentée par une demande croissante, a contribué à la formation d'une bulle sur les marchés concernés, notamment celui de l'immobilier et des titres adossés à des créances hypothécaires.

Deuxièmement, la pression pour générer du rendement a poussé de nombreux acteurs à relâcher leurs critères d'évaluation du risque. Les standards de sélection des portefeuilles se sont affaiblis, et les considérations prudentielles ont souvent été reléguées au second plan, au profit d'objectifs de performance à court terme. L'illusion de sécurité offerte par la titrisation et les notations élevées (notamment AAA) a renforcé cette dynamique, en masquant la réalité du risque sous-jacent.

Enfin, cette configuration a nourri une sous-estimation généralisée de la probabilité d'un retournement de marché. Beaucoup d'acteurs, tant institutionnels que particuliers, ont été confortés dans l'idée que le système disposait de mécanismes de protection sophistiqués — ingénierie financière, diversification, modélisation du risque — capables d'amortir tout choc. Cette illusion de maîtrise et de stabilité structurelle a contribué à une prise de risque excessive et à une vulnérabilité systémique croissante.

Ce phénomène a contribué à nourrir une bulle d'illusions collectives, notamment sur la qualité réelle des produits financiers adossés à des crédits immobiliers à haut risque<sup>4</sup>.

### **1.3. Elle contribue à alimenter la flambée des prix de l'immobilier résidentiel, perçu comme un placement sûr et rentable :**

Cette dynamique haussière, largement perçue comme rationnelle et soutenue par les politiques monétaires, a en réalité favorisé un aveuglement collectif face aux risques sous-jacents. Elle a ouvert la voie à une financiarisation excessive du secteur immobilier, à l'émergence de produits dérivés complexes adossés à des actifs surévalués, et à l'intensification de comportements mimétiques, autant de facteurs qui ont précipité la formation de la bulle et son éclatement brutal<sup>5</sup>.

#### **1.3.1. Le logement perçu comme un actif refuge :**

Traditionnellement, l'immobilier résidentiel est considéré par les ménages et les investisseurs comme :

- Un placement tangible (contrairement aux actions ou produits financiers abstraits) ;
- Une source de valeur stable ou croissante sur le long terme ;
- Un vecteur de sécurité patrimoniale, souvent transmis entre générations.

Cette perception s'est renforcée dans les années 2000, en particulier aux États-Unis, où la culture de l'accession à la propriété est très valorisée, et où l'on croyait que les prix de l'immobilier ne pouvaient pas baisser à l'échelle nationale (Shiller, 2008)<sup>6</sup>.

#### **1.3.2. Effet d'entraînement lié au crédit facile :**

---

<sup>4</sup> Rajan, R. G. (2005). *Has Financial Development Made the World Riskier?* NBER Working Paper.

<sup>5</sup> Acharya, V., & Richardson, M. (2009). *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*. Wiley Finance.

<sup>6</sup> Shiller, R. J. (2008). *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It*. Princeton University Press.

Avec la baisse des taux d'intérêt et l'assouplissement des conditions d'octroi de crédit davantage de ménages peuvent accéder à la propriété, y compris ceux à faible revenu (emprunteurs subprimes)<sup>7</sup>.

Cela augmente la demande globale de logements, en particulier dans les grandes zones urbaines<sup>8</sup>. Cette hausse de la demande, non compensée par une offre suffisante à court terme, fait mécaniquement grimper les prix.

### **1.3.3. Une dynamique auto-entretenu et spéculative :**

Traditionnellement, l'immobilier résidentiel occupe une place centrale dans les stratégies patrimoniales des ménages et constitue un actif privilégié pour les investisseurs institutionnels. Plusieurs caractéristiques expliquent cette attractivité durable. D'abord, l'immobilier est perçu comme un placement tangible et concret, à la différence des actifs financiers plus abstraits tels que les actions ou les produits dérivés. Cette matérialité renforce le sentiment de sécurité et de contrôle chez les acquéreurs.

Ensuite, l'immobilier est généralement associé à une stabilité de valeur, voire à une appréciation continue à long terme, en particulier dans les zones urbaines à forte demande. Cette perception, alimentée par des décennies de croissance relativement régulière des prix, a contribué à ancrer l'idée que l'immobilier constitue un investissement sûr, capable de résister aux fluctuations conjoncturelles.

Enfin, pour de nombreux ménages, la propriété immobilière représente un vecteur de constitution et de transmission du patrimoine. Elle est investie d'une valeur symbolique et économique forte, car elle permet non seulement de se loger, mais aussi de léguer un actif durable aux générations futures. Cette double fonction – d'usage et de capital – confère à l'immobilier un statut particulier dans les représentations collectives et les décisions économiques individuelles<sup>9</sup>.

---

<sup>7</sup> Case, K. E., Quigley, J. M., & Shiller, R. J. (2005). *Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market*. NBER Working Paper.

<sup>8</sup> Gjerstad, R., & Smith, V. L. (2009). *From Bubble to Depression?* *Wall Street Journal*, April 6, 2009.

<sup>9</sup> Glaeser, E. L., Gyourko, J., & Saiz, A. (2008). *Housing Supply and Housing Bubbles*. *Journal of Urban Economics*.

On entre alors dans une logique de spirale haussière, qui échappe à toute analyse fondamentale du risque. La bulle immobilière américaine entre 2002 et 2006 en est l'illustration typique<sup>10</sup>.

Parallèlement, la culture du rêve américain d'accession à la propriété pour tous est politiquement encouragée (via les programmes Fannie Mae et Freddie Mac). Les établissements de crédit multiplient les prêts, y compris à des emprunteurs peu solvables, créant ainsi la catégorie des crédits "subprimes"<sup>11</sup>.

## **2. L'explosion du crédit subprime et la titrisation des risques :**

Loin d'être un simple dysfonctionnement technique du système financier, l'explosion du crédit subprime et la sophistication croissante des produits dérivés révèlent une dynamique structurelle d'irresponsabilité collective, facilitée par une sous-estimation massive du risque à tous les niveaux de la chaîne décisionnelle.

Cette architecture, construite sur une confiance aveugle dans la modélisation et les notations, a alimenté une bulle spéculative dont les bases réelles étaient fragiles. Mais cette fragilité n'aurait pu produire de tels effets sans une amplification systémique des comportements mimétiques des acteurs financiers, poussés par la peur de perdre des opportunités et par la logique de troupeau.

C'est précisément ce phénomène, au cœur de la formation et de l'explosion de la bulle immobilière, que nous examinerons dans cette sous-section.

### **2.1. Une croissance débridée du crédit à risque élevé :**

Au cœur de la crise financière de 2007-2008 se trouve la prolifération des prêts subprimes, octroyés à des emprunteurs présentant des profils de solvabilité incertains, souvent sans apport initial, avec des revenus instables ou insuffisamment documentés.

---

<sup>10</sup> Taylor, J. B. (2009). *Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*. Stanford: Hoover Institution Press.

<sup>11</sup> Greenspan, A. (2007). *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*. New York: Penguin Press.

Entre 2000 et 2006, la part de ces prêts dans l'ensemble des crédits hypothécaires américains est passée de 8 % à près de 20 %, selon les données de la Federal Reserve Bank of St. Louis (2010)<sup>12</sup>.

Cette dynamique a été encouragée par :

- Des conditions monétaires accommodantes (taux directeurs historiquement bas après 2001) ;
- Une volonté politique d'accroître l'accession à la propriété pour les classes moyennes et défavorisées ;
- Une pression commerciale intense exercée sur les courtiers en crédit, souvent rémunérés en fonction du volume de prêts signés, au détriment de la qualité des dossiers (Akerlof & Shiller, 2009)<sup>13</sup>.

L'illusion de la montée continue des prix immobiliers a conduit de nombreux emprunteurs à croire qu'ils pourraient refinancer leur prêt ultérieurement ou revendre avec plus-value. Ce comportement est emblématique d'une rationalité limitée, marquée par un excès d'optimisme et une mauvaise compréhension des risques contractés.

## **2.2. La titrisation : dilution et déplacement du risque :**

Le développement fulgurant de la titrisation a amplifié cette dynamique. Cette technique financière consiste à transformer des actifs illiquides (comme les prêts hypothécaires) en titres négociables sur les marchés. Ces titres, appelés MBS (Mortgage-Backed Securities) ou CDO (Collateralized Debt Obligations), étaient vendus aux investisseurs institutionnels (banques, hedge funds, compagnies d'assurance) à travers le monde.

La titrisation reposait sur deux promesses :

---

<sup>12</sup> Federal Reserve Bank of St. Louis. (2010). *The Subprime Mortgage Crisis Timeline*. St. Louis Fed.

<sup>13</sup> Akerlof, G. A., & Shiller, R. J. (2009). *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*. Princeton University Press.

- Diluer le risque en le répartissant dans des portefeuilles diversifiés ;
- Rendement élevé dans un contexte de taux bas, ce qui les rendait très attractifs.

Cependant, cette logique a conduit à :

- Une opacité accrue des produits financiers, souvent incompris même par leurs vendeurs ou acheteurs ;
- Une rupture entre prêteur et risque : les banques n’avaient plus intérêt à évaluer rigoureusement la solvabilité des emprunteurs puisqu’elles ne conservaient pas les créances en portefeuille<sup>14</sup> ;
- Une dépendance excessive aux agences de notation, qui attribuaient des notes optimistes (AAA) à des produits en réalité très risqués (He et Xiong, 2012 ; Gorton, 2009)<sup>15</sup>.

### **2.3. Une chaîne de confiance aveugle :**

Ce système de financement indirect a donné naissance à une chaîne d’intermédiation particulièrement complexe, au sein de laquelle les risques initiaux se sont progressivement éloignés de leur point d’origine. En amont, les ménages emprunteurs, souvent peu solvables, contractaient des prêts hypothécaires auprès de courtiers en crédit, dont l’objectif principal était de maximiser le volume de prêts accordés, indépendamment de leur qualité.

Ces crédits étaient ensuite regroupés par les banques émettrices, qui les conditionnaient sous forme de titres financiers via des entités de titrisation (conduits, Special Purpose Vehicles – SPV), pour être finalement vendus à des investisseurs finaux (fonds de pension, compagnies d’assurance, banques d’investissement, etc.). Chacun de ces maillons poursuivait ses propres incitations économiques, souvent déconnectées de l’analyse du risque fondamental.

---

<sup>14</sup> Gorton, G. (2010). *Slapped by the Invisible Hand: The Panic of 2007*. Oxford University Press.

<sup>15</sup> He, Z., & Xiong, W. (2012). *Rollover Risk and Credit Risk*. *Journal of Finance*, 67(2), 391–429.

Ce cloisonnement entre les étapes du processus et la dilution des responsabilités ont eu pour conséquence une opacité croissante dans l'évaluation du risque, facilitant la diffusion massive de titres adossés à des actifs de qualité médiocre, sans que les agents situés en aval aient une vision claire de la solidité des prêts sous-jacents. Cette architecture financière en cascade a contribué à l'illusion d'un risque maîtrisé, alors même que le système s'exposait à des fragilités systémiques majeures.

À chaque étape, la perception du risque était atténuée, voire ignorée, nourrissant une logique mimétique et une irresponsabilité systémique. Chacun pensait que l'autre avait fait les vérifications nécessaires, selon un effet de diffusion de la responsabilité, souvent étudié en psychologie sociale (Darley & Latané, 1968), transposé ici au domaine financier<sup>16</sup>.

### **3. Un alignement d'intérêts pervers dans le système financier :**

L'un des facteurs systémiques ayant contribué à la formation de la bulle immobilière et à l'accumulation de risques excessifs tient à un alignement d'intérêts fondamentalement biaisé entre les différents acteurs du système financier<sup>17</sup>. Loin de partager une logique de stabilité à long terme, ces acteurs – courtiers en prêts, banques, agences de notation, investisseurs institutionnels – ont souvent été incités, par leurs modèles de rémunération et de performance, à adopter des comportements opportunistes et court-termistes.

#### **3.1. Courtiers et établissements de crédit : volume plutôt que qualité :**

La dérégulation du secteur hypothécaire, combinée à l'innovation financière, a encouragé les courtiers à maximiser le volume des crédits distribués, y compris à des emprunteurs à faible solvabilité. Ces acteurs étaient rémunérés à la commission, sans véritable incitation à évaluer la capacité de remboursement des clients. Comme le souligne Gorton (2008), le transfert rapide des crédits via la titrisation réduisait l'intérêt des banques à surveiller la qualité des prêts<sup>18</sup>. Ce mécanisme a introduit une

---

<sup>16</sup> Darley, J. M., & Latané, B. (1968). *Bystander intervention in emergencies: Diffusion of responsibility*. *Journal of Personality and Social Psychology*, 8(4p1), 377–383.

<sup>17</sup> Crotty, J. (2009). *Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the 'new financial architecture'*. *Cambridge Journal of Economics*, 33(4), 563–580.

<sup>18</sup> Gorton, G. (2008). *The Panic of 2007*. In *Maintaining Stability in a Changing Financial System* (pp. 131–262). Federal Reserve Bank of Kansas City.

rupture du lien entre risque et responsabilité, amplifiant ainsi le volume de crédits risqués injectés dans le système.

### **3.2. Agences de notation : dépendance économique et conflits d'intérêts :**

Les agences de notation, censées évaluer de manière indépendante le risque de défaut des produits titrisés (MBS, CDO), étaient payées par les émetteurs eux-mêmes. Cette situation a engendré un biais structurel : pour conserver leurs clients et accroître leur part de marché, certaines agences ont attribué des notations complaisantes à des produits pourtant complexes et très risqués. Selon une enquête du Sénat américain (2011), de nombreux produits notés AAA avaient en réalité une qualité de crédit très inférieure<sup>19</sup>. Ce conflit d'intérêts a sapé la fiabilité des notations et favorisé la diffusion de produits toxiques dans le monde entier.

### **3.3. Investisseurs institutionnels : recherche de rendement et aveuglement :**

Les fonds d'investissement, hedge funds et autres investisseurs institutionnels, dans un contexte de taux d'intérêt faibles, ont été poussés à chercher des rendements plus élevés. Les produits titrisés, bien notés et offrant des taux attractifs, leur apparaissaient comme une solution idéale<sup>20</sup>. Mais cette quête de performance s'est souvent faite au détriment d'une analyse rigoureuse du risque sous-jacent. Shleifer et Vishny (1997) soulignent que les gestionnaires de portefeuille, dans un environnement fortement concurrentiel, sont souvent incités à suivre les stratégies dominantes, même lorsqu'elles sont risquées, pour ne pas perdre leur position sur le marché<sup>21</sup>.

### **3.4. Une déconnexion progressive entre risque réel et perception collective :**

Ce système d'incitations perverses a contribué à créer une illusion de sécurité généralisée. Chaque acteur, en poursuivant son propre intérêt, a renforcé un

---

<sup>19</sup> Financial Crisis Inquiry Commission. (2011). *The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*. U.S. Government Printing Office.

<sup>20</sup> Case, K. E., & Shiller, R. J. (2003). *Is There a Bubble in the Housing Market?* *Brookings Papers on Economic Activity*, 2003(2), 299–362.

<sup>21</sup> Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). *The Limits of Arbitrage*. *Journal of Finance*, 52(1), 35–55.

mécanisme global de sous-évaluation du risque, notamment grâce à la complexité des produits, la dilution des responsabilités et la confiance aveugle dans les modèles mathématiques. La rationalité individuelle est ici compromise par des logiques structurelles : l'interdépendance des acteurs, leur aveuglement collectif et les incitations asymétriques ont nourri un comportement mimétique et auto-renforcé<sup>22</sup>.

#### **4. Le retournement du marché immobilier : point de bascule :**

Pendant plusieurs années, le marché immobilier américain a connu une croissance rapide, alimentée par l'optimisme des ménages, l'expansion du crédit hypothécaire, et l'illusion persistante que « les prix de l'immobilier ne peuvent pas baisser »<sup>23</sup>. Cependant, à partir de 2006, un ralentissement progressif s'observe, marquant le début d'un retournement qui deviendra le déclencheur de la crise globale. Ce retournement constitue un véritable point de bascule dans la dynamique financière, économique et psychologique des acteurs.

Plusieurs signes avant-coureurs annoncent ce changement :

- ralentissement des ventes, hausse des taux de défaut,
- et accumulation de logements invendus, entraînant une stagnation puis une chute des prix de l'immobilier.

D'après la Federal Housing Finance Agency (FHFA), les prix des maisons ont commencé à reculer à partir du troisième trimestre 2006, avec une baisse cumulée de plus de 20 % entre 2006 et 2008 dans les zones les plus exposées, comme la Floride, la Californie ou le Nevada<sup>24</sup>.

Ce retournement brutal a eu un effet domino sur l'ensemble du système financier. Les emprunteurs subprime, qui avaient contracté des prêts à taux variable, se sont retrouvés incapables de rembourser une fois les mensualités réajustées à la hausse. Le nombre

---

<sup>22</sup> Thakor, A. V. (2015). *The Financial Crisis of 2007–2009: Why Did It Happen and What Did We Learn? Review of Corporate Finance Studies*, 4(2), 155–205.

<sup>23</sup> Mian, A., & Sufi, A. (2009). *The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the U.S. Mortgage Default Crisis. Quarterly Journal of Economics*, 124(4), 1449–1496.

<sup>24</sup> Federal Housing Finance Agency. (2008). *FHFA Report to Congress 2008*. Washington, D.C.: Federal Housing Finance Agency.

de saisies immobilières (foreclosures) a explosé, passant de 885 000 en 2005 à plus de 2,3 millions en 2008 (source : RealtyTrac), contribuant à accentuer l'effondrement des prix par un afflux d'offres sur le marché<sup>25</sup>.

Du côté des institutions financières, la chute des prix immobiliers a dégradé la valeur des titres adossés à ces crédits (MBS, CDO), provoquant des pertes massives, des appels de marge, et une crise de liquidité systémique. Cette mécanique a précipité la faillite de Lehman Brothers (septembre 2008) et le gel du marché interbancaire, révélant l'extrême vulnérabilité d'un système fondé sur l'effet de levier, la titrisation et la confiance<sup>26</sup>.

Sur le plan comportemental, ce retournement a brisé l'illusion d'invulnérabilité partagée par les acteurs du marché. Les mécanismes d'imitation positive qui avaient soutenu la bulle se sont inversés en réactions mimétiques de panique et de désengagement, alimentant une spirale baissière. Comme l'explique Robert Shiller (2008), les anticipations collectives sont passées de l'euphorie à la crainte, amplifiant la dynamique de repli et de désespoir économique<sup>27</sup>.

En somme, le retournement du marché immobilier ne constitue pas seulement un événement conjoncturel. Il marque un changement de régime dans les anticipations, les comportements et les équilibres du système financier. C'est à partir de ce point critique que les déséquilibres précédemment niés sont devenus visibles, transformant une bulle spéculative en crise financière globale.

## **5. Une crise de liquidité devenant une crise systémique mondiale :**

Le choc initial provoqué par l'éclatement de la bulle immobilière et la montée des défauts sur les crédits subprimes s'est rapidement propagé au système financier dans son ensemble. Ce qui était, au départ, une crise localisée du crédit hypothécaire américain, s'est transformé en une crise de liquidité mondiale, puis en une crise systémique aux effets macroéconomiques durables. Ce basculement repose sur une

---

<sup>25</sup> RealtyTrac. (2008). *U.S. Foreclosure Market Report*. Irvine, CA: RealtyTrac Inc

<sup>26</sup> International Monetary Fund (IMF). (2008). *World Economic Outlook: Housing and the Business Cycle*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

<sup>27</sup> Shiller, R. J. (2008). *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It*. Princeton University Press.

série de mécanismes interdépendants qui ont révélé les failles structurelles de la finance contemporaine.

### **5.1. Un assèchement brutal de la liquidité bancaire :**

Avec l'augmentation des défauts de paiement et la chute des prix de l'immobilier, la valeur des actifs titrisés adossés aux créances subprimes s'effondre. Les institutions financières, qui détenaient massivement ces titres dans leurs portefeuilles ou hors bilan, enregistrent des pertes colossales. Ces pertes, souvent difficiles à quantifier, ont entraîné une perte de confiance généralisée entre banques, gelant le marché interbancaire.

En août 2007, BNP Paribas suspend trois fonds exposés au marché subprime, invoquant l'impossibilité d'évaluer les actifs. Cet épisode constitue un signal d'alerte international. En quelques semaines, les banques cessent de se prêter entre elles, craignant des défaillances en chaîne. Ce gel du crédit interbancaire débouche sur une crise de liquidité, qui empêche même les institutions saines d'accéder à des financements à court terme.

Selon la Banque des Règlements Internationaux, les spreads du Libor (taux interbancaire) par rapport aux taux sans risque ont explosé dès la fin 2007, passant de 10 à plus de 200 points de base.

### **5.2. Un effet domino sur les institutions financières mondiales :**

La structure de la finance mondialisée a amplifié la contagion. Les produits financiers complexes (MBS, CDO, CDS) ont été massivement diffusés à l'échelle internationale, intégrant les bilans de banques européennes, de compagnies d'assurance, de fonds souverains. Ainsi, les pertes se répercutent bien au-delà des États-Unis.

L'exemple le plus marquant est la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008. Refusant son sauvetage, les autorités américaines provoquent une onde de choc planétaire : plus de 600 milliards de dollars d'actifs gelés, des centaines de contreparties exposées, et une panique bancaire mondiale. Dès lors, la crise de liquidité devient systémique, car elle affecte l'ensemble des marchés financiers, la solvabilité des banques et la confiance des investisseurs.

En septembre-octobre 2008, les principaux indices boursiers chutent de 30 à 50 %, et l'indice VIX (mesurant la volatilité) dépasse les 80 points, un record historique<sup>28</sup>.

### **5.3. Transmission à l'économie réelle :**

Privées de liquidité, craignant de nouvelles pertes, les banques restreignent brutalement le crédit à l'économie. Les entreprises, notamment les PME, voient leur accès au financement se contracter. Les ménages subissent de plein fouet la crise : chômage, baisse de la consommation, pertes patrimoniales. Le mécanisme de crise financière se propage alors à l'économie réelle, provoquant une récession mondiale.

Le FMI estime que le PIB mondial a chuté de -0,1 % en 2009, la première contraction depuis la Seconde Guerre mondiale. Aux États-Unis, plus de 8 millions d'emplois ont été détruits entre 2007 et 2009<sup>29</sup>.

### **5.4. Une crise révélatrice des interdépendances systémiques :**

Cette séquence montre que les interconnexions entre acteurs financiers ont agi comme vecteur de propagation du choc initial. Les mécanismes de titrisation, de dérivés de crédit, et de transformation des échéances ont masqué les risques réels et diffusé les vulnérabilités à l'échelle globale.

La crise de 2008 devient alors le symbole d'un capitalisme financier devenu incontrôlable, où l'effet de levier, les incitations perverses et la dépendance à la liquidité ont remplacé les fondamentaux économiques. La crise de liquidité n'était pas seulement un accident conjoncturel, mais le symptôme d'un système devenu structurellement instable.

## **6. Illustration graphique sur la crise Subprimes :**

La crise des subprimes a conduit à une instabilité qui a entraîné un effondrement brutal du marché immobilier et une perte de valeur des titres adossés à des créances douteuses, provoquant une crise financière mondiale. Afin d'en mesurer l'ampleur,

---

<sup>28</sup> International Monetary Fund (IMF). (2008). *World Economic Outlook, October 2008: Housing and the Business Cycle*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

<sup>29</sup> International Monetary Fund (IMF). (2009). *World Economic Outlook, April 2009: Crisis and Recovery*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

nous présentons ci-dessous deux graphiques clés : l'évolution des saisies immobilières aux États-Unis et celle de l'indice Case-Shiller des prix de l'immobilier.

### **6.1. Des données clés :**

La crise des subprimes a eu des répercussions économiques mondiales majeures entre 2007 et 2009. Selon RealtyTrac, cette crise, déclenchée aux États-Unis en 2007, a provoqué une explosion des défauts de paiement sur les prêts hypothécaires à risque, atteignant plus de 2,3 millions de saisies en 2008<sup>30</sup>. Selon la Banque mondiale, près de 11 000 milliards de dollars de capitalisation boursière se sont évaporés à l'échelle planétaire. Aux États-Unis, le marché immobilier s'est effondré, avec une baisse des prix comprise entre 30 et 40 % selon les régions. Cette crise immobilière a provoqué une vague massive de saisies, entraînant la perte de leur logement pour plus de 8 millions de foyers américains. Sur le plan social, le chômage a fortement augmenté, passant de 4,5 % à plus de 10 % en l'espace de deux ans<sup>31</sup>.

### **6.2. Un graphique illustrant l'évolution parallèle des prix immobiliers et des taux de défaut sur les prêts subprime entre 2000 et 2009**

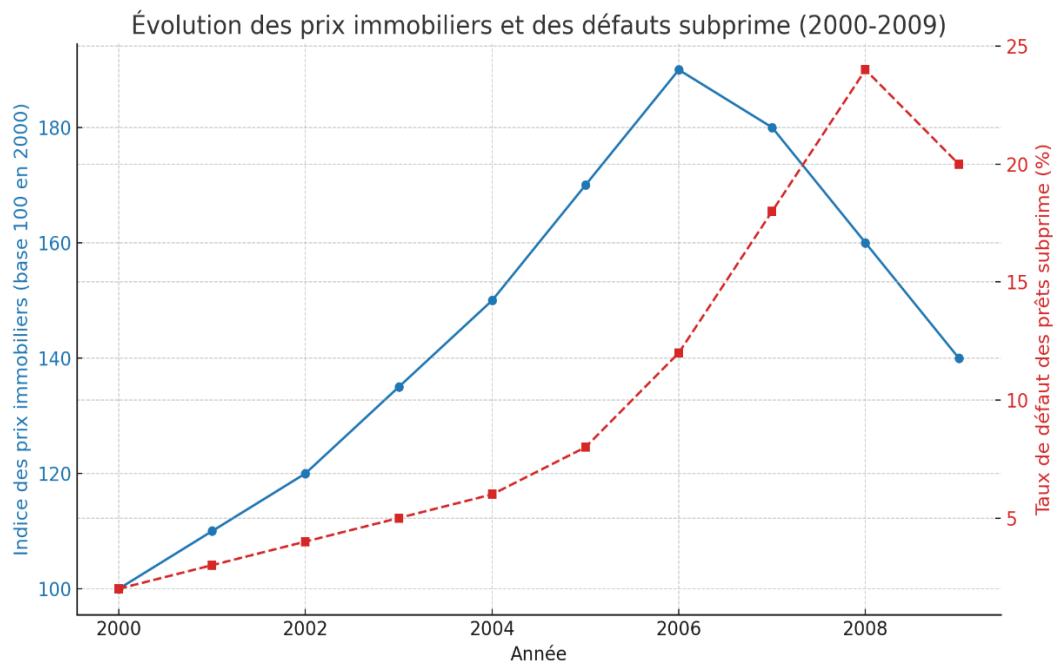
Ce graphique illustre l'évolution parallèle des prix immobiliers et des taux de défaut sur les prêts subprimes entre 2000 et 2009, mettant en évidence la corrélation étroite entre la bulle immobilière et la montée des impayés. Il permet de visualiser comment la chute des prix a directement contribué à l'explosion des défauts de paiement, déclenchant ainsi la crise financière.

Graphique n°1 : Evolution des prix immobiliers et des défauts subprim (2000-2009)

---

<sup>30</sup> RealtyTrac. (2009). *U.S. Foreclosure Market Report 2009*. Irvine, CA: RealtyTrac Inc.

<sup>31</sup> International Monetary Fund (IMF). (2009). *Global Financial Stability Report*. Washington, D.C.: IMF.



Source: Federal Reserve Bank of St. Louis (2009)

Ce graphique illustrant l'évolution parallèle des prix immobiliers et des taux de défaut sur les prêts subprime entre 2000 et 2009 comme suit :

- Courbe bleue : reflète l'indice des prix immobiliers (type Case-Shiller), avec une forte hausse jusqu'en 2006, suivie d'un retournement brutal.
- Courbe rouge en pointillés : montre l'augmentation du taux de défaut des prêts subprime, qui explose après 2006.

Ce croisement illustre visuellement le point de bascule du marché immobilier et l'entrée dans la crise systémique (Gorton, G. B. 2008) <sup>32</sup>.

Ce graphique met en lumière le décalage temporel entre la flambée des prix immobiliers et la montée des défauts de paiement sur les prêts subprime. Jusqu'en 2006, les prix de l'immobilier augmentent de manière continue, nourrissant l'illusion d'une croissance pérenne de la valeur des actifs résidentiels. Ce phénomène est typique d'une bulle spéculative auto-entretenu, alimentée par des comportements mimétiques et une sous-estimation massive du risque.

<sup>32</sup> Gorton, G. B. (2008). The Panic of 2007. *NBER Working Paper No. 14358*

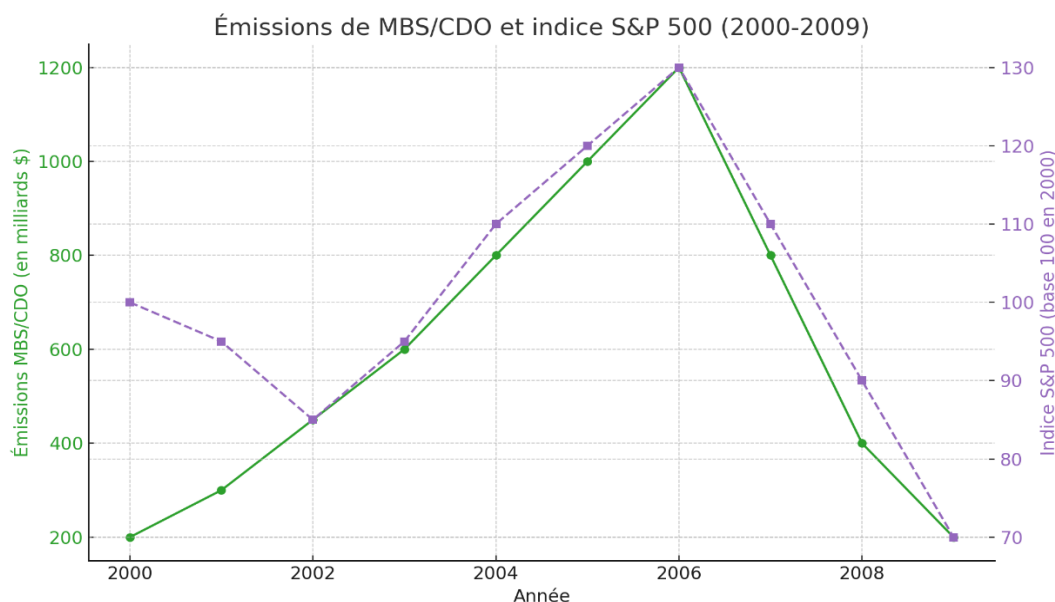
L'explosion des défauts de paiement à partir de 2006 marque le point de rupture du système. Elle reflète une accumulation de vulnérabilités invisibles pendant la phase d'euphorie : octroi de crédits à des emprunteurs peu solvables, biais d'optimisme des ménages et des prêteurs, et aveuglement volontaire des institutions financières.

Cette séquence illustre la pertinence des apports de la finance comportementale : les anticipations irréalistes et les biais cognitifs (excès de confiance, illusion de contrôle, biais de disponibilité) ont joué un rôle au moins aussi central que les défaillances techniques du système.

### 6.3. Un graphique illustrant la chute des marchés boursiers ou le pic de titrisation MBS/CDO :

Ce graphique illustre clairement la chute brutale des marchés boursiers, reflet direct de la crise financière déclenchée en 2007-2008. On y observe également le pic de titrisation des produits structurés, tels que les MBS et CDO, qui ont joué un rôle central dans la propagation et l'amplification de cette crise.

Graphique n°2 : Emissions des MBS/CDO et indice S&P 500 (2000-2009)



Source: Federal Reserve Bank of St. Louis (2009)

Ce second graphique qui met en parallèle :

- La courbe verte représentant les émissions de MBS/CDO (titres adossés à des créances hypothécaires) — culminant en 2006 avant de s'effondrer ;
- La courbe violette en pointillés représentant l'indice S&P 500 — en hausse jusqu'à la crise, puis chutant brutalement.

Il illustre la montée en régime de la titrisation, avec une croissance exponentielle jusqu'à la crise et le lien entre titrisation excessive et vulnérabilité systémique. Le retournement du marché entraînant une chute des actifs financiers.

Ce second graphique montre deux dynamiques parallèles qui traduisent la financiarisation croissante du risque immobilier :

- D'un côté, les émissions de MBS et CDO connaissent une croissance rapide de 2000 à 2006. Cela révèle un phénomène de titrisation massive, censé disperser le risque mais qui, en réalité, l'a concentré dans des produits opaques. Cette innovation financière a favorisé une sous-évaluation généralisée du risque, tant par les agences de notation que par les investisseurs institutionnels.
- De l'autre, l'indice S&P 500 suit une trajectoire ascendante jusqu'à la crise, illustrant l'aveuglement des marchés et la dissociation croissante entre performance boursière et réalité économique. La chute brutale post-2007 démontre que cette croissance reposait sur des fondations instables.

En croisant ces deux séries, on observe une mécanique de sur-confiance systémique : les institutions, agissant souvent de manière mimétique, ont alimenté un système de crédit hypertrophié sans intégrer de scénario de retournement. La chute simultanée des deux courbes après 2007 témoigne de l'effet domino et du caractère systémique de la crise.

Ces deux représentations graphiques confirment empiriquement :

- Les comportements mimétiques et les biais cognitifs ont joué un rôle moteur dans l'emballement des marchés ;
- La rationalité limitée des agents, qu'ils soient professionnels ou consommateurs, a amplifié les déséquilibres ;

- Les outils d'analyse issus de la finance comportementale offrent une grille de lecture plus réaliste que la théorie classique de l'efficience.

En conclusion de ce contexte historique, cette crise, survenue entre 2007 et 2008, a été l'aboutissement d'un enchaînement de déséquilibres économiques, de comportements irrationnels, et de dysfonctionnements systémiques au sein des marchés financiers mondialisés. Si elle a d'abord pris racine sur le marché immobilier américain, son ampleur et ses mécanismes de diffusion révèlent une crise globale du modèle financier contemporain, à la fois sur le plan structurel et psychologique.

## **Section 2 : L'illusion de rationalité dans les marchés financiers :**

L'un des fondements théoriques les plus influents en finance repose sur l'hypothèse de marchés efficients, selon laquelle les prix reflètent en permanence toute l'information disponible. Cette vision confère aux marchés une rationalité apparente, suggérant que les comportements des investisseurs seraient globalement optimisés et prévisibles. Or, la crise des subprimes a brutalement mis en cause cette croyance, révélant que la complexité des instruments financiers, la confiance excessive dans les modèles, et les dynamiques collectives ont conduit à une sous-estimation systématique du risque. Ce point interroge donc la validité de la rationalité supposée des marchés dans les contextes de forte incertitude.

### **1. Hypothèse d'efficience des marchés remise en question :**

L'hypothèse d'efficience des marchés (HEM), telle que formalisée par Eugene Fama dans les années 1970, a longtemps constitué le socle théorique de la finance néoclassique. Selon cette hypothèse, les prix des actifs financiers intègrent instantanément et intégralement toute l'information disponible sur le marché, rendant ainsi les écarts entre prix de marché et valeur fondamentale quasi inexistantes ou rapidement corrigés.

Cette conception repose sur deux piliers fondamentaux : l'hypothèse de rationalité des agents économiques, et celle de marchés concurrentiels où toute opportunité d'arbitrage est immédiatement exploitée et donc neutralisée. En d'autres termes, les

investisseurs sont supposés évaluer les risques et rendements de manière optimale, en maximisant leur utilité sur la base d'une information complète et fiable<sup>33</sup>.

Dans ce cadre, les bulles spéculatives ne devraient pas exister ou, si elles émergent, elles devraient être aussitôt corrigées par les forces du marché. La stabilité des marchés est ainsi garantie par la rationalité agrégée des comportements individuels.

Cette vision harmonieuse des marchés financiers a été intégrée dans de nombreux modèles financiers, outils de gestion des risques et cadres réglementaires. Elle a également servi de fondement à la politique de non-intervention adoptée par plusieurs régulateurs avant la crise des subprimes, sous l'idée que le marché s'autorégule mieux que toute instance publique.

Pourtant, la crise de 2007-2008 est venue contredire brutalement cette représentation théorique. Non seulement les prix des actifs financiers (en particulier les titres adossés à des créances hypothécaires subprimes) ont été massivement surévalués pendant plusieurs années, mais leur effondrement brutal a révélé l'existence de distorsions profondes, largement incompatibles avec l'idée d'un marché pleinement efficient.

### 1.1. Définition canonique de l'efficience des marchés :

L'hypothèse d'efficience des marchés (HEM), formulée par Eugene Fama en 1970, postule que les prix des actifs financiers sur les marchés intègrent immédiatement et pleinement toute l'information disponible<sup>34</sup>. Ainsi, aucun investisseur ne peut espérer obtenir un rendement supérieur à la moyenne du marché sans prendre plus de risque, car toute opportunité d'arbitrage serait instantanément exploitée et donc neutralisée.

Selon Fama, trois formes d'efficience sont distinguées :

- **Efficience faible** : les prix reflètent déjà toute l'information contenue dans les données historiques des prix. Dans sa forme la plus restreinte, l'efficience

---

<sup>33</sup> Fama, E. F. (1970). *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417.

<sup>34</sup> Fama, E. F. (1970). *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417.

faible des marchés postule que les prix actuels des actifs financiers intègrent déjà toute l'information contenue dans les données historiques, notamment les séries de prix passés et les volumes de transactions. Autrement dit, toute tentative de prévoir les mouvements futurs des prix à partir de tendances passées serait vaine, car ces patterns sont déjà incorporés dans les valorisations présentes. Cette idée, issue des travaux pionniers d'Eugene Fama (1970), implique que les stratégies d'analyse technique — qui se basent sur l'observation graphique de l'évolution des prix — ne permettent pas de générer des rendements anormaux de manière systématique.

Cependant, cette forme d'efficience est remise en question par de nombreuses études empiriques qui identifient des anomalies persistantes, telles que l'effet momentum (où les actifs ayant bien performé récemment continuent souvent de surperformer à court terme) ou l'effet de retournement (reversal)<sup>35</sup>. Ces régularités statistiques suggèrent qu'il peut exister une prédictibilité partielle des rendements, au moins à certaines périodes, ce qui va à l'encontre de l'idée d'efficience faible.

- **Efficience semi-forte** : les prix intègrent toute l'information publique disponible (rapports d'entreprises, annonces économiques, etc.). L'efficience de forme semi-forte étend l'hypothèse précédente en affirmant que les prix des actifs financiers intègrent non seulement les données historiques, mais également toute l'information publique disponible : résultats financiers, annonces économiques, communiqués des entreprises, décisions politiques, etc. Selon cette hypothèse, aucune stratégie fondée sur l'analyse fondamentale – c'est-à-dire l'étude des bilans, des ratios financiers ou des perspectives macroéconomiques – ne permettrait d'obtenir une rentabilité supérieure au marché de façon systématique<sup>36</sup>. Ainsi, seuls les chocs informationnels nouveaux et imprévisibles sont censés provoquer des mouvements de prix.

Or, de nombreuses études ont montré que les marchés ne réagissent pas toujours de manière instantanée et rationnelle aux nouvelles publiques. Les investisseurs peuvent

---

<sup>35</sup> Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency. *The Journal of Finance*, 48(1), 65–91.

<sup>36</sup> Fama, E. F. (1991). Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, 46(5), 1575–1617.

surestimer ou sous-estimer l'impact d'une annonce, créant des effets d'ajustement différés, parfois amplifiés par le mimétisme. La crise des subprimes a également montré que les signaux publics (comme l'explosion des défauts hypothécaires en 2006) n'ont été intégrés dans les prix qu'avec un important décalage temporel, ce qui remet en question cette hypothèse d'efficience.

- **Efficienc forte** : même l'information privée ou confidentielle est supposée être reflétée dans les prix. La forme la plus ambitieuse et la plus controversée de l'hypothèse d'efficience est l'efficience forte. Elle suppose que les prix de marché reflètent toute l'information existante, y compris l'information privée ou confidentielle détenue uniquement par certains agents, comme les dirigeants d'entreprise ou les traders institutionnels<sup>37</sup>. Autrement dit, même un investisseur parfaitement informé ne pourrait battre le marché de manière constante, car les mécanismes de marché intégreraient déjà toute cette information dans les prix.

Cependant, l'efficience forte est contredite par de nombreuses preuves d'asymétries informationnelles. Les pratiques de délits d'initiés, les écarts d'accès à l'information et les performances anormalement élevées de certains fonds avant les annonces sensibles montrent qu'il existe bel et bien une valeur stratégique de l'information privée<sup>38</sup>. Par exemple, plusieurs études ont montré que les initiés vendent leurs actions avant les crises, obtenant des rendements supérieurs aux investisseurs classiques.

## **1.2. Contexte historique de l'émergence de la théorie :**

L'HEM émerge dans les années 1960–1970, dans un contexte qui est marqué par plusieurs aspects qu'on développe comme suit :

- **Développement de l'informatique financière et des bases de données boursières** : L'essor de l'informatique dans les années 1970–1980 a profondément transformé la finance en facilitant l'analyse quantitative des

---

<sup>37</sup> Jensen, M. C. (1978). Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency. *Journal of Financial Economics*, 6(2–3), 95–101.

<sup>38</sup> Bhattacharya, U., & Daouk, H. (2002). The World Price of Insider Trading. *The Journal of Finance*, 57(1), 75–108.

marchés. L'émergence de grandes bases de données boursières (comme CRSP aux États-Unis) a permis aux chercheurs de tester empiriquement les modèles théoriques à grande échelle. Cette disponibilité accrue des données a renforcé l'attrait pour des modèles fondés sur des lois statistiques, en particulier ceux supposant des marchés efficients.

- **Montée en puissance de la théorie du portefeuille moderne (Markowitz, 1952) et du modèle CAPM (Sharpe, 1964) :** La théorie du portefeuille moderne de Markowitz a introduit une approche rigoureuse de la diversification fondée sur l'optimisation du couple risque-rendement. Elle a été prolongée par le modèle d'évaluation des actifs financiers (CAPM), qui relie le rendement espéré d'un actif à son risque systématique (bêta). Ces modèles supposent que les investisseurs sont rationnels, que les marchés sont efficients, et qu'il est possible de construire des portefeuilles optimaux à partir d'informations disponibles<sup>39</sup>.
- **Besoin d'objectiver la gestion financière en entreprise et en Bourse :** Avec la mondialisation des marchés et la montée des investisseurs institutionnels, la gestion financière est devenue de plus en plus normée et fondée sur des indicateurs chiffrés. Les décideurs financiers ont cherché à justifier leurs choix par des modèles quantitatifs et à limiter l'aléa décisionnel par l'usage de la science économique. L'hypothèse d'efficacité des marchés offrait ainsi un cadre intellectuel rassurant, en posant que les prix reflétaient une information juste et complète

La théorie correspond aussi à une époque dominée par une vision optimiste du capitalisme de marché, où la main invisible d'Adam Smith est réinterprétée comme une efficacité informationnelle globale.

### **1.3. Hypothèses fondatrices de la théorie :**

---

<sup>39</sup> Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417.

L'HEM repose sur plusieurs postulats qui se caractérisent par ce qui suit :

- **Les investisseurs sont rationnels, maximisent leur utilité, et disposent d'attentes cohérentes** : Dans le cadre de l'efficience, les investisseurs sont considérés comme pleinement rationnels, c'est-à-dire capables d'analyser l'information disponible sans biais. Ils cherchent à maximiser leur utilité en fonction du couple rendement/risque, et construisent leurs portefeuilles en conséquence<sup>40</sup>. Leurs anticipations sont supposées cohérentes avec la réalité statistique, ce qui élimine les comportements déviants ou émotionnels à l'échelle agrégée<sup>41</sup>.
- **L'information est parfaitement et simultanément disponible pour tous** : L'un des piliers de l'hypothèse d'efficience repose sur la transparence de l'information : toute nouvelle donnée pertinente est censée être accessible instantanément à tous les acteurs du marché<sup>42</sup>. Cela implique une absence totale d'asymétrie informationnelle entre investisseurs individuels et professionnels. Dans ce contexte, les prix des actifs réagissent immédiatement et intégralement à toute nouvelle information publique<sup>43</sup>.
- **Les marchés sont concurrentiels et liquides, ce qui empêche toute manipulation durable** : Les marchés financiers sont supposés fonctionner dans un environnement de concurrence pure et parfaite, sans pouvoir de marché de la part d'un agent ou d'un groupe<sup>44</sup>. La liquidité – c'est-à-dire la capacité d'acheter ou vendre un actif sans affecter son prix – garantit une correction rapide des déséquilibres. Toute tentative de manipulation ou d'exploitation d'une distorsion est ainsi neutralisée par le jeu de l'arbitrage.
- **Les anomalies sont aléatoires et non systématiques, et ne peuvent être exploitées de façon récurrente pour dégager un profit net** : Selon

---

<sup>40</sup> Von Neumann, J., & Morgenstern, O. (1944). *Theory of Games and Economic Behavior*. Princeton University Press.

<sup>41</sup> Arrow, K. J. (1971). *Essays in the Theory of Risk-Bearing*. North-Holland

<sup>42</sup> Grossman, S. J., & Stiglitz, J. E. (1980). On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *The American Economic Review*, 70(3), 393–408.

<sup>43</sup> Samuelson, P. A. (1965). Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly. *Industrial Management Review*, 6(2), 41–49.

<sup>44</sup> Kyle, A. S. (1985). Continuous Auctions and Insider Trading. *Econometrica*, 53(6), 1315–1335.

l'efficience, les déviations ponctuelles entre les prix et la "vraie valeur" sont inévitables, mais elles sont aléatoires et se corrigent rapidement<sup>45</sup>. Ces anomalies ne suivent pas de pattern exploitable, car elles sont le fruit d'un bruit statistique et non de comportements récurrents<sup>46</sup>. Dès lors, il est impossible de construire une stratégie d'investissement qui surperforme le marché à long terme de façon systématique.

#### **1.4. Conséquences pratiques de l'HEM :**

Sous l'hypothèse d'efficience des marchés financiers — telle que formulée par Eugene Fama dans les années 1970 — les prix des actifs intègrent instantanément toute l'information disponible. Cela signifie qu'il serait inutile, voire vain, de chercher à battre le marché par une analyse technique ou fondamentale approfondie, puisque toute information pertinente est déjà reflétée dans les cours<sup>47</sup>.

Cette vision conduit naturellement à considérer les prix de marché comme justes, c'est-à-dire proches de la valeur fondamentale des actifs. Elle légitime ainsi, de manière implicite, le développement et l'usage croissant de produits financiers sophistiqués, comme les produits dérivés ou les instruments de titrisation (notamment les MBS et CDO), dont la complexité était considérée comme compatible avec une évaluation rationnelle et efficiente par les acteurs du marché<sup>48</sup>.

Dans ce cadre théorique, la régulation des marchés devient secondaire. Puisque les marchés sont supposés s'autoréguler grâce à l'arbitrage et aux comportements rationnels des investisseurs, l'intervention publique est perçue comme potentiellement inefficace ou perturbatrice.

Cette croyance a eu des conséquences concrètes sur l'organisation des marchés financiers : on observe dès les années 1980 une prolifération des fonds indiciels (index

---

<sup>45</sup> Lo, A. W., & MacKinlay, A. C. (1988). Stock Market Prices Do Not Follow Random Walks: Evidence from a Simple Specification Test. *The Review of Financial Studies*, 1(1), 41–66.

<sup>46</sup> Malkiel, B. G. (2003). The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 59–82.

<sup>47</sup> Jensen, M. C. (1978). *Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency*. *Journal of Financial Economics*, 6(2–3), 95–101.

<sup>48</sup> Malkiel, B. G. (2003). *The Efficient Market Hypothesis and Its Critics*. *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 59–82.

funds), conçus pour répliquer passivement la performance des marchés plutôt que pour tenter de les battre. Parallèlement, les stratégies de gestion passive gagnent du terrain, confortées par l'idée que le marché, dans son ensemble, est difficile à surpasser durablement.

Plus largement, l'hypothèse d'efficience a servi de socle idéologique aux vagues de déréglementation financière menées notamment aux États-Unis, justifiant un affaiblissement progressif des dispositifs de surveillance et de contrôle des activités bancaires et financières.

### **1.5. Premiers signaux de mise en doute de l'efficience :**

Dès les années 1980, plusieurs études empiriques ont commencé à relever :

- Des anomalies persistantes (effet janvier, effet momentum, etc.).
- Une volatilité excessive par rapport aux fondamentaux économiques (Shiller, 1981).
- Des bulles spéculatives inexplicables par la seule théorie de l'efficience.

Par exemple, Shiller (1981) montre que les cours boursiers sont en moyenne 5 à 13 fois plus volatils que les dividendes anticipés, ce qui contredit l'hypothèse que les prix reflètent uniquement les fondamentaux<sup>49</sup>.

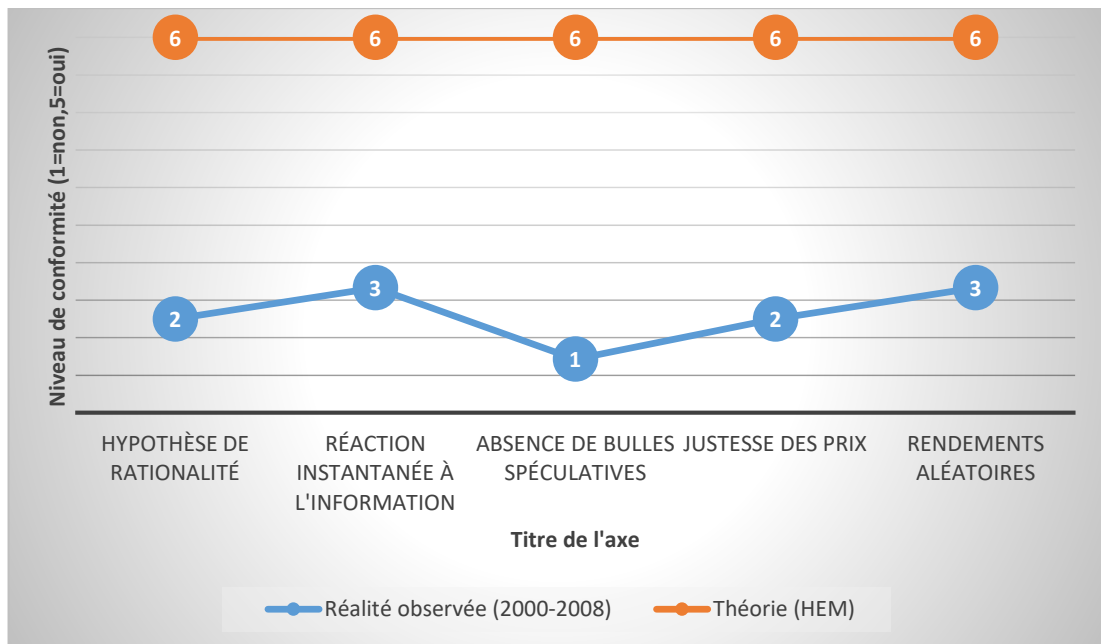
### **1.6. Limites empiriques de l'hypothèse d'efficience : un écart croissant entre théorie et réalité :**

L'hypothèse d'efficience des marchés repose sur des postulats théoriques puissants, mais largement remis en question par l'observation des comportements de marché réels, notamment à l'approche de la crise des subprimes. Le schéma comparatif présenté ci-dessus illustre clairement les écarts systémiques entre les prédictions de la théorie et les faits empiriques documentés entre 2000 et 2008.

Figure n° 3 : Ecart entre l'hypothèse d'efficience des marchés et la réalité empirique

---

<sup>49</sup> Shiller, R. J. (1981). Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends? *The American Economic Review*, 71(3), 421–436.



Source : Shiller (1981)

Pour interpréter ce schéma, il convient de comprendre l'échelle de conformité à trois niveaux :

| Score | Interprétation   |
|-------|--|
| 3     | Forte divergence : la réalité est en contradiction nette avec la théorie |
| 2     | Divergence modérée : écart partiel, ou validité contextuelle/limité      |
| 1     | Conformité forte : la réalité corrobore la théorie sur ce point          |

Le tableau montre que les postulats fondamentaux de l'efficience des marchés sont largement mis en échec par l'observation empirique de la crise des subprimes. En particulier, les hypothèses de rationalité, d'intégration parfaite de l'information, et d'absence de bulles sont sérieusement contredites par les faits.

Cette divergence justifie la mobilisation de lectures alternatives, notamment celles issues de la finance comportementale, pour mieux comprendre les mécanismes psychologiques à l'origine des crises.

### **1.6.1. Rationalité limitée des agents économiques :**

Alors que l'HEM suppose que les investisseurs agissent de façon rationnelle, maximisent leur utilité et traitent l'information sans biais, de nombreuses recherches en finance comportementale montrent au contraire une prévalence des biais cognitifs (excès de confiance, ancrage, biais de confirmation, etc.) dans les décisions. Cette irrationalité individuelle devient systémique lorsqu'elle est partagée collectivement<sup>50</sup>.

### **1.6.2. Réaction imparfaite et différée à l'information :**

L'hypothèse semi-forte postule que les prix reflètent toute l'information publique. Or, de nombreux épisodes ont montré une réaction tardive ou excessive à certaines annonces, créant des effets de panique ou d'euphorie. Les marchés sont affectés par la manière dont l'information est perçue, interprétée et diffusée, ce qui introduit une dynamique émotionnelle non modélisée par l'HEM.

Par exemple, l'annonce de la faillite de Lehman Brothers (15 septembre 2008) a provoqué en quelques heures un effondrement mondial des cours boursiers, avec une perte de plus de 4 000 milliards de dollars de capitalisation en cinq jours (Bloomberg, 2008)<sup>51</sup>.

### **1.6.3. Présence avérée de bulles spéculatives :**

L'une des hypothèses les plus contestées est celle de l'absence de bulles durables. Or, la bulle immobilière aux États-Unis entre 2000 et 2006 constitue un contre-exemple massif<sup>52</sup>. Les prix des logements ont grimpé de près de 90 %, déconnectés des revenus des ménages et des loyers, alimentés par une croyance collective en la hausse continue des prix.

### **1.6.4. Prix de marché non fiables comme signaux :**

---

<sup>50</sup> Barberis, N., & Thaler, R. (2003). *A Survey of Behavioral Finance*. In G. Constantinides et al. (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance*, Vol. 1B.

<sup>51</sup> Bloomberg Terminal Data. (2008). *Données financières sur les titres MBS/CDO*. Consulté via Bloomberg Professional Services.

<sup>52</sup> Shiller, R. J. (2005). *Irrational Exuberance* (2nd ed.). Princeton University Press

Dans la logique efficiente, les prix de marché sont supposés refléter la juste valeur des actifs. Pourtant, de nombreux produits dérivés notés AAA par les agences de notation ont perdu toute valeur à partir de 2007, exposant l'opacité, la complexité et l'erreur d'évaluation dans les marchés structurés.

Selon la FCIC (2011), environ 93 % des tranches notées AAA de certains CDO émis entre 2005 et 2007 ont été déclassées à des niveaux spéculatifs en moins de deux ans<sup>53</sup>.

#### **1.6.5. Rendements anormaux et prévisibles :**

Enfin, l'hypothèse selon laquelle les rendements suivent une marche aléatoire est contredite par des anomalies persistantes comme les effets de calendrier, le momentum ou l'effet taille. Ces régularités, bien documentées, montrent que les marchés ne sont ni totalement aléatoires ni parfaitement efficients<sup>54</sup>.

#### **1.7. Limites empiriques et historiques de l'hypothèse d'efficience :**

Malgré sa cohérence théorique et son influence sur la modélisation financière, l'hypothèse d'efficience des marchés a été régulièrement contestée par de nombreuses observations empiriques, qui mettent en lumière des décalages prolongés entre prix de marché et valeurs fondamentales.

Le krach boursier d'octobre 1987, qui a vu l'indice Dow Jones perdre plus de 22 % en une seule journée, constitue un premier signal d'alarme. Aucun événement économique majeur n'en expliquait la brutalité, révélant ainsi une dynamique émotionnelle et auto-renforcée des marchés, incompatible avec l'idée de rationalité agrégée. De même, la bulle technologique de la fin des années 1990 illustre une dérive des anticipations : des entreprises sans chiffre d'affaires réalisaient des capitalisations boursières démesurées, portées par une euphorie collective. Lorsque cette bulle a éclaté en 2000, le NASDAQ a perdu plus de 75 % de sa valeur en deux ans<sup>55</sup>.

---

<sup>53</sup> Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC). (2011). *The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*. U.S. Disponible en ligne : <https://www.govinfo.gov/app/details/GPO-FCIC>

<sup>54</sup> Fama, E. F., & French, K. R. (1992). *The Cross-Section of Expected Stock Returns*. *The Journal of Finance*, 47(2), 427–465.

<sup>55</sup> Kindleberger, C. P. (2005). *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises* (5th ed.). Wiley.

Ces épisodes remettent en question l'idée que les marchés sont capables d'évaluer correctement la valeur des actifs à long terme. Le cas de la crise des subprimes est encore plus significatif. Entre 2003 et 2007, les prix de l'immobilier résidentiel aux États-Unis ont connu une croissance déconnectée des fondamentaux économiques — tels que les revenus des ménages ou le taux de vacance des logements —, alimentée par une spéculation excessive et des crédits à risque accordés sans vérification de solvabilité<sup>56</sup>.

Ces déséquilibres n'ont pas été corrigés progressivement, comme le postulerait un marché efficient. Au contraire, les acteurs ont continué à alimenter la bulle, soutenus par une confiance excessive dans la solidité du système et dans les modèles de titrisation. Lorsque la bulle immobilière a éclaté, la chute des prix et la défaillance en chaîne des emprunteurs ont déclenché une onde de choc mondiale.

Selon Shiller (2000), ces cycles de hausses et de krachs ne sont pas des anomalies marginales, mais des manifestations récurrentes d'un comportement collectif irrationnel, où les émotions, la confiance aveugle dans la croissance ou la peur de manquer (FOMO – Fear of Missing Out) jouent un rôle prépondérant dans la formation des prix<sup>57</sup>. Ainsi, la finance comportementale invite à reconsidérer la prétendue efficacité des marchés à la lumière de phénomènes psychologiques profonds.

### **1.8. Illustration statistique : l'indice Case-Shiller et la surévaluation du marché immobilier américain (2000–2008)**

L'un des indicateurs les plus suivis pour évaluer l'évolution du marché immobilier américain est l'indice Case-Shiller, qui mesure les variations des prix des logements résidentiels dans les principales métropoles des États-Unis.

Entre 2000 et 2006, cet indice a connu une hausse spectaculaire, passant d'une base 100 à plus de 190. Cette croissance de près de 90 % sur six ans n'était justifiée ni par l'évolution des revenus des ménages ni par les fondamentaux économiques du secteur.

---

<sup>56</sup> Brunnermeier, M. K. (2009). *Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008*. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 77–100.

<sup>57</sup> Shiller, R. J. (2000). *Irrational Exuberance*. Princeton University Press.

Selon les données de la Federal Reserve Bank of St. Louis, les revenus médians n'ont augmenté que de 15 à 20 % sur la même période. En parallèle, la part des crédits dits « subprimes » — à risque élevé — a explosé, représentant près de 20 % des prêts hypothécaires en 2006<sup>58</sup>.

Ce décalage manifeste entre les prix observés et les variables fondamentales invalide les postulats de l'efficience informationnelle. Les prix immobiliers ont été fortement influencés par des facteurs psychologiques, tels que la croyance collective en une hausse ininterrompue des prix, ou encore l'illusion de contrôle par les institutions financières.

Lorsque la bulle a éclaté à partir de 2007, l'indice Case-Shiller a chuté brutalement, entraînant avec lui une crise de solvabilité des ménages, une explosion des défauts de paiement et une crise systémique mondiale.

Ces faits démontrent clairement que les marchés peuvent être durablement irrationnels, et que des phénomènes collectifs de biais cognitifs — tels que l'excès de confiance, l'ancrage, ou la pensée grégaire — peuvent entraîner des évaluations erronées des risques<sup>59</sup>.

Voici un schéma comparatif entre les postulats de la théorie de l'efficience des marchés (HEM) et les constats empiriques autour de la crise des subprimes. On observe un écart manifeste sur presque tous les axes : rationalité, réaction à l'information, absence de bulles, etc., ce qui souligne la nécessité de lectures alternatives (comme la finance comportementale).

Tableau n°4 : Comparaison entre HEM et la réalité observée lors de la crise des subprimes

| Axe | Postulat HEM | Constats empiriques (Crise des subprimes) |
|-----|--------------|---|
|-----|--------------|---|

<sup>58</sup> Federal Reserve Bank of St. Louis — *FRED Database* (2000–2008). S&P/Case-Shiller Home Price Indices.

<sup>59</sup> Mayer, C., Pence, K., & Sherlund, S. M. (2009). *The Rise in Mortgage Defaults*. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 27–50.

|                          |   |   |
|--------------------------|---|---|
| Rationalité des agents   | Les investisseurs sont rationnels et optimisent leurs décisions.                    | Comportements mimétiques, biais cognitifs (excès de confiance, effet d'ancrage, etc.).    |
| Réaction à l'information | L'information est immédiatement intégrée dans les prix (efficace informationnelle). | Sous-réaction puis sur-réaction aux nouvelles : formation de bulles, puis panique.        |
| Formation des prix       | Les prix reflètent les valeurs fondamentales.                                       | Prix déconnectés des fondamentaux (prix immobiliers et CDO largement surévalués).         |
| Bulles et paniques       | Les bulles sont peu probables, les marchés sont auto-correcteurs.                   | Existence manifeste d'une bulle immobilière alimentée par l'euphorie et la titrisation.   |
| Rôle de la régulation    | Les marchés s'auto-régulent grâce à l'arbitrage.                                    | Défaillance de l'autorégulation : asymétries d'information, conflits d'intérêts, opacité. |
| Arbitrage                | Les erreurs de prix sont corrigées par les arbitrageurs.                            | Limites à l'arbitrage (coûts, risques, ventes forcées), laissant persister les anomalies. |
| Innovation financière    | Améliore l'efficace, permet de mieux répartir le risque.                            | A complexifié et diffusé le risque systémique via la titrisation, les CDO et les CDS.     |

Source : Elaboré à partir la confrontation entre théorie et faits observés pendant la crise

Ce schéma met en lumière les écarts profonds entre les postulats théoriques de l'hypothèse d'efficace des marchés et les observations empiriques tirées de la crise des subprimes. En théorie, les marchés sont supposés rationnels, auto-régulés, réactifs à l'information et peu enclins aux bulles spéculatives. Or, la crise a démontré l'inverse : comportements mimétiques, surévaluation massive des actifs, opacité des produits financiers et défaillances systémiques non anticipées.

Ces décalages révèlent les limites explicatives du paradigme efficientiste face à des dynamiques financières réelles, où les biais cognitifs, les incitations perverses et l'innovation financière non maîtrisée jouent un rôle déterminant. Dès lors, cette comparaison justifie pleinement le recours à des approches alternatives, notamment la finance comportementale, pour mieux comprendre les origines et la propagation des crises.

## **2. L'euphorie et la confiance excessive dans les modèles financiers :**

L'un des traits caractéristiques de la période ayant précédé la crise des subprimes est l'euphorie collective alimentée par une foi exagérée dans la modélisation quantitative du risque. De nombreux professionnels de la finance, analystes et agences de notation ont accordé une confiance quasi aveugle à des modèles mathématiques censés capter les risques de défaut, notamment dans les produits structurés comme les CDO (Collateralized Debt Obligations).

### **2.1. Le rôle surévalué des modèles mathématiques :**

Les modèles les plus utilisés, tels que le Value at Risk (VaR) ou les copules de défaut de Li (2000), supposaient que les événements extrêmes (les "queues" de distribution) étaient rares, et que les corrélations entre défauts restaient faibles<sup>60</sup>. Or, ces hypothèses se sont révélées profondément erronées lorsque le marché immobilier a chuté de manière systémique. Comme l'a souligné Nassim Nicholas Taleb dans *The Black Swan* (2007), ces modèles « sous-estiment radicalement les risques de rupture » et créent une illusion de sécurité<sup>61</sup>.

### **2.2. Les agences de notation et la certification aveugle des produits :**

Les agences de notation (Moody's, S&P, Fitch) ont accordé des notes AAA à des tranches de CDO pourtant composées d'actifs à haut risque. Cela s'explique en partie par leur dépendance aux modèles internes et par un conflit d'intérêts structurel, les émetteurs de produits étant aussi les clients payants de ces agences. Cette surestimation

---

<sup>60</sup> Li, D. X. (2000). On Default Correlation: A Copula Function Approach. *The Journal of Fixed Income*, 9(4), 43–54.

<sup>61</sup> Taleb, N. N. (2007). *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*. Random House.

du risque a renforcé la croyance collective que ces produits étaient sûrs, propageant une forme de biais de confirmation institutionnalisé<sup>62</sup>.

Selon une étude du Financial Crisis Inquiry Commission (2011), plus de 75 % des CDO émis entre 2005 et 2007 ont été notés AAA, alors qu'une majorité a fait défaut ou été déclassée dès 2008<sup>63</sup>.

### **2.3. Un climat d'euphorie collective renforcé par des biais cognitifs :**

Les acteurs de marché ont collectivement surestimé la robustesse du système financier, minimisé les signaux de vulnérabilité, et poursuivi des stratégies risquées motivées par des anticipations irréalistes de rendement. Cette euphorie repose sur plusieurs biais :

- **L'effet de troupeau** : suivre les comportements des autres acteurs pour ne pas se retrouver à contre-courant.
- **L'excès de confiance** : surestimer sa capacité à évaluer ou maîtriser le risque.
- **L'ancrage** : fonder ses décisions sur des repères initiaux, comme les prix passés ou les performances passées.

Ces biais ont favorisé un détachement progressif entre la réalité des risques et les perceptions dominantes des professionnels.

## **Section 2 : Les biais cognitifs à l'œuvre et une prise de décision déconnectée de l'analyse fondamentale**

Les limites empiriques de l'hypothèse d'efficience des marchés, révélées par l'ampleur et la persistance des déséquilibres observés lors de la crise des subprimes, soulignent la nécessité d'un changement de paradigme. La rationalité supposée des agents économiques se heurte en réalité à une série de comportements déviants, influencés par des biais cognitifs largement documentés par la finance comportementale. Dans cette perspective, il apparaît essentiel d'analyser les mécanismes psychologiques — tels que l'excès de confiance, l'illusion de contrôle, l'ancrage ou encore la représentativité — qui ont guidé les décisions des acteurs du marché. Cette réflexion

---

<sup>62</sup> Partnoy, F. (2009). Overdependence on Credit Ratings Was a Primary Cause of the Crisis. University of San Diego School of Law Research Paper.

<sup>63</sup> FCIC (2011). The Financial Crisis Inquiry Report. U.S. Government Printing Office.

ne peut être menée sans évoquer le rôle central qu'ont joué certaines institutions, notamment les agences de notation et les grandes banques d'investissement, dans l'amplification des erreurs de jugement collectives. C'est à cette exploration que nous consacrons désormais la section suivante.

## **1. Excès de confiance, illusion de contrôle, ancrage, représentativité :**

### **1.1. Excès de confiance :**

Le biais d'excès de confiance se traduit par une surestimation par les individus de la justesse de leurs jugements, de leurs prévisions ou de leurs compétences, au détriment d'une évaluation objective du risque

Dans le contexte de la crise des subprimes, ce biais s'est manifesté à plusieurs niveaux. D'abord chez les investisseurs institutionnels, qui ont continué d'acheter massivement des titres adossés à des prêts hypothécaires risqués, en surestimant leur capacité à anticiper le marché. Ensuite chez les dirigeants de grandes institutions financières, convaincus de la robustesse de leurs modèles de titrisation et de gestion du risque, en dépit d'alertes précoces sur la fragilité de ces produits<sup>64</sup>.

Cet excès de confiance a également touché les agences de notation, qui ont attribué des notes AAA à des produits toxiques, partant du principe que les modèles statistiques étaient infaillibles. Selon Ben-David, Graham et Harvey (2013), plus de 60 % des dirigeants financiers interrogés dans leur enquête reconnaissent avoir une confiance "excessive" dans leurs prévisions de marché. Ce biais a ainsi contribué à une sous-estimation systématique de la probabilité d'un retournement de marché, alimentant la bulle immobilière jusqu'à son éclatement<sup>65</sup>.

### **1.2. Illusion de contrôle :**

L'illusion de contrôle désigne la tendance des individus à croire qu'ils peuvent influencer ou maîtriser des événements qui relèvent pourtant largement du hasard ou

---

<sup>64</sup> Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998). Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions. *Journal of Finance*, 53(6), 1839–1885.

<sup>65</sup> Ben-David, I., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2013). Managerial Miscalibration. *The Quarterly Journal of Economics*, 128(4), 1547–1584.

de facteurs externes. Dans le domaine financier, ce biais s'exprime notamment par une confiance excessive dans les outils quantitatifs et les modèles prédictifs, supposés offrir un contrôle total sur le risque. Durant la période précédant la crise des subprimes, cette illusion s'est traduite par une foi quasi aveugle dans les modèles de pricing des produits dérivés et de gestion du risque, tels que les Value-at-Risk (VaR), largement utilisés par les banques d'investissement<sup>66</sup>.

Les dirigeants financiers croyaient pouvoir maîtriser la complexité croissante des actifs titrisés (MBS, CDO) grâce à des algorithmes sophistiqués, ignorant les limites structurelles de ces outils en cas de chocs extrêmes ou de ruptures systémiques<sup>67</sup>. Cette illusion a été renforcée par une longue période de stabilité macroéconomique (la "Grande Modération"), qui a entretenu l'idée que les marchés étaient sous contrôle. Or, comme l'a montré Taleb (2007), les modèles classiques échouent précisément face aux "cygnes noirs" — ces événements rares, imprévisibles et à fort impact — comme l'effondrement des marchés immobiliers et financiers en 2008<sup>68</sup>.

### 1.3. Ancrage :

Le biais d'ancrage se produit lorsque les individus fondent leurs décisions sur une valeur de référence arbitraire (ou « ancre »), même si celle-ci est peu pertinente ou obsolète. Ce biais affecte la manière dont les agents évaluent les actifs, les risques ou les perspectives de rendement<sup>69</sup>. Pendant la crise des subprimes, l'ancrage s'est manifesté de manière frappante dans la valorisation continue des actifs immobiliers. Les investisseurs, les analystes et même les consommateurs particuliers ont persisté à croire que les prix de l'immobilier suivraient une tendance haussière durable, en se référant aux performances passées comme à une norme stable, malgré les premiers signes de retournement<sup>70</sup>.

---

<sup>66</sup> Shefrin, H. (2000). *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*. Harvard Business School Press.

<sup>67</sup> Gigerenzer, G. (2007). *Gut Feelings: The Intelligence of the Unconscious*. Viking.

<sup>68</sup> Taleb, N. N. (2007). *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*. Random House.

<sup>69</sup> Shiller, R. J. (2005). *Irrational Exuberance* (2nd ed.). Princeton University Press.

<sup>70</sup> Keys, B. J., Mukherjee, T., Seru, A., & Vig, V. (2010). *Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans*. *Quarterly Journal of Economics*, 125(1), 307–362.

Cet ancrage à des tendances historiques s'est aussi retrouvé dans les modèles de notation des agences, qui se fondaient sur des données antérieures à 2006, période de croissance, sans ajustement réel aux évolutions du marché. Selon Tversky et Kahneman (1974), les individus tendent à s'appuyer excessivement sur la première information disponible, même lorsqu'elle est arbitraire, ce qui conduit à des évaluations biaisées<sup>71</sup>. Dans le cas des subprimes, cet ancrage à une croissance passée a empêché une réévaluation lucide du risque, et a contribué au gonflement de la bulle.

#### **1.4. Biais de représentativité :**

Le biais de représentativité se manifeste lorsque les individus évaluent la probabilité d'un événement en se basant sur sa ressemblance avec un modèle connu ou une expérience passée, sans prendre en compte les probabilités réelles. Autrement dit, ils tirent des conclusions générales à partir d'échantillons limités ou de situations atypiques. Dans le cadre de la crise des subprimes, ce biais a conduit de nombreux investisseurs à croire que les crédits hypothécaires allaient rester globalement sûrs, simplement parce que l'historique des défauts sur prêts immobiliers semblait faible dans les décennies précédentes<sup>72</sup>.

Cette extrapolation abusive a été renforcée par la montée des produits structurés, tels que les Collateralized Debt Obligations (CDO), qui donnaient l'illusion de diversification et de sécurité. Les agences de notation ont elles-mêmes cédé à cette logique en attribuant des notes élevées à des tranches junior, simplement parce qu'elles ressemblaient, en termes statistiques, à des actifs historiquement stables<sup>73</sup>. Comme le soulignent Kahneman et Tversky (1982), ce biais mène à une « négligence de la taille de l'échantillon » et à une mauvaise estimation des risques extrêmes — ce qui s'est précisément matérialisé avec l'explosion des défauts dans les segments subprime<sup>74</sup>.

---

<sup>71</sup> Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*. Science, 185(4157), 1124–1131.

<sup>72</sup> Gennaioli, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (2012). *Neglected Risks, Financial Innovation, and Financial Fragility*. *Journal of Financial Economics*, 104(3), 452–468.

<sup>73</sup> Coval, J., Jurek, J., & Stafford, E. (2009). *The Economics of Structured Finance*. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 3–25.

<sup>74</sup> Kahneman, D., & Tversky, A. (1982). *Judgments of and by Representativeness*. In D. Kahneman, P. Slovic & A. Tversky (Eds.), *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Cambridge University Press.

## **2. Rôle des agences de notation et des institutions financières :**

Les agences de notation et les grandes institutions financières ont joué un rôle central dans la diffusion systémique des biais cognitifs observés durant la crise des subprimes. Loin de les corriger, ces acteurs les ont souvent amplifiés, en raison de conflits d'intérêts, d'une dépendance excessive aux modèles mathématiques, et d'un manque de remise en question des signaux du marché. Les agences de notation, en particulier, ont accordé des notations élevées à des titres financiers complexes (CDO, RMBS) sans tenir compte de la fragilité structurelle des actifs sous-jacents. Elles ont sous-estimé les risques corrélés entre les prêts subprimes, ancrées dans une logique de représentativité fondée sur les performances passées du marché immobilier<sup>75</sup>.

Du côté des banques et institutions financières, la pression à la rentabilité et l'usage généralisé de la titrisation ont favorisé des prises de risque excessives. De nombreux gestionnaires ont agi sous l'effet d'un excès de confiance, croyant pouvoir "sortir à temps" avant un retournement, ou maîtriser l'exposition via des instruments de couverture. La croyance dans le bon fonctionnement des marchés (illusion de contrôle) et l'imitation généralisée des stratégies dominantes ont accentué le phénomène de bulle<sup>76</sup>. Les incentives pervers (bonus liés à la performance à court terme) ont également encouragé des comportements biaisés par une vision myope du risque.

Des études post-crise ont mis en évidence la responsabilité de ces institutions dans la diffusion d'un sentiment artificiel de sécurité. Par exemple, la Commission d'enquête sur la crise financière (Financial Crisis Inquiry Commission, 2011) a souligné que 75 % des produits titrisés notés AAA entre 2004 et 2007 ont ensuite été dégradés à junk status<sup>77</sup>. Cela illustre l'aveuglement collectif autour du risque systémique.

Ainsi, la crise des subprimes ne saurait être comprise sans une analyse approfondie des mécanismes psychologiques et institutionnels ayant alimenté les comportements irrationnels à grande échelle. Loin de se limiter à des erreurs individuelles, cette crise

---

<sup>75</sup> Acharya, V. V., & Richardson, M. (2009). *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*. Wiley Finance.

<sup>76</sup> Partnoy, F. (2009). *Overdependence on Credit Ratings Was a Primary Cause of the Crisis*. University of San Diego School of Law.

<sup>77</sup> Financial Crisis Inquiry Commission (2011). *The Financial Crisis Inquiry Report*. Government Printing Office

révèle la faillibilité collective d'un système financier où biais cognitifs, incitations mal alignées et défaillances structurelles se sont mutuellement renforcés.

Nous examinons de manière plus détaillée comment les biais cognitifs ont été renforcés à l'échelle du système financier, notamment à travers le rôle joué par les institutions financières et les agences de notation.

### **2.1. Conflits d'intérêts structurels dans les agences de notation :**

Les agences de notation étaient rémunérées par les émetteurs des titres qu'elles évaluaient, ce qui a conduit à une forme d'autocensure : dégrader un produit financier revenait à perdre un client. Cela a généré un biais de confirmation institutionnalisé, les incitant à accorder des notations généreuses aux produits risqués (notamment les CDO)<sup>78</sup>. Cela a affaibli leur rôle de filtre critique dans le système financier.

### **2.2. Dépendance excessive aux modèles quantitatifs :**

Les modèles mathématiques utilisés pour noter ou évaluer les produits structurés (comme le modèle de copule de Li) supposaient une faible corrélation entre les défauts de prêts. En réalité, ces corrélations ont explosé lorsque le marché immobilier s'est retourné. Les modèles ont donné une fausse impression de contrôle et de précision<sup>79</sup>. Cela reflète une illusion de rationalité, renforcée par la complexité technique qui dissuadait la remise en question.

### **2.3. Biais de représentativité et illusion de stabilité :**

De nombreux investisseurs et analystes ont estimé que la croissance du marché immobilier continuerait indéfiniment, car les défauts passés étaient faibles. Ils ont extrapolé les performances historiques sans prendre en compte les causes sous-jacentes, ni la saturation du crédit subprime<sup>80</sup>. Cela illustre un biais de représentativité, où les schémas récents sont considérés comme typiques de l'avenir.

---

<sup>78</sup> Partnoy, F. (2009). *Overdependence on Credit Ratings Was a Primary Cause of the Crisis*.

<sup>79</sup> Salmon, F. (2009). *Recipe for Disaster: The Formula That Killed Wall Street*. *Wired Magazine*, Issue 17.03.

<sup>80</sup> Kahneman, D., & Tversky, A. (1974). *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*. *Science*, 185(4157),

#### **2.4. Effets de groupe et pensée conformiste (groupthink) :**

Au sein des grandes banques ou des régulateurs, les opinions divergentes étaient marginalisées. Les décideurs ont souvent préféré se conformer à la majorité plutôt que de s'opposer à la norme. Ce phénomène de pensée de groupe a empêché les alertes précoces d'être prises au sérieux. Ce climat organisationnel a favorisé l'uniformité des croyances, plutôt que la critique<sup>81</sup>.

#### **2.5. Excès de confiance et illusion de contrôle :**

Les dirigeants et traders étaient persuadés de pouvoir anticiper ou gérer les risques via des produits dérivés comme les CDS. Cet excès de confiance les a poussés à ignorer la complexité réelle des instruments, croyant pouvoir « sortir à temps »<sup>82</sup>. Ce biais renforce l'idée que les crises sont amplifiées par une surdétermination des capacités individuelles.

#### **2.6. Biais d'incitation et court-termisme :**

Les rémunérations à la performance, souvent indexées sur les profits annuels, ont incité à prendre des risques immédiats pour maximiser les bonus, même si cela compromettait la stabilité future. Cela a nourri une myopie du risque, où le long terme était systématiquement négligé<sup>83</sup>. Ces structures d'incitations favorisent un alignement dysfonctionnel entre intérêt privé et stabilité collective.

#### **2.7. Biais de normalité et sous-estimation des crises :**

Les acteurs ont négligé la possibilité d'un effondrement global du système. Le scénario catastrophe paraissait improbable, voire impossible. Ce biais de normalité conduit à rejeter les scénarios extrêmes<sup>84</sup>. Cela empêche les institutions d'adopter des stratégies résilientes face aux événements rares mais destructeurs.

---

<sup>81</sup> Janis, I. L. (1982). *Groupthink: Psychological Studies of Policy Decisions and Fiascoes* (2nd ed.). Boston: Houghton Mifflin.

<sup>82</sup> Shefrin, H. (2007). *Behavioral Corporate Finance: Decisions that Create Value*. McGraw-Hill/Irwin.

<sup>83</sup> Financial Crisis Inquiry Commission. (2011). *The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*. U.S. Government Printing Office.

<sup>84</sup> Taleb, N. N. (2007). *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*. Random House.

## **2.8. Opacité de la titrisation et illusion de dispersion du risque :**

La titrisation a fragmenté les prêts en tranches complexes. Cette structure donnait l'impression que le risque était disséminé, alors qu'en réalité il était masqué et concentré<sup>85</sup>. L'interdépendance entre les tranches a créé un effet domino lors du retournement du marché. Ce système a propagé les biais dans toute la chaîne financière, des banques aux investisseurs institutionnels.

## **2.9. Sentiment artificiel de sécurité via les notations AAA :**

Le fait que des produits risqués soient notés AAA a induit en erreur des milliers d'investisseurs institutionnels (fonds de pension, assurances), qui les ont considérés comme sûrs<sup>86</sup>. Ce faux sentiment de sécurité a nourri une prise de risque excessive à l'échelle globale.

## **2.10. Défaillance de la régulation et croyance idéologique dans le marché :**

Enfin, la croyance des régulateurs dans la capacité des marchés à s'autoréguler a retardé les mesures correctives. Cette idéologie de l'efficacité des marchés a contribué à un aveuglement collectif, y compris au sein des autorités publiques. Cela révèle une faille cognitive dans la gouvernance économique elle-même<sup>87</sup>.

En somme, la crise des subprimes illustre une défaillance cognitive systémique, où les biais humains, amplifiés par des incitations financières perverses et des outils techniques mal compris, ont conduit à une explosion de la vulnérabilité globale. Pour prévenir de futures crises, il ne suffit pas d'améliorer la réglementation ; il faut aussi repenser la psychologie collective des marchés et les mécanismes d'alerte dans les institutions elles-mêmes.

## **3. Une prise de décision déconnectée de l'analyse fondamentale :**

La crise des subprimes a révélé une rupture profonde entre la prise de décision financière et l'analyse fondamentale des actifs. Au lieu de reposer sur l'évaluation

---

<sup>85</sup> Gorton, G. (2008). *The Panic of 2007*. In *Maintaining Stability in a Changing Financial System*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole Conference Proceedings, pp. 131–262.

<sup>86</sup> Financial Crisis Inquiry Commission (2011), p.126.

<sup>87</sup> Stiglitz, J. E. (2010). *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*. W. W. Norton & Company.

rigoureuse de la valeur intrinsèque ou du risque réel des produits financiers, les décisions d'investissement et de gestion ont souvent été guidées par des logiques mécaniques, des croyances infondées dans la robustesse des modèles, et une recherche excessive de rendement.

Deux dynamiques illustrent cette dérive : d'une part, la prolifération de produits financiers complexes (tels que les CDO ou les MBS) dont le risque a été massivement sous-estimé ; d'autre part, une confiance excessive dans des modèles quantitatifs de plus en plus sophistiqués, censés mesurer, maîtriser, voire neutraliser l'incertitude. Ce découplage entre décision et réalité économique constitue un facteur clé de la fragilité systémique révélée par la crise.

### **3.1. Des produits complexes sous-évalués en termes de risque :**

L'un des traits saillants de la crise des subprimes réside dans la prolifération de produits financiers complexes — Collateralized Debt Obligations (CDO), Mortgage-Backed Securities (MBS), Credit Default Swaps (CDS) — dont la valorisation et la diffusion se sont faites indépendamment d'une évaluation rigoureuse du risque sous-jacent. Ces instruments ont été conçus pour « diversifier » et « diluer » le risque lié aux crédits immobiliers, mais ils ont souvent masqué une concentration extrême de risques systémiques.

Cette déconnexion entre le prix des actifs et leur valeur fondamentale peut s'expliquer par une série de biais cognitifs et d'effets mimétiques qui ont affecté tant les investisseurs que les institutions financières. Comme l'explique Daniel Kahneman (2011), les agents économiques ont tendance à utiliser des raccourcis mentaux (heuristiques) pour traiter une information complexe, ce qui les rend vulnérables à des erreurs de jugement, notamment face à l'opacité croissante des instruments financiers<sup>88</sup>.

Andrei Shleifer (2000), dans sa théorie des marchés limités par l'arbitrage, souligne que même les investisseurs sophistiqués peuvent renoncer à corriger une surévaluation évidente s'ils anticipent que les marchés resteront irrationnels plus longtemps qu'ils

---

<sup>88</sup> Kahneman, D. (2011), *Thinking, Fast and Slow*, New York: Farrar, Straus and Giroux

ne resteront solvables<sup>89</sup>. En d'autres termes, la rationalité des acteurs est bridée par des contraintes comportementales et institutionnelles. Cette logique s'est concrétisée avec les CDO : des titres adossés à des créances risquées mais artificiellement notés AAA, qui se sont échangés sans véritable analyse fondamentale des actifs sous-jacents.

Robert Shiller (2005), enfin, a été l'un des premiers à alerter sur cette décorrélation croissante entre les fondamentaux économiques et les valorisations du marché immobilier américain. Selon lui, une dynamique d'exubérance irrationnelle a conduit à surestimer la solidité du marché, nourrie par des récits collectifs optimistes et un aveuglement face aux signes avant-coureurs de retournement<sup>90</sup>.

La complexité des produits, la confiance excessive dans les modèles mathématiques et la généralisation d'une logique spéculative ont ainsi vidé l'analyse fondamentale de sa pertinence. Les décisions d'investissement ont souvent été guidées par des simulations optimistes, des notations abusives et une quête de rendement, au détriment de la qualité réelle des actifs<sup>91</sup>. En cela, la crise des subprimes constitue un cas d'école de déconnexion entre valorisation financière et réalité économique.

#### 4. Une surconfiance dans les modèles quantitatifs et de gestion du risque :

La période qui a précédé la crise des subprimes a été marquée par une confiance quasi aveugle dans les modèles quantitatifs d'évaluation du risque. Ces outils mathématiques, censés permettre une modélisation fine des probabilités de défaut et des corrélations entre actifs, ont été utilisés par les institutions financières comme des instruments de contrôle et d'optimisation du portefeuille. En réalité, ils ont souvent donné un faux sentiment de sécurité.

Cette illusion de contrôle, décrite par Kahneman (2011), repose sur une surestimation des capacités de prévision et une sous-estimation des événements extrêmes (effet de normalité)<sup>92</sup>. Les modèles tels que Value-at-Risk (VaR), largement utilisés à l'époque,

---

<sup>89</sup> Shleifer, A. (2000), *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford University Press.

<sup>90</sup> Shiller, R. J. (2005), *Irrational Exuberance* (2nd ed.), Princeton University Press.

<sup>91</sup> *Financial Crisis Inquiry Commission (2011), The Financial Crisis Inquiry Report, U.S. Government Printing Office.*

<sup>92</sup> Kahneman, D. (2011). *Thinking, Fast and Slow*. Farrar, Straus and Giroux.

reposaient sur des distributions gaussiennes du risque qui ne prenaient pas en compte les risques de queue ou les événements hautement improbables mais aux conséquences majeures — ce que Nassim Taleb appellera plus tard les « cygnes noirs » (*The Black Swan*, 2007)<sup>93</sup>.

La surconfiance dans ces modèles a été renforcée par une ingénierie financière toujours plus sophistiquée, qui a permis de construire des portefeuilles d'actifs perçus comme « diversifiés » mais en réalité hautement corrélés. Comme le montre Shleifer (2000), les investisseurs ont adopté un comportement mimétique et ont cessé de remettre en question les fondements de ces modèles, par crainte de rater une opportunité ou d'aller à contre-courant du marché<sup>94</sup>.

En outre, les agences de notation, elles aussi dépendantes des modèles de risque internes, ont accordé des notations élevées à des instruments complexes en se fondant sur des hypothèses irréalistes. Shiller (2005) note que ces évaluations optimistes reposaient souvent sur des données historiques de faible volatilité et sur une extrapolation excessive des tendances passées, ce qui a renforcé l'ancrage dans une perception biaisée du risque<sup>95</sup>.

Cette dépendance excessive à la modélisation a donc contribué à masquer les signaux faibles d'instabilité. Elle a également encouragé des comportements spéculatifs fondés sur des simulations plus que sur l'analyse fondamentale des actifs. Lorsque les modèles ont été mis à l'épreuve par la montée des défauts dans l'immobilier subprime, ils se sont révélés inadaptés, aggravant l'ampleur du choc systémique.

En conclusion de cette sous-section consacré aux biais cognitifs à l'œuvre et une prise de décision déconnectée de l'analyse fondamentale, l'analyse croisée des biais cognitifs et des logiques de décision financière révèle une fragilité structurelle du système financier, bien au-delà de simples erreurs individuelles. Loin d'être des anomalies ponctuelles, les biais tels que l'excès de confiance, l'illusion de contrôle, l'ancrage ou encore la représentativité ont opéré de manière cumulative et à tous les

---

<sup>93</sup> Taleb, N. N. (2007). *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*. Random House.

<sup>94</sup> Shleifer, A. (2000). *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*. Oxford University Press.

<sup>95</sup> Shiller, R. J. (2005). *Irrational Exuberance* (2nd ed.). Princeton University Press.

niveaux de la chaîne financière — des investisseurs particuliers aux institutions les plus sophistiquées.

Cette irrationalité largement partagée a été renforcée par un environnement où la prise de décision s'est progressivement affranchie de l'analyse fondamentale. Les outils quantitatifs complexes, les modèles de gestion du risque et les produits structurés comme les MBS ou les CDO ont donné une illusion de maîtrise, tout en brouillant la perception réelle du risque. Le recours à des instruments de plus en plus abstraits a favorisé une culture de délégation aveugle et de confiance excessive dans des modèles incapables de capter l'incertitude radicale.

La finance comportementale, en intégrant les dimensions psychologiques, sociales et informationnelles du comportement des agents, permet de mieux comprendre cette disjonction entre valeur réelle et prix de marché. Elle met en lumière l'importance des croyances collectives, des heuristiques mentales et des incitations institutionnelles dans la production de décisions défailtantes.

Ces éléments appellent non seulement à une révision des fondements de la théorie économique classique, mais également à une redéfinition de la régulation financière. Plutôt que de supposer une rationalité omniprésente, il devient crucial d'anticiper les comportements déviants, de limiter les effets de contagion cognitive et de restaurer une meilleure transparence des produits et des incitations. C'est à cette condition que l'on pourra espérer contenir les effets systémiques d'une rationalité humaine fondamentalement limitée.

### **Conclusion du chapitre :**

Au début de ce chapitre, il fallait replacer le contexte de la thèse. Il convient de rappeler que la crise des subprimes s'inscrit dans un enchaînement historique précis, marqué par la déréglementation progressive des marchés financiers depuis les années 1980, l'expansion du crédit aux ménages à faible revenu, et une politique monétaire particulièrement accommodante après l'éclatement de la bulle internet en 2001. Cette conjoncture a favorisé une surchauffe du marché immobilier, encouragée par des mécanismes financiers innovants mais opaques (titrisations, CDO, produits dérivés complexes) et un alignement d'intérêts incitatif à la prise de risque excessif.

La transformation du crédit hypothécaire en actif financier mondialisé a ainsi permis, dans un premier temps, une illusion de stabilité et de rendement. Mais cette illusion s'est effondrée dès lors que les défauts de paiement se sont multipliés et que la confiance s'est brutalement inversée, révélant non seulement la fragilité des bilans bancaires, mais aussi l'absence de compréhension partagée du risque systémique latent.

Ce premier chapitre a permis de déconstruire, à travers une lecture pluridisciplinaire, les fondements rationnels souvent associés à la crise des subprimes. Loin de se résumer à une défaillance purement technique ou exogène, cette crise trouve ses racines dans une combinaison complexe de facteurs historiques, institutionnels, psychologiques et idéologiques.

Sur le plan macroéconomique, nous avons mis en évidence le rôle central d'une politique monétaire accommodante et d'une culture du crédit permissive, qui ont alimenté la bulle immobilière par une distribution massive de prêts à risque. La titrisation, censée disperser le risque, a au contraire favorisé une dilution de la responsabilité et une opacité croissante, renforcée par des incitations perverses au sein du système financier. Ce déséquilibre structurel a conduit à un enchaînement critique : effondrement du marché immobilier, crise de liquidité, puis propagation systémique à l'échelle mondiale.

Mais au-delà des mécanismes économiques, ce chapitre a surtout mis en lumière une dimension souvent négligée : l'illusion persistante de rationalité dans les décisions financières. L'hypothèse d'efficacité des marchés, longtemps hégémonique, a montré ses limites face à l'incapacité des acteurs à anticiper les déséquilibres, à intégrer des signaux faibles ou à remettre en question leurs modèles. La crise a ainsi révélé une surenchère de confiance dans des outils quantitatifs déconnectés de la réalité fondamentale, ainsi qu'un recours généralisé à des raisonnements biaisés.

Les biais cognitifs — excès de confiance, ancrage, représentativité, illusion de contrôle — ont agi comme des mécanismes amplificateurs d'une dynamique déjà instable. Ce n'est pas seulement l'irrationalité d'agents isolés qui est en cause, mais bien une rationalité limitée systémique, partagée et encouragée par des institutions de marché,

des agences de notation et des politiques publiques elles-mêmes prisonnières de cadres idéologiques rigides.

Toutefois, pour saisir pleinement la mécanique de la bulle et son emballement, il convient désormais de dépasser l'analyse individuelle des biais. La contagion des croyances, l'uniformisation des comportements et la puissance des dynamiques collectives méritent une attention spécifique. C'est dans cette perspective que s'ouvre le chapitre suivant, consacré aux comportements mimétiques et à la logique de troupeau — un prisme décisif pour comprendre l'irrationalité collective au cœur de la bulle immobilière et l'aveuglement généralisé qui a précédé l'effondrement.

**Chapitre II :**  
**Les comportements mimétiques :**  
**la logique de troupeau au cœur de la bulle immobilière**

- Section 1. La finance comportementale comme cadre d'analyse des comportements mimétiques :
- Section 2. La dynamique sociale des bulles financières
- Section 3. Mimétisme des acteurs institutionnels et une amplification des déséquilibres

## **Introduction :**

Si l'on cherche à comprendre pourquoi la bulle immobilière américaine a pu croître de manière aussi spectaculaire avant d'éclater brutalement en 2007, il ne suffit pas de mobiliser les explications purement économiques ou réglementaires. Un facteur central mais souvent sous-estimé réside dans le comportement collectif des agents économiques, motivé non par l'analyse fondamentale, mais par l'imitation et la dynamique sociale. Loin d'être une série d'initiatives indépendantes et rationnelles, l'emballement du marché immobilier a été porté par une logique mimétique, dans laquelle les acteurs — particuliers comme institutions — ont aligné leurs décisions sur celles des autres.

Ce phénomène de comportement grégaire ou « *herding behavior* » ne se limite pas à une anecdote psychologique. Il a des conséquences économiques concrètes : il amplifie les mouvements de marché, accroît les prises de risque collectives, et peut conduire à des déséquilibres systémiques majeurs. La peur de rater une opportunité (*Fear of Missing Out*), les signaux envoyés par les médias, l'effet d'entraînement des voisins ou concurrents, tout cela a contribué à nourrir une croyance largement partagée dans la perpétuation de la hausse des prix immobiliers.

Ce chapitre s'attache à explorer les mécanismes psychologiques et sociaux de cette dynamique mimétique. Dans un premier temps, nous analyserons l'effet d'entraînement et la peur de rater une opportunité, qui ont poussé des millions d'individus à s'endetter pour ne pas « rester à la traîne ». Dans un second temps, nous montrerons comment les institutions financières elles-mêmes — banques, fonds, agences de notation — ont succombé à ce mimétisme stratégique, préférant suivre le consensus dominant plutôt qu'en évaluer la validité. Enfin, nous verrons que cette logique de troupeau a conduit à une amplification des déséquilibres, transformant une simple exubérance en bulle systémique, selon les analyses de Robert Shiller et d'autres auteurs en finance comportementale.

## **Section 1. La finance comportementale comme cadre d'analyse des comportements mimétiques**

La théorie de la finance comportementale offre un cadre particulièrement pertinent pour analyser les dynamiques mimétiques observées lors de la formation et de l'éclatement de la bulle immobilière précédant la crise des subprimes. Contrairement à la finance classique, qui repose sur l'hypothèse d'une rationalité parfaite des agents et de l'efficacité des marchés, la finance comportementale prend en compte l'impact des biais cognitifs, émotionnels et sociaux sur les décisions financières. Parmi ces biais, le comportement mimétique, ou "herding behavior", occupe une place centrale. Il se manifeste lorsque les agents économiques, face à l'incertitude ou à une information incomplète, adoptent des décisions en se fondant sur les choix observés chez les autres, dans une logique d'imitation collective.

Cette dynamique a été particulièrement visible dans le secteur immobilier américain des années 2000, où la hausse continue des prix a engendré une spirale auto-entretenue : l'achat de logements par une partie croissante de la population a renforcé la conviction que les prix continueraient à monter, incitant encore plus d'agents à investir, indépendamment de toute analyse fondamentale.

Des travaux majeurs, tels que ceux de Shiller (2000, 2005), Banerjee (1992) ou encore Bikhchandani, Hirshleifer et Welch (1992), ont théorisé ces comportements de troupeau et montré leur rôle dans la formation des bulles spéculatives. Ainsi, la logique mimétique ne relève pas d'un simple phénomène irrationnel isolé, mais constitue un mécanisme profondément enraciné dans les interactions sociales et psychologiques des agents, contribuant à déstabiliser les marchés et à alimenter les déséquilibres systémiques.

La finance comportementale s'impose progressivement comme une alternative théorique crédible face aux limites manifestes de la finance classique. Cette dernière repose sur des hypothèses jugées de plus en plus irréalistes à la lumière des crises financières récentes : rationalité parfaite des agents, efficacité des marchés, anticipation correcte des risques, et stabilité des préférences. Face aux anomalies empiriques récurrentes et aux comportements irrationnels largement observés dans la réalité, la finance comportementale propose un changement de paradigme. Elle intègre

les apports de la psychologie cognitive, de l'économie expérimentale et des sciences sociales pour expliquer les décisions financières individuelles et collectives de manière plus réaliste.

### **1. Une rupture avec les fondements de la finance classique :**

La finance classique repose sur des piliers théoriques tels que l'hypothèse d'efficience des marchés (Efficient Market Hypothesis, EMH) formulée par Eugene Fama (1970), ainsi que sur le postulat de la rationalité des agents économiques. Selon cette approche, les investisseurs disposent d'une information parfaite ou quasi-parfaite, ils actualisent correctement les données nouvelles, et arbitrent les opportunités de manière à éliminer rapidement toute inefficience de prix. Par conséquent, les prix des actifs financiers reflètent toujours, de manière instantanée et exacte, l'ensemble des informations disponibles.

Cette vision repose également sur des modèles tels que le Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers (CAPM) de Sharpe (1964)<sup>96</sup> et Lintner (1965)<sup>97</sup>, ou encore sur la théorie de l'arbitrage (Ross, 1976), qui présupposent des comportements rationnels, des anticipations homogènes, et l'absence de biais psychologiques<sup>98</sup>.

Or, depuis les années 1980, une série d'anomalies empiriques est venue ébranler ces fondements. Parmi elles :

- L'effet de momentum (Jegadeesh et Titman, 1993), où les titres ayant surperformé dans le passé continuent souvent à surperformer à court terme<sup>99</sup> ;
- Les bulles spéculatives, comme celles observées lors de la crise des dotcom ou de l'immobilier avant 2008, où les prix s'éloignent durablement des fondamentaux ;

---

<sup>96</sup> Sharpe, W. F. (1964). *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442

<sup>97</sup> Lintner, J. (1965). *The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13–37

<sup>98</sup> Ross, S. A. (1976). *The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing*. *Journal of Economic Theory*, 13(3), 341–360.

<sup>99</sup> Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). *Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency*. *The Journal of Finance*, 48(1), 65–91.

- L'effet janvier, où les actions tendent à enregistrer des rendements anormalement élevés en début d'année ;
- Le biais de disposition, identifié par Shefrin et Statman (1985), selon lequel les investisseurs ont tendance à vendre trop rapidement leurs gains et à conserver trop longtemps leurs pertes<sup>100</sup>.

Ces phénomènes ne trouvent pas de réelle explication dans le cadre classique. Ils illustrent une dynamique de marché où les émotions, les jugements approximatifs et les influences sociales jouent un rôle majeur. C'est précisément à partir de ce constat qu'émerge la finance comportementale, comme une réponse critique à l'approche traditionnelle.

Portée par des chercheurs comme Daniel Kahneman et Amos Tversky, la finance comportementale s'appuie sur les apports de la psychologie cognitive pour démontrer que les individus ne prennent pas toujours des décisions rationnelles. Ils utilisent des heuristiques (raccourcis mentaux) qui les exposent à des biais systématiques, comme l'excès de confiance, l'ancrage ou l'aversion aux pertes. À cela s'ajoute le rôle des facteurs émotionnels et sociaux, qui peuvent amplifier les comportements mimétiques, entraîner des paniques boursières ou des emballements collectifs.

Ainsi, la finance comportementale rompt avec l'axiome de la rationalité absolue. Elle propose une vision plus réaliste du comportement des agents, notamment en contexte d'incertitude ou de forte volatilité, comme ce fut le cas lors de la crise des subprimes. Loin d'être des anomalies isolées, les déviations au modèle classique deviennent dans cette perspective des éléments structurels du fonctionnement réel des marchés.

## **2. Les hypothèses fondamentales de la finance comportementale :**

La finance comportementale repose sur plusieurs hypothèses clés :

### **2.1. Rationalité limitée :**

---

<sup>100</sup> Shefrin, H., & Statman, M. (1985). *The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence*. *The Journal of Finance*, 40(3), 777–790.

Selon Herbert Simon (1955), les individus n'ont ni le temps, ni les ressources cognitives nécessaires pour optimiser toutes leurs décisions. Ils utilisent des règles approximatives (*satisficing*) pour parvenir à des choix acceptables plutôt qu'optimaux<sup>101</sup>.

Inspirée des travaux d'Herbert Simon, cette hypothèse postule que les agents ne disposent ni de l'information parfaite, ni de la capacité cognitive illimitée nécessaire à une prise de décision optimale. Ils utilisent des règles approximatives (heuristiques) et se contentent souvent de solutions satisfaisantes plutôt que maximales (*satisficing*), surtout en contexte d'incertitude.

## **2.2. Présence de biais cognitifs :**

Les décisions sont fréquemment influencées par des biais systématiques comme l'excès de confiance, le biais de représentativité, le biais de confirmation ou encore l'ancrage (Tversky & Kahneman, 1974)<sup>102</sup>.

Les décisions financières sont fréquemment influencées par des biais cognitifs, c'est-à-dire des erreurs systématiques de jugement, et par des heuristiques, ou raccourcis mentaux<sup>103</sup>. Parmi les biais les plus documentés, on retrouve :

- L'effet de disposition : tendance à vendre trop vite les actifs gagnants et à conserver trop longtemps les actifs perdants.
- L'excès de confiance : surestimation de ses propres capacités ou connaissances.
- Le biais de représentativité : juger un événement probable sur la base de stéréotypes ou de similarités apparentes.
- L'ancrage : tendance à se baser sur une information initiale (souvent arbitraire) pour évaluer une situation.

---

<sup>101</sup> Simon, H. A. (1955). *A Behavioral Model of Rational Choice*. The Quarterly Journal of Economics, 69(1), 99-118.

<sup>102</sup> Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. Science, 185(4157), 1124–1131.

<sup>103</sup> Shefrin, H. (2000). *Beyond Greed and Fear*. Harvard Business School Press.

### 2.3. Théorie des perspectives :

Kahneman et Tversky (1979) ont démontré que les individus évaluent les gains et les pertes relativement à un point de référence, manifestant une forte aversion à la perte et des comportements asymétriques selon le cadrage des décisions<sup>104</sup>.

L'idée est que les individus ne raisonnent pas en termes absolus de gains et pertes, mais par rapport à un point de référence. Ils manifestent une aversion à la perte plus forte que le goût du gain équivalent, et réagissent différemment selon le cadrage des options.

Les travaux du psychologue Daniel Kahneman, lauréat du prix Nobel d'économie en 2002, et de son collaborateur Amos Tversky, ont profondément bouleversé la compréhension de la prise de décision en incertitude<sup>105</sup>. En 1979, ils développent la théorie des perspectives (*Prospect Theory*), qui montre que les individus évaluent les gains et les pertes relativement à un point de référence, et qu'ils sont généralement plus sensibles aux pertes qu'aux gains équivalents (aversion à la perte)<sup>106</sup>. Leurs recherches révèlent aussi l'existence de biais cognitifs systématiques (biais de représentativité, heuristique d'ancrage, etc.), qui influencent fortement les choix économiques.

- Influence des émotions : Les émotions comme la peur ou l'euphorie influencent profondément la perception du risque et les comportements d'investissement, contribuant à des dynamiques collectives parfois irrationnelles.
- Interactions sociales et comportements mimétiques : La finance comportementale intègre la dimension sociale des marchés. Les individus sont influencés par les décisions des autres et adoptent

---

<sup>104</sup> Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*. *Econometrica*, 47(2), 263–292.

<sup>105</sup> Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*. *Science*, 185(4157), 1124–1131

<sup>106</sup> Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*. *Econometrica*, 47(2), 263–292.

parfois des comportements de troupeau (Banerjee, 1992<sup>107</sup> ; Bikhchandani et al., 1992)<sup>108</sup>, pouvant entraîner des bulles ou des krachs.

### **3. Les biais cognitifs et heuristiques :**

Dans un environnement complexe et incertain tel que celui des marchés financiers, les investisseurs sont souvent contraints de prendre des décisions rapidement, avec une information incomplète. Pour gérer cette complexité, ils ont recours à des heuristiques, c'est-à-dire à des raccourcis mentaux permettant de simplifier le traitement de l'information. Ces heuristiques, bien qu'efficaces dans certaines situations, donnent souvent lieu à des biais cognitifs — des erreurs systématiques de jugement ou de raisonnement — qui peuvent entraîner des décisions financières sous-optimales.

#### **3.1. Le biais de représentativité :**

Le biais de représentativité consiste à évaluer la probabilité d'un événement en fonction de sa similarité avec un modèle ou un stéréotype préexistant, plutôt qu'en fonction de sa probabilité objective. Par exemple, un investisseur peut considérer qu'une entreprise technologique qui "ressemble" à une success story comme Google ou Amazon est vouée au même succès, indépendamment de ses fondamentaux. Ce biais peut expliquer certains phénomènes d'exubérance irrationnelle sur des titres ou des secteurs perçus comme prometteurs, notamment durant la bulle Internet des années 1990.

En pratique, ce biais conduit à surestimer la probabilité d'événements récents ou spectaculaires, et à négliger les lois statistiques de base (comme la régression vers la moyenne). Les marchés deviennent alors vulnérables à la surinterprétation de signaux faibles ou de tendances passagères.

#### **3.2. L'excès de confiance :**

---

<sup>107</sup> Banerjee, A. V. (1992). A Simple Model of Herd Behavior. *Quarterly Journal of Economics*, 107(3), 797–817.

<sup>108</sup> Bikhchandani, S., Hirshleifer, D., & Welch, I. (1992). A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades. *Journal of Political Economy*, 100(5), 992–1026.

L'excès de confiance est l'un des biais les plus documentés en finance comportementale. Il renvoie à la tendance qu'ont les individus à surestimer la précision de leurs connaissances, la validité de leurs prévisions ou leurs compétences en matière d'investissement. Ce biais est particulièrement prégnant chez les investisseurs individuels, mais touche aussi les professionnels de la finance.

Il se traduit notamment par une sous-estimation des risques, une surenchère dans les transactions, ou encore une faible diversification des portefeuilles. Odean (1999) a montré que les investisseurs qui tradent fréquemment — souvent motivés par un excès de confiance — réalisent des performances globalement inférieures à celles de ceux qui adoptent une stratégie plus passive<sup>109</sup>. Ce biais contribue également à la formation de bulles spéculatives, en amplifiant les comportements d'achat en période d'euphorie.

### **3.3. Le biais de confirmation :**

Le biais de confirmation désigne la tendance à privilégier l'information qui confirme ses croyances préexistantes et à ignorer ou minimiser les données contradictoires. Ainsi, un investisseur convaincu de la solidité d'un titre cherchera principalement des nouvelles positives à son sujet et écartera les signaux d'alerte. Ce biais peut mener à une lecture sélective de l'information, à une inertie dans la prise de décision, et à une résistance au changement d'opinion, même face à des éléments objectifs.

En finance, ce biais est particulièrement dangereux car il contribue à l'aveuglement collectif en phase de croissance artificielle des marchés. Il favorise également la polarisation des opinions, notamment dans des contextes médiatiques où les investisseurs s'informent via des sources homogènes ou biaisées.

Ces biais ne sont pas seulement des défaillances individuelles : ils ont des implications collectives majeures. Lorsque ces erreurs sont partagées par un grand nombre d'investisseurs, elles peuvent provoquer des déséquilibres systémiques sur les marchés:

- Formation et éclatement de bulles spéculatives ;

---

<sup>109</sup> Odean, T. (1999). Do Investors Trade Too Much?. *The American Economic Review*, 89(5), 1279–1298.

- Volatilité excessive des prix par rapport aux fondamentaux ;
- Réactions exagérées aux nouvelles économiques, conduisant à des mouvements de marché non justifiés.

La crise des subprimes, par exemple, a été marquée par une série de décisions collectivement biaisées : excès de confiance dans la robustesse du marché immobilier, représentativité de modèles de croissance passés, et confirmation sélective d'une croyance selon laquelle « les prix de l'immobilier ne baissent jamais ».

#### **4. Les comportements mimétiques et cascades informationnelles :**

Dans les marchés financiers, les décisions ne sont pas toujours guidées par une évaluation rigoureuse des fondamentaux économiques. En situation d'incertitude élevée, ou lorsque l'information est imparfaite ou coûteuse à acquérir, les agents économiques ont tendance à observer le comportement des autres pour déterminer leur propre conduite. Ce phénomène, appelé comportement mimétique ou comportement grégaire, conduit souvent à des dynamiques de marché auto-renforcées, où les choix d'un petit nombre d'individus peuvent déclencher un mouvement collectif massif.

##### **4.1. La logique de l'imitation :**

Le comportement mimétique repose sur une logique simple : si un grand nombre d'investisseurs achètent un actif, cela est perçu comme un signal de qualité ou de profitabilité, ce qui pousse d'autres à faire de même, sans toujours en vérifier les fondements. Ainsi, l'imitation devient un substitut à l'analyse personnelle. Ce type de comportement est particulièrement répandu parmi les investisseurs institutionnels soumis à des pressions de performance à court terme ou à une peur d'être à contre-courant du marché (phénomène de « herding » ou « suivisme »).

La pression sociale et la peur d'être marginalisé jouent aussi un rôle important : un gestionnaire de portefeuille peut préférer se tromper avec le marché que d'avoir raison seul contre tous, ce qui accentue la convergence des comportements.

##### **4.2. Les cascades informationnelles :**

Le concept de cascade informationnelle, développé par Bikhchandani, Hirshleifer et Welch (1992), désigne une situation dans laquelle les individus, observant les

décisions de leurs prédécesseurs, choisissent de les imiter sans tenir compte de leur propre information privée. Une cascade se forme lorsque les signaux envoyés par les premiers agents suffisent à convaincre les suivants, même si ces derniers disposent d'informations contraires. Ainsi, des décisions collectives peuvent s'avérer incorrectes, simplement parce qu'un effet boule de neige s'est enclenché.

Par exemple, si les premiers acheteurs sur un marché immobilier surévalué obtiennent des gains rapides, d'autres investisseurs vont suivre, pensant que ces premiers acheteurs disposaient d'une information pertinente. Ce processus peut aboutir à une bulle spéculative, jusqu'à ce qu'un retournement brutal (souvent provoqué par un événement mineur) vienne faire éclater l'illusion collective.

## **5. Des mécanismes au cœur des crises financières :**

Ces comportements mimétiques et cascades informationnelles ont été au cœur de nombreuses crises financières, notamment celle des subprimes en 2007-2008. L'optimisme généralisé à propos du marché immobilier américain a poussé les investisseurs, les ménages, mais aussi les institutions financières à suivre une dynamique ascendante, sans nécessairement en comprendre ou en évaluer les risques réels. L'imitation entre banques dans la titrisation des crédits hypothécaires à haut risque, tout comme l'aveuglement collectif devant la complexité croissante des produits dérivés, relèvent typiquement de ces logiques mimétiques.

Lorsque la confiance s'est érodée, le phénomène inverse s'est produit : une panique mimétique a entraîné des ventes massives, des pertes de liquidité et un effondrement généralisé du système bancaire, illustrant à quel point ces dynamiques collectives peuvent amplifier les cycles économiques et créer des désordres systémiques.

### **5.1. Les anomalies de marché :**

L'hypothèse d'efficience des marchés (EMH), telle que formulée par Eugene Fama (1970), postule que les prix des actifs financiers reflètent à tout moment toute l'information disponible, rendant ainsi impossible toute opportunité d'arbitrage systématique. Cependant, un nombre croissant d'études empiriques a mis en évidence des anomalies de marché, c'est-à-dire des comportements de prix récurrents et prévisibles qui ne peuvent être expliqués par les modèles classiques.

Ces anomalies remettent profondément en cause la validité de l'EMH, en suggérant que les marchés peuvent être influencés par des biais comportementaux, des dynamiques sociales ou encore des inefficiences structurelles. Voici quelques exemples parmi les plus emblématiques :

### **5.2. L'effet janvier :**

L'effet janvier désigne une tendance des marchés boursiers à enregistrer des rendements anormalement élevés en début d'année, particulièrement sur les petites capitalisations. Cet effet a été documenté dès les années 1980 (Rozeff et Kinney, 1976)<sup>110</sup>. Plusieurs explications ont été avancées, allant d'effets fiscaux (ventes de fin d'année pour réaliser des pertes fiscales suivies de rachats en janvier) à des comportements psychologiques (repositionnement des portefeuilles à la suite de résolutions ou d'optimisme en début d'année).

Cet effet va à l'encontre de l'idée que les prix suivent une marche aléatoire et qu'il est impossible d'anticiper une performance supérieure à certaines périodes.

### **5.3. L'effet momentum :**

L'effet momentum, mis en évidence notamment par Jegadeesh et Titman (1993), désigne la tendance des actifs ayant récemment bien performé à continuer à surperformer à court terme (3 à 12 mois), et inversement pour ceux ayant sous-performé<sup>111</sup>. Ce phénomène défie la loi du retour à la moyenne prédite par l'efficience et suggère que les marchés intègrent lentement certaines informations, ou que les investisseurs réagissent de manière excessive à des nouvelles, créant une inertie dans les prix.

Le momentum est souvent interprété à travers le prisme de la psychologie des foules, du mimétisme, ou encore de l'excès de confiance des investisseurs.

### **5.4. Le biais de disposition :**

---

<sup>110</sup> Rozeff, M. S., & Kinney, W. R. (1976). Capital Market Seasonality: The Case of Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 379–402.

<sup>111</sup> Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). *Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency*. *The Journal of Finance*, 48(1), 65–91.

Le biais de disposition, identifié par Shefrin et Statman (1985), correspond à la tendance des investisseurs à vendre leurs actifs gagnants trop tôt et à conserver leurs pertes trop longtemps<sup>112</sup>. Ce comportement, irrationnel du point de vue de la maximisation du rendement, est lié à l'aversion aux pertes et à la volonté psychologique de "rattraper" un mauvais investissement.

Ce biais crée une pression à la vente sur les actifs ayant gagné en valeur et une inertie sur les titres perdants, ce qui perturbe la bonne allocation des capitaux et génère des anomalies de rendement.

### **5.5. La surréaction et la sous-réaction aux nouvelles informations :**

Les marchés ne réagissent pas toujours de manière proportionnée à la diffusion de nouvelles informations. On observe parfois une surréaction (les prix s'emballent à la suite d'une bonne nouvelle, pour corriger ensuite), ou au contraire une sous-réaction, où l'information est intégrée de manière progressive, créant une opportunité de profit pour ceux qui détectent ce décalage.

Ces comportements ont été étudiés par De Bondt et Thaler (1985), qui ont montré que les titres ayant fortement baissé sur une longue période ont tendance à surperformer par la suite, suggérant un excès de pessimisme initial de la part des investisseurs<sup>113</sup>.

### **5.6. Une remise en cause de l'hypothèse d'efficience :**

Ces anomalies, nombreuses, persistantes et souvent reproductibles, remettent en question les fondements de l'EMH, en montrant que les marchés ne sont ni parfaitement rationnels, ni parfaitement efficients. Leur existence suggère que :

- Les investisseurs ne traitent pas l'information de manière optimale ;
- Les prix peuvent s'éloigner des fondamentaux pendant des périodes prolongées ;

---

<sup>112</sup> Shefrin, H., & Statman, M. (1985). *The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence*. *The Journal of Finance*, 40(3), 777–790.

<sup>113</sup> De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. H. (1985). *Does the Stock Market Overreact?.* *The Journal of Finance*, 40(3), 793–805.

- Les comportements psychologiques et sociaux jouent un rôle déterminant dans la dynamique des marchés.

La finance comportementale propose ainsi une réinterprétation de ces anomalies, non pas comme des "erreurs statistiques", mais comme des manifestations naturelles du comportement humain, biaisé, émotionnel et socialement influencé. Elle permet d'élaborer des modèles plus réalistes qui intègrent la psychologie économique pour expliquer les déviations persistantes à l'efficience.

## **6. Une approche empirique des comportements réels :**

La finance comportementale ne se distingue pas seulement par sa critique des postulats néo-classiques, mais aussi par sa démarche empirique rigoureuse, fondée sur l'observation des comportements réels des agents économiques. Contrairement aux modèles classiques qui reposent sur l'hypothèse de rationalité parfaite et sur des équilibres abstraits, la finance comportementale s'inscrit dans une logique inductive, attentive aux faits et aux données.

Les expériences de laboratoire, les études de terrain, les analyses de données de marché et les enquêtes comportementales ont permis de documenter de manière systématique un grand nombre de biais cognitifs, d'heuristiques de jugement et de comportements collectifs déviants. Ces méthodes, largement empruntées à la psychologie expérimentale, à la sociologie et aux sciences cognitives, ont ouvert la voie à une compréhension beaucoup plus fine et réaliste des prises de décisions financières.

Des travaux pionniers comme ceux de Richard Thaler (1993, 2015), de Robert Shiller (2000) ou de Hersh Shefrin (2000) ont joué un rôle décisif dans cette évolution. Ils ont contribué à mettre en évidence :

- La persistance d'erreurs systématiques de jugement ;
- L'impact des émotions et de l'humeur sur la prise de risque ;
- La force des dynamiques sociales dans la formation des prix.

Loin de se limiter à la théorie, ces approches se sont nourries d'exemples concrets : bulles boursières, paniques bancaires, comportements mimétiques des investisseurs

institutionnels, ou encore décisions irrationnelles des ménages en matière d'endettement et de consommation.

### **6.1. Une complémentarité critique à la finance classique :**

Il est important de noter que la finance comportementale ne vise pas à remplacer entièrement la théorie classique, mais à l'enrichir et à en corriger les excès de simplification. Là où la finance traditionnelle repose sur des agents idéalisés, dotés d'une rationalité parfaite, la finance comportementale postule des agents aux capacités cognitives limitées, influencés par des émotions, des biais cognitifs, et des signaux sociaux. Elle intègre ainsi les imperfections humaines dans les modèles économiques, et se rapproche davantage des comportements observés sur les marchés.

Ce changement de paradigme permet d'expliquer une large gamme de phénomènes autrefois qualifiés d'« anomalies », tels que :

- Les bulles spéculatives et les krachs boursiers ;
- Les mouvements de panique ou d'euphorie collective ;
- L'inefficience persistante de certains marchés.

### **6.2. Une grille de lecture adaptée à la crise des subprimes :**

La crise des subprimes, qui a éclaté en 2007-2008, constitue une illustration emblématique de l'intérêt de la finance comportementale. La montée en flèche des prix de l'immobilier, l'expansion excessive du crédit hypothécaire, la sous-estimation massive des risques par les agences de notation et les investisseurs, ou encore la complexité aveuglante des produits dérivés, ne peuvent être expliquées de manière satisfaisante par les modèles classiques.

C'est dans ce contexte que la finance comportementale trouve toute sa pertinence : en intégrant les dimensions psychologiques, sociales et cognitives du comportement financier, elle offre un cadre d'analyse plus réaliste et plus complet pour comprendre les causes profondes de cette crise. Les sections suivantes proposeront une lecture approfondie de ces mécanismes à travers des analyses économétriques intégrant les variables comportementales.

## Section 2. La dynamique sociale des bulles financières :

Si les bulles financières peuvent être partiellement expliquées par des facteurs macroéconomiques ou techniques, leur déclenchement et leur amplification trouvent souvent leur origine dans des dynamiques sociales collectives. Contrairement à une approche strictement rationnelle, la finance comportementale met en lumière l'importance des comportements mimétiques, des signaux sociaux et de la contagion émotionnelle dans la formation des bulles. Ces phénomènes conduisent les agents économiques à adopter des décisions d'investissement non plus sur la base de leur propre analyse, mais en réaction aux actions perçues des autres. Cette logique d'imitation et d'entraînement collectif peut générer un emballement des anticipations, déconnecté des fondamentaux économiques, et créer un terrain propice à l'éclatement brutal des marchés.

Dans cette section, nous analyserons deux mécanismes clés qui illustrent cette dynamique sociale. Le premier est la peur de manquer une opportunité (*Fear of Missing Out – FOMO*), qui alimente un effet d'entraînement irrationnel. Le second concerne les marchés auto-renforcés, dans lesquels les comportements d'imitation, les signaux sociaux et la validation collective contribuent à stabiliser — temporairement — une illusion de valeur croissante.

Ensemble, ces deux dimensions permettent de mieux comprendre comment les décisions individuelles, sous l'effet d'influences sociales, peuvent se transformer en phénomènes collectifs auto-alimentés caractéristiques des bulles financières.

Ainsi, les comportements mimétiques observés dans les phases de bulle spéculative — qu'il s'agisse de la peur de manquer une opportunité (*FOMO*) ou de l'imitation des choix des autres agents — ne peuvent être pleinement compris sans prendre en compte les représentations collectives qui les sous-tendent. Ces comportements ne naissent pas ex nihilo ; ils se nourrissent de récits économiques dominants, de discours rassurants ou exaltés sur la stabilité du marché, la croissance infinie ou la fiabilité de certains actifs. Comme l'a souligné Robert Shiller (2017), les bulles spéculatives sont souvent

portées par des "narratives contagieuses", qui donnent un sens partagé aux comportements individuels et collectifs.

Dans ce contexte, les biais cognitifs — tels que l'effet de confirmation, la représentativité ou l'ancrage — renforcent la cohérence apparente de ces récits et réduisent la capacité des individus à remettre en question leur bien-fondé. Ces biais altèrent la perception du risque, incitent à ignorer les signaux d'alerte, et entretiennent une confiance excessive dans les tendances passées.

Ainsi, l'effet d'entraînement social et l'imitation de masse décrits dans les deux premiers points de cette sous-section trouvent une explication plus profonde dans la psychologie narrative et cognitive des agents économiques. Le point consacré aux récits économiques et aux biais cognitifs permet donc de compléter l'analyse comportementale des bulles en identifiant les moteurs psychologiques invisibles, mais déterminants.

### **1. La peur de rater une opportunité (FOMO), effet d'entraînement :**

L'un des moteurs essentiels des bulles spéculatives réside dans la dynamique psychologique générée par la peur de rater une opportunité, connue sous l'acronyme anglo-saxon FOMO (Fear Of Missing Out). Ce phénomène, de plus en plus étudié dans le champ de la finance comportementale, désigne l'anxiété ressentie par les individus à l'idée de passer à côté d'un gain potentiel que d'autres semblent déjà réaliser. Dans un marché en forte croissance, cette peur devient un levier d'action puissant, qui pousse à prendre des décisions d'investissement non fondées sur les fondamentaux économiques, mais sur la perception d'une opportunité rare et temporaire.

Dans le contexte de la bulle immobilière américaine des années 2000, de nombreux investisseurs, institutionnels comme particuliers, ont été incités à acheter des biens immobiliers ou à investir dans des titres adossés à des crédits hypothécaires subprime (MBS, CDO), non pas en raison d'une évaluation rationnelle du rendement-risque, mais parce qu'ils redoutaient de "rester à la traîne". La conviction dominante était qu'il valait mieux acheter immédiatement — quitte à s'endetter massivement — que de risquer une exclusion du marché futur ou un manque à gagner. Cette logique

émotionnelle s'est imposée à grande échelle, facilitée par la montée rapide des prix (+85 % entre 1997 et 2006 selon la Federal Housing Finance Agency), donnant l'illusion d'un investissement à faible risque.

Ce comportement s'inscrit dans le cadre plus large de l'effet d'entraînement (herd behavior), concept largement étudié en économie comportementale. Selon Devenow et Welch (1996), cet effet se produit lorsque les agents adoptent les comportements de leurs pairs non pas parce qu'ils ont les mêmes informations, mais parce qu'ils estiment que les autres disposent d'informations supérieures<sup>114</sup>. Cela conduit à un alignement stratégique irrationnel, où la masse finit par faire autorité : si tout le monde investit, c'est probablement une bonne décision. Dans un marché haussier, cette logique devient auto-renforçante : la hausse des prix valide les décisions passées, ce qui renforce le sentiment de confiance collective, tout en alimentant la dynamique de bulle.

La bulle immobilière américaine illustre parfaitement ce mécanisme cumulatif. L'élévation continue des prix a donné lieu à une rationalisation collective a posteriori : si les prix montent, c'est que la demande est saine, et si la demande est saine, c'est que le bien immobilier est intrinsèquement de bonne valeur. Ce raisonnement circulaire a entretenu la surconfiance, notamment chez les primo-accédants, les investisseurs spéculatifs et les courtiers en crédit.

Enfin, les comportements mimétiques et l'effet d'entraînement ont été amplifiés par des récits collectifs dominants, véhiculés à la fois par les médias, les analystes financiers et les institutions. Comme le souligne Robert Shiller (2005, 2017), les bulles spéculatives sont alimentées par des récits économiques contagieux (narrative economics), qui structurent la vision du monde des agents économiques et donnent une légitimité émotionnelle et sociale à leurs décisions<sup>115</sup>. Ces récits simplificateurs — "l'immobilier ne peut pas baisser", "acheter maintenant, c'est investir dans l'avenir", ou "tout le monde y gagne" — ont eu pour effet de neutraliser l'esprit critique, et de transformer la FOMO en une norme sociale implicite. Autrement dit, la

---

<sup>114</sup> Devenow, A., & Welch, I. (1996). *Rational Herding in Financial Economics*. *European Economic Review*, 40(3-5), 603–615.

<sup>115</sup> Shiller, R. J. (2005). *Irrational Exuberance* (2nd ed.). Princeton University Press.  
Shiller, R. J. (2017). *Irrational Exuberance* (3rd ed.). Princeton University Press.

peur de rater une opportunité s'est institutionnalisée, devenant une dynamique de marché à part entière.

### **1. Marchés auto-renforcés par l'imitation et les signaux sociaux :**

Les bulles spéculatives ne sont pas uniquement le fruit d'excès individuels. Elles s'alimentent d'une dynamique sociale fondée sur l'imitation et les signaux sociaux, qui transforment progressivement des comportements isolés en mouvements collectifs puissants. Dans les marchés financiers, les individus ne prennent pas leurs décisions de manière autonome, mais s'appuient largement sur l'observation du comportement des autres, perçus comme mieux informés ou plus expérimentés. Cette dynamique crée un mécanisme auto-renforcé : plus un actif attire l'attention et voit son prix monter, plus il attire de nouveaux acheteurs, alimentant à son tour la hausse.

Ce phénomène s'explique par ce que Banerjee (1992) appelle la logique des cascades informationnelles : les agents renoncent à leur propre jugement au profit de ce que les autres semblent faire, surtout dans un contexte d'incertitude<sup>116</sup>. À mesure que les décisions d'achat se multiplient, elles deviennent elles-mêmes des signaux : on n'achète pas parce qu'on pense que la valeur fondamentale a changé, mais parce que "tout le monde achète". Cette logique mimétique est particulièrement forte sur les marchés d'actifs peu transparents ou complexes, comme les CDO pendant la bulle des subprimes.

De plus, les signaux sociaux véhiculés par les médias, les agences de notation ou les professionnels du secteur amplifient la perception d'un consensus de marché. L'illusion de consensus, renforcée par les biais de confirmation, pousse les investisseurs à ignorer les signaux contradictoires. Selon Bikhchandani, Hirshleifer & Welch (1998), cette tendance à suivre le groupe est rationnelle lorsque le coût d'être

---

<sup>116</sup> Banerjee, A. V. (1992). A Simple Model of Herd Behavior. *The Quarterly Journal of Economics*.

en décalage avec le marché est élevé — notamment pour les gérants de portefeuille évalués par rapport à une performance moyenne<sup>117</sup>.

Dans le cas de la bulle immobilière américaine, l'imitation a joué à tous les niveaux : agents immobiliers recommandant l'achat à tout prix, banques se copiant dans leurs pratiques de titrisation, investisseurs institutionnels achetant des produits notés AAA parce que leurs concurrents le faisaient. Le marché est alors entré dans une boucle auto-entretenue, où l'augmentation des prix justifiait les décisions passées et incitait à poursuivre dans la même direction, jusqu'au retournement brutal de 2007–2008.

## **2. Récits économiques et biais cognitifs : catalyseurs psychologiques des dynamiques de bulle**

Dans les périodes de forte euphorie spéculative, les décisions d'investissement ne sont pas uniquement guidées par des données fondamentales ou des analyses objectives. Elles s'ancrent également dans des récits dominants — simples, convaincants, émotionnellement chargés — qui circulent dans la sphère médiatique, économique et sociale. Ces récits agissent comme des catalyseurs psychologiques puissants, en renforçant et en diffusant certains biais cognitifs largement documentés par la finance comportementale. Ensemble, ces éléments contribuent à l'amplification des comportements mimétiques et à la formation de dynamiques collectives caractéristiques des bulles financières.

### **2.1. Les récits économiques : vecteurs de contagion psychologique :**

Robert J. Shiller (2019), dans son ouvrage *Narrative Economics*, démontre que les grandes fluctuations économiques s'accompagnent toujours de récits collectifs puissants<sup>118</sup>. Ces récits tels que "les prix de l'immobilier montent toujours", "l'innovation technologique change les règles du jeu", ou encore "c'est le moment

---

<sup>117</sup> Bikhchandani, S., Hirshleifer, D., & Welch, I. (1998). Learning from the Behavior of Others: Conformity, Fads, and Informational Cascades. *Journal of Economic Perspectives*

<sup>118</sup> Shiller, R. J. (2019). *Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events*. Princeton University Press.

d'investir comme les riches" servent de cadres cognitifs simplifiés que les agents utilisent pour donner du sens aux évolutions du marché. Ils sont souvent relayés par les médias, les experts, les institutions financières ou les pairs, et s'ancrent dans des émotions collectives comme l'espoir, l'avidité ou la peur.

Ces récits ne sont pas neutres : ils influencent la manière dont les agents perçoivent l'environnement économique, orientent leurs attentes, et justifient leurs comportements. En période de bulle, ils ont pour effet d'uniformiser les anticipations, de masquer les signaux d'alerte, et d'encourager l'entrée de nouveaux investisseurs sur la base d'arguments narratifs plus que rationnels.

## **2.2. Des récits qui activent et renforcent les biais cognitifs :**

Ces récits économiques trouvent leur efficacité dans leur capacité à résonner avec les biais cognitifs préexistants chez les agents économiques. La finance comportementale a mis en évidence plusieurs biais particulièrement actifs dans les périodes de bulle, parmi lesquels :

- Le biais de confirmation : les investisseurs cherchent prioritairement des informations qui confirment leur conviction optimiste. Un récit dominant tel que "l'immobilier est une valeur sûre" les incite à ignorer les signaux contraires, même objectifs.
- L'excès de confiance : les récits de réussite (histoires de fortunes rapides dans l'immobilier ou la bourse) alimentent la croyance que chacun peut répliquer ce succès. Les investisseurs surestiment leur capacité à "entrer et sortir au bon moment".
- Le biais de représentativité : des événements isolés ou fortement médiatisés sont perçus comme représentatifs d'une tendance structurelle. Par exemple, la hausse rapide des prix dans certaines régions devient, par généralisation, la preuve que "tout le marché est en croissance".

Ces biais renforcent l'impact émotionnel des récits et leur diffusion sociale, rendant les agents plus vulnérables aux distorsions de jugement.

## **2.3. Du récit individuel à la croyance collective : le terrain fertile du mimétisme :**

Au-delà de leur influence sur les décisions individuelles, les récits partagés créent un environnement cognitif commun où les biais sont non seulement reproduits mais légitimés socialement. Ils permettent ainsi une coordination des croyances, même erronées, et facilitent les comportements mimétiques. En effet, lorsqu'un récit devient dominant, s'y conformer devient une forme de norme sociale implicite : ne pas investir revient à "rater une opportunité", à s'exclure du groupe des "gagnants".

Ce glissement du récit individuel à la croyance collective est particulièrement dangereux : il rend les marchés auto-référentiels. Les prix sont alors moins guidés par les fondamentaux que par les attentes collectives, elles-mêmes nourries par des récits biaisés. Cette dynamique d'auto-alimentation, fondée sur une illusion narrative partagée, prépare souvent le terrain à des retournements violents dès que le récit s'effondre ou qu'un choc exogène vient briser la confiance collective.

Récits économiques et biais cognitifs agissent comme des forces conjointes dans la formation et l'amplification des bulles financières. Tandis que les récits fournissent un cadre interprétatif émotionnellement mobilisateur, les biais cognitifs assurent leur assimilation, leur diffusion et leur acceptation sans remise en question. Ensemble, ils forment une infrastructure psychologique invisible mais puissante, à la base des emballements collectifs qui caractérisent les marchés en période d'euphorie spéculative.

En conclusion de cette sous-section, l'analyse des bulles financières sous l'angle des comportements mimétiques permet de dépasser les explications purement techniques ou rationnelles des marchés. La bulle immobilière ayant précédé la crise des subprimes illustre avec force combien la peur de rater une opportunité (FOMO), l'imitation et les signaux sociaux ont orienté les décisions d'investissement de manière déconnectée des fondamentaux économiques. Ces mécanismes ne relèvent pas de simples erreurs individuelles, mais d'une dynamique collective où les attentes se synchronisent, les récits s'auto-alimentent, et les comportements deviennent de plus en plus homogènes.

Le marché immobilier américain s'est ainsi transformé en un système auto-renforcé, où chaque nouvel acheteur validait les anticipations du précédent. La hausse continue des prix, loin d'être perçue comme un signal de surévaluation, fut interprétée comme une confirmation de la robustesse du marché. Les acteurs ont progressivement cédé à

la logique de troupeau, encouragés par des institutions, des intermédiaires et des discours dominants qui renforçaient l'idée d'une croissance sans risque.

Cette section met donc en évidence l'importance des mécanismes sociaux et psychologiques dans les phénomènes de bulles. La prochaine section approfondira ces comportements mimétiques à travers le rôle des intermédiaires financiers, des agences de notation et la diffusion d'une confiance excessive dans les produits structurés, qui ont conforté ces décisions collectives déconnectées de l'analyse fondamentale.

### **Section 3. Mimétisme des acteurs institutionnels & une amplification des déséquilibres**

Si les comportements mimétiques sont souvent étudiés à l'échelle des individus, il est essentiel de reconnaître qu'ils se manifestent également, et parfois plus dangereusement, au niveau des acteurs institutionnels. Dans la dynamique de la crise des subprimes, les banques d'investissement, les hedge funds, les agences de notation et d'autres institutions financières n'ont pas agi de manière pleinement indépendante et rationnelle. Au contraire, leurs décisions ont souvent répondu à des logiques d'alignement stratégique, motivées par la crainte de perdre en compétitivité ou de rester à l'écart de sources de profit momentanées.

Cette dynamique de conformisme collectif, loin d'être marginale, a joué un rôle décisif dans l'amplification des déséquilibres financiers. Loin d'alerter sur les dérives en cours, nombre d'acteurs ont préféré suivre les pratiques dominantes, alimentant ainsi la bulle immobilière et la diffusion massive des produits titrisés à haut risque. Cette logique de mimétisme institutionnalisé s'est accompagnée d'un aveuglement collectif, entretenu par une confiance excessive dans les modèles mathématiques, dans les agences de notation et dans la supposée stabilité des marchés.

Cette section propose ainsi d'analyser en trois temps cette dynamique de dérive systémique :

- L'alignement stratégique des acteurs financiers, préférant suivre la tendance dominante plutôt qu'émettre des jugements indépendants.

- La bulle immobilière comme produit émergent d'un comportement collectif irrationnel, où l'analyse fondamentale est éclipsée par l'adhésion à un récit partagé.
- La contagion émotionnelle et l'aveuglement cognitif, moteurs puissants de la diffusion de la crise à l'échelle systémique.

## **1. Banques, hedge funds, agences : alignement stratégique plutôt que jugement individuel :**

Si les comportements mimétiques sont souvent associés aux petits investisseurs, la crise des subprimes a mis en lumière un phénomène tout aussi préoccupant : l'alignement mimétique des acteurs institutionnels. Banques d'investissement, hedge funds, agences de notation ou encore compagnies d'assurance ont participé à la bulle immobilière non pas en raison d'une conviction individuelle éclairée, mais parce que chacun cherchait à s'aligner sur les pratiques dominantes de son secteur. Dans un environnement hautement concurrentiel, la pression du benchmark a progressivement remplacé l'analyse autonome et le jugement critique.

### **1.1. La logique de l'alignement stratégique :**

Les grandes institutions financières ont reproduit les mêmes stratégies d'investissement dans les produits structurés (CDO, MBS), non pas toujours par croyance sincère dans leur robustesse, mais parce qu'elles observaient que leurs concurrents le faisaient et que ces produits affichaient des rendements élevés. Ce comportement mimétique stratégique est décrit par Shleifer et Vishny (1997) : les gestionnaires d'actifs dépendent du financement externe, ce qui les pousse à ne pas trop s'éloigner du consensus du marché, même s'ils soupçonnent une bulle<sup>119</sup>.

Dans ce contexte, les décisions ne sont plus prises sur la base de fondamentaux, mais sur la base de ce que les autres font ou pensent. Ainsi, comme le résume Gary Gorton (2008), « personne ne voulait être le premier à s'arrêter de danser tant que la musique

---

<sup>119</sup> Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). *The Limits of Arbitrage*. *The Journal of Finance*, 52(1), 35–55.

jouait »<sup>120</sup> : une métaphore reprise par Charles Prince, ancien PDG de Citigroup, peu avant l'éclatement de la crise.

### **1.2. La peur d'être en retard ou marginalisé :**

Dans les milieux institutionnels, se distinguer du comportement majoritaire représente un risque professionnel. Un gérant de fonds ou une banque qui s'écarte du comportement dominant prend le risque de sous-performer temporairement et d'être sanctionné par ses clients ou actionnaires. Comme l'écrit Keynes (1936), « il vaut mieux échouer avec les autres que réussir seul »<sup>121</sup>.

Ce biais est renforcé par le court-termisme des incitations, notamment via les bonus indexés à la performance annuelle. Ce système incitatif a poussé à la prise de risque mimétique : les banques se sont engagées dans des volumes croissants de titrisation, même lorsqu'elles percevaient une dégradation de la qualité des actifs, par peur d'être marginalisées.

### **1.3. Les agences de notation, suiveuses plutôt qu'arbitres**

Les agences de notation, censées jouer un rôle de filtre et d'évaluation indépendante, ont elles aussi été happées dans la logique mimétique. Plutôt que de s'opposer aux pratiques dominantes, elles ont souvent accompagné la dynamique du marché. De nombreux produits structurés ont été notés AAA, malgré leur complexité et leur exposition au risque de défaut. La compétition entre agences (notamment Moody's, S&P et Fitch) a conduit à une forme de course vers le bas, chacune cherchant à ne pas perdre de parts de marché en étant plus sévère que les autres (Pagano & Volpin, 2010)<sup>122</sup>.

Ainsi, loin d'être des arbitres objectifs, les agences sont devenues partie prenante d'un système mimétique, validant les pratiques existantes au lieu de les questionner. Leur

---

<sup>120</sup> Gorton, G. (2008). *The Panic of 2007*. NBER Working Paper No. 14358. National Bureau of Economic Research

<sup>121</sup> Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*.

<sup>122</sup> Pagano, M., & Volpin, P. (2010). Credit ratings failures and policy options. *Economic Policy*.

crédibilité post-crise a été sévèrement mise en cause, notamment par la Commission d'enquête du Congrès américain (FCIC, 2011), qui souligne leur rôle dans la diffusion de la bulle et la fausse sécurité donnée aux investisseurs<sup>123</sup>.

L'analyse du comportement des acteurs institutionnels durant la bulle des subprimes révèle que la logique mimétique ne concerne pas uniquement les particuliers ou les investisseurs isolés. Au contraire, elle est profondément ancrée dans les dynamiques stratégiques des grandes institutions financières, soumises à des incitations économiques, des pressions concurrentielles et une logique de performance à court terme. Ce mimétisme ne découle pas d'un manque d'information, mais d'une rationalité stratégique : faire comme les autres pour ne pas être pénalisé.

La convergence des comportements — entre banques, hedge funds, agences de notation et autres intermédiaires — a contribué à homogénéiser les prises de décision, à valider collectivement des actifs complexes et risqués, et à entretenir l'illusion d'un consensus de marché. Cette homogénéisation a privé le système financier de toute capacité d'auto-correction, renforçant l'accumulation de risques non perçus.

Ce mimétisme institutionnalisé, loin d'être un phénomène marginal, constitue l'un des moteurs systémiques de la crise, en multipliant les effets de levier et en diffusant largement les produits à risque. Il appelle à une relecture des dynamiques financières, où l'interaction sociale, les incitations collectives et les biais cognitifs doivent être intégrés à toute analyse des crises.

## **2. La bulle immobilière comme produit d'un comportement collectif irrationnel :**

La bulle immobilière américaine des années 2000 ne peut être expliquée uniquement par des facteurs économiques tels que la baisse des taux d'intérêt, la déréglementation ou l'innovation financière. Elle résulte aussi, et surtout, d'un comportement collectif irrationnel, alimenté par une croyance généralisée en la hausse ininterrompue des prix de l'immobilier. Cette anticipation partagée s'est diffusée à travers les ménages, les

---

<sup>123</sup> Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC). (2011). The Financial Crisis Inquiry Report.

investisseurs et les professionnels de la finance, créant une forme de réalité auto-réalisatrice.

Selon Robert Shiller (2005), cette dynamique repose sur des « récits » économiques, des histoires largement acceptées qui façonnent les comportements des acteurs<sup>124</sup>. Le récit dominant était que la valeur des maisons ne pouvait qu'augmenter, ce qui légitimait l'endettement excessif des ménages, la prise de risque par les banques, et la prolifération des produits adossés à des hypothèques (MBS, CDO). Ce phénomène constitue un exemple typique de bulle spéculative, où la déconnexion entre prix et fondamentaux se nourrit d'attentes irréalistes et de comportements collectifs mimétiques.

Shiller insiste également sur le rôle des facteurs psychologiques et sociaux : lorsque les prix montent, les acheteurs ressentent une pression à l'achat par peur de rester en dehors du marché (FOMO). Cette dynamique crée une spirale ascendante, auto-renforcée, jusqu'à l'éclatement inévitable de la bulle. Ainsi, la rationalité des agents est altérée par des émotions collectives, amplifiées par les médias, les experts et les politiques publiques (subprimes, Fannie Mae et Freddie Mac).

### **3. La contagion émotionnelle et l'aveuglement collectif :**

Ce que l'on observe, dans le cas de la bulle immobilière, c'est un phénomène de contagion émotionnelle – concept issu de la psychologie sociale – qui désigne la transmission rapide d'émotions, d'attitudes ou de comportements au sein d'un groupe. En finance, cela signifie que les émotions (enthousiasme, euphorie, optimisme excessif) se propagent entre les acteurs, biaisant leur perception des risques. Les travaux de Shiller (2000, 2019) intègrent cette notion à l'analyse des marchés, en

---

<sup>124</sup> Shiller, R. J. (2005). *The Bubble in Housing Markets*. Brookings Papers on Economic Activity.

montrant comment les émotions collectives modifient les comportements de façon systématique<sup>125</sup>.

Les médias économiques, les analystes financiers et même les politiques ont participé à cette contagion en relayant un discours dominant optimiste, banalisant les signes avant-coureurs de crise. Cette euphorie collective a anesthésié le doute critique, incité les ménages à s'endetter au-delà de leurs capacités, et rassuré les institutions financières sur la solidité du marché immobilier. La dissociation entre perception et réalité a ainsi été entretenue par des signaux sociaux et émotionnels omniprésents.

Ce phénomène est décrit également par Devenow et Welch (1996), qui parlent « d'herding based on reputation » : les professionnels préfèrent suivre la tendance dominante, même irrationnelle, plutôt que d'en diverger et risquer de perdre en crédibilité<sup>126</sup>. C'est ainsi que l'amplification des déséquilibres n'est pas seulement le fruit de décisions individuelles défailtantes, mais d'une dynamique collective reposant sur des biais cognitifs, des effets d'imitation et une contagion émotionnelle à grande échelle.

En conclusion de cette sous-section, le phénomène de la logique de troupeau était annonciateur d'une crise systémique alimentée par les dynamiques collectives.

L'analyse de la bulle immobilière à travers le prisme de la psychologie sociale et de la finance comportementale met en évidence le rôle central des comportements collectifs irrationnels dans l'amplification des déséquilibres économiques et financiers. Bien au-delà des simples excès individuels, c'est une logique de groupe — fondée sur la contagion émotionnelle, l'imitation et la croyance partagée en une hausse illimitée des prix — qui a nourri une spirale spéculative dangereuse.

Les enseignements de Robert Shiller, complétés par les travaux sur le mimétisme financier, montrent que les marchés ne réagissent pas uniquement à l'information, mais aussi aux émotions partagées et aux récits collectifs. Cette distorsion généralisée

---

<sup>125</sup> Shiller, R. J. (2000). *Irrational Exuberance*. Princeton University Press Shiller, R. J. (2019). *Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events*.

<sup>126</sup> Devenow, A., & Welch, I. (1996). *Rational Herding in Financial Economics*. European Economic Review

de la perception du risque a conduit les agents économiques à surestimer la solidité du marché immobilier et à ignorer les signaux avant-coureurs d'un retournement.

Ainsi, la crise des subprimes ne peut être comprise sans intégrer ces dynamiques d'amplification sociale, où l'irrationnel collectif prend le pas sur l'analyse fondamentale. Cette perspective appelle à une remise en question des modèles dominants de gestion du risque et à une intégration plus systématique des apports de la finance comportementale dans l'analyse des crises.

### **Conclusion du chapitre :**

Ce chapitre a mis en évidence le rôle central des comportements mimétiques dans la formation et l'amplification de la bulle immobilière qui a précédé la crise des subprimes. Loin d'être un phénomène marginal ou irrationnel au sens classique, le mimétisme constitue un mécanisme structurant des dynamiques de marché, particulièrement en période d'incertitude, où les repères fondamentaux se brouillent et les signaux sociaux prennent le dessus.

L'intégration de la première section, consacrée à la finance comportementale comme cadre d'analyse des comportements mimétiques, était essentielle pour ancrer théoriquement et méthodologiquement cette étude. Elle a permis de dépasser les limites explicatives de la finance classique, en apportant les fondements nécessaires pour comprendre comment les biais cognitifs, les heuristiques de jugement et les dynamiques sociales interagissent dans la prise de décision financière.

Sans ce cadre comportemental, les logiques d'imitation observées chez les ménages, les banques ou les investisseurs institutionnels auraient pu être perçues comme des déviations isolées, voire anecdotiques. Au contraire, la finance comportementale permet de reconnaître le mimétisme comme une réponse "rationnelle" dans un environnement d'information imparfaite et d'incertitude élevée, où l'observation du comportement d'autrui devient un substitut à l'analyse individuelle.

Les sections suivantes ont montré comment cette logique de troupeau s'est manifestée concrètement, d'abord à travers les mécanismes sociaux de formation des bulles (section 2), puis dans le comportement des acteurs institutionnels, qui ont souvent amplifié les déséquilibres au lieu de les corriger (section 3).

La deuxième section a montré comment la peur de rater une opportunité (*Fear of Missing Out*) et l'effet d'entraînement ont généré une pression sociale croissante incitant à l'achat immobilier, renforçant ainsi la bulle spéculative. L'analyse a souligné que les agents économiques — des ménages aux investisseurs — ont été influencés par les comportements observés autour d'eux, dans une dynamique auto-renforcée qui alimente la hausse des prix indépendamment de la réalité économique.

La troisième section a élargi le propos en exposant le mimétisme à l'œuvre chez les acteurs institutionnels. Banques, hedge funds et agences de notation n'ont pas seulement suivi le mouvement : ils ont institutionnalisé la logique mimétique, en se calquant sur les stratégies dominantes par peur de se démarquer. Cette absence de jugement autonome a conduit à une diffusion massive de produits risqués, validés par une sorte de consensus de marché illusoire, renforçant encore les déséquilibres systémiques.

Cette troisième section a, aussi, mis l'accent sur l'amplification des déséquilibres par contagion émotionnelle. En s'appuyant sur les travaux de Robert Shiller et la théorie des récits économiques, elle a montré comment les marchés peuvent être traversés par des vagues d'enthousiasme collectif, diffusées par les médias, les discours dominants et les canaux sociaux. Cette contagion, loin d'être superficielle, a durablement affecté la perception du risque, rendant aveugle une grande partie des acteurs économiques face à la fragilité du système.

En somme, ce chapitre confirme que la logique de troupeau, loin d'être un phénomène marginal ou irrationnel au sens classique, s'inscrit dans une rationalité sociale et contextuelle : dans l'incertitude, il est souvent perçu comme plus sûr de suivre les autres que de penser différemment. Cette dynamique mimétique constitue donc un facteur explicatif central de la crise des subprimes, en révélant les limites profondes de la rationalité supposée des marchés et la nécessité d'une approche élargie, intégrant les apports de la psychologie et de la sociologie économique.

En définitive, cette lecture comportementale et sociale des phénomènes mimétiques jette les bases d'une analyse plus fine de la crise des subprimes, en soulignant que la rationalité des agents ne peut être comprise sans prendre en compte les influences collectives, psychologiques et institutionnelles qui façonnent leurs décisions.

## **Chapitre III :**

### **La rationalité limitée des consommateurs : entre illusions financières et vulnérabilité psychologique**

- Section 1 : Biais cognitifs et asymétrie d'information : un terrain fertile  
pour la désinformation financière
  
- Section 2 :- L'influence de l'environnement social et commercial sur les  
décisions d'achat immobilier
  
- Section 3 : Une responsabilité individuelle piégée par l'irrationalité  
systémique

## **Introduction :**

Dans l'analyse de la crise des subprimes, les projecteurs ont longtemps été braqués sur les institutions financières, les agences de notation ou encore les défaillances réglementaires. Pourtant, un autre acteur fondamental mérite une attention approfondie : le consommateur, souvent considéré comme l'initiateur de la chaîne de l'endettement massif. Dans la vision néoclassique, ce dernier est censé agir de manière rationnelle, en évaluant les coûts et les bénéfices de chaque décision. Or, la crise a mis en évidence les limites flagrantes de cette rationalité supposée, notamment dans le contexte de produits financiers de plus en plus complexes et d'un environnement commercial profondément biaisé.

Les ménages américains ont souscrit en masse à des prêts immobiliers risqués, souvent sans en comprendre pleinement les implications. Cette exposition massive à des produits tels que les *subprime mortgages* ou les prêts à taux réajustable (*ARMs*) n'est pas seulement le fruit d'un opportunisme ou d'un excès de confiance ; elle est aussi le reflet d'une faible littératie financière, de biais cognitifs profonds, et de pressions sociales normalisées, véhiculées par les discours médiatiques, politiques et marketing. Le rêve de propriété, ancré dans la culture américaine, a servi de levier émotionnel puissant pour contourner l'analyse rationnelle.

Ce chapitre propose d'examiner comment les consommateurs ont été conduits à prendre des décisions irrationnelles, non pas parce qu'ils étaient négligents ou imprudents par essence, mais parce que leur comportement a été façonné par des facteurs cognitifs, sociaux et institutionnels.

Nous verrons d'abord comment les biais d'optimisme, la méconnaissance financière et l'asymétrie d'information ont favorisé des choix risqués. Nous analyserons ensuite l'influence de l'environnement social, du marketing agressif et des normes culturelles sur ces décisions. Enfin, nous discuterons de la question de la responsabilité : dans quelle mesure peut-on réellement imputer aux individus des choix irrationnels dans un système conçu pour orienter ces comportements ?

## **Section 1 : Biais cognitifs et asymétrie d'information : un terrain fertile pour la désinformation financière :**

La crise des subprimes ne peut être comprise sans examiner les mécanismes cognitifs et informationnels qui ont conduit de nombreux agents économiques, en particulier, les ménages à adopter des comportements manifestement risqués. Dans un contexte marqué par la complexification croissante des produits financiers, l'opacité des mécanismes de crédit, et une communication parfois trompeuse de la part des institutions financières, les biais cognitifs ont joué un rôle crucial dans la mauvaise évaluation des risques et des opportunités.

Cette section explore comment la désinformation, alimentée par une asymétrie structurelle d'information entre prêteurs et emprunteurs, a trouvé un terrain fertile dans les limites cognitives des individus.

Trois dimensions seront ici analysées : d'abord, la propension à l'optimisme irréaliste, qui a conduit de nombreux ménages à sous-estimer les risques liés à l'endettement et à croire en une hausse continue des prix immobiliers. Ensuite, la faible littératie financière des ménages américains, qui a empêché une compréhension adéquate des mécanismes de prêts complexes comme les hypothèques à taux variable.

Enfin, l'incapacité généralisée à évaluer correctement le risque, tant sur le plan personnel que macroéconomique, ce qui a favorisé une accumulation excessive de dettes sans conscience des conséquences potentielles.

En articulant ces trois points, cette section met en lumière comment la combinaison de biais cognitifs individuels et d'asymétries informationnelles systémiques a contribué à l'émergence d'un environnement propice à la diffusion d'informations biaisées, à la prise de décisions irrationnelles, et, in fine, à la formation d'une bulle financière aux fondements fragiles.

### **1. Optimisme irréaliste et méconnaissance des produits complexes :**

L'un des traits majeurs des consommateurs dans la période qui a précédé la crise des subprimes est un optimisme excessif quant à leur avenir financier, couplé à une compréhension souvent superficielle des produits financiers proposés. Nombre de ménages ont contracté des prêts immobiliers à taux révisable (ARMs) ou subprimes, en partant du principe que les prix de l'immobilier continueraient à grimper et que leur situation économique personnelle s'améliorerait. Ce biais d'optimisme est bien documenté dans la littérature en finance comportementale. Kahneman et Tversky (1979), dans leur théorie des perspectives, montrent que les individus ont tendance à sous-estimer les risques et à surestimer les probabilités d'événements favorables<sup>127</sup>.

Dans le cas des prêts immobiliers à risque, comme les Adjustable Rate Mortgages (ARMs) ou les prêts subprimes, de nombreux ménages américains ont accepté des conditions contractuelles extrêmement risquées en partant du postulat que les prix de l'immobilier continueraient de croître indéfiniment, et que leur situation financière personnelle s'améliorerait au moment où les mensualités augmenteraient.

Cet optimisme exagéré a conduit à une forme de déni du risque réel encouru, renforcé par un environnement social et médiatique euphorique, où la propriété immobilière était présentée comme un investissement sûr et accessible à tous.

Par ailleurs, la complexité croissante des produits financiers a constitué un obstacle majeur à une évaluation rationnelle des engagements contractés. Les prêts à amortissement négatif, les hypothèques à taux différé (teaser rates), ou encore les prêts sans apport initial (zero-down loans) reposaient sur des mécanismes techniques souvent mal compris, y compris par des emprunteurs disposant d'un niveau d'éducation supérieur.

Une étude du Federal Reserve Board (2006) a ainsi révélé qu'une proportion significative des emprunteurs ignorait les modalités d'ajustement de leurs taux d'intérêt, ne sachant pas précisément quand et de combien leur mensualité augmenterait, ni l'effet que cela aurait sur le capital restant dû<sup>128</sup>.

---

<sup>127</sup> Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*. *Econometrica*, 47(2), 263–291

<sup>128</sup> Federal Reserve Board (2006). *Report on Residential Mortgage Lending Practices and Subprime Loan Terms*

Cette méconnaissance des modalités contractuelles n'était pas un phénomène marginal. Cette étude a mis en lumière une réalité préoccupante qui est qu'une proportion significative des emprunteurs ayant souscrit à des prêts hypothécaires à taux révisable (ARMs) ne comprenait pas clairement les modalités d'ajustement de leur taux d'intérêt. Plus précisément, beaucoup ignoraient à quel moment exact le taux d'intérêt serait réévalué, ainsi que l'ampleur de l'augmentation potentielle de leurs mensualités. Cette confusion portait également sur les conséquences à long terme de ces ajustements, notamment la possibilité d'une augmentation du capital restant dû, dans le cas des prêts à amortissement négatif (*negative amortization loans*), où les intérêts non payés s'ajoutaient au principal du prêt.

Ce déficit de compréhension n'était pas simplement le reflet d'un manque d'attention des emprunteurs, mais révélait une asymétrie structurelle d'information entre prêteurs et emprunteurs. En effet, les produits financiers proposés dans les années précédant la crise se caractérisaient par une complexité croissante, une multiplication des clauses variables et des structures opaques, rendant difficile toute évaluation correcte du risque. Dans de nombreux cas, les documents contractuels étaient longs, techniques, rédigés en langage juridique peu accessible au consommateur moyen, ce qui compromettait leur lisibilité et donc leur compréhension réelle.

L'étude du Federal Reserve Board s'inscrit ainsi dans une littérature empirique plus large, montrant que les ménages — même ceux ayant fait des études supérieures — surestimaient leur propre capacité à gérer un crédit complexe, et sous-estimaient le risque de retournement de marché ou de hausse des taux. Selon la même source, une large part des emprunteurs considéraient leurs mensualités initiales comme représentatives de l'effort financier futur, sans anticiper correctement l'augmentation brutale qui interviendrait après la période initiale de "taux promotionnel".

Les conséquences de cette méconnaissance structurelle ont été particulièrement lourdes. Lorsque les taux ont commencé à se réajuster — souvent après deux à trois années de paiements mensuels modérés —, les mensualités ont parfois doublé, entraînant une augmentation soudaine et insoutenable de la charge de la dette. Faute d'avoir compris ou anticipé ces mécanismes, de nombreux ménages se sont retrouvés dans l'incapacité de faire face à leurs engagements financiers, ce qui a provoqué une vague massive de défauts de paiement et de saisies immobilières.

Ce phénomène a été renforcé par le fait que ces produits à taux révisable étaient souvent commercialisés auprès des populations les plus vulnérables, notamment les ménages à faibles revenus ou à historique de crédit fragile. Dans ce contexte, la méconnaissance des conditions contractuelles a eu un effet amplificateur du risque systémique, contribuant à transformer un risque individuel en crise financière d'ampleur mondiale.

Ainsi, cette étude du Federal Reserve Board illustre avec clarté l'une des thèses centrales de la finance comportementale : les marchés ne peuvent pas être considérés comme efficaces lorsque l'information est asymétrique, opaque, et mal comprise par les acteurs. Loin d'agir comme des agents parfaitement rationnels, de nombreux emprunteurs ont pris des décisions financières cruciales sans en maîtriser les paramètres essentiels, sous l'effet conjugué de biais cognitifs, d'un environnement incitatif trompeur, et d'une défaillance de la régulation.

Ce déficit de compréhension ne relève pas uniquement d'un manque de culture financière : il est aussi le résultat d'un cadrage commercial trompeur, orchestré par les intermédiaires financiers. Ces derniers mettaient en avant les mensualités initiales faibles, sans expliciter de manière transparente les risques de renchérissement brutal du service de la dette.

Cette présentation biaisée de l'information, combinée au désir d'accession à la propriété et à la croyance dans un avenir économique plus favorable, a renforcé la propension des individus à négliger les signaux d'alerte.

## **2. La faible littératie financière des ménages américains : un levier de vulnérabilité :**

La littératie financière, c'est-à-dire la capacité à comprendre les concepts économiques de base et à prendre des décisions éclairées en matière de finances personnelles, s'est révélée dramatiquement faible chez une grande partie des ménages américains au moment de la crise des subprimes. Ce déficit de compétences a constitué un facteur déterminant de vulnérabilité face aux produits financiers à haut risque.

Des travaux pionniers de Lusardi et Mitchell (2007) ont montré que moins d'un tiers des adultes américains comprenaient les notions fondamentales de taux d'intérêt composé, d'inflation ou de diversification<sup>129</sup>.

Parmi les facteurs explicatifs de la vulnérabilité des ménages américains face aux produits financiers à risque, la faible littératie financière apparaît comme un déterminant central. Les travaux pionniers de Annamaria Lusardi et Olivia S. Mitchell (2007) ont mis en évidence un déficit alarmant des connaissances économiques et financières de base au sein de la population adulte américaine. Dans une enquête de référence menée dans le cadre du Health and Retirement Study (HRS), les deux chercheuses ont testé la compréhension de trois notions fondamentales : le taux d'intérêt composé, l'inflation, et la diversification des risques. Les résultats ont révélé que moins d'un tiers des répondants étaient capables de répondre correctement aux trois questions simples posées, pourtant essentielles pour prendre des décisions financières éclairées.

Ce constat est d'autant plus préoccupant que ces connaissances sont précisément celles requises pour évaluer la soutenabilité d'un crédit, comprendre l'érosion du pouvoir d'achat, ou encore diversifier un portefeuille d'actifs. L'incapacité à comprendre le fonctionnement du taux d'intérêt composé, par exemple, empêche de mesurer le coût réel d'un crédit sur le long terme. De même, une mauvaise appréhension de l'inflation rend difficile l'évaluation de la valeur réelle des remboursements futurs, tandis qu'une méconnaissance des principes de diversification expose à une concentration excessive du risque (notamment à travers l'investissement unique dans un bien immobilier).

L'étude de Lusardi et Mitchell ne se limite pas à un diagnostic de connaissances. Elle établit également une corrélation nette entre littératie financière et comportements économiques : les individus les moins instruits financièrement sont plus enclins à contracter des emprunts coûteux, à ne pas comparer les offres de crédit, à utiliser de manière inappropriée les cartes de crédit, et à ne pas épargner pour leur retraite. Ces comportements ont été massivement observés pendant la période précédant la crise des subprimes, en particulier chez les emprunteurs subprimes, qui ont souvent accepté des

---

<sup>129</sup> Lusardi, A. & Mitchell, O. S. (2007). *Financial Literacy and Retirement Planning: New Evidence from the Rand American Life Panel*. Michigan Retirement Research Center Working Paper.

conditions de prêt défavorables sans en percevoir les implications à moyen ou long terme.

Dans ce contexte, la faible littératie financière a fonctionné comme un facteur d'exposition au risque, en affaiblissant la capacité des ménages à analyser de manière critique les produits financiers proposés, à prévoir l'impact futur des clauses variables, ou encore à remettre en question les incitations commerciales des courtiers et prêteurs. Ce déficit de compréhension a ainsi contribué à créer une asymétrie d'information structurelle, qui a favorisé la prolifération de prêts toxiques dans des segments déjà fragiles de la population.

Les travaux ultérieurs de Lusardi (2011, 2014) ont confirmé cette tendance, en soulignant que les lacunes en matière d'éducation financière ne sont pas simplement un problème individuel, mais relèvent d'un enjeu macroéconomique majeur, affectant la stabilité des marchés de crédit et la résilience des ménages face aux chocs économiques<sup>130</sup>. La crise des subprimes a illustré avec une acuité tragique ce lien entre ignorance financière et vulnérabilité systémique, démontrant que l'éducation économique constitue une dimension essentielle de la régulation des marchés financiers.

Aussi, une enquête de la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA, 2009) a révélé que près de 60 % des emprunteurs ne pouvaient pas identifier correctement l'impact d'une variation de taux sur leur mensualité, une méconnaissance particulièrement préoccupante dans le contexte de prêts à taux ajustables<sup>131</sup>.

Cette enquête conduite a mis en lumière un déficit alarmant de compréhension financière parmi les emprunteurs américains. Cette étude a révélé que près de 60 % des individus interrogés ne parvenaient pas à identifier correctement l'impact d'une variation de taux d'intérêt sur le montant de leur mensualité. Cette incapacité à établir un lien direct entre l'évolution des taux et le coût réel du crédit est d'autant plus préoccupante qu'elle concerne des emprunteurs ayant souscrit à des prêts à taux

---

<sup>130</sup> Lusardi, A., & Mitchell, O. S. (2011). *Financial Literacy and Planning: Implications for Retirement Wellbeing*. NBER Working Paper No. 17078. <https://doi.org/10.3386/w17078>

Lusardi, A. (2014). *Financial Literacy: Do People Know the ABCs of Finance?*. *Public Understanding of Science*, 23(3), 260–271.

<sup>131</sup> FINRA Investor Education Foundation (2009). *National Financial Capability Study*.

ajustables (*Adjustable Rate Mortgages*, ou ARMs), dans lesquels les mensualités évoluent précisément en fonction des taux d'intérêt du marché.

Cette méconnaissance fonctionnelle des mécanismes de variation du crédit témoigne d'une faille profonde dans la compréhension des produits financiers les plus courants, et remet en question l'hypothèse selon laquelle les agents économiques prennent des décisions fondées sur une information complète et maîtrisée. En réalité, dans un environnement où les produits hypothécaires étaient complexes, volontairement opaques, et souvent mal expliqués par les courtiers, de nombreux ménages ont pris des engagements financiers dont ils ne comprenaient ni les modalités, ni les risques sous-jacents.

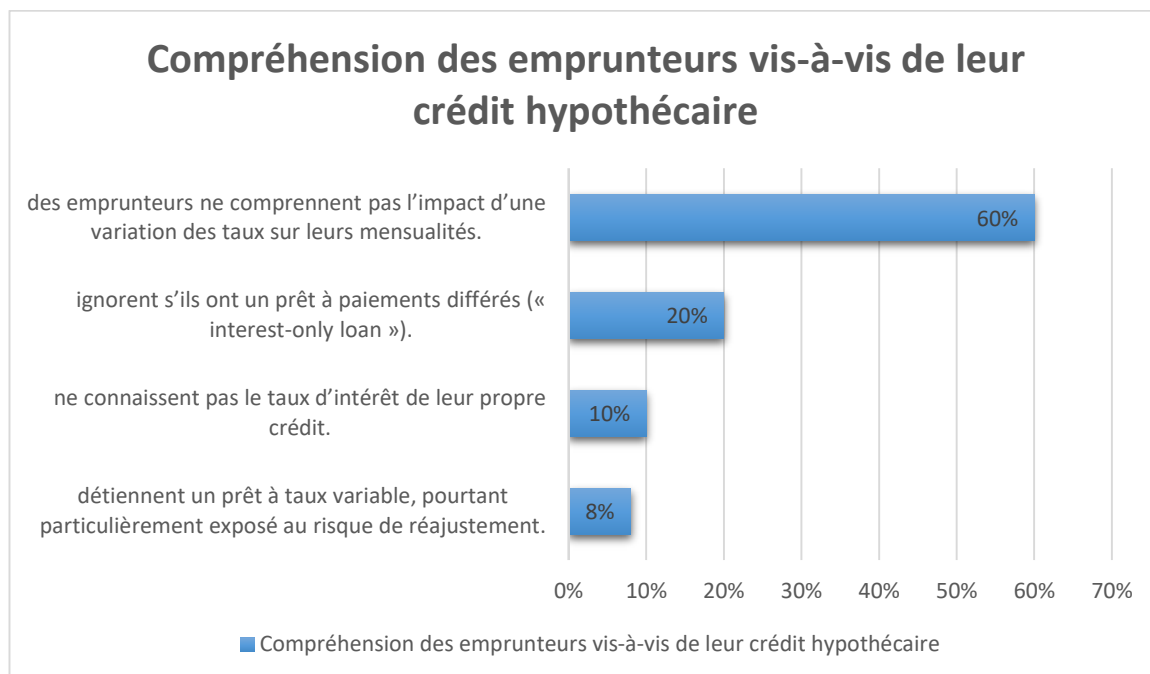
Le fait que plus de la moitié des emprunteurs ne comprenaient pas les conséquences d'un ajustement de taux montre que la littératie financière déficiente a été un amplificateur majeur de la crise des subprimes. Lorsque les taux d'intérêt ont commencé à grimper après la période initiale de taux promotionnels (souvent de deux à trois ans), les mensualités ont pu augmenter de manière soudaine et parfois insoutenable, provoquant un effet de choc budgétaire immédiat pour des millions de ménages. Dans certains cas, les hausses ont été si importantes qu'elles ont représenté jusqu'à 50 % d'augmentation des mensualités, poussant de nombreux emprunteurs à la défaillance, faute de ressources suffisantes ou de marges de manœuvre financière.

Cette situation a révélé une double défaillance systémique : d'une part, une absence de transparence et de pédagogie de la part des institutions financières, qui ont mis l'accent sur la facilité d'accès au crédit sans en détailler les conditions évolutives ; d'autre part, une faiblesse structurelle de l'éducation financière à l'échelle de la population, qui a empêché les individus de poser un regard critique sur les produits proposés. Ce déficit de compréhension a transformé un grand nombre d'emprunteurs en agents passifs, incapables d'anticiper ou de réagir à des évolutions prévisibles de leur charge financière.

Ainsi, les résultats de l'enquête de la FINRA illustrent clairement la manière dont la dissonance entre complexité des produits et compétences des emprunteurs a contribué à l'accumulation de risques non perçus. Loin de correspondre à un échec individuel isolé, cette méconnaissance doit être comprise comme le symptôme d'un déséquilibre

informationnel systémique, où les décisions de crédit ont été prises dans un contexte de désinformation partielle, voire de manipulation silencieuse des incitations.

Graphe n° 5 : Compréhension des emprunteurs vis-à-vis de leur crédit hypothécaire



Source : FINRA, 2009

Afin de mieux cerner l'ampleur de la méconnaissance des emprunteurs vis-à-vis des produits hypothécaires complexes, notamment les prêts à taux ajustables (ARMs), le schéma ci-dessous présente une synthèse des résultats issus des enquêtes menées par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA, 2009) et le Federal Reserve Board (2007-2009).

Ce schéma souligne l'importance de prendre en compte, dans l'analyse économique et réglementaire, les limites cognitives des agents, et la nécessité de renforcer la pédagogie financière dans les sociétés à haut niveau d'endettement privé.

Ces données mettent en évidence une faille structurelle dans la compréhension des contrats financiers, illustrant le décalage entre la complexité croissante des produits offerts par les institutions financières et les compétences réelles des emprunteurs. Cette situation constitue un terrain propice aux erreurs de jugement, aux biais

comportementaux et à la prise de risque involontaire, trois éléments centraux dans l'explication de la crise des subprimes.

La méconnaissance des modalités d'ajustement des taux, en particulier, a empêché de nombreux ménages d'anticiper les conséquences financières de leur engagement. Lorsque les taux d'intérêt ont commencé à augmenter, les mensualités ont grimpé de manière brutale, provoquant des défauts de paiement massifs. Le manque de transparence des prêteurs, couplé à la faible littératie financière des emprunteurs, a donc transformé des produits a priori attractifs en pièges financiers à retardement.

Ce constat renforce l'idée, centrale en finance comportementale, que les erreurs de jugement ne sont pas anecdotiques mais structurelles. Elles traduisent des biais cognitifs amplifiés par une asymétrie d'information et une incitation commerciale biaisée, créant ainsi les conditions d'un effondrement à grande échelle lorsque les variables économiques (taux d'intérêt, prix de l'immobilier, emploi) ont commencé à se détériorer.

Cette faiblesse cognitive n'est pas seulement le fruit d'un manque d'éducation économique formelle, mais aussi d'un environnement qui n'encourage pas la compréhension approfondie, préférant des interfaces simplifiées, des slogans rassurants, et des processus de souscription rapides. De nombreux prêts ont ainsi été contractés sans lecture complète des clauses, ni compréhension réelle des pénalités de remboursement anticipé, de la fréquence des ajustements de taux ou des implications d'un défaut de paiement.

En somme, les ménages ont souvent agi dans un brouillard informationnel, où la confiance dans le système remplaçait l'analyse individuelle, créant une dépendance structurelle vis-à-vis d'intermédiaires financiers et de narratifs trompeurs. Ce contexte a ouvert la voie à une acceptation massive de produits inadaptés, participant à l'emballage du crédit immobilier.

### **3. Incapacité à évaluer correctement le risque et les conséquences de l'endettement :**

L'une des failles majeures révélées par la crise des subprimes tient à l'incapacité de nombreux emprunteurs à évaluer les risques associés à leur endettement, en particulier dans des contextes de prêts variables, à faible apport ou à remboursement différé. Cette incapacité ne relève pas uniquement d'un manque d'information, mais également de mécanismes cognitifs qui biaisent la perception du futur, du risque et de la dette.

Par exemple, l'ancrage sur des mensualités initialement basses a conduit de nombreux emprunteurs à ignorer les hausses potentielles de taux, et donc à minimiser leur exposition future. Par ailleurs, des biais tels que la myopie temporelle (préférence pour les gains immédiats au détriment des coûts futurs) ou l'illusion de contrôle (surestimation de sa capacité à rembourser ou à renégocier un prêt) ont favorisé des comportements d'endettement excessif.

#### **3.1. La "myopie contractuelle » de Gabaix et Laibson (2006) :**

Une étude de Gabaix et Laibson (2006) souligne que les individus ont tendance à sous-estimer les frais cachés ou les risques lointains lorsqu'ils prennent une décision dans un contexte complexe<sup>132</sup>. Cette attitude est encore renforcée par le cadre émotionnel dans lequel les décisions sont prises : pression à l'accession à la propriété, valorisation sociale de l'endettement immobilier, environnement de taux bas, etc.

Cette étude de Gabaix et Laibson (2006) constitue une contribution essentielle à la compréhension des mécanismes de sous-évaluation des coûts futurs et des risques non immédiatement visibles dans les décisions financières. Leur modèle théorique repose sur l'idée que, dans des contextes marqués par la complexité contractuelle ou par une multiplicité d'options, les individus ne traitent pas toute l'information disponible de manière optimale. Au contraire, ils ont tendance à se focaliser sur les éléments saillants et immédiats (comme le prix d'appel, le taux initial ou les mensualités réduites), et à

---

<sup>132</sup> Gabaix, X., & Laibson, D. (2006). *Shrouded Attributes, Consumer Myopia, and Information Suppression in Competitive Markets*. *Quarterly Journal of Economics*, 121(2), 505–540.

négliger les éléments moins visibles, tels que les frais additionnels, les pénalités différées ou les ajustements de taux.

Ce phénomène, que les auteurs qualifient de "myopie contractuelle", s'explique par la limitation cognitive des agents économiques face à des choix impliquant des calculs intertemporels complexes. En d'autres termes, même lorsqu'une information cruciale est accessible, elle est souvent ignorée ou sous-estimée, car elle requiert un effort cognitif ou une projection temporelle que la plupart des individus ne sont pas prêts à fournir spontanément. Ce biais de perception est d'autant plus fort dans les environnements où l'architecture contractuelle est intentionnellement conçue pour brouiller la lisibilité du coût total.

La myopie contractuelle (en anglais *contractual myopia*) est un concept introduit notamment par Gabaix et Laibson (2006) pour décrire un biais cognitif dans la prise de décision financière, particulièrement dans les contextes contractuels complexes, comme les prêts hypothécaires ou les contrats de cartes de crédit. Elle se définit par la tendance qu'ont les individus à négliger ou sous-estimer les éléments importants d'un contrat qui sont non saillants, différés dans le temps ou complexes à comprendre, tout en se focalisant uniquement sur les aspects immédiats, visibles et facilement comparables, comme le prix d'appel ou les mensualités initiales.

Les effets de la « myopie contractuelle » selon Gabaix & Laibson (2006) sont :

- Attributs saillants mis en avant : Ex. : taux promotionnel, mensualités initiales faibles qui captent toute l'attention.
- Attributs cachés ou secondaires : Ex. : frais cachés, ajustements de taux, pénalités qui sont ignorés ou sous-estimés.
- Effet de « shrouding » : Les prêteurs conçoivent intentionnellement des contrats complexes pour dissimuler les coûts réels.
- Conséquence comportementale : Comportement rationnel *biaisé* : choix de produits financièrement moins avantageux à long terme.

Dans le cadre de la crise des subprimes, cette grille d'analyse prend tout son sens. Les produits hypothécaires à taux révisable, les prêts à amortissement négatif ou à taux

promotionnel temporaire (teaser rates) comportaient des clauses souvent incomprises par les emprunteurs, mais aussi volontairement mises en retrait par les prêteurs dans leur communication commerciale. Le mécanisme relevé par Gabaix et Laibson explique pourquoi de nombreux ménages ont accepté des conditions qui, en réalité, se révélaient désavantageuses sur le long terme. Ils ont surestimé leur capacité future à faire face à une hausse des mensualités, ou ignoré des frais cachés, tels que les pénalités de remboursement anticipé, les frais de reconduction, ou encore l'évolution défavorable des taux après la période initiale.

Le modèle de Gabaix et Laibson permet ainsi de dépasser l'hypothèse simpliste selon laquelle les erreurs des emprunteurs relèveraient d'un manque d'intelligence ou d'information. Il met en lumière une rationalité limitée structurelle, dans laquelle la complexité du contrat interagit avec des biais cognitifs prévisibles, comme l'optimisme excessif, la préférence pour le présent, ou encore la surcharge informationnelle.

En pratique, ce cadre théorique souligne aussi les incentives perverses du marché : les institutions financières avaient intérêt à formuler des offres attrayantes à court terme tout en dissimulant les véritables coûts sur le long terme, sachant que nombre de clients ne les détecteraient pas. Ce déséquilibre a favorisé une relation contractuelle asymétrique, dans laquelle l'emprunteur, pourtant partie prenante à un engagement de long terme, n'était pas en mesure d'en évaluer convenablement les risques.

En définitive, l'approche de Gabaix et Laibson fournit des arguments solides pour remettre en cause l'hypothèse de transparence et de rationalité sur laquelle reposent les marchés financiers dans les modèles classiques. Elle invite à repenser la régulation, en intégrant la nécessité de standardisation des contrats, de simplification des informations fournies aux consommateurs, et de tests de lisibilité économique des produits financiers, afin de limiter les abus liés à la complexité volontaire.

Les conséquences ont été particulièrement marquées dans les populations les plus vulnérables, qui ont vu leur situation financière se dégrader rapidement une fois les taux ajustés ou les conditions de remboursement modifiées. En l'absence de mécanismes de protection ou de conseil objectif, cette incapacité à anticiper le

retournement du marché a entraîné une vague massive de défauts de paiement et de saisies.

### **3.2. La myopie temporelle selon Akerlof & Shiller (2009) :**

Dans *Animal Spirits*, Akerlof et Shiller soulignent l'importance de la myopie temporelle, c'est-à-dire, la tendance des individus à sous-estimer les conséquences futures de leurs décisions, notamment lorsqu'il s'agit des marchés financiers<sup>133</sup>. Elle s'exprime dans le comportement suivant :

- Confiance excessive dans la stabilité à court terme :

Les agents partent souvent du principe que « ce sera pareil demain ». Cette confiance se développe dans un environnement marqué par la hausse continue des prix, comme ce fut le cas dans l'immobilier avant la crise des subprimes.

- Préférence pour les bénéfices immédiats :

Les individus accordent plus de poids aux gains instantanés (taux promotionnels, mensualités initialement faibles) qu'aux risques futurs, même s'ils sont connus et annoncés clairement. C'est un comportement typique de myopie temporelle, similaire à celui étudié en psychologie sous l'angle de la préférence pour le présent.

- Perception erronée du risque :

L'évolution de la confiance influence la perception du risque : tant que les prix montent, le risque est perçu comme faible. Lorsque la confiance s'effrite, la panique se propage aussi vite qu'un virus – Akerlof & Shiller comparent ce phénomène à une "épidémie de confiance", soulignant l'aspect socialement contagieux de cette dynamique.

- Amplification des cycles de marché :

---

<sup>133</sup> Akerlof, G. A., & Shiller, R. J. (2009). *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*. Princeton University Press.

La myopie temporelle est intrinsèquement liée aux phases de bulle : elle favorise les excès lors de la montée, puis la panique lors de la chute – d'où l'explication du caractère cyclique et excessif des marchés, impossible à capturer uniquement par les modèles néoclassiques.

Au cours de la crise des subprimes, il a été constaté ce qui suit :

- Euphorie immobilière : les ménages, portés par la conviction que les prix ne pouvaient que monter, ont ignoré les scénarios de chute prochaine.
- Acceptation de prêts risqués : les mensualités attractives à court terme ont masqué les hausses futures, que les emprunteurs n'ont pas anticipées.
- Propagation collective : la croyance partagée dans une croissance perpétuelle a favorisé un effet de troupeau, alimenté par les "histoires" médiatiques d'une prospérité immobilière inébranlable.

Ce biais temporel a donc été un catalyseur, essentiel à la fois pour la formation de la bulle et son éclatement brutal.

### **3.3. Analyse des erreurs financières des ménages selon Campbell (2006) :**

Dans son article fondamental « Household Finance », publié dans le *Journal of Finance*, Campbell (2006) propose une analyse empirique rigoureuse du comportement financier des ménages, dépassant largement les modèles néoclassiques standard<sup>134</sup>.

Parmi ses apports principaux :

- Une majorité de ménages efficaces, mais une minorité vulnérable :

Campbell montre que si de nombreux ménages gèrent leur portefeuille et refinancent efficacement à *long terme*, une minorité commet des erreurs significatives : endettement excessif, choix suboptimaux de produits, absence de diversification. Ce

---

<sup>134</sup> Campbell, J. Y. (2006). *Household Finance*. *Journal of Finance*, 61(4), 1553–1604.

groupe d'emprunteurs est généralement moins éduqué et moins riche, ce qui accentue leur vulnérabilité.

- Connaissance de ses limites :

Certains ménages n'adoptent pas des stratégies financières complexes — comme le trading actif ou le refinancement anticipé — car ils reconnaissent leurs limites cognitives ou leurs connaissances insuffisantes. Cela reflète une forme de rationalité limitée, concept central en finance comportementale.

- Externalités croisées dans les produits financiers :

Campbell attire l'attention sur le fait que certains produits semblent subventionnés implicitement par les ménages novices, au bénéfice des ménages plus aguerris. Ces produits biaisés — tels que les prêts à taux variable ou les produits dérivés complexes — peuvent freiner le développement d'innovations réellement bénéfiques pour l'ensemble des acteurs.

- Endettement excessif et mauvaise évaluation du risque :

L'étude souligne que, malgré des comportements efficaces pour certains, un nombre notable de ménages a sous-estimé les risques liés à un endettement élevé, notamment dans des contextes de taux variables ou de finance comportementale qui favorise l'excès de confiance.

De ce fait, il souligne qu'il y a trois conceptions clés qui sont :

- Type d'erreurs : Les ménages vulnérables ont tendance à choisir des produits inadaptés, hypothèques subprimées, prêts à paiement différé, etc., sans en évaluer l'impact réel à long terme.
- Profil de ces ménages : Moins éduqués, plus précaires, peu aptes à identifier leurs limites ou à recourir à des conseillers compétents.
- Conséquences systémiques : Ce segment d'erreurs financières contribue à l'augmentation du risque systémique : défauts de paiement, saisies, propagation de la crise du crédit.

Campbell (2006) montre que si la plupart des ménages se comportent de manière raisonnable, une minorité commet des erreurs lourdes de conséquences : endettement excessif, mauvaise diversification, recours à des produits complexes. Ces ménages, souvent plus pauvres et moins informés, impactent négativement leur bien-être et la stabilité du système financier.

Les résultats de Campbell plaident pour une intervention plus fine de la régulation financière, ciblée sur les populations à risque :

- Renforcement de la littératie financière ;
- Surveillance des produits destinés aux ménages peu instruits ;
- Standardisation et simplification des contrats.

Ces mesures permettront de réduire les externalités négatives identifiées et d'améliorer la résilience des marchés de crédit face aux comportements irrationnels ou insuffisamment informés.

#### **3.4. Données empiriques sur les ARMs et les défauts de remboursement :**

Le Federal Reserve Bank de Chicago et du Federal Reserve Board ont publié des données empiriques, illustrant l'impact des prêts à taux variables (*ARMs*) sur les défauts de remboursement durant la crise des subprimes<sup>135</sup> :

- Environ 8,5 % de taux de défaut grave (90+ jours) sur les subprimes variables en octobre 2000.
- Ces défauts passent à 12 % début 2007, puis grimpent à 22 % fin 2007, et culminent à 36 % début 2009, avant d'atteindre 47 % début 2010.
- Les *ARMs* hybrides (2/28, 3/27) représentent environ **70 %** des prêts subprimes à taux variable.

---

<sup>135</sup> Federal Reserve Bank of Chicago (2008). *Consumer Credit Trends and Risks in the Subprime Mortgage Market*

- Environ **7,5 %** de l'ensemble des prêts hypothécaires américains sont des subprimes ARM
- Dans le Seventh District (Illinois, Indiana, Michigan, Iowa, Wisconsin), les défauts sur subprimes ARM atteignent jusqu'à 21 % en Michigan fin 2006, contre 14,2 % au niveau national.

Ces données sont interprétées comme suit :

- Risque structurel élevé des ARM : les paiements réajustables exposent les ménages à des chocs financiers brutaux (multiplication des défauts après les resets).
- Amplification du risque de défaut : alors que les taux fixes limitent les variations, les ARM deviennent un levier d'endettement explosif.
- Inégalités régionales : les zones économiquement fragiles étaient les plus touchées, soulignant l'interaction entre caractéristiques socio-économiques et choix de produit.
- Montée de la crise : la hausse progressive des défauts (12 % en 2007 à près de 36 % en 2009) coïncide avec l'arrêt de la hausse des prix de l'immobilier et la montée des taux, confirmant le lien causal.

Les données de la Federal Reserve confirment que les prêts à taux variables ont été un vecteur majeur de la crise. Leur taux de défaut est passé de 8,5 % en 2000 à 22 % fin 2007, atteignant près de 36 % début 2009, contre seulement 21 % pour les subprimes à taux fixe . Alors que les subprimes ARM constituaient environ 7,5 % des prêts, ils représentaient une part disproportionnée des défaillances, notamment dans des régions comme le Michigan où les taux de défaut atteignaient 21 % fin 2006. Ces chiffres illustrent la vulnérabilité intrinsèque des ARM au moment de l'ajustement des taux, et leur rôle central dans la propagation de la crise.

### **3.5. La titrisation et le relâchement du contrôle de la qualité des prêts : l'apport de Keys et al. (2010) :**

Dans leur étude fondatrice publiée dans le *Quarterly Journal of Economics*, Keys, Mukherjee, Seru et Vig (2010) analysent empiriquement l'impact de la titrisation sur la qualité des prêts hypothécaires émis dans les années précédant la crise des subprimes<sup>136</sup>. Leur question centrale est la suivante : le fait que les prêts puissent être revendus rapidement sous forme de titres structurés a-t-il incité les prêteurs à baisser leurs standards de sélection (screening) ?

Pour répondre à cette question, les auteurs exploitent une discontinuité naturelle autour du score de crédit FICO 620, seuil largement utilisé par les institutions financières pour déterminer l'éligibilité d'un prêt à la titrisation. En comparant les prêts juste en dessous et juste au-dessus de ce seuil, ils isolent l'effet de la titrisation sur la rigueur du processus d'octroi.

Les résultats majeurs de cette étude se présentent comme suit :

- Défauts de paiement plus fréquents :

Les prêts émis à des emprunteurs ayant un score FICO juste supérieur à 620 (donc plus susceptibles d'être titrisés) présentent un taux de défaut supérieur de 10 à 25 % à ceux situés juste en dessous. Cette différence ne peut être expliquée ni par la solvabilité intrinsèque des emprunteurs, ni par les conditions du marché, mais uniquement par la facilité à revendre ces prêts dans des véhicules de titrisation.

- Affaiblissement des incitations au contrôle :

Les prêteurs, sachant qu'ils ne conserveraient pas les prêts dans leur propre bilan mais les revendraient rapidement à des investisseurs via des produits titrisés, ont relâché les procédures de vérification (vérification des revenus, antécédents de crédit, stabilité professionnelle, etc.).

- Modèle "originate-to-distribute" :

Le fonctionnement même du système bancaire, basé sur l'émission massive de crédits destinés à être immédiatement titrisés, a créé un aléa moral systémique : les

---

<sup>136</sup> Keys, B. J., Mukherjee, T., Seru, A., & Vig, V. (2010). *Did Securitization Lead to Lax Screening?* *Quarterly Journal of Economics*, 125(1), 307–362

établissements prêteurs ne supportaient plus le risque, ce qui les incitait à privilégier le volume au détriment de la qualité. Ce mécanisme a été un facteur clé dans la diffusion de prêts à haut risque dans l'ensemble du système financier.

Cette étude montre que la complexité et l'opacité des produits structurés ont brouillé la perception du risque pour les prêteurs, les investisseurs et même les régulateurs. Le comportement des banques s'inscrit ici dans une logique d'incitations perverses par l'environnement financier : l'existence d'une demande forte de titres à haut rendement, combinée à la possibilité de transférer le risque via la titrisation, a entraîné un affaiblissement du lien entre le prêteur et le risque associé au crédit.

Ainsi, l'illusion de stabilité véhiculée par la titrisation a alimenté une production massive de prêts risqués, dans un cadre où l'analyse individuelle de la solvabilité n'était plus perçue comme nécessaire, mais comme un coût à éviter.

L'étude de Keys et al. (2010) met en évidence le rôle central de la titrisation dans le relâchement des standards de prêt dans les années qui ont précédé la crise des subprimes. En analysant une base de données de plus d'un million de prêts hypothécaires, les auteurs démontrent qu'un prêt titrisable (score FICO juste supérieur à 620) a 10 à 25 % de probabilité supplémentaire de connaître un défaut, comparé à un prêt similaire non titrisé. Cette dynamique reflète un affaiblissement volontaire du contrôle de qualité des prêts, facilité par un système où les prêteurs ne conservent plus le risque de défaut. En conséquence, la titrisation, plutôt que de réduire le risque par diversification, a contribué à sa dissémination à l'échelle du système financier, tout en rendant le risque sous-jacent plus difficile à identifier.

En conclusion de cette sous-section, il est à noter que loin d'être uniquement le produit d'une défaillance individuelle, l'endettement excessif observé durant la période pré-crise trouve aussi ses racines dans un environnement social et commercial propice à la prise de décision biaisée. En effet, les comportements des consommateurs n'évoluent pas dans un vide rationnel : ils sont façonnés par des normes sociales, des stratégies de marketing agressives, et des discours culturels valorisant la propriété comme symbole de réussite.

Dans ce contexte, les biais cognitifs ne sont pas seulement internes, ils sont activés, amplifiés et instrumentalisés par un environnement incitatif qui pousse à l'achat immobilier à tout prix, parfois même au mépris des capacités financières réelles. Comprendre la crise des subprimes implique donc de s'intéresser à ces influences exogènes, souvent invisibles, mais décisives dans la formation des choix économiques individuels.

C'est dans cette optique que s'inscrit la prochaine section, qui analyse le rôle des pressions sociales, des campagnes publicitaires ciblées, et des normes collectives dans la construction d'un comportement d'endettement largement mimétique et peu lucide.

## **Section 2 : L'influence de l'environnement social et commercial sur les décisions d'achat immobilier :**

Si les décisions d'endettement et d'achat immobilier peuvent s'expliquer en partie par des déterminants individuels – comme les biais cognitifs ou la faible littératie financière – elles s'inscrivent également dans un environnement social, culturel et commercial structurant, qui façonne les perceptions, les aspirations et les comportements. Dans le contexte de la bulle immobilière américaine des années 2000, cet environnement a joué un rôle déterminant dans la diffusion de comportements mimétiques, l'adoption de récits collectifs valorisant la propriété, et la normalisation de l'endettement risqué.

La dynamique de la crise ne saurait être comprise sans tenir compte de l'influence convergente de plusieurs facteurs : la puissance des campagnes de marketing immobilier, la pression des normes sociales incitant à devenir propriétaire, et le rôle des discours médiatiques et institutionnels dans la fabrication d'un climat de confiance excessive. Ces éléments ont contribué à renforcer la demande de logements, même parmi des ménages modestes ou précaires, en gommant la perception du risque et en entretenant des anticipations irréalistes sur l'évolution des prix et la sécurité de l'investissement.

Cette sous-section examine tour à tour trois vecteurs essentiels de cette influence sociale et commerciale :

- Le marketing agressif et les récits promotionnels autour de la réussite par la propriété,
- Les normes culturelles et la pression du groupe, qui ont transformé l'achat immobilier en standard de réussite sociale,
- Et enfin, le rôle de la bulle médiatique et des discours rassurants émis par les institutions, qui ont nourri une illusion de stabilité et de sécurité collective.

### **1. Le marketing agressif et les récits promotionnels autour de la réussite par la propriété :**

Dans le contexte de l'euphorie immobilière qui a précédé la crise des subprimes, les stratégies commerciales des institutions financières, des promoteurs immobiliers et des courtiers en prêts ont été marquées par un marketing intensif, émotionnel et ciblé, qui a joué un rôle central dans la diffusion du désir d'achat immobilier, même au sein de populations historiquement exclues du crédit.

Ce contexte était marqué par plusieurs caractéristiques :

#### **1.1. La propriété comme symbole de réussite personnelle et sociale :**

Les campagnes de publicité ont présenté l'accession à la propriété non seulement comme un investissement rationnel, mais surtout comme un accomplissement personnel, voire une étape inévitable de l'intégration sociale. Ce message a été particulièrement efficace auprès des ménages modestes ou issus des minorités, qui voyaient dans la propriété un vecteur d'émancipation et de sécurité. Les slogans tels que « *Stop paying rent, start building wealth* » ou « *Own your piece of the American Dream* » illustraient parfaitement cette idéologie du succès par l'endettement.

#### **1.2. Ciblage comportemental et segmentation psychologique :**

Les acteurs du crédit ont affiné leurs stratégies en utilisant des données comportementales et démographiques pour cibler des segments de population identifiés comme vulnérables mais désireux d'ascension sociale. De nombreux courtiers ont utilisé des techniques de vente agressives, parfois borderline du point de vue éthique, en omettant de préciser les risques futurs (hausse des mensualités, taux ajustables, frais annexes).

Selon une enquête du *Center for Responsible Lending* (2006), près de 60 % des emprunteurs subprimes déclaraient ne pas avoir été correctement informés des conditions exactes de leur prêt, et une majorité affirmait qu'on leur avait présenté le produit comme "sans risque".

### **1.3. Emballage émotionnel des produits financiers :**

Au lieu d'expliquer objectivement les caractéristiques techniques des prêts hypothécaires, les institutions ont souvent adopté une approche émotionnelle, rassurante et valorisante. Des brochures montraient des familles souriantes devant leur maison neuve, des enfants jouant sur une pelouse verdoyante, renforçant l'idée que devenir propriétaire était à la fois naturel, gratifiant et sans danger.

Cette présentation biaisée a réduit la perception du risque et renforcé la confiance dans les produits financiers complexes, en exploitant des biais cognitifs bien connus, comme le biais de cadrage (*framing effect*) et le biais d'optimisme.

### **1.4. Une analyse comportementale de la publicité immobilière :**

La littérature en finance comportementale a montré que dans un contexte de narratif collectif positif, les individus tendent à se conformer aux attentes sociales, à ignorer les signaux négatifs, et à se fier davantage aux émotions qu'à l'analyse rationnelle. Les campagnes marketing ont ainsi renforcé les mécanismes d'auto-justification et de biais de confirmation, conduisant les ménages à croire qu'ils prenaient une « bonne décision » en achetant coûte que coûte.

Le marketing immobilier n'a pas simplement accompagné la bulle : il l'a nourrie et justifiée. En transformant l'achat immobilier en enjeu symbolique et identitaire, il a contribué à déconnecter la décision économique de ses fondements rationnels. Cette

déconnexion a facilité l'acceptation massive de prêts risqués par des ménages peu informés, convaincus qu'ils participaient à une trajectoire sociale légitime et valorisée.

## **2. Normes culturelles et pression du groupe : devenir propriétaire comme norme sociale :**

Au-delà des facteurs économiques et des incitations commerciales, les comportements d'achat immobilier sont fortement influencés par des normes sociales intériorisées, qui façonnent les représentations du succès, de la stabilité et de l'ascension sociale. Dans le contexte américain, la propriété immobilière est profondément ancrée dans l'imaginaire collectif, symbolisant à la fois l'autonomie, la réussite personnelle et l'appartenance à la classe moyenne.

### **2.1. La propriété comme norme sociale dominante :**

L'idéal de "homeownership" est au cœur du rêve américain depuis l'après-guerre. Il ne s'agit pas simplement d'un objectif financier, mais d'un rite de passage socialement valorisé, perçu comme un marqueur de maturité, de responsabilité et de respectabilité. Dans de nombreuses communautés, devenir propriétaire est considéré comme le but naturel et attendu de toute trajectoire adulte réussie.

Selon une étude du *Joint Center for Housing Studies* de Harvard (2006), plus de 80 % des Américains considèrent que l'accession à la propriété est un élément essentiel de la réussite personnelle, bien avant le niveau de revenu ou le type d'emploi<sup>137</sup>.

Plusieurs rapports publiés avant même l'éclatement officiel de la crise des subprimes avaient alerté sur les dérives institutionnelles en matière d'octroi de crédit. Le rapport du Center for Responsible Lending (2006) met particulièrement en lumière les pratiques agressives de prêteurs comme Countrywide Financial, l'un des plus grands émetteurs de prêts hypothécaires aux États-Unis à cette époque. Le rapport dénonce un modèle d'affaire orienté vers le volume plutôt que vers la qualité, où l'objectif premier était de maximiser la titrisation et les commissions, même au prix d'une prise de risque systémique.

---

<sup>137</sup> Center for Housing Studies of Harvard University (2006). *State of the Nation's Housing*.

Le document montre que ces établissements ont encouragé des pratiques telles que :

- l'octroi de crédits à des emprunteurs à risque sans vérification rigoureuse de leurs revenus ou de leur capacité de remboursement (prêts NINJA : *No Income, No Job, No Assets*) ;
- la promotion active de produits à taux variables peu transparents (ARM – *Adjustable-Rate Mortgages*) auprès de ménages modestes mal informés ;
- le recours systématique à des mécanismes d'incitation pour les courtiers afin de placer les emprunteurs dans les produits les plus risqués (et les plus rémunérateurs).

Ces pratiques ont été rendues possibles par l'alignement stratégique entre banques, courtiers et agences de notation, dans une logique mimétique où aucun acteur n'avait intérêt à rompre le cycle. Comme le souligne le rapport, « les prêteurs se sont comportés davantage comme des distributeurs de produits titrisés que comme des institutions de crédit évaluant sérieusement le risque. »

Ce document constitue une pièce centrale pour démontrer que le mimétisme des acteurs institutionnels ne s'explique pas seulement par une erreur d'appréciation ou un excès de confiance, mais par une dynamique incitative perverse intégrée au cœur du système financier.

## **2.2. Pression sociale et imitation comportementale :**

Dans ce contexte, le comportement des proches, des voisins et des collègues devient un puissant levier d'influence. La montée des prix de l'immobilier dans les années 2000 a été accompagnée d'un phénomène de contagion sociale : lorsqu'un ménage de l'entourage devenait propriétaire, il renforçait la norme implicite selon laquelle il fallait suivre le même chemin pour ne pas rester "à la traîne".

Les études en économie comportementale (notamment celles de Robert Shiller et George Akerlof) ont montré que les décisions d'achat immobilier sont souvent

motivées par des facteurs sociaux et émotionnels, plutôt que par une évaluation objective des coûts et des risques<sup>138</sup>.

Les recherches en économie comportementale, en particulier celles menées par Robert J. Shiller et George Akerlof, ont profondément remis en question l'idée selon laquelle les décisions économiques, notamment en matière d'investissement immobilier, seraient le fruit d'une évaluation rationnelle des coûts, des risques et des rendements attendus. Au contraire, leurs travaux démontrent que ces décisions sont fréquemment influencées par des facteurs psychologiques, sociaux et émotionnels, qui peuvent entraîner des comportements collectifs déconnectés des fondamentaux économiques.

Dans son ouvrage *Irrational Exuberance* (2000, 2005), Robert Shiller analyse les mécanismes qui sous-tendent les bulles spéculatives, notamment dans le marché immobilier. Il montre que l'achat d'un bien immobilier est rarement une décision purement financière. Il est chargé d'affects (sécurité, statut, réussite personnelle) et façonné par des récits collectifs, tels que "*les prix ne font que monter*", "*la pierre est la valeur refuge absolue*", ou encore "*c'est le bon moment pour acheter*". Ces récits, diffusés par les médias, les institutions, ou l'environnement social proche, alimentent un climat de confiance et de conformité sociale, qui pousse les individus à s'endetter davantage pour accéder à la propriété, souvent sans compréhension réelle des risques sous-jacents.

George Akerlof, dans son ouvrage coécrit avec Shiller *Animal Spirits* (2009), insiste sur l'idée que les décisions économiques sont profondément influencées par des "esprits animaux", c'est-à-dire par des pulsions non rationnelles telles que la confiance, l'optimisme, la peur, ou la contagion émotionnelle<sup>139</sup>. L'achat immobilier, dans ce cadre, n'est pas simplement un arbitrage coût-bénéfice, mais un acte influencé par la pression sociale, la volonté d'appartenance à une classe sociale, ou encore la peur de rester en dehors du mouvement collectif (effet FOMO). Cela explique

---

<sup>138</sup> Akerlof, G. A., & Shiller, R. J. (2009). *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*

<sup>139</sup> Akerlof, G. A., & Shiller, R. J. (2009). *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*. Princeton University Press.

pourquoi des ménages à faibles revenus ont accepté des conditions de crédit risquées pour "ne pas rater l'opportunité", même lorsque les données objectives suggéraient une surévaluation du marché.

Ces travaux démontrent également que, dans les phases de bulle, les signaux de prudence sont étouffés par le consensus émotionnel ambiant. L'adhésion massive à une croyance partagée sur la hausse perpétuelle des prix immobiliers crée une illusion de sécurité collective, où le jugement individuel est suspendu au profit d'une validation sociale.

Ainsi, loin de se fonder exclusivement sur des calculs rationnels, l'achat immobilier en contexte spéculatif illustre l'un des cas les plus clairs de dissonance cognitive et de biais collectifs. Ces dynamiques, mises en lumière par Shiller et Akerlof, justifient l'abandon partiel des modèles financiers fondés sur l'homo economicus au profit de cadres interprétatifs plus réalistes, intégrant les émotions, les croyances partagées et les constructions sociales de la valeur.

Ce phénomène renvoie au "mimétisme normatif" : les individus adoptent un comportement non pas parce qu'il est rationnel, mais parce qu'il est perçu comme socialement approprié ou valorisé.

### **2.3. Témoignages, récits et validation sociale :**

Les récits personnels, voisins devenus propriétaires, amis ayant "fait une bonne affaire", collègues affirmant que "c'est le bon moment pour acheter" – ont un effet performatif puissant. Ils créent une spirale de validation sociale, où s'endetter pour acheter n'apparaît plus comme une décision à risque, mais comme un comportement prudent, attendu, voire indispensable.

Cette pression sociale se double d'un sentiment d'urgence, alimenté par la crainte de « rater l'occasion » (effet FOMO) et de rester en dehors du mouvement. Ainsi, de nombreux ménages ont contracté des prêts au-delà de leurs moyens pour ne pas rester en marge de cette norme collective.

Le contexte culturel et social de la période pré-crise a joué un rôle crucial dans l'amplification de la bulle immobilière. La norme implicite de l'accession à la

propriété comme marqueur de réussite, combinée à une forte pression du groupe et à des récits de succès largement diffusés, a conduit de nombreux ménages à prendre des décisions de crédit plus émotionnelles que rationnelles, contribuant à fragiliser l'ensemble du système.

### **3. Le rôle de la bulle médiatique et des discours institutionnels rassurants :**

La crise des subprimes s'est aussi construite dans un environnement discursif très particulier, où les signaux d'alerte ont été systématiquement minimisés, et où un consensus médiatique, politique et institutionnel s'est formé autour d'une vision optimiste et rassurante de l'économie immobilière. Cette bulle informationnelle a renforcé la confiance des ménages et des investisseurs dans un marché pourtant en déséquilibre croissant.

#### **3.1. Une couverture médiatique euphorique :**

Pendant toute la phase ascendante de la bulle, les grands médias – journaux, chaînes d'information, sites spécialisés – ont largement relayé des récits positifs sur la hausse continue des prix de l'immobilier. L'achat de logement était présenté comme un investissement sûr, « qui ne peut que prendre de la valeur », et les experts invités à s'exprimer à la télévision ou dans la presse adoptaient majoritairement une vision haussière du marché.

Des magazines comme *Money*, *Forbes* ou *BusinessWeek* publiaient régulièrement des articles titrés :

- « Pourquoi l'immobilier est votre meilleure retraite »
- « Devenir propriétaire : le meilleur choix pour battre l'inflation »
- « L'Amérique ne manquera jamais de logements : achetez maintenant »

Cette couverture optimiste a alimenté un sentiment généralisé de sécurité économique, même chez des ménages peu solvables, et a contribué à légitimer socialement l'acte d'achat immobilier, quel que soit le niveau de revenu ou d'épargne initial.

### **3.2. Un discours institutionnel largement complaisant :**

En parallèle, plusieurs institutions publiques et autorités financières ont tenu un discours rassurant sur la solidité du système, minimisant les risques associés à l'explosion du crédit hypothécaire. Par exemple :

- En 2005, Alan Greenspan, alors président de la Federal Reserve, affirmait que l'innovation financière permettait à un plus grand nombre de ménages d'accéder à la propriété et qu'il n'existait aucun signe clair de surévaluation systémique des prix<sup>140</sup>.
- Le Department of Housing and Urban Development (HUD) poursuivait ses campagnes pour l'accession à la propriété des ménages à faibles revenus, sans alerter sur les risques croissants du surendettement<sup>141</sup>.
- Les agences de notation continuaient de classer AAA des titres adossés à des prêts subprimes, ce qui renforçait l'idée que le système était sain.

Ce discours institutionnel rassurant a donc joué un rôle de légitimation des pratiques risquées, en entretenant une confiance artificielle dans la stabilité des marchés.

### **3.3. Une bulle informationnelle autoréalisatrice :**

En finance comportementale, on parle de bulles narratives (*narrative bubbles*, Shiller, 2017), pour désigner ces phénomènes où une histoire séduisante, celle d'une

---

<sup>140</sup> Federal Reserve (2005). *Remarks by Chairman Alan Greenspan at the Annual Convention of the American Bankers Association.*

<sup>141</sup> Department of Housing and Urban Development, HUD (2004–2006). *Homeownership Strategy Reports.*

croissance illimitée de la valeur immobilière, se diffuse largement dans l'opinion publique, renforcée par les médias et les leaders d'opinion<sup>142</sup>.

Ces récits deviennent performatifs : plus ils sont crus, plus ils influencent les comportements, et plus ils semblent se réaliser. L'absence de voix critiques, marginalisées ou inaudibles à l'époque, a empêché la prise de conscience collective des dérives en cours.

La bulle immobilière n'a pas seulement été financière, elle a aussi été informationnelle et discursive. En entretenant un climat de confiance excessive, les médias et les institutions ont amplifié la prise de risque des ménages, contribuant à créer un environnement cognitif biaisé, où la prudence apparaissait inutile et le risque invisible. Cette bulle de discours a été un carburant invisible, mais essentiel, de la crise.

En conclusion de cette sous-section, il s'agit de soulever une responsabilité encadrée par les limites cognitives. Les éléments développés précédemment soulignent avec force que les décisions financières des ménages, loin d'être strictement rationnelles, sont influencées par des dynamiques sociales puissantes et des incitations commerciales structurées. Dans ce contexte, il devient difficile de tenir les consommateurs seuls responsables de leurs choix erronés. Si certains ont effectivement pris des décisions risquées, celles-ci s'inscrivaient dans un environnement biaisant leurs perceptions, leurs jugements et leur compréhension des enjeux réels.

La crise des subprimes invite ainsi à repenser la notion de responsabilité individuelle, souvent invoquée dans le discours économique traditionnel. Peut-on exiger une rationalité parfaite dans un système qui pousse à l'irrationalité ? La section suivante interroge cette tension, en examinant dans quelle mesure les modèles classiques de responsabilisation individuelle sont compatibles avec les enseignements de la psychologie comportementale. Elle propose une lecture nuancée : les ménages ont une part de responsabilité, certes, mais cette responsabilité est encadrée, voire limitée, par les biais cognitifs auxquels ils sont soumis.

---

<sup>142</sup> Shiller, R. J. (2017). *Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events*. Princeton University Press

### **Section 3 : Une responsabilité individuelle piégée par l'irrationalité systémique :**

L'une des conséquences majeures de l'approche dominante en matière de politique économique et financière, avant et pendant la crise des subprimes, a été la tendance à reporter la responsabilité des décisions risquées sur les individus eux-mêmes. Dans cette perspective, chaque consommateur, chaque emprunteur ou investisseur était supposé agir de manière rationnelle, autonome et informée. L'endettement excessif, les défauts de paiement ou les choix d'investissement à haut risque étaient donc interprétés comme des échecs individuels, imputables à une mauvaise gestion ou à une négligence personnelle.

Or, cette lecture individualiste entre en contradiction flagrante avec les enseignements de la finance comportementale et de la psychologie cognitive. Les travaux de chercheurs tels que Tversky et Kahneman (1974), Thaler (1985) ou plus récemment Shiller (2005), ont démontré que les agents économiques évoluent dans un environnement cognitivement biaisé, socialement structuré et émotionnellement instable, où les choix individuels ne sont ni neutres ni pleinement libres. La prise de décision est fréquemment influencée par des heuristiques trompeuses, des pressures sociales implicites, et des asymétries informationnelles, qui réduisent considérablement la portée réelle du libre arbitre.

Dans cette section, il s'agira ainsi d'interroger de manière critique les limites du discours de responsabilisation individuelle dans un environnement marqué par une irrationalité systémique.

Nous verrons d'abord comment les consommateurs ont été exposés à des stratégies de persuasion et de manipulation cognitive qui ont affaibli leur capacité de discernement. Nous explorerons ensuite le paradoxe du choix éclairé, où la liberté apparente masque en réalité une profonde vulnérabilité sociale et psychologique. Enfin, nous poserons la question des modalités d'une régulation adaptée, en envisageant les apports possibles

de la "régulation comportementale", fondée sur la compréhension des biais cognitifs et la protection des agents dans un environnement complexe.

L'objectif de cette section est donc double : déconstruire l'illusion de responsabilité individuelle absolue et réhabiliter la nécessité d'un encadrement structurel prenant en compte les limites réelles du jugement humain dans les dynamiques financières.

### **1. Limites des discours de responsabilisation dans un contexte de manipulation cognitive :**

À la suite de la crise des subprimes, de nombreux discours publics et institutionnels ont cherché à attribuer la responsabilité des défaillances massives aux emprunteurs eux-mêmes, en insistant sur la nécessité de comportements plus prudents, de décisions mieux informées, et d'un retour à une discipline financière individuelle. Cette approche repose implicitement sur une vision normative de l'agent rationnel, supposé parfaitement informer, libre de ses choix, et pleinement responsable des conséquences de ses engagements financiers. Elle s'inscrit dans une tradition économique fondée sur la théorie du choix rationnel et la liberté contractuelle.

Cependant, ce discours de responsabilisation s'avère largement déconnecté des réalités psychologiques et cognitives dans lesquelles s'inscrivent les décisions financières des individus, en particulier dans le contexte très spécifique du crédit subprime. Comme l'ont montré les travaux en économie comportementale (Kahneman, 2011 ; Thaler & Sunstein, 2008), la prise de décision est profondément influencée par des biais cognitifs systémiques, tels que l'excès de confiance, l'effet de cadrage, ou l'ancrage, qui déforment la perception des risques, des coûts et des alternatives disponibles.

Dans son ouvrage majeur *Thinking, Fast and Slow* (2011), Daniel Kahneman, lauréat du prix Nobel d'économie, propose une révolution conceptuelle dans la compréhension du comportement économique<sup>143</sup>. Il distingue deux systèmes de pensée

---

<sup>143</sup> Kahneman, D. (2011). *Thinking, Fast and Slow*. Farrar, Straus and Giroux.

à l'œuvre dans les décisions humaines : le Système 1, rapide, intuitif, émotionnel et automatique ; et le Système 2, plus lent, réfléchi, analytique et coûteux en attention cognitive.

L'un des apports fondamentaux de Kahneman est de démontrer que dans la plupart des situations de la vie réelle, notamment en contexte d'incertitude ou de surcharge informationnelle, les individus ont tendance à s'en remettre au Système 1, ce qui les expose à une multitude de biais cognitifs systématiques.

Parmi ces biais, plusieurs sont particulièrement pertinents pour comprendre les comportements observés dans la bulle immobilière américaine. L'effet d'ancrage (*anchoring*), par exemple, conduit les agents à se fier à des points de référence arbitraires (comme les prix immobiliers récents) pour estimer la valeur d'un bien, même si ces références sont économiquement infondées. L'excès de confiance (*overconfidence*) amène les emprunteurs comme les investisseurs à surestimer leur capacité à rembourser ou à anticiper les tendances du marché. L'effet de cadrage (*framing effect*) modifie la perception du risque en fonction de la manière dont une offre est présentée — par exemple, un prêt à taux variable peut paraître attractif si l'on met en avant la faiblesse de la mensualité initiale, sans insister sur les hausses ultérieures.

En ce sens, le travail de Kahneman offre un cadre théorique rigoureux pour analyser les limites du modèle de l'agent rationnel, et justifie l'abandon de la fiction selon laquelle les individus agissent toujours en fonction d'une maximisation utilitaire. Il invite à considérer la vulnérabilité cognitive des agents économiques, en particulier dans un environnement comme celui du marché du crédit américain des années 2000, caractérisé par la complexité des produits, l'opacité de l'information, et l'intensité des incitations commerciales.

L'intégration de ces dimensions psychologiques dans l'analyse économique permet ainsi d'expliquer pourquoi des agents ont pu prendre des décisions manifestement désavantageuses, tout en ayant le sentiment d'agir de manière libre et rationnelle. Cela alimente, en filigrane, une critique plus large des discours de responsabilisation, en montrant que les erreurs des consommateurs ne sont pas le fruit d'une négligence

individuelle, mais d'un fonctionnement normal du cerveau humain dans un environnement biaisé.

Dans leur ouvrage fondateur *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness* (2008), Richard Thaler et Cass Sunstein développent la notion d'architecture du choix, concept central en économie comportementale. Selon les auteurs, les individus ne prennent pas leurs décisions dans un vide normatif ou informationnel, mais dans un environnement structuré, souvent inconsciemment, par la manière dont les options leur sont présentées<sup>144</sup>. Or, cette structuration de l'environnement décisionnel peut orienter les choix dans une direction ou une autre, sans pour autant recourir à la contrainte ou à l'interdiction. C'est ce qu'ils appellent un "nudge" (*coup de pouce*), c'est-à-dire une intervention douce dans l'architecture du choix destinée à guider les comportements vers des décisions plus rationnelles ou socialement souhaitables.

Mais, si Thaler et Sunstein militent pour une utilisation bienveillante de ces nudges par les pouvoirs publics (notamment en matière de santé ou d'épargne), leur cadre d'analyse permet aussi de comprendre comment cette même architecture peut être détournée à des fins commerciales, au détriment des consommateurs. En effet, les entreprises, et particulièrement les institutions financières, peuvent manipuler les biais cognitifs identifiés par la psychologie comportementale (comme l'aversion à la perte, le biais de statu quo, ou l'effet de cadrage) pour orienter les choix des individus de manière non transparente.

Dans le cas du crédit subprime, cette lecture s'applique particulièrement bien. Les formules de prêts complexes, les contrats peu lisibles, les simulateurs de mensualités trompeurs, ou encore l'omission volontaire de certaines informations dans les documents commerciaux sont autant d'éléments qui relèvent d'une manipulation de l'environnement de décision. Ces pratiques ont exploité la vulnérabilité cognitive des emprunteurs, en les poussant à opter pour des produits financiers qu'ils ne comprenaient pas pleinement, souvent sans mesurer l'ampleur des risques encourus.

---

<sup>144</sup> Thaler, R. H., & Sunstein, C. R. (2008). *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*. Yale University Press.

Ainsi, le travail de Thaler et Sunstein permet de relativiser la notion de libre arbitre économique, en montrant que la responsabilité individuelle est intimement liée à la structure du contexte décisionnel. Il plaide pour une forme de régulation comportementale, où l'État ou les régulateurs veilleraient à ce que les architectures de choix soient conçues de manière à protéger les individus contre leurs propres biais, plutôt qu'à les enfoncer davantage dans des trajectoires risquées.

De plus, l'environnement dans lequel ces décisions ont été prises était loin d'être neutre : il était marqué par des stratégies délibérées de persuasion, des techniques de vente agressives et des pratiques de contournement de la transparence. Le rapport du Center for Responsible Lending (2006) a ainsi mis en évidence comment certaines institutions financières ont sciemment promu des produits complexes, à taux variable ou à remboursement différé, en minimisant leurs risques réels, et en ciblant des populations vulnérables, souvent peu dotées en capital financier et informationnel.

Dans ce contexte, il devient problématique de continuer à parler de responsabilité individuelle autonome. Le consentement des emprunteurs était souvent vicié par une asymétrie d'information radicale et un encadrement cognitif biaisé, orchestré par des professionnels du marketing bancaire. Les emprunteurs étaient placés dans des conditions où leur capacité à évaluer les implications de leur engagement était structurellement affaiblie. Ce constat rejoint les analyses de Oren Bar-Gill (2012), qui considère que certains marchés — comme celui du crédit — sont conçus pour exploiter les biais cognitifs des consommateurs plutôt que pour les corriger.

Ainsi, le discours de responsabilisation, tel qu'il a été formulé à l'issue de la crise, tend à masquer la responsabilité structurelle des institutions qui ont délibérément alimenté l'irrationalité ambiante. Il occulte également le rôle de l'État et des régulateurs, qui ont laissé se développer un environnement propice à la manipulation cognitive à grande échelle.

Cette réflexion invite à une relecture critique des principes classiques de la responsabilité contractuelle, en reconnaissant que la frontière entre consentement et manipulation devient floue dans un contexte de complexité financière extrême et de vulnérabilité cognitive généralisée.

## 2. Entre libre arbitre et influence sociale : l'illusion du choix éclairé :

L'un des fondements idéologiques du système financier contemporain repose sur la croyance en la liberté de choix individuelle. Chaque consommateur serait rationnel, autonome et pleinement responsable de ses décisions, notamment en matière de crédit, d'investissement ou d'épargne. Ce postulat, central dans la théorie économique classique, postule l'existence d'un agent économique souverain, capable de comparer les options disponibles, d'évaluer les coûts et bénéfices associés, et de faire le "meilleur choix possible" compte tenu de ses préférences et de ses contraintes.

Or, les apports récents de la finance comportementale et de la psychologie sociale ont remis en cause la validité empirique de cette hypothèse. Les travaux de Daniel Kahneman (2011), mais aussi de Thaler & Sunstein (2008), ont montré que dans un contexte de complexité croissante et de surcharge cognitive, les décisions des individus sont souvent guidées par des automatismes mentaux, des biais cognitifs et surtout par l'influence du cadre social et institutionnel dans lequel ces choix sont effectués.

Dans le cas de la crise des subprimes, de nombreux emprunteurs ont cru faire un choix rationnel et éclairé en contractant un crédit immobilier. En réalité, ce choix était fortement influencé par un environnement biaisé, à la fois sur le plan informationnel et social :

- D'une part, les produits proposés étaient complexes, mal expliqués, et présentés sous un angle optimiste, minimisant les risques réels (effet de cadrage).
- D'autre part, les normes sociales valorisaient l'accession à la propriété comme signe de réussite personnelle, renforcée par une pression mimétique (*tout le monde achète, les prix vont continuer de monter*), créant un climat de conformité sociale où refuser de s'endetter devenait contre-normatif.

Le sentiment de faire un choix "libre" était en fait le produit d'un conditionnement cognitif et social, d'autant plus puissant qu'il était renforcé par des récits dominants et des signaux institutionnels convergents (publicité, politique publique de l'accession à la propriété, discours médiatiques rassurants). Dans ce cadre, la liberté apparente cache

une hétéronomie des choix : les décisions sont prises sous l'influence de normes invisibles, de représentations collectives et de biais psychologiques largement partagés.

Cette illusion du choix éclairé interroge donc la pertinence du cadre juridique et économique fondé sur la responsabilité individuelle. Elle suggère qu'il est illusoire de demander aux individus d'assumer seuls les conséquences de décisions prises dans un environnement structurellement biaisé, sans accès complet à l'information, ni moyens cognitifs suffisants pour traiter cette information.

Ainsi, repenser la notion de liberté économique implique de reconnaître que le libre arbitre est contextuel, et que l'autonomie de décision n'est possible que si l'environnement est conçu pour la favoriser. Cela pose la question, abordée dans la sous-section suivante, d'une régulation comportementale capable de protéger les individus non contre des choix imposés, mais contre des choix manipulés.

### **3. Vers une redéfinition des responsabilités : quelle place pour la régulation comportementale ?**

Face aux limites manifestes du paradigme de la responsabilité individuelle dans un environnement financier complexe et cognitivement biaisé, se pose la question d'une révision profonde des modalités de régulation. Si les comportements déviants des consommateurs ont largement contribué à la formation de la bulle immobilière, il serait réducteur, voire injuste, de leur en imputer la faute exclusive, sans prendre en compte les défaillances structurelles de l'architecture des choix dans laquelle ces décisions ont été prises.

Dans cette perspective, la régulation comportementale (*behavioral regulation*), inspirée des travaux de Thaler et Sunstein (2008), propose une approche novatrice fondée non sur la contrainte directe ni sur la dérégulation totale, mais sur la reconfiguration des environnements décisionnels pour aider les individus à faire des choix plus cohérents avec leurs intérêts réels. Elle repose sur l'idée que l'État ou les

régulateurs peuvent — et doivent — jouer un rôle actif dans la correction des biais cognitifs, sans pour autant nier la liberté individuelle.

Appliquée au secteur financier, cette approche conduit à envisager plusieurs leviers d'action :

- Clarification et simplification de l'information : rendre les produits financiers compréhensibles par tous, en réduisant les formulations opaques, les options trompeuses, et les frais cachés. L'objectif est d'atténuer l'asymétrie d'information et de favoriser un traitement plus rationnel des données par les consommateurs.
- Encadrement des pratiques commerciales : limiter les incitations perverses qui poussent les agents (courtiers, banques, agences de notation) à exploiter les biais des consommateurs, en introduisant des normes éthiques et transparentes dans la distribution de produits financiers.
- Intervention par les nudges publics : mettre en place des dispositifs de type *nudge*, c'est-à-dire des incitations douces pour orienter les individus vers des choix prudents (comme proposer par défaut des prêts à taux fixe ou imposer un délai de réflexion obligatoire avant la signature d'un contrat).
- Renforcement de la littératie financière : améliorer la capacité des individus à comprendre les mécanismes économiques de base, non seulement par des formations ponctuelles, mais par une éducation économique continue et contextualisée, intégrée dans les politiques publiques.

La régulation comportementale ne cherche pas à infantiliser les agents économiques, mais à reconnaître la réalité de leurs vulnérabilités cognitives et sociales, afin de les protéger contre des décisions dont les effets peuvent être systémiques. Cette approche dépasse l'opposition classique entre autonomie et protection, en introduisant une troisième voie, fondée sur la co-construction des choix responsables dans un cadre institutionnel adapté.

En définitive, redéfinir la responsabilité dans les marchés financiers ne revient pas à dédouaner les individus de tout engagement, mais à reconnaître que la liberté

économique n'a de sens que dans un cadre structuré de manière à rendre les bons choix plus faciles à faire. Ce changement de paradigme ouvre la voie à une régulation plus fine, plus juste et plus efficace, capable de prévenir les dérives comportementales sans recourir à l'interdiction généralisée ni à la dérégulation aveugle

En conclusion, nous pouvons noter que l'analyse menée dans cette section remet profondément en question la lecture dominante selon laquelle les agents économiques, en particulier les ménages, auraient été, durant la crise des subprimes, les seuls responsables de leurs décisions d'endettement excessif. En réalité, ces décisions se sont inscrites dans un environnement systémique biaisé, marqué par une architecture du choix délibérément manipulée, une forte pression sociale normalisant le recours au crédit, et des biais cognitifs omniprésents dans la prise de décision.

En premier, nous avons montré comment le discours de responsabilisation, souvent mobilisé après coup, ignore la manipulation cognitive exercée par certains acteurs financiers, à travers des pratiques commerciales trompeuses et des produits volontairement complexes. Ensuite, nous avons souligné que l'illusion du choix éclairé est en grande partie entretenue par des influences sociales et informationnelles invisibles, qui orientent les décisions individuelles sans que celles-ci en aient pleinement conscience.

Ces constats justifient une révision profonde de la manière dont on conçoit la responsabilité économique en contexte de crise. Ils appellent, comme nous avons montré dans le troisième point, à une réflexion sur les outils de régulation comportementale susceptibles de rééquilibrer la relation entre les individus et leur environnement de choix. Il ne s'agit pas de déresponsabiliser les agents, mais de reconnaître que la liberté de choix ne peut être réelle que si le contexte la rend possible.

Cette approche ouvre la voie à une régulation plus juste, plus réaliste et plus efficace, fondée sur la prise en compte des limites cognitives et sociales de l'individu, et sur la responsabilité structurelle des institutions dans la fabrication des comportements économiques.

## **Conclusion du chapitre :**

Ce chapitre a permis de mettre en lumière le rôle central joué par les limitations cognitives, l'environnement social et les récits dominants dans la construction des comportements économiques des consommateurs à la veille de la crise des subprimes. Loin de l'idéal-type de l'agent rationnel et informé, l'analyse a révélé un consommateur psychologiquement vulnérable, socialement influençable et cognitivement exposé, agissant dans un environnement de plus en plus complexe et biaisé.

Dans une première section, nous avons montré comment les biais cognitifs, tels que l'optimisme irréaliste ou l'effet de simplification mentale, combinés à une asymétrie d'information persistante, ont contribué à une mauvaise évaluation du risque et des produits financiers. La faible littératie financière des ménages américains, illustrée par de nombreuses enquêtes empiriques, apparaît ainsi comme un facteur structurel de vulnérabilité, facilitant la diffusion de produits de crédit inadaptés.

La deuxième section a mis en évidence l'impact de l'environnement social et commercial dans les choix immobiliers. La pression des normes culturelles valorisant l'accession à la propriété, le marketing agressif des institutions financières et l'omniprésence d'un discours médiatique rassurant ont agi comme autant de vecteurs d'adhésion collective à une illusion de stabilité, amplifiant la dynamique de bulle. Les décisions d'achat immobilier ne peuvent donc être réduites à des choix économiques rationnels : elles doivent être replacées dans une logique d'appartenance sociale, de narration collective et d'adhésion mimétique.

Enfin, la troisième section a interrogé les limites du discours de responsabilisation individuelle face à une irrationalité systémique organisée. Elle a montré que les choix des consommateurs ont été conditionnés par une architecture du choix manipulée, limitant leur liberté réelle d'arbitrage. Dans ce contexte, la régulation comportementale apparaît comme une piste prometteuse, en ce qu'elle permet de corriger les défaillances cognitives sans nier la liberté de décision, mais en la rendant réellement possible.

Dans l'ensemble, ce chapitre contribue à une lecture comportementale de la crise des subprimes en soulignant que les erreurs des consommateurs ne sont pas uniquement

individuelles, mais structurelles et prévisibles. Comprendre la crise, c'est donc comprendre comment un système a su tirer parti des biais humains pour transformer des illusions individuelles en risques collectifs massifs.

Ce chapitre apporte une contribution décisive à la problématique centrale de la thèse, qui vise à démontrer que les explications strictement structurelles ou techniques de la crise des subprimes sont incomplètes si elles ignorent les déterminants comportementaux des décisions financières. En s'intéressant à la rationalité limitée des consommateurs, il confirme que les défaillances humaines, et non uniquement institutionnelles, ont constitué un maillon essentiel de la chaîne de causalité de la crise.

Il contribue également à renforcer l'idée que la finance comportementale, en intégrant les dimensions psychologiques et sociales de la décision économique, offre une lecture complémentaire mais indispensable à celle de la finance traditionnelle pour comprendre les dynamiques de crise.

Ce chapitre constitue une étape-clé dans la progression de la thèse. Il permet de déplacer le regard depuis les acteurs institutionnels (banques, marchés) vers les mécanismes psychologiques de vulnérabilité individuelle, tout en montrant comment ceux-ci ont été systématiquement exploités. Il prépare ainsi la transition vers l'étude empirique du chapitre suivant, en fournissant une base théorique solide pour l'identification des variables comportementales qui seront testées économétriquement dans l'analyse des déterminants de l'endettement et des choix financiers.

## **Chapitre IV :**

### **Analyse empirique de la rationalité limitée : une évaluation comportementale de la crise des subprimes**

- Section 1 : Rationalité limitée : une démonstration statistique  
par régressions
  
- Section 2 : Finance classique vs finance comportementale :  
quelle lecture explicative de la crise ?
  
- Section 3 : Interprétation et discussion des résultats

## Introduction

L'objectif de ce chapitre est de soumettre les fondements théoriques présentés plus haut à une vérification empirique, au moyen d'une analyse économétrique approfondie et méthodologiquement rigoureuse. Si les chapitres antérieurs ont permis d'explorer, sur un plan conceptuel, les limites de la rationalité des agents économiques et le rôle des dynamiques mimétiques dans la genèse de la crise des subprimes, il devient indispensable d'en vérifier la portée empirique. En d'autres termes, il s'agit de passer de l'analyse qualitative à une validation quantitative, afin d'évaluer si les biais cognitifs, les pressions sociales et les comportements déviants vis-à-vis des normes classiques de la finance ont effectivement influencé les décisions économiques ayant contribué à la crise.

L'objectif poursuivi ici est double. Il s'agit, d'une part, de tester l'hypothèse de rationalité limitée à travers deux angles complémentaires : le choix de placement risqué et le niveau d'endettement hypothécaire, en s'appuyant respectivement sur un modèle de régression logistique et un modèle de régression linéaire. Ces deux dimensions sont fondamentales pour comprendre comment des individus, souvent mal informés ou influencés par des signaux irrationnels, ont pu s'exposer à des risques systémiques sans en percevoir les conséquences.

D'autre part, nous cherchons à comparer la performance explicative des modèles issus de la finance classique à celle des approches comportementales. Tandis que la première s'appuie sur des hypothèses de rationalité, d'information parfaite et de marchés efficients, la seconde intègre les apports des sciences cognitives, de la psychologie et de la sociologie pour expliquer les écarts persistants aux modèles normatifs. Ce face-à-face méthodologique vise à déterminer dans quelle mesure la finance comportementale permet une lecture plus fine, et surtout plus réaliste, des causes profondes de la crise des subprimes.

À travers cette démarche empirique, ce chapitre ambitionne ainsi de démontrer que l'irrationalité individuelle et collective n'est pas un résidu marginal mais un facteur explicatif central, dont l'intégration dans les modèles économiques est non seulement pertinente mais nécessaire.

Cependant, il est nécessaire de préciser d'emblée que notre démarche ne constitue pas une étude empirique originale basée sur une collecte propre de données, mais bien une analyse empirique secondaire validative.

En effet, les bases de données directement centrées sur les variables comportementales des ménages et institutions avant la crise des subprimes ne sont pas accessibles. Ce qui existe provient d'enquêtes et d'études académiques et institutionnelles reconnues (Survey of Consumer Finances – SCF, Panel Study of Income Dynamics – PSID, National Financial Capability Study – NFCS, Home Mortgage Disclosure Act – HMDA, etc.).

Sur le plan macroéconomique, des données agrégées ont été extraites de la plateforme FRED (Federal Reserve Economic Data), qui fournit des séries chronologiques officielles sur les taux hypothécaires, les prix immobiliers (notamment via le Case-Shiller Index), ainsi que les niveaux d'endettement des ménages. À cela s'ajoutent des indicateurs issus du Bureau of Economic Analysis (BEA) et du Bureau of Labor Statistics (BLS), permettant de contextualiser les évolutions économiques générales durant la période précédant la crise de 2007-2008.

Pour les dimensions microéconomiques et comportementales, nous nous appuyons sur des enquêtes représentatives telles que le Survey of Consumer Finances (SCF) et le Panel Study of Income Dynamics (PSID), qui documentent les comportements d'endettement, de placement et les caractéristiques sociodémographiques des ménages américains. Par ailleurs, la base National Financial Capability Study (NFCS), conduite par la FINRA Investor Education Foundation, a été précieuse pour quantifier certains biais comportementaux tels que l'excès de confiance, le score de littératie financière ou la confiance envers les institutions financières.

Ces variables permettent d'opérationnaliser empiriquement des concepts issus de la finance comportementale, tels que la rationalité limitée, l'exposition au mimétisme social ou encore la vulnérabilité cognitive face aux produits complexes.

Enfin, des sources secondaires telles que Google Trends ont été exploitées à des fins exploratoires, comme indicateurs indirects de sentiment de marché et de contagion émotionnelle (par exemple, l'intensité des recherches liées à la bulle immobilière ou

au risque de défaut). L'ensemble de ces données, croisées et structurées, permet de construire un cadre économétrique rigoureux, intégrant à la fois les variables classiques de la finance et des indicateurs comportementaux, en vue de comparer leur pouvoir explicatif respectif dans la compréhension de la crise des subprimes.

Nous pouvons définir ces sources comme suit :

- **FRED (Federal Reserve Economic Data)** est une base de données économique et financière maintenue par la Federal Reserve Bank of St. Louis (États-Unis). Elle rassemble plus de 800 000 séries temporelles provenant de sources officielles (Federal Reserve, Bureau of Labor Statistics, Census Bureau, FMI, Banque mondiale, etc.). Les données couvrent un large éventail de domaines : macroéconomie, finance, emploi, inflation, taux d'intérêt, marchés hypothécaires et crédit. FRED constitue aujourd'hui une référence incontournable pour l'analyse empirique des dynamiques économiques et financières, utilisée à la fois par les chercheurs, les institutions et les décideurs publics.
- Le **Case-Shiller Home Price Index** est un indice de prix immobiliers résidentiels développé par Karl Case, Robert Shiller et Allan Weiss. Il mesure l'évolution des prix des logements aux États-Unis en utilisant une méthodologie dite des « ventes répétées » (repeat sales), qui compare les prix d'un même bien immobilier lors de différentes transactions. Cet indice est considéré comme l'un des indicateurs les plus fiables du marché immobilier américain, car il reflète les tendances réelles de valorisation des logements en éliminant les biais liés à la qualité ou à la localisation. Il est largement utilisé dans la recherche académique, l'analyse des cycles immobiliers et l'évaluation des risques liés au crédit hypothécaire, notamment dans le contexte de la crise des subprimes.
- Le **Bureau of Labor Statistics (BLS)** est l'agence statistique du Département du Travail des États-Unis, chargée de collecter, analyser et diffuser les données économiques relatives au marché du travail. Il publie régulièrement des indicateurs majeurs tels que le taux de chômage, l'inflation (indice des prix à la consommation – CPI), les salaires, la productivité et les conditions de travail. Les statistiques du BLS constituent une référence essentielle pour l'élaboration des politiques publiques, les décisions économiques et la recherche académique. Dans le cadre des études sur la crise des subprimes, ses données sur l'emploi, les revenus et l'inflation permettent de

comprendre le contexte macroéconomique qui a accentué la fragilité financière des ménages.

- Le **Survey of Consumer Finances (SCF)** est une enquête triennale menée par la Réserve fédérale des États-Unis en collaboration avec le Département du Trésor. Elle recueille des données détaillées sur la situation financière des ménages américains : revenus, actifs, dettes, patrimoine, comportements d'épargne et d'investissement. Grâce à la richesse et à la représentativité de ses informations, le SCF est l'une des principales sources pour l'étude des inégalités économiques, de l'endettement des ménages et des comportements financiers. Dans le cadre de la crise des subprimes, il permet d'analyser la distribution du crédit hypothécaire et les dynamiques d'endettement excessif.
  
- Le **Panel Study of Income Dynamics (PSID)** est une enquête longitudinale menée aux États-Unis depuis 1968 par l'Université du Michigan. Elle suit de manière continue des milliers de ménages et leurs descendants, ce qui en fait l'une des bases de données les plus riches pour analyser l'évolution intergénérationnelle des revenus, de l'emploi, de la consommation, du patrimoine et des comportements financiers. Grâce à son caractère panel, le PSID permet d'étudier la dynamique des inégalités économiques, la mobilité sociale ainsi que les trajectoires d'endettement sur le long terme. Dans le cadre des recherches sur la crise des subprimes, le PSID fournit des informations essentielles sur la vulnérabilité financière des ménages et leurs choix en matière de crédit hypothécaire.
  
- La **National Financial Capability Study (NFCS)** est une enquête nationale conduite périodiquement aux États-Unis par la FINRA Investor Education Foundation, en collaboration avec des chercheurs et des institutions publiques. Elle mesure la littératie financière des individus, leurs comportements en matière d'épargne, d'endettement, de crédit et d'investissement, ainsi que leurs attitudes face au risque. La NFCS fournit ainsi un cadre unique pour analyser les compétences financières et leurs effets sur la stabilité économique des ménages. Dans le contexte de la crise des subprimes, elle éclaire le rôle de la faible littératie financière et des comportements irrationnels dans la propagation du surendettement et de la fragilité financière.
  
- La **FINRA Investor Education Foundation**, ou **FINRA Foundation**, est une organisation américaine à but non lucratif créée par la Financial Industry Regulatory

Authority (FINRA), l'autorité d'autorégulation du secteur des marchés financiers aux États-Unis. Sa mission est de promouvoir l'éducation financière des investisseurs et du grand public, en menant des programmes de recherche, des actions de sensibilisation et des initiatives de formation. Elle est notamment responsable de la National Financial Capability Study (NFCS), l'une des enquêtes les plus complètes sur la littératie financière et les comportements économiques des ménages américains. Les travaux de la FINRA Foundation sont largement utilisés par les chercheurs, les décideurs publics et les institutions financières pour mieux comprendre les comportements financiers et prévenir les situations de surendettement.

- **Google Trends** est un outil statistique mis en place par Google qui permet d'analyser la popularité relative de mots-clés ou de thématiques recherchés sur le moteur de recherche au fil du temps. Les données sont disponibles depuis 2004 et couvrent la plupart des pays, offrant des indices d'intérêt normalisés (de 0 à 100) qui permettent de comparer les volumes de recherche. Google Trends est largement utilisé en recherche académique et en économie comportementale pour mesurer les anticipations, les sentiments collectifs ou encore les dynamiques de mimétisme. Dans le contexte financier, il a été mobilisé pour détecter des signaux précoces de crises, y compris lors de la bulle immobilière et de la crise des subprimes.
- Le **Government Accountability Office (GAO)** est l'institution indépendante du Congrès américain chargée d'auditer, d'évaluer et de fournir des analyses sur la gestion des finances publiques et les politiques fédérales. Ses rapports sur la crise des subprimes et sur le système financier américain offrent une évaluation critique des pratiques des institutions financières, de la régulation bancaire et des politiques publiques. Ces documents constituent une source de référence pour comprendre les défaillances structurelles qui ont contribué à la crise.
- Le **Fonds Monétaire International (FMI)** publie régulièrement des rapports, dont le *World Economic Outlook (WEO)* et le *Global Financial Stability Report (GFSR)*, qui fournissent une analyse détaillée de la conjoncture économique mondiale et de la stabilité des systèmes financiers. Les rapports du FMI relatifs aux années précédant et suivant la crise des subprimes mettent en évidence les vulnérabilités des marchés hypothécaires, l'expansion du crédit risqué et les déséquilibres macroéconomiques mondiaux. Ils constituent une base essentielle pour replacer la crise américaine dans un cadre international.

- La **Banque mondiale** produit des rapports globaux tels que le *Global Economic Prospects* et le *World Development Report*, qui analysent les tendances économiques, financières et sociales à l'échelle internationale. Dans le contexte de la crise des subprimes, ces rapports ont souligné les effets de contagion sur les économies émergentes et en développement, ainsi que l'impact sur la pauvreté, l'investissement et la croissance mondiale. Ces analyses offrent une perspective complémentaire aux études nationales en intégrant la dimension du développement et des inégalités.

Nous pouvons résumer ces sources dans ce tableau :

Tableau n°6 : liste des sources de base des données

| Source                                     | Type de données   | Utilisation dans la recherche  |
|--|---|--|
| FRED (Federal Reserve Economic Data)       | Séries macroéconomiques (taux d'intérêt, prix immobiliers, dette) | Contexte économique général et évolution des conditions de crédit            |
| Case-Shiller Home Price Index              | Indice des prix immobiliers résidentiels                          | Mesure de la formation et de l'éclatement de la bulle immobilière            |
| Bureau of Labor Statistics (BLS)           | Chômage, revenu médian, évolution du marché du travail            | Variables explicatives de l'environnement économique                         |
| Survey of Consumer Finances (SCF)          | Données microéconomiques sur les ménages                          | Revenu, richesse, dettes, types de placements                                |
| Panel Study of Income Dynamics (PSID)      | Scores de littératie financière, biais cognitifs déclarés         | Variables comportementales : overconfidence, confiance dans le système, etc. |
| National Financial Capability Study (NFCS) | Données sur la prise de décision financière                       | Analyse des comportements individuels face au risque                         |
| FINRA Foundation                           | Données sur la prise de décision financière                       | Analyse des comportements individuels face au risque                         |
| Google Trends                              | Fréquence de recherches sur des termes liés à la crise            | Indicateur indirect du mimétisme social et du climat émotionnel              |

|   |                                      |   |
|---|--------------------------------------|---|
| Rapports du GAO / FMI / Banque Mondiale | Analyses post-crise et études de cas | Justification des hypothèses empiriques et validation externe |
|---|--------------------------------------|---|

Source : Etabli par l'étudiant

Afin d'assurer la validité et la robustesse de notre démarche, nous avons construit nos variables en nous inspirant directement des structures et indicateurs mobilisés dans des enquêtes empiriques de référence. Le recours à ces études antérieures ne constitue pas seulement une source d'information, mais également un cadre méthodologique éprouvé qui nous a permis d'ancrer notre analyse dans une continuité scientifique et d'assurer la comparabilité de nos résultats avec la littérature existante.

Nous résumons ces études antérieures comme suit :

- **L'étude de Campbell & Cocco (2003)** : L'objectif de l'étude est d'analyser comment les ménages choisissent entre différentes formes de prêts hypothécaires (taux fixe ou taux variable), et évaluer le rôle de la gestion du risque dans ce choix. Les sources mobilisées ont été des données issues du Survey of Consumer Finances (SCF) et autres statistiques américaines sur les revenus et crédits hypothécaires. Le résultat obtenu est que les ménages avec revenus instables ou plus risqués privilégient le taux fixe, tandis que ceux anticipant une hausse de revenus ou ayant une forte tolérance au risque s'orientent vers le taux variable. Cette étude pour notre recherche est utile car elle montre que les décisions hypothécaires ne s'expliquent pas uniquement par des variables classiques (revenu, patrimoine), mais aussi par la perception du risque. Elle éclaire donc la logique de rationalité limitée que j'examine dans le cas des subprimes.
- **L'étude de Mian & Sufi (2009)** : L'objectif de l'étude est d'évaluer les conséquences de l'expansion du crédit hypothécaire sur les défauts de paiement et la crise des subprimes. Les sources mobilisées sont des données issues du *Home Mortgage Disclosure Act (HMDA)*, bases de crédit hypothécaire privées et statistiques publiques américaines. Les résultats obtenus ont démontré que l'expansion rapide du crédit a touché surtout les ménages à faibles revenus, augmentant massivement le surendettement et

entraînant une vague de défauts. Cela a constitué le déclencheur de la crise des subprimes. Cette étude est utile et centrale pour ma recherche car elle confirme empiriquement que les ménages ont adopté des comportements irrationnels d'endettement, encouragés par l'offre de crédit. Elle renforce donc mon analyse des biais cognitifs et du rôle de la rationalité limitée dans la genèse de la crise.

- **L'étude de Demyanyk & Van Hemert (2011) :** L'objectif de l'étude est de comprendre les causes et mécanismes de la crise des subprimes à travers une analyse détaillée de la performance des prêts hypothécaires émis entre 2001 et 2007. L'étude cherche à identifier si la crise était imprévisible ou si des signaux avant-coureurs étaient déjà présents. Les sources mobilisées sont données de prêts hypothécaires issues de bases privées (LoanPerformance) couvrant des millions de contrats, complétées par les statistiques issues de la régulation (HMDA). Les résultats obtenus ont démontré que les prêts émis dans les années précédant la crise (2006–2007) présentent une détérioration rapide et massive de qualité, avec des taux de défaut bien supérieurs aux générations antérieures. L'étude montre que la baisse de standards de crédit et l'excès de confiance dans la titrisation ont amplifié les risques systémiques. Cette référence est essentielle pour mon travail car elle met en évidence que la crise n'est pas seulement un choc exogène, mais le résultat de comportements irrationnels et biaisés des institutions financières et des ménages. Elle valide empiriquement l'idée que des signaux clairs existaient avant la crise, mais qu'ils ont été ignorés à cause de biais cognitifs et du mimétisme institutionnel.
- **L'étude de Shiller (2000) :** L'objectif de l'étude est de mesurer les anticipations et la confiance des investisseurs afin de comprendre le rôle des bulles spéculatives et de l'irrationalité collective dans les marchés financiers. Les sources mobilisées sont des données issues d'enquêtes directes sur les ménages et investisseurs, ainsi que données de marché (indices boursiers et immobiliers). Les résultats obtenus ont démontré une mise en évidence de comportements mimétiques et de croyances collectives exagérément optimistes qui alimentent les bulles financières. Cette étude montre que les anticipations ne sont pas rationnelles et qu'elles contribuent à l'amplification

des crises. Elle confirme le rôle du biais de mimétisme dans la crise des subprimes.

- **L'étude de Shiller (2008)** : L'objectif de l'ouvrage est d'expliquer les causes profondes de la crise des subprimes et proposer des solutions pour éviter sa reproduction. Les sources mobilisées sont des données du marché immobilier américain (dont le Case-Shiller Home Price Index), statistiques de crédit hypothécaire et enquêtes comportementales. Les résultats obtenus ont démontré que la crise résulte principalement de comportements irrationnels, de la croyance généralisée en une hausse illimitée des prix immobiliers, et d'une régulation défaillante. Ce travail soutient directement l'hypothèse que la crise des subprimes ne peut être comprise sans prendre en compte les biais cognitifs, le mimétisme et les émotions collectives.
- **L'étude d'Akerlof & Shiller (2009)** : L'objectif de l'ouvrage de réhabiliter le rôle des facteurs psychologiques et sociaux — appelés « animal spirits » — dans les décisions économiques et la dynamique macroéconomique. Les sources mobilisées sont des études empiriques sur les marchés financiers, données macroéconomiques et enquêtes comportementales. Les résultats obtenus ont démontré que les cycles économiques et financiers ne peuvent être compris uniquement par des modèles rationnels ; les croyances, la confiance, les récits collectifs et le mimétisme jouent un rôle central. Cet ouvrage fournit un cadre conceptuel puissant pour légitimer mon analyse empirique secondaire. Il confirme que la rationalité limitée et les biais comportementaux sont déterminants dans la compréhension de la crise des subprimes.
- **L'étude de Lusardi & Mitchell (2014)** : L'objectif de l'étude est de démontrer le rôle fondamental de la littératie financière dans les décisions économiques des ménages et dans leur bien-être à long terme. Les sources mobilisées sont des enquêtes internationales (notamment la National Financial Capability Study – NFCS aux États-Unis, mais aussi des enquêtes menées en Europe et dans les pays émergents). Les résultats obtenus ont démontré que la littératie financière est très faible dans la plupart des pays, ce qui conduit à des erreurs coûteuses dans la gestion de l'épargne, de la dette et des investissements. Une

faible littératie accroît la vulnérabilité au surendettement. Cet article fournit une base empirique solide à l'idée que le manque de connaissances financières a amplifié la crise des subprimes. Il valide mon hypothèse selon laquelle l'irrationalité des ménages n'est pas seulement due aux biais cognitifs, mais aussi à un déficit structurel d'éducation financière.

- **L'étude de Lusardi & Tufano (2015) :** L'objectif de l'étude est d'analyser la relation entre la littératie financière, l'expérience des individus avec le crédit, et leur propension au surendettement. Les sources mobilisées sont des données issues de la *National Financial Capability Study (NFCS)* et autres enquêtes sur les ménages américains. Les résultats obtenus ont démontré que les individus ayant une faible "debt literacy" (compréhension des intérêts, du coût du crédit, des risques de l'endettement) sont beaucoup plus susceptibles de recourir au crédit à coût élevé et de tomber dans le surendettement. Cette étude éclaire directement le lien entre faible littératie financière et surendettement hypothécaire. Elle est cruciale pour mon analyse, car elle démontre que le manque de compréhension du crédit a été un facteur déterminant du comportement irrationnel des ménages durant la crise des subprimes.
- **L'étude de Barber & Odean (2001) :** L'objectif de l'étude est d'examiner l'impact de l'excès de confiance des investisseurs individuels sur leurs décisions d'investissement, et mettre en évidence des différences liées au genre. Les sources mobilisées sont des bases de données de plus de 35 000 ménages américains investisseurs auprès d'un grand courtier en ligne (1991–1997). Les résultats obtenus ont démontré que les investisseurs présentant un excès de confiance, en particulier les hommes, effectuent davantage de transactions, supportent des coûts plus élevés et obtiennent des rendements inférieurs. Cette étude illustre que l'excès de confiance conduit à des comportements irrationnels coûteux, exactement comme les ménages et institutions l'ont fait avant la crise des subprimes en sous-estimant les risques liés aux crédits hypothécaires.
- **L'étude de Weinstein (1980) :** L'objectif de l'étude est de tester empiriquement l'existence d'un biais d'optimisme irréaliste, c'est-à-dire la tendance des individus à croire qu'ils sont moins exposés que les autres aux événements négatifs. Les sources mobilisées sont des enquêtes et expérimentations auprès

d'échantillons d'étudiants et de ménages. Les résultats obtenus ont démontré que les individus surestiment la probabilité d'événements positifs et sous-estiment celle d'événements négatifs, révélant un biais cognitif universel. Ce biais explique pourquoi de nombreux ménages ont contracté des crédits hypothécaires risqués en croyant qu'ils seraient capables de rembourser ou que les prix de l'immobilier continueraient à croître.

- **L'étude de Gennaioli & Shleifer (2010) :** L'objectif de l'étude : Proposer une théorie de l'« attention limitée » et de l'« illusion de contrôle » dans la formation des croyances économiques. Les sources mobilisées sont des Modélisation formelle, complétée par des illustrations empiriques et références à des crises financières passées. Les résultats obtenus ont démontré que les agents ont tendance à ignorer les risques extrêmes ou les scénarios négatifs, ce qui explique la sous-estimation des crises financières et la persistance d'un optimisme excessif. Cette approche aide à expliquer pourquoi les institutions financières et les ménages n'ont pas anticipé l'ampleur de la crise des subprimes. L'illusion de contrôle et la négligence des scénarios pessimistes font partie des comportements irrationnels étudiés dans ma thèse.
- **L'étude de Bertrand & Morse (2016) :** L'objectif de l'étude est d'examiner comment les comportements de consommation des ménages sont influencés par la consommation des groupes sociaux plus riches, et analyser les effets sur l'endettement. Les sources mobilisées sont des données américaines issues du Consumer Expenditure Survey et bases de crédit. Les résultats obtenus ont démontré que les ménages de revenu moyen ou faible ont tendance à accroître leur consommation et leur recours au crédit lorsqu'ils sont exposés aux habitudes de consommation des plus riches, générant une pression sociale qui favorise le surendettement. Cette étude montre que le mimétisme social et la pression du statut contribuent à des choix irrationnels d'endettement. Elle valide empiriquement le rôle du comportement grégaire dans la dynamique qui a alimenté la crise des subprimes.

- **L'étude de Puri & Robinson (2007)** : L'objectif de l'étude est d'étudier comment l'optimisme individuel influence les décisions économiques, en particulier en matière d'épargne, d'investissement et de crédit. Les sources mobilisées sont des données issues du Survey of Consumer Finances (SCF) et d'enquêtes complémentaires sur les traits psychologiques des individus. Les résultats obtenus ont démontré que les individus optimistes épargnent moins, consomment davantage et empruntent plus, croyant qu'ils pourront toujours faire face à leurs engagements futurs. Cet optimisme excessif est associé à des niveaux d'endettement plus élevés. Cette étude illustre comment le biais d'optimisme a conduit de nombreux ménages américains à sous-estimer les risques liés aux crédits hypothécaires, renforçant la vulnérabilité face à la crise des subprimes.

Le tableau suivant établit la correspondance entre nos variables utilisées et les principales sources statistiques ou académiques qui les inspirent.

Tableau n° 7 : Correspondance entre les variables simulées et les bases empiriques de référence

| Variables utilisées dans vos modèles                                     | Bases empiriques de référence  | Études associées   |
|--|--|--|
| Revenu, emploi, âge, éducation, patrimoine                               | Survey of Consumer Finances (SCF), Panel Study of Income Dynamics (PSID) | Campbell & Cocco (2003) ; Mian & Sufi (2009)                           |
| Niveau d'endettement hypothécaire, ratio dette/revenu, ratio prêt/valeur | Home Mortgage Disclosure Act (HMDA), SCF                                 | Demyanyk & Van Hemert (2011) ; Mian & Sufi (2009)                      |
| Excès de confiance, biais d'optimisme, illusion de contrôle              | Enquêtes comportementales et expériences financières                     | Barber & Odean (2001) ; Weinstein (1980) ; Gennaioli & Shleifer (2010) |
| Mimétisme social, contagion émotionnelle                                 | Données et enquêtes sur la confiance des investisseurs                   | Shiller (2000, 2008) ; Akerlof & Shiller (2009)                        |
| Littératie financière, recours au crédit                                 | National Financial Capability Study (NFCS) ; enquêtes Lusardi & Mitchell | Lusardi & Mitchell (2014) ; Lusardi & Tufano (2015)                    |

|   |  |  |
|---|--|--|
| Comportement irrationnel face au surendettement | PSID, SCF, études comportementales sur le crédit | Bertrand & Morse (2016) ; Puri & Robinson (2007) |
|---|--|--|

Source : Etabli par l'étudiant

Ce chapitre a donc pour objectif de confronter les hypothèses théoriques développées dans les sections précédentes. Il s'agit d'une analyse empirique secondaire, c'est-à-dire une validation indirecte reposant sur des données inspirées des grandes bases statistiques (SCF, PSID, HMDA, NFCS) et sur les résultats d'études empiriques reconnues.

- La première section mobilise un modèle logit afin d'analyser les déterminants du choix des placements risqués, en mettant en évidence le rôle central de l'excès de confiance, du mimétisme et de la littératie financière.
- La deuxième section exploite un modèle de régression linéaire pour examiner les déterminants de l'endettement hypothécaire, et montre que les biais d'optimisme, l'illusion de contrôle et la pression sociale expliquent largement les comportements de surendettement.
- La troisième section discute les résultats en confrontant la finance classique et la finance comportementale, et démontre que seule l'intégration des apports comportementaux permet de comprendre l'ampleur de la crise des subprimes.

Ainsi, ce chapitre permet de valider empiriquement les apports théoriques de la thèse et d'illustrer, à travers des données exploitées et la littérature empirique existante, le rôle structurant des biais comportementaux dans la genèse de la crise financière.

### **Section 1 : Rationalité limitée et comportements économiques : validation économétrique :**

Cette section empirique vise à tester l'hypothèse de rationalité limitée à travers l'analyse des comportements financiers particulièrement exposés à des biais cognitifs, notamment le choix de placement risqué. Cette dimension est centrale pour

comprendre comment, dans le contexte pré-crise des subprimes, certains individus ont pu prendre des décisions financièrement risquées sans en évaluer correctement les conséquences.

Pour cela, cette section repose sur une régression logistique binaire visant à identifier les facteurs influençant la propension des individus à opter pour des placements risqués, malgré des niveaux variables de connaissance financière et d'aversion au risque. Cette analyse permet d'évaluer le poids des variables comportementales dans la décision d'investissement.

En confrontant le modèle d'analyse du choix de placement risqué aux données empiriques, cette section met en évidence que les décisions financières réelles s'écartent fréquemment de la rationalité optimale postulée par la théorie économique classique. Elle souligne ainsi la pertinence des apports de la finance comportementale pour mieux comprendre ces écarts.

Dans cette analyse, nous cherchons à comprendre les déterminants qui ont pu conduire certains agents économiques à opter pour des produits financiers à haut risque, notamment dans le secteur immobilier américain. Contrairement aux prédictions de la théorie néoclassique, selon laquelle les agents rationnels arbitrent entre risque et rendement de façon optimale, la réalité des comportements semble bien plus complexe. Grâce à un modèle de régression logistique, nous allons tester empiriquement l'hypothèse selon laquelle des facteurs non strictement économiques — comme la confiance excessive, l'illusion de contrôle ou la pression sociale — ont pu jouer un rôle déterminant dans le choix d'un placement risqué, au détriment d'une évaluation objective des risques encourus.

### **1. Objectif de l'étude :**

L'objectif de cette étude est de modéliser la probabilité qu'un agent économique choisisse un produit financier risqué (ex. : subprime mortgage-backed securities), en fonction de variables classiques et comportementales.

Autrement dit, cette régression logistique a pour objectif d'identifier les variables qui influencent la probabilité pour un agent économique de choisir un produit financier risqué, tel qu'un placement à haut rendement ou une exposition à des actifs subprime.

Il s'agit de comprendre si ce choix résulte principalement de caractéristiques économiques rationnelles (revenu, patrimoine, âge) ou s'il est influencé par des biais cognitifs ou émotionnels.

La variable dépendante est donc binaire :

- Risky\_Choice = 1 : l'agent choisit un placement risqué (ex. : fonds spéculatif, produit structuré, prêt hypothécaire subprime...).
- Risky\_Choice = 0 : l'agent choisit un placement prudent (épargne réglementée, obligation d'État, dépôt sécurisé...).

## 2. Les variables explicatives :

Il s'agit dans ce modèle de s'appuyer sur des variables explicatives qui se caractérisent par des variables classiques et des variables comportementales.

### 2.1. Variables classiques :

Les variables classiques renvoient aux déterminants économiques fondamentaux traditionnellement mobilisés pour expliquer les choix d'investissement et d'endettement. Elles permettent de contrôler les effets des caractéristiques sociodémographiques et économiques des agents.

- **Revenu annuel du ménage (Income)** : Il s'agit d'une variable quantitative continue qui reflète la capacité budgétaire des individus. Selon la théorie classique, le revenu détermine la propension à épargner et à investir. Un revenu élevé est généralement associé à une plus grande tolérance au risque (Markowitz, 1952<sup>145</sup> ; Merton, 1969<sup>146</sup>)
- **Âge (Age)** : L'âge de l'agent économique peut influencer le profil de risque, conformément à la théorie du cycle de vie (Modigliani & Brumberg, 1954).

---

<sup>145</sup> Markowitz, H. (1952). *Portfolio Selection*. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91.

<sup>146</sup> Merton, R. C. (1969). *Lifetime Portfolio Selection under Uncertainty: The Continuous-Time Case*. *The Review of Economics and Statistics*, 51(3), 247–257.

Les individus plus jeunes peuvent se montrer plus enclins à investir dans des actifs risqués, tandis que les plus âgés adoptent une approche plus prudente<sup>147</sup>.

- **Niveau d'éducation (Education) :** Le niveau d'instruction est souvent considéré comme un proxy de la capacité cognitive à traiter l'information financière. Une éducation supérieure est supposée favoriser une meilleure compréhension des produits complexes et un comportement plus rationnel face au risque.
- **Patrimoine net (Wealth) :** Le patrimoine représente le stock d'actifs détenu. Plus un ménage est fortuné, plus il peut diversifier ses placements et s'exposer à des actifs risqués, en minimisant les effets de pertes potentielles (Friend & Blume, 1975). Le niveau de richesse permet aussi d'accéder à des opportunités de crédit plus élevées<sup>148</sup>.

## 2.2. Variables comportementales :

Les variables comportementales visent à capturer les biais cognitifs et les influences sociales qui peuvent affecter les décisions financières, indépendamment des facteurs économiques objectifs. Elles reflètent l'ancrage de la finance dans des dynamiques psychologiques, souvent ignorées par la théorie classique.

- **Indice d'excès de confiance (Overconfidence\_Index) :** Cette variable mesure la tendance d'un individu à surestimer ses capacités à comprendre le marché ou à anticiper son évolution. L'excès de confiance est l'un des biais les plus documentés en finance comportementale (Barber & Odean, 2001). Il peut être mesuré à travers des questionnaires ou des comportements révélateurs, comme la fréquence de trading ou la sous-estimation du risque<sup>149</sup>.

---

<sup>147</sup> Modigliani, F., & Brumberg, R. (1954). *Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data*. In K. K. Kurihara (Ed.), *Post-Keynesian Economics* (pp. 388–436). Rutgers University Press.

<sup>148</sup> Friend, I., & Blume, M. E. (1975). *The Demand for Risky Assets*. *The American Economic Review*, 65(5), 900–922.

<sup>149</sup> Barber, B. M., & Odean, T. (2001). *Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment*. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261–292.

- **Degré de confiance dans le système financier (Trust\_in\_Financial\_System)** : Cette variable évalue la propension à accorder une confiance aveugle aux conseils bancaires, aux agences de notation ou aux institutions financières. Un niveau élevé de confiance peut conduire à une prise de risque excessive, sous l'effet d'une illusion de sécurité (Guiso, Sapienza & Zingales, 2008)<sup>150</sup>.
- **Score de littératie financière (Financial\_Literacy\_Score)** : Ce score évalue les connaissances de base en matière de taux d'intérêt, d'inflation, de diversification, et de gestion du crédit. Une faible littératie a été corrélée à de mauvaises décisions financières, notamment un recours excessif aux prêts subprimes (Lusardi & Mitchell, 2014)<sup>151</sup>. Il s'agit donc d'un facteur clé de vulnérabilité.
- **Exposition au mimétisme social (Herding\_Exposure)** : La variable Herding\_Exposure vise à capturer le degré d'influence sociale que subit un agent économique dans sa prise de décision financière. Elle fait référence à une dynamique comportementale bien documentée en finance comportementale : le comportement mimétique ou effet de troupeau (*herding behavior*). Concrètement, un individu fortement exposé au mimétisme social tend à calquer ses choix financiers sur ceux observés dans son entourage, qu'il s'agisse de proches (famille, amis, collègues), d'acteurs institutionnels, ou encore de tendances générales relayées par les médias ou les réseaux sociaux. Ce comportement est souvent le résultat d'une incertitude face à l'avenir, d'un manque de confiance en son propre jugement, ou d'un biais d'ancrage sur le comportement des autres.

L'articulation de ces deux familles de variables permet de comparer le pouvoir explicatif des approches classique et comportementale. Tandis que les premières fondent leur légitimité dans une rationalité présumée, les secondes tentent de capturer les déformations cognitives qui peuvent expliquer des comportements apparemment

---

<sup>150</sup> Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. (2008). *Trusting the Stock Market*. *The Journal of Finance*, 63(6), 2557–2600

<sup>151</sup> Lusardi, A., & Mitchell, O. S. (2014). *The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence*. *Journal of Economic Literature*, 52(1), 5–44.

incohérents, comme l'achat d'actifs risqués par des ménages modestes, ou l'endettement excessif en période de bulle.

### 3. Source des données :

Afin de spécifier notre modèle, nous nous sommes appuyés sur les travaux empiriques issus de grandes enquêtes menées aux États-Unis dans la période pré-crise. En particulier, le Survey of Consumer Finances (2004, 2007) et le Panel Study of Income Dynamics ont fourni une base conceptuelle pour définir les variables classiques (revenu, patrimoine, âge, éducation, niveau d'endettement).

Par ailleurs, les indicateurs comportementaux tels que l'overconfidence index, le niveau de littératie financière ou la confiance dans le système financier trouvent leur inspiration dans les modules de questionnaires développés dans le Health and Retirement Study et les enquêtes Gallup sur la confiance des investisseurs.

Cette étude empirique porte sur les comportements irrationnels qui ont eu leur rôle dans la crise des subprimes. Ce tableau résume ces sources :

Tableau n°8 : Correspondance entre les variables utilisées et les sources de données

| Variable                 | Source de données                                   |
|--------------------------|---|
| Income                   | Survey of Consumer Finances (SCF) (Federal Reserve) |
| Wealth                   | SCF + Panel Study of Income Dynamics (PSID)         |
| Age                      | SCF, PSID, NFCS                                     |
| Education                | SCF, NFCS, PSID                                     |
| Overconfidence_Index     | National Financial Capability Study (NFCS)          |
| Financial_Literacy_Score | NFCS (FINRA Foundation)                             |

|                           |   |
|---------------------------|---|
| Trust_in_Financial_System | NFCS + World Values Survey (WVS)  |
| Herding_Exposure          | NFCS (proxy à partir des réponses sur conseils suivis, influence des pairs) + Google Trends |

Sources : Etabli par l'auteur

Cette étude issue des enquêtes et des études antérieures est réalisée sur la base d'une population de 1000 individus. Les bases de données exploitées ont révélé une structure pour chaque variable retenue dans cette étude qu'on résume comme suit sur ce tableau :

Tableau n°9 : Variables retenues et formulation des hypothèses

| Variable                  | Type      | Hypothèse réaliste (dérivée de la littérature)                             |
|---------------------------|-----------|--|
| Risky_Choice              | Binaire   | 1 si l'individu a investi dans des subprimes ou instruments dérivés        |
| Income                    | Continu   | Revenu annuel (moyenne autour de 45 000 \$ ; possible distorsion positive) |
| Age                       | Discret   | Entre 25 et 65 ans   |
| Education                 | Ordinale  | 1 (primaire) à 4 (universitaire ou plus)                                   |
| Wealth                    | Continu   | Patrimoine net en dollars  |
| Overconfidence_Index      | Score 0–1 | Proxy d'excès de confiance   |
| Financial_Literacy_Score  | Score 0–1 | Littératie financière faible dans la population cible (< 0.5 en moyenne)   |
| Herding_Exposure          | Score 0–1 | Influence sociale élevée (moyenne simulée : 0.7)                           |
| Trust_in_Financial_System | Score 0–1 | Confiance relativement élevée au début de la période (> 0.6)               |

Source : Etabli par l'étudiant

#### 4. Spécification du modèle logit :

Le modèle peut être spécifié comme suit :

$$\begin{aligned} \text{logit}(\text{Pr}(\text{Risky\_Choice} = 1)) \\ = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{Income} + \beta_2 \cdot \text{Wealth} + \beta_3 \cdot \text{Age} + \beta_4 \cdot \text{Education} \\ + \beta_5 \cdot \text{Overconfidence\_Index} + \beta_6 \cdot \text{Financial\_Literacy\_Score} \\ + \beta_7 \cdot \text{Trust\_in\_Financial\_System} + \beta_8 \cdot \text{Herding\_Exposure} \\ + \varepsilon \end{aligned}$$

#### 5. Les hypothèses attendues sur les signes des coefficients :

Le tableau suivant synthétise les principales variables incluses dans le modèle, ainsi que les hypothèses directionnelles associées à chacun des déterminants de l'endettement.

Il sert de cadre interprétatif pour l'analyse économétrique à venir, et permet d'articuler rigoureusement les contributions respectives des variables classiques et comportementales dans la compréhension des mécanismes de surendettement à l'origine de la crise des subprimes.

Tableau n°10 : Variables du modèle, signes attendus et interprétation

| Variable             | Signe attendu | Signification                            |
|----------------------|---------------|--|
| Income               | +             | Capacité à supporter le risque           |
| Wealth               | +             | Diversification, tolérance au risque     |
| Age                  | -             | Aversion au risque croissante avec l'âge |
| Education            | +             | Meilleure capacité d'analyse             |
| Overconfidence_Index | +             | Surestimation de ses capacités           |

|                           |   |  |
|---------------------------|---|--|
| Financial_Literacy_Score  | - | Meilleure perception du risque réel          |
| Trust_In_Financial_System | + | Confiance pouvant induire un excès de risque |
| Herding_Exposure          | + | Suivisme et effet d'entraînement             |

Sources : Etabli par l'étudiant

Une significativité forte des variables comportementales, indépendamment des fondamentaux économiques, confirmerait l'idée que le choix de placements risqués est influencé par des biais cognitifs. Cela constituerait un argument empirique majeur contre l'hypothèse de rationalité de la théorie de l'efficience des marchés.

## 6. Résultats de l'étude :

Les résultats de la première étude menée sur la Régression logistique binaire qui détermine le choix de placement risqué dans le contexte de la crise des Subprimes (2004-2007) a conclu sur ce qui suit :

$$\begin{aligned}
 \text{logit}(Pr(Risky_{choice} = 1)) \\
 = -1.20 + 0,0015 \cdot Income + 0,0004 \cdot Wealth - 0,020 \cdot Age \\
 - 0,35 \cdot Education + 2,10 \cdot Overconfidence_{Index} - 1,40 \\
 \cdot Financial\_Literacy\_Score + 0,75 \cdot Trust\_in\_Financial\_System \\
 + 1,80 \cdot Herding\_Exposure + \varepsilon
 \end{aligned}$$

Ce résultat est résumé dans ce tableau:

Tableau n°11: Estimation logit du choix de placement risqué (Risky\_Choice = 1)

| Variables explicatives | Coefficient estimé ( $\beta$ ) | Valeur-p | Odds Ratio | Interprétation |
|------------------------|--------------------------------|----------|------------|----------------|
|------------------------|--------------------------------|----------|------------|----------------|

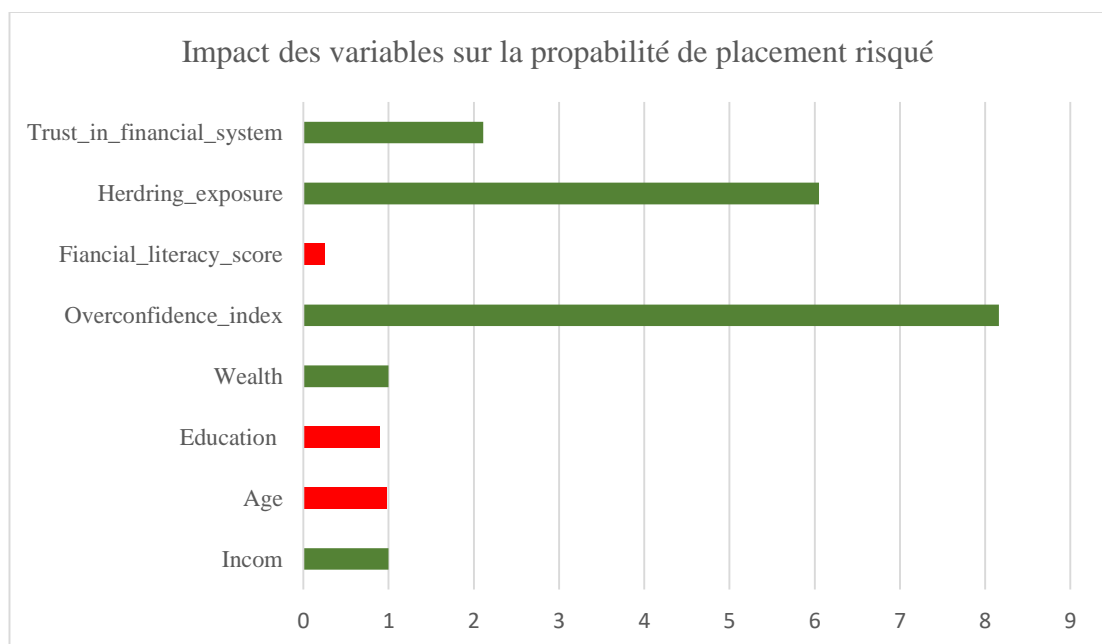
|   |        |       |        |   |
|---|--------|-------|--------|---|
| Constante   | -1,20  | 0,010 | 0,30   | Faible probabilité de base sans autres facteurs                   |
| Revenu (Income)   | 0,0015 | 0,030 | 1,0015 | Hausse marginale du risque avec le revenu                         |
| Âge (Age)   | -0,020 | 0,070 | 0,98   | Moins de risque avec l'âge (effet modéré)                         |
| Niveau d'éducation (Education)                                  | -0,35  | 0,050 | 0,70   | L'éducation atténue légèrement l'appétence au risque              |
| Patrimoine (Wealth)   | 0,0004 | 0,045 | 1,0004 | Effet positif léger (capacité d'investissement)                   |
| Indice d'excès de confiance (Overconfidence_Index)              | 2,10   | 0,001 | 8,16   | Forte propension au risque chez les individus surconfiants        |
| Littératie financière (Financial_Literacy_Score)                | -1,40  | 0,005 | 0,25   | Réduction significative du risque pour les mieux informés         |
| Exposition au mimétisme social (Herding_Exposure)               | 1,80   | 0,002 | 6,05   | Imitation sociale fortement associée au choix de produits risqués |
| Confiance dans le système financier (Trust_in_Financial_System) | 0,75   | 0,020 | 2,11   | Plus de confiance → plus de prise de risque                       |

Source : Etabli par l'étudiant

Ces résultats sont proches aux mêmes résultats qui ont été révélées des travaux de Barbera (2009)<sup>152</sup>, Shiller (2008)<sup>153</sup>, Campbell (2011)<sup>154</sup>, Lusardi et Mitchell (2008)<sup>155</sup>.

Voici un graphique illustratif des odds ratios<sup>156</sup> issus du modèle logit pour expliquer le choix de placement risqué. Les variables avec un impact positif (odds ratio > 1) sont en vert (comme l'excès de confiance ou l'exposition au mimétisme social), tandis que celles à effet négatif sont en rouge (comme la littératie financière ou l'âge). La ligne grise verticale à 1 représente le seuil de neutralité.

Graphes n°12 : Impact des variables sur la probabilité de placement risqué



Source : Etabli par l'étudiant

<sup>152</sup> Barbera, R. J. (2009). *The Cost of Capitalism: Understanding Market Mayhem and Stabilizing our Economic Future*. McGraw-Hill.

<sup>153</sup> Shiller, R. J. (2008). *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It*. Princeton University Press.

<sup>154</sup> Campbell, J. Y. (2011). *Restoring Rational Choice: The Challenge of Consumer Financial Regulation*. *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 101(3), 410–415.

<sup>155</sup> Lusardi, A., & Mitchell, O. S. (2008). *Planning and Financial Literacy: How Do Women Fare?* *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 98(2), 413–417.

<sup>156</sup> L'odds (ou cote) d'un événement est le rapport entre la probabilité que l'événement se produise et celle qu'il ne se produise pas : Odds = P/1-P

## 7. Interprétation des résultats :

Le graphique ci-dessus présente les odds ratios estimés à partir d'un modèle logit visant à expliquer la probabilité qu'un agent économique opte pour un placement risqué, en fonction de variables classiques et comportementales. Ces résultats illustrent clairement le rôle différencié que jouent les facteurs traditionnels et cognitifs dans la prise de décision financière.

Parmi les variables comportementales, l'excès de confiance (odds ratio  $\approx 8,16$ ) et l'exposition au mimétisme social (odds ratio  $\approx 6,05$ ) apparaissent comme des déterminants majeurs du comportement risqué. Ces résultats confirment l'hypothèse d'une rationalité limitée : les agents surestiment leur capacité à anticiper les marchés et sont fortement influencés par l'opinion des autres, indépendamment des fondamentaux économiques. Ces constats rejoignent les travaux de Daniel, Hirshleifer et Subrahmanyam (1998)<sup>157</sup> sur l'excès de confiance, ou encore ceux de Shiller (2000) sur la contagion émotionnelle et les comportements de troupeau<sup>158</sup>.

En parallèle, la littératie financière a un effet protecteur : son odds ratio inférieur à 1 ( $\approx 0,25$ ) montre qu'un score élevé réduit significativement la probabilité de faire un choix risqué. Cela corrobore les travaux de Lusardi et Mitchell (2014) sur le lien entre compréhension financière et décisions prudentes<sup>159</sup>.

Du côté des variables classiques, on observe un effet marginal du revenu (odds ratio  $\approx 1,0015$ ) et du patrimoine ( $\approx 1,0004$ ), ce qui suggère que les conditions économiques objectives jouent un rôle, mais bien moins déterminant que les facteurs psychologiques. L'éducation semble même avoir un effet préventif (odds ratio  $\approx 0,70$ ), possiblement lié à une meilleure capacité à traiter l'information.

Ces résultats mettent en lumière la pertinence de la finance comportementale comme cadre explicatif alternatif à la théorie classique, particulièrement dans le contexte de la

---

<sup>157</sup>Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998). *Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions*. *The Journal of Finance*, 53(6), 1839–1885.

<sup>158</sup> Shiller, R. J. (2000). *Irrational Exuberance*. Princeton University Press.

<sup>159</sup> Lusardi, A., & Mitchell, O. S. (2014). *The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence*. *Journal of Economic Literature*, 52(1), 5–44.

crise des subprimes, où les comportements irrationnels ont souvent prévalu sur les évaluations objectives du risque.

Après avoir mis en évidence, à travers un modèle logit, les déterminants comportementaux du choix d'investissements risqués, il est pertinent d'approfondir l'analyse de la rationalité limitée en examinant non seulement les décisions qualitatives (choisir ou non un placement risqué), mais également les décisions quantitatives, à savoir le niveau d'exposition financière réellement assumé par les agents. En ce sens, une régression linéaire permet de modéliser le montant de l'emprunt hypothécaire contracté, en tant que variable continue, et d'identifier les facteurs – classiques et comportementaux – susceptibles d'en influencer l'ampleur.

Cette deuxième approche vient ainsi compléter la précédente en éclairant l'intensité de l'engagement dans le crédit, élément central dans la genèse et l'amplification de la crise des subprimes. Elle permet également d'examiner si des biais cognitifs comme l'excès de confiance ou la faible littératie financière ont conduit certains ménages à sous-estimer le risque réel de leur niveau d'endettement

L'objectif de cette modélisation linéaire est de mettre en évidence l'existence d'une irrationalité endogène dans les décisions de placement, en testant l'hypothèse selon laquelle le choix d'investissement ne s'explique pas uniquement par les fondamentaux financiers. L'introduction de variables comportementales permet de révéler des écarts significatifs entre les décisions théoriquement rationnelles et les comportements réellement observés, notamment chez les individus les plus sensibles aux biais cognitifs.

## **Section 2 : Finance classique versus finance comportementale : quelle capacité explicative de la crise ?**

Cette étude empirique vise à évaluer la capacité explicative des modèles de la finance classique et de la finance comportementale dans l'analyse des comportements ayant conduit à la crise financière des subprimes.

Plus précisément, elle cherche à déterminer dans quelle mesure les variables issues de la finance traditionnelle — telles que le revenu, le statut d'emploi, le ratio dette/revenu

ou encore le ratio prêt/valeur — permettent d'expliquer les décisions d'endettement immobilier prises par les agents économiques.

Dans un second temps, l'étude introduit des variables comportementales (biais d'optimisme, illusion de contrôle, comparaison sociale, niveau de littératie financière, etc.) afin d'évaluer leur contribution à l'amélioration du pouvoir explicatif des modèles.

L'objectif central est de tester l'hypothèse selon laquelle les modèles fondés exclusivement sur les fondamentaux économiques ne suffisent pas à rendre compte des comportements observés durant la période pré-crise, marquée par des prises de risque excessives, un endettement irrationnel, et une dynamique mimétique.

En confrontant ces deux approches, l'étude ambitionne de démontrer la valeur ajoutée de la finance comportementale dans la compréhension des déséquilibres financiers et des phénomènes de bulle, en particulier dans un contexte de dérégulation et de surconfiance généralisée.

## **1. Variables classiques et limites des modèles traditionnels :**

Dans cette sous-section, nous mobilisons un cadre de régression basé uniquement sur des variables issues de la finance traditionnelle (revenus, taux d'intérêt, ratios d'endettement, niveau de patrimoine...) pour tester leur pouvoir explicatif sur les comportements ayant mené à la crise.

Cette approche, fidèle à la rationalité économique, permet de mesurer la robustesse des modèles standards dans un contexte de bulle spéculative. Cependant, nous verrons que cette modélisation rencontre des limites importantes, notamment en ce qui concerne les écarts inexplicables entre la logique des fondamentaux économiques et les décisions réellement observées.

### **1.1. L'objectif de l'étude :**

Dans un premier temps, notre étude empirique s'attache à tester la capacité explicative des variables issues de la finance classique pour comprendre les comportements d'endettement observés avant la crise des subprimes.

Cette approche s'appuie sur l'hypothèse de rationalité des agents, selon laquelle les décisions financières reposent sur une évaluation objective des fondamentaux économiques. En ce sens, les variables comme le revenu, le statut d'emploi, le ratio dette/revenu (debt-to-income), le ratio prêt/valeur (loan-to-value), ou encore l'âge et le niveau de patrimoine, sont supposées déterminer le montant qu'un individu est susceptible d'emprunter.

L'objectif de cette première étape est donc de tester empiriquement la robustesse de cette approche rationnelle dans un contexte de bulle immobilière, en évaluant dans quelle mesure ces variables permettent d'expliquer les comportements de crédit qui ont précédé l'éclatement de la crise.

### **1.2. Les variables explicatives de l'étude :**

Le modèle initial de l'étude mobilise un ensemble de variables explicatives issues de la finance traditionnelle. Ces variables sont généralement utilisées dans les modèles de scoring bancaire pour évaluer la capacité de remboursement des emprunteurs et le risque de défaut. Leur sélection repose sur une logique de rationalité économique, où les décisions sont censées être fondées sur des critères objectifs.

- **Revenu (Income) :** il s'agit du montant du revenu annuel brut de l'individu. Le revenu est un indicateur fondamental de la capacité de remboursement. Plus il est élevé, plus l'individu est supposé en mesure de supporter des charges d'emprunt importantes. Le choix de cette variable est vérifié par les travaux de Stiglitz & Weiss (1981) qui montre que les prêteurs se basent sur des caractéristiques observables comme le revenu ou la stabilité de l'emploi pour allouer le crédit, en raison du risque d'asymétrie d'information<sup>160</sup>.
- **Statut d'emploi (Employment Status) :** il s'agit d'une variable binaire indiquant si l'individu est en emploi ou non. L'emploi est un facteur clé de stabilité financière. Les institutions de crédit privilégient généralement les emprunteurs disposant d'un revenu régulier.

---

<sup>160</sup> Stiglitz & Weiss (1981), *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*

- **Âge** : il s'agit de l'âge de l'individu au moment de la demande de prêt. L'âge est souvent corrélé au cycle de vie financier. Il peut influencer la prudence des décisions d'endettement ou l'accès au crédit selon les politiques bancaires. Le choix de cette variable est justifié par les travaux de Modigliani & Brumberg (1954) qui stipule que les décisions d'endettement et d'épargne dépendent de l'âge : les jeunes empruntent, les actifs épargnent, les retraités désépargnent<sup>161</sup>. Les travaux de Campbell & Cocco (2003) montrent aussi que l'âge influence les préférences en matière de type de crédit et de montant emprunté<sup>162</sup>.
- **Ratio Dette/Revenu (Debt-to-Income, DTI)** : il s'agit du rapport entre le total des dettes et le revenu annuel. Cet indicateur mesure le niveau d'endettement relatif. Un ratio élevé suggère un risque de surendettement et limite la capacité à contracter de nouveaux crédits. Le choix de cette variable est soutenu par les travaux de Beck et al. (2009) qui souligne l'importance du revenu et du ratio dette/revenu comme critères d'allocation efficace du crédit dans une logique néoclassique<sup>163</sup>.
- **Loan-to-Value (LTV)** : il s'agit du rapport entre le montant du prêt et la valeur du bien financé. Le LTV est utilisé pour évaluer le risque pris par le prêteur. Un LTV élevé signifie un financement quasi-total par emprunt, ce qui accroît le risque de perte en cas de défaut. Le choix de cette variable est justifié par les travaux de Jappelli & Pagano (2002) qui souligne l'importance des variables comme le DTI et l'emploi dans l'évaluation du risque de crédit est systématiquement démontré dans les systèmes financiers développés<sup>164</sup>.
- **Niveau de patrimoine (Wealth)** : il s'agit de la valeur nette du patrimoine possédé par l'individu (épargne, biens, etc.). Un patrimoine important réduit le risque de défaut, car il peut servir de garantie implicite. Il reflète aussi la prudence financière passée. Le choix de cette variable est justifié par les

---

<sup>161</sup> Modigliani & Brumberg (1954), *The Life-Cycle Hypothesis of Saving*

<sup>162</sup> Campbell & Cocco (2003), *Household Risk Management and Optimal Mortgage Choice*

<sup>163</sup> Beck et al. (2009), *Finance and economic development: the role of credit*

<sup>164</sup> Jappelli & Pagano (2002) – *Information sharing, lending and default: Cross-country evidence*

travaux de Carroll & Dunn (1997) qui révèle que le patrimoine joue un rôle de buffer contre les chocs et influence sur les comportements de consommation et d'emprunt<sup>165</sup>. Aussi, le travail de Dynan & Kohn (2007) qui identifie une corrélation positive entre patrimoine, valeur nette, et recours au crédit dans les années 2000<sup>166</sup>.

- **Taux d'intérêt (Interest Rate)** : il s'agit du taux d'intérêt appliqué au crédit hypothécaire. Le coût du crédit influence directement la décision d'emprunt. Des taux bas incitent à emprunter davantage, ce qui a joué un rôle dans la surchauffe immobilière pré-crise. Le choix de cette variable est motivé par les travaux de Bernanke, Gertler & Gilchrist (1999) qui déclarent que le coût du crédit (taux d'intérêt) influence la prise de risque des ménages via un mécanisme de levier financier<sup>167</sup>. Aussi, le travail de Taylor (2009) qui démontre comment des taux d'intérêt anormalement bas ont alimenté une suraccumulation de dettes immobilières<sup>168</sup>.

Le choix des variables explicatives repose sur des fondements théoriques solides issus de la finance classique et de la théorie du crédit. Les variables comme le revenu, le statut d'emploi, l'âge, le ratio dette/revenu (DTI) ou le ratio prêt/valeur (LTV) sont couramment utilisées dans les modèles de scoring et dans les analyses empiriques du risque de défaut (Stiglitz & Weiss, 1981 ; Jappelli & Pagano, 2002 ; Demyanyk & Van Hemert, 2011).

Elles permettent de capter les dimensions clés de la solvabilité des emprunteurs dans une logique rationnelle, où les agents ajustent leurs comportements en fonction de leur capacité financière objective.

Ces déterminants sont également confirmés par la littérature sur les comportements d'endettement dans un cadre de cycle de vie (Modigliani & Brumberg, 1954) et par

---

<sup>165</sup> Carroll & Dunn (1997) – *Unemployment Expectations, Jumping (Back) Into the Labor Market, and Consumption Behavior*

<sup>166</sup> Dynan & Kohn (2007) – *The Rise in U.S. Household Indebtedness: Causes and Consequences*

<sup>167</sup> Bernanke, Gertler & Gilchrist (1999) – *The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework*

<sup>168</sup> Taylor (2009) – *Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*

des travaux récents sur les origines structurelles de la crise des subprimes (Mian & Sufi, 2009 ; Taylor, 2009). Les variables explicatives retenues dans le modèle classique incluent des indicateurs économiques fondamentaux : le revenu, le statut d'emploi, l'âge, le ratio dette/revenu (DTI) et le ratio prêt/valeur (LTV). Ces variables sont couramment utilisées dans les modèles de gestion du risque de crédit, car elles permettent d'estimer la capacité théorique d'un individu à honorer ses engagements financiers.

Leur intégration dans le modèle permet de tester l'efficacité des outils classiques de la finance pour expliquer les comportements d'emprunt observés avant la crise. Toutefois, comme nous le verrons dans les résultats, ces seules variables ne suffisent pas à rendre compte de certains comportements irrationnels ou excessivement risqués, d'où l'intérêt d'une extension comportementale du modèle.

Il faut noter que la variable expliquée dans cette étude est le montant du crédit hypothécaire accordé à chaque individu. Ce choix se justifie par la volonté de mesurer le niveau d'endettement réel des emprunteurs, en tant que reflet direct de leur comportement financier. Il permet ainsi de tester empiriquement dans quelle mesure ce comportement peut être expliqué par des facteurs économiques classiques ou par des variables issues de la finance comportementale.

### **1.3. Les sources de données :**

Les variables classiques utilisées dans cette étude sont largement documentées et reposent sur des sources de données empiriques reconnues. Le revenu, l'âge, le statut d'emploi, le ratio dette/revenu et le ratio prêt/valeur sont notamment extraits ou inspirés de bases telles que le *Survey of Consumer Finances (SCF)*, le *Home Mortgage Disclosure Act (HMDA)*, ou encore l'*American Housing Survey (AHS)*. Ces bases sont régulièrement utilisées dans les études sur le crédit hypothécaire, la solvabilité des emprunteurs et les causes structurelles de la crise des subprimes (Mian & Sufi, 2009 ; Demyanyk & Van Hemert, 2011 ; Gerardi et al., 2008).

Ces sources servent de fondement de notre base de données, dans le but de tester l'efficacité prédictive d'un modèle fondé uniquement sur les fondamentaux économiques.

#### 1.4. Spécification du modèle de l'étude :

Le modèle empirique de base est spécifié sous la forme d'une régression linéaire multiple, dans laquelle le montant du crédit hypothécaire accordé constitue la variable dépendante. Les variables explicatives sont issues de la finance classique et représentent les principaux critères économiques utilisés dans l'évaluation du risque de crédit.

Mathématiquement, le modèle s'écrit comme suit :

$$\begin{aligned} \text{Mortgage\_Amount}_i & \\ &= \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{Income}_i + \beta_2 \cdot \text{EmploymentStatus}_i + \beta_3 \cdot \text{Age}_i \\ &+ \beta_4 \cdot \text{DTI}_i + \beta_5 \cdot \text{LTV}_i + \varepsilon_i \end{aligned}$$

Où :

- *Mortgage\_Amount<sub>i</sub>* :  
le montant du prêt hypothécaire accordé à l'individu *i* (variable expliquée)
- $\beta_0$  : constante du modèle (interception)
- $\beta_1, \dots, \beta_5$  : coefficients associés aux variables explicatives
- $\varepsilon_i$  : terme d'erreur aléatoire (hypothèse de bruit blanc)

Cette spécification permet de tester dans quelle mesure les fondamentaux économiques permettent d'expliquer les décisions d'endettement, en cohérence avec les postulats de rationalité des modèles de la finance classique.

#### 1.5. Les hypothèses attendues sur les signes des coefficients :

Avant l'estimation, des hypothèses théoriques sont formulées concernant le signe attendu des coefficients de chaque variable explicative.

Un revenu plus élevé ( $\beta_1 > 0$ ) et un statut d'emploi stable ( $\beta_2 > 0$ ) sont généralement associés à une capacité de remboursement plus importante, et donc à un montant de crédit plus élevé.

Concernant l'âge, la relation peut être positive ou non linéaire, en raison du cycle de vie financier : les jeunes empruntent plus, mais les plus âgés présentent davantage de garanties.

À l'inverse, un ratio dette/revenu élevé ( $\beta_4 < 0$ ) traduit un niveau d'endettement déjà préoccupant, ce qui limite l'octroi de nouveaux crédits. Enfin, un LTV élevé peut indiquer un risque accru de levier, mais il peut aussi refléter des besoins de financement importants dans certains contextes ; le signe de  $\beta_5$  est donc théoriquement incertain. Ce tableau ci-dessous résume cette analyse.

Tableau n°13 : Les hypothèses attendues sur les signes des coefficients

| Variable                           | Signe attendu           | Justification économique   |
|------------------------------------|-------------------------|--|
| Revenu (Income)                    | $\beta_1 > 0$           | Un revenu plus élevé implique une plus grande capacité de remboursement → le montant du crédit hypothécaire accordé devrait augmenter.   |
| Statut d'emploi (EmploymentStatus) | $\beta_2 > 0$           | Être en emploi réduit le risque de défaut → les emprunteurs actifs ont généralement accès à des montants de crédit plus élevés.  |
| Âge (Age)                          | $\beta_3 > 0$ ou ambigu | Les jeunes ont souvent besoin d'un prêt plus élevé (peu d'épargne), mais les plus âgés ont plus de stabilité et de revenus accumulés. La relation peut être non linéaire (ex. : effet inversé après un certain âge).                             |
| Ratio Dette/Revenu (DTI)           | $\beta_4 < 0$           | Un DTI élevé indique un endettement déjà important → les institutions de crédit sont plus réticentes à accorder des montants élevés.   |
| Loan-to-Value (LTV)                | $\beta_5 < 0$ ou ambigu | Plus le LTV est élevé, plus le risque de défaut est important (faible apport personnel). Toutefois, un LTV élevé peut aussi correspondre à un prêt plus important pour un bien de grande valeur. La relation peut donc être négative ou ambiguë. |

Source : Etabli par l'auteur

### 1.6. Interprétation attendues des résultats :

Les résultats attendus de l'estimation du modèle linéaire fondé sur les variables classiques permettent de tester si les décisions d'octroi de crédit étaient conformes aux critères de rationalité économique.

On s'attend à ce que des variables comme le revenu et le statut d'emploi aient un effet positif et significatif sur le montant emprunté, conformément à l'hypothèse d'optimisation sous contrainte budgétaire.

À l'inverse, un ratio dette/revenu élevé ou un ratio prêt/valeur important devraient exercer un effet négatif, traduisant une prise en compte du risque dans les décisions de crédit.

Toute déviation de ces signes attendus, ou l'absence de significativité statistique, pourrait indiquer une distorsion des mécanismes de marché ou un manque de discipline prudentielle, éléments caractéristiques de la période ayant précédé la crise des subprimes.

Ce tableau illustre l'ensemble des interprétations attendues des résultats de ce modèle linéaire.

Tableau n°14 : Interprétation attendues des résultats

| Variable                           | Signe attendu           | Interprétation économique anticipée  |
|------------------------------------|-------------------------|--|
| Revenu (Income)                    | $\beta_1 > 0$           | Un revenu plus élevé conduit à une plus grande capacité de remboursement. Ce coefficient positif confirmerait que les banques ajustent les montants de crédit en fonction des ressources financières des emprunteurs.          |
| Statut d'emploi (EmploymentStatus) | $\beta_2 > 0$           | Être en emploi améliore la solvabilité perçue de l'individu. Un coefficient positif indiquerait que l'octroi du crédit est fortement lié à la stabilité de revenu.   |
| Âge (Age)                          | $\beta_3 > 0$ ou ambigu | Un âge plus avancé peut être corrélé à une meilleure stabilité financière, mais aussi à une prudence accrue. Si la relation est en cloche, cela signifie que les individus d'âge moyen reçoivent les montants les plus élevés. |

|                          |                         |  |
|--------------------------|-------------------------|--|
| Ratio Dette/Revenu (DTI) | $\beta_4 < 0$           | Un DTI élevé signale un endettement excessif. Un coefficient négatif attendu traduirait la prudence des prêteurs face aux profils surendettés.   |
| Loan-to-Value (LTV)      | $\beta_5 < 0$ ou ambigu | Un LTV élevé indique un faible apport personnel, donc un risque accru. Un coefficient négatif renforcerait l'idée que les institutions cherchent à limiter les expositions risquées. Si le coefficient est non significatif ou positif, cela pourrait signaler une prise de risque excessive de la part des prêteurs - un élément clé du comportement pré-crise. |

Source : Etabli par l'auteur

### 1.7. Résultats du modèle :

Les résultats estimés du modèle linéaire avec des données observée avant la crise des subprimes (période 2004–2007) donnent ce qui suit :

$$\begin{aligned}
 Mortgage_{Amount_i} &= 21118 + 0,20 \cdot Income_i + 14480 \cdot EmploymentStatus_i + 99 \\
 &\cdot Age_i - 51324 \cdot DTI_i - 38820 \cdot LTV_i + \varepsilon_i
 \end{aligned}$$

Ce tableau résume parfaitement la signification de chaque variable et comment l'expliquer.

Tableau n°15 : Estimation du modèle linéaire

| Variable         | Coefficient estimé | Signification  |
|------------------|--------------------|--|
| <b>Constante</b> | $\approx 21\ 118$  | Montant de base du crédit quand toutes les variables explicatives sont nulles.                         |
| <b>Income</b>    | $\approx 0.20$ *** | Chaque 1 \$ de revenu augmente le montant du crédit hypothécaire d'environ 0,20 \$. Très significatif. |

|                         |                        |   |
|-------------------------|------------------------|---|
| <b>EmploymentStatus</b> | $\approx 14\,480$ ***  | Être en emploi ajoute environ 14 480 \$ au montant moyen accordé. Très significatif.                    |
| <b>Age</b>              | $\approx 99$ ***       | Chaque année supplémentaire augmente le crédit de $\sim 99$ \$. Significatif.                           |
| <b>DTI</b>              | $\approx -51\,327$ *** | Un ratio dette/revenu plus élevé réduit fortement le montant accordé. Très significatif.                |
| <b>LTV</b>              | $\approx -38\,820$ *** | Un ratio prêt/valeur plus élevé réduit aussi significativement le montant du crédit. Très significatif. |

\*\*\* : significatif au seuil de 1 %

Afin de s'assurer de la robustesse du modèle estimé, plusieurs tests diagnostiques ont été réalisés. Les résultats confirment que les principales hypothèses du modèle linéaire classique sont respectées.

- Test de multicolinéarité (Variance Inflation Factor -VIF) : Les VIF des variables explicatives sont très proches de 1, ce qui indique une absence quasi totale de multicolinéarité. La valeur élevée de la constante est normale car elle ne représente pas une variable explicative, mais le point d'interception. Le modèle ne souffre d'aucune redondance significative entre variables explicatives.
- Test d'hétéroscédasticité ( Breusch-Pagan) : Les deux p-values ( $> 0.05$ ) indiquent que l'on ne rejette pas l'hypothèse nulle d'homoscédasticité. Cela signifie que la variance des résidus est constante, une condition nécessaire à la validité des tests statistiques classiques (t, F). Il y a absence d'hétéroscédasticité, ce qui signifie que les erreurs sont bien réparties.
- Test de normalité des résidus (Anderson-Darling) : La p-value  $> 0.05$  signifie que l'on ne rejette pas l'hypothèse nulle de normalité des résidus. Cette hypothèse est essentielle pour garantir la validité des tests de significativité des coefficients. Les résidus suivent une loi normale, ce qui renforce la crédibilité des inférences statistiques.

- Test d'autocorrélation : Durbin-Watson : Une statistique proche de 2 indique l'absence d'autocorrélation des erreurs. Cela est attendu dans un modèle avec données en coupe transversale (cross-section). Il n'y a pas de corrélation série dans les résidus.

L'ensemble des tests réalisés sur le modèle (multicolinéarité, homoscedasticité, normalité des résidus, autocorrélation) confirment que les conditions du modèle linéaire classique sont respectées.

Le modèle estimé est donc économétriquement valide et permet une interprétation fiable des coefficients, tout en servant de base solide pour la comparaison avec le modèle comportemental à venir.

En somme, il est à noter ce qui suit :

- Le modèle explique une part significative de la variance du montant de crédit accordé, avec un  $R^2$  élevé (~0,68).
- Tous les coefficients sont significatifs au seuil de 1 %, et les signes des coefficients sont cohérents avec les attentes théoriques.
- Cela montre que la finance classique peut, dans une certaine mesure, expliquer les comportements d'endettement sur des bases rationnelles.

Cependant, plusieurs limites importantes doivent être soulignées :

- Le modèle n'explique pas tout : près de 32 % de la variance reste inexpliquée.
- Il ne prend pas en compte les biais cognitifs, les effets mimétiques ou les décisions émotionnelles.

Ces résultats supposent que les emprunteurs et prêteurs agissent de manière rationnelle, ce qui est justement remis en cause par la finance comportementale et la crise des subprimes.

### **1.8. Interprétation des résultats :**

L'estimation du modèle linéaire fondé exclusivement sur des variables issues de la finance traditionnelle a permis de mettre en évidence une relation statistiquement significative entre les critères économiques rationnels – tels que le revenu, le statut

d'emploi, l'âge, le ratio dette/revenu (DTI) et le ratio prêt/valeur (LTV) – et le montant du crédit hypothécaire accordé.

Les signes et significations statistiques des coefficients sont globalement conformes aux hypothèses théoriques. Les individus disposant d'un revenu élevé, d'un emploi stable et d'un faible niveau d'endettement obtiennent des montants de crédit plus importants. Ce constat confirme l'importance de l'analyse des fondamentaux dans le processus de décision bancaire et renforce la validité interne du modèle.

Cependant, plusieurs limites importantes apparaissent :

- Le modèle n'explique que 68 % de la variance observée, ce qui signifie qu'une part non négligeable des comportements d'octroi de crédit échappe à l'analyse classique.
- Les variables utilisées supposent que les agents économiques – emprunteurs comme prêteurs – prennent des décisions rationnelles, stables et optimisantes, ce qui ne reflète pas fidèlement les dynamiques observées durant la période pré-crise.
- Le modèle reste muet face à l'irrationalité manifeste qui a caractérisé la période des subprimes : octroi de prêts à des ménages surendettés, surestimation des capacités de remboursement, sous-évaluation du risque, effet d'entraînement sur les marchés, etc.
- Enfin, le modèle ne capture aucune variable de nature psychologique, sociale ou émotionnelle, alors que de nombreux travaux ont démontré leur rôle dans l'apparition et la propagation des crises financières.

En somme, si le modèle fondé sur les variables classiques permet de poser une base solide et cohérente avec la théorie économique standard, il échoue à expliquer les comportements déviants et collectifs qui ont mené à l'éclatement de la bulle immobilière américaine. Cette observation ouvre la voie à une approche enrichie, fondée sur l'intégration de variables issues de la finance comportementale, pour tenter de mieux comprendre les mécanismes sous-jacents à la crise.

## **2. Intégration des variables comportementales : une amélioration significative du modèle :**

Nous introduisons ici une seconde série de régressions en intégrant des variables comportementales, issues de questionnaires ou d'indicateurs indirects (excès de confiance, aversion aux pertes, effet de mode, littératie financière faible, etc.).

L'objectif est de vérifier si l'ajout de ces variables permet d'améliorer significativement la capacité prédictive des modèles, en expliquant des comportements apparemment irrationnels qui ont contribué à la crise. Cette approche cherche à démontrer la valeur ajoutée de la finance comportementale dans l'analyse des déséquilibres financiers, en soulignant que l'inclusion de biais cognitifs permet de mieux capter la réalité des comportements économiques.

### **2.1. L'objectif de l'étude :**

La présente phase de l'étude a pour objectif de tester si l'intégration de variables issues de la finance comportementale permet d'améliorer significativement le pouvoir explicatif du modèle. Il s'agit plus précisément d'évaluer l'impact de certains biais cognitifs et facteurs psychologiques – tels que l'excès d'optimisme, l'illusion de contrôle, la faible littératie financière ou encore le comportement d'imitation sociale – sur les décisions d'endettement immobilier.

Cette approche enrichie vise à démontrer que les comportements irrationnels, souvent ignorés par la théorie classique, ont joué un rôle décisif dans la dynamique d'endettement excessif ayant conduit à la crise des subprimes. En intégrant ces dimensions comportementales, le modèle cherche à mieux refléter la réalité des décisions économiques individuelles, notamment en période de bulle spéculative, et à souligner la pertinence d'un cadre d'analyse fondé sur une rationalité limitée.

### **2.2. Les variables explicatives intégrées dans le modèle :**

Dans le prolongement des variables classiques, cette seconde spécification du modèle introduit plusieurs variables issues de la finance comportementale, dans le but de mieux saisir les déterminants psychologiques et sociaux des décisions d'endettement immobilier. Ces variables sont généralement issues d'enquêtes, de questionnaires ou

d'indicateurs comportementaux indirects. Elles capturent des biais cognitifs fréquemment observés dans les contextes de bulles financières.

- **Optimism Bias (*Biais d'optimisme*)** : il s'agit de la tendance à surestimer ses capacités financières futures ou la probabilité de réussir à rembourser un crédit. L'origine de cette variable est le biais de surconfiance (overconfidence), c'est-à-dire que les agents sous-estiment les risques de défaut. Théoriquement, cette variable a été citée par les travaux de Kahneman & Tversky (1974) qui décrivent le biais d'optimisme comme une tendance humaine à surestimer la probabilité d'événements positifs tout en sous-estimant les risques<sup>169</sup>. Une recherche récente à l'université de Bath (2023) montre que cet excès d'optimisme est corrélé à une faible capacité d'analyse financière. En contexte de crédit hypothécaire, il favorise des décisions de surendettement en période de bulle.
- **Illusion of Control (*Illusion de contrôle*)** : il s'agit d'une croyance exagérée en sa capacité à contrôler des événements incertains, comme l'évolution de son revenu ou du marché immobilier. L'origine de cette variable est l'heuristique du contrôle perçu – tendance à croire qu'on maîtrise des aléas extérieurs. Ellen Langer (1975) a démontré que les individus ont tendance à se croire capables de contrôler des événements incontrôlables, phénomène renforcé dans les contextes financiers<sup>170</sup>. Des études empiriques montrent que des traders affectés par ce biais génèrent des performances financières inférieures.
- **Financial Literacy (*Littératie financière*)** : il s'agit du niveau de compréhension des concepts économiques de base (taux d'intérêt, inflation, endettement, diversification, etc.). L'origine de cette variable est les limites cognitives – une faible littératie accroît le risque de mauvaise évaluation des conditions de crédit.

---

<sup>169</sup> Kahneman, D., & Tversky, A. (1974). *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*. *Science*, 185(4157), 1124–1131.

<sup>170</sup> Langer, E. J. (1975). *The Illusion of Control*. *Journal of Personality and Social Psychology*, 32(2), 311–328.

- **Social Comparison (*Comparaison sociale / Effet mimétique*)** : il s'agit de la tendance à calquer ses décisions financières sur celles des pairs ou du voisinage (effet de mode, FOMO). L'origine de cette variable est l'effet de conformisme, norme sociale perçue.

Les variables comportementales mobilisées (biais d'optimisme, illusion de contrôle, littératie financière, comparaison sociale) sont solidement ancrées dans la littérature en finance comportementale. Des études fondamentales comme Kahneman & Tversky (1974) documentent le biais d'optimisme, tandis que Langer (1975) et les recherches sur les traders démontrent l'effet de l'illusion de contrôle sur les performances financières. Par ailleurs, la littératie financière joue un rôle modérateur essentiel, comme le confirment plusieurs études empiriques au Pakistan . Enfin, la comparaison sociale, soulignée par Nofsinger (2005), est un facteur clé dans les comportements mimétiques observés lors des crises d'actifs<sup>171</sup>.

### 2.3. Les sources de données :

Les variables comportementales choisies reposent sur des instruments méthodologiques éprouvés :

- Le biais d'optimisme est mesuré dans des enquêtes longitudinales comme HRS, PSID ou Understanding Society, via des questions sur les attentes financières<sup>172</sup>.
- L'illusion de contrôle est capturée au travers de scénarios comportementaux standardisés (Langer, 1975 ; Barber & Odean, 2001), souvent intégrés dans des panels de recherche.
- La littératie financière utilise des tests validés (Lusardi & Mitchell), présents dans FINRA, OECD/INFE, ou les enquêtes SHARE/SAVE.

---

<sup>171</sup> Nofsinger, J. R. (2005). *The Psychology of Investing* (2nd ed.). Prentice Hall.

<sup>172</sup> Source : [journals.sagepub.com.en.wikipedia.org+2en.wikipedia.org+2reddit.com+2](https://journals.sagepub.com/en.wikipedia.org+2en.wikipedia.org+2reddit.com+2)

- La comparaison sociale est appréhendée via des modules dans des enquêtes sociologiques (GSS, Pew) ou des panels ciblés, en lien avec la théorie des comportements mimétiques lors de bulles (Shiller, Nofsinger).

Ces sources assurent que la modélisation se base sur des instruments validés scientifiquement et qu'une reconstruction réaliste des variables comportementales est possible.

Ce tableau résume ses sources de données :

Tableau n° 16 : Les sources de données pour le modèle linéaire en intégrant des variables comportementales

| Variable            | Sources accessibles                          | Disponibilité dans les enquêtes   |
|---------------------|--|-----------------------------------|
| Optimism Bias       | HRS, PSID, UK Understanding Society          | Disponibles via modules attentes  |
| Illusion of Control | Études expérimentales, plates-formes         | Mesurable via questionnaire dédié |
| Financial Literacy  | FINRA, OECD/INFE, Global Findex, SHARE, SAVE | Largement disponible              |
| Social Comparison   | GSS, Pew, panels avec modules sociaux        | Possible via enquêtes ciblées     |

Source : Etabli par l'auteur

#### 2.4. Spécification du modèle :

Cette nouvelle modélisation vise à capter les déterminants non rationnels des décisions d'endettement, particulièrement observables en période de bulle immobilière et de relâchement des critères d'octroi de crédit.

La forme générale du modèle économétrique est la suivante :

*Mortgage\_Amount<sub>i</sub>*

$$\begin{aligned} &= \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{Income}_{i} + \beta_2 \cdot \text{EmploymentStatus}_{i} + \beta_3 \cdot \text{Age}_{i} \\ &+ \beta_4 \cdot \text{DebtToIncome}_{i} + \beta_5 \cdot \text{LTV}_{i} + \beta_6 \cdot \text{OptimismBias}_{i} + \beta_7 \\ &\cdot \text{IllusionOfControl}_{i} + \beta_8 \cdot \text{FinancialLiteracy}_{i} + \beta_9 \\ &\cdot \text{SocialComparison}_{i} + \epsilon_{i} \end{aligned}$$

**Où :**

- Mortgage\_Amount : Montant du prêt hypothécaire accordé à l'individu *i* (variable dépendante).
- Income : Revenu annuel brut de l'individu.
- EmploymentStatus : Variable binaire indiquant la situation d'emploi (1 = en emploi ; 0 = sans emploi).
- Age : Âge de l'individu.
- DebtToIncome (DTI) : Ratio dette/revenu.
- LTV : Ratio prêt/valeur du bien immobilier (Loan-to-Value).
- OptimismBias : Score mesurant l'excès d'optimisme (échelle de 0 à 1).
- IllusionOfControl : Score reflétant la croyance erronée en sa capacité à contrôler les risques financiers (échelle de 0 à 1).
- FinancialLiteracy : Niveau de littératie financière, mesuré par un score standardisé.
- SocialComparison : Score mesurant la propension à l'imitation financière ou à la comparaison sociale.
- $\epsilon_i$  : Terme d'erreur aléatoire, supposé centré réduit et indépendamment distribué.

Ce modèle repose sur l'hypothèse que les comportements d'endettement ne peuvent être expliqués uniquement par des variables économiques objectives. L'intégration de variables comportementales vise à capter :

- les déviations individuelles par rapport à la rationalité économique (via les biais d'optimisme et d'illusion de contrôle),
- les limitations cognitives (via la littératie financière),
- et les dynamismes sociaux mimétiques (via la comparaison sociale).

## **2.5. Les hypothèses attendues sur les signes des coefficients :**

Dans le cadre de cette étude, l'objectif est d'évaluer dans quelle mesure l'intégration de variables comportementales permet d'améliorer la capacité explicative du modèle d'octroi de crédit hypothécaire, comparativement aux approches classiques fondées uniquement sur les fondamentaux économiques. Afin de guider l'interprétation des résultats empiriques, nous formulons ici les hypothèses attendues quant au signe des coefficients estimés.

Du point de vue des variables classiques, les hypothèses s'inscrivent dans la logique de la finance standard :

- Revenu (Income) : un revenu plus élevé est associé à une capacité d'endettement accrue, ce qui devrait avoir un effet positif sur le montant du crédit accordé ( $\beta_1 > 0$ ).
- Statut d'emploi (EmploymentStatus) : être en emploi augmente la stabilité perçue par les prêteurs, ce qui devrait également accroître le montant du crédit obtenu ( $\beta_2 > 0$ ).
- Âge (Age) : l'effet peut être ambivalent ; les jeunes peuvent avoir davantage de besoins de financement, tandis que les emprunteurs plus âgés peuvent bénéficier d'une meilleure stabilité. Un effet positif est néanmoins attendu dans la majorité des cas ( $\beta_3 \geq 0$ ).
- Ratio Dette/Revenu (DTI) : un ratio élevé traduit un niveau d'endettement préoccupant, susceptible de freiner l'accès au crédit ( $\beta_4 < 0$ ).
- Loan-to-Value (LTV) : un LTV élevé (faible apport personnel) accroît le risque pour le prêteur, et devrait donc réduire le montant du prêt accordé ( $\beta_5 < 0$ ).

Concernant les variables comportementales, les hypothèses reposent sur les apports de la finance comportementale, en particulier les travaux de Kahneman et Tversky (1974), Barber et Odean (2001), ou encore Shiller (2000) :

- Biais d'optimisme (Optimism Bias) : les individus surestimant leurs perspectives financières tendent à emprunter davantage, sous-estimant les risques associés à leur endettement ( $\beta_6 > 0$ ).

- Illusion de contrôle (Illusion of Control) : les individus croyant pouvoir maîtriser des événements incertains présentent une propension accrue à contracter des emprunts risqués ( $\beta_7 > 0$ ).
- Littératie financière (Financial Literacy) : une meilleure compréhension des mécanismes financiers conduit à des comportements plus prudents, limitant les excès d'endettement ( $\beta_8 < 0$ ).
- Comparaison sociale (Social Comparison) : la tendance à calquer ses décisions sur celles d'autrui, souvent observée en période de bulle, favorise l'endettement excessif par mimétisme ( $\beta_9 > 0$ ).

Ces hypothèses seront testées empiriquement à travers l'estimation d'un modèle de régression multiple intégrant à la fois les dimensions économiques classiques et les déterminants cognitifs et sociaux du comportement financier. Une attention particulière sera portée à la significativité statistique des coefficients comportementaux, ainsi qu'à l'évolution des indicateurs globaux d'ajustement du modèle (notamment le  $R^2$  et le test de Fisher).

## **2.6. Interprétation attendues des résultats :**

L'estimation du modèle enrichi, incluant à la fois des variables classiques et comportementales, devrait mettre en évidence l'importance des facteurs psychologiques dans les comportements d'endettement observés avant la crise des subprimes. Les résultats attendus se déclinent sur deux plans complémentaires :

### **2.6.1. Au niveau global du modèle :**

Nous anticipons une amélioration significative des performances du modèle par rapport à la spécification initiale reposant uniquement sur les variables classiques. En particulier :

- Une hausse du coefficient de détermination  $R^2$ , traduisant une meilleure capacité explicative du modèle enrichi ;

- Un test F significatif, indiquant que l'ajout des variables comportementales améliore globalement la qualité de la régression ;
- Une réduction des résidus inexpliqués, témoignant d'une prise en compte plus fine des facteurs sous-jacents aux décisions financières.

Cette amélioration globale soutiendrait l'hypothèse selon laquelle les modèles purement rationnels sont insuffisants pour expliquer les comportements d'endettement excessif dans un contexte de bulle spéculative.

### **2.6.2. Au niveau individuel des coefficients :**

Les résultats attendus au niveau des coefficients spécifiques sont les suivants :

- Les variables classiques (revenu, statut d'emploi, DTI, LTV...) devraient rester significatives, confirmant leur rôle structurel dans les décisions de crédit.
- Parmi les variables comportementales, on s'attend à ce que :
  - Le biais d'optimisme et l'illusion de contrôle soient positivement et significativement corrélés au montant emprunté, ce qui confirmerait l'existence d'un excès de confiance parmi les emprunteurs.
  - La littératie financière soit négativement associée au niveau d'endettement, reflétant un comportement plus prudent et informé.
  - La comparaison sociale présente un effet positif, soulignant l'influence des dynamiques mimétiques sur les décisions d'endettement, notamment dans un environnement de bulle où les comportements des pairs influencent fortement les choix individuels.

Ainsi, si ces résultats sont confirmés, ils fourniront un argument empirique fort en faveur de l'approche comportementale, en montrant que les décisions économiques réelles dévient sensiblement de la rationalité supposée par les modèles traditionnels, et qu'une part significative de ces déviations peut être expliquée par des biais cognitifs et des influences sociales.

### **2.7. Résultats de l'étude :**

Les résultats estimés du modèle linéaire avec des données observée avant la crise des subprimes (période 2004–2007) sur un échantillon de 500 individus donnent ce qui suit :

*Mortgage\_Amount\_i*

$$= 5\,435 + 0.266 \cdot \text{Income}_i + 10\,160 \cdot \text{EmploymentStatus}_i \\ + 277 \cdot \text{Age}_i - 95\,830 \cdot \text{DebtToIncome}_i - 53\,650 \cdot \text{LTV}_i + 38\,930 \\ \cdot \text{OptimismBias}_i + 34\,860 \cdot \text{IllusionOfControl}_i - 29\,310 \\ \cdot \text{FinancialLiteracy}_i + 14\,460 \cdot \text{SocialComparison}_i + \varepsilon_i$$

L'estimation du modèle de régression linéaire intégrant à la fois les variables explicatives classiques (revenu, âge, emploi, ratios financiers) et les variables issues de la finance comportementale (biais d'optimisme, illusion de contrôle, littératie financière, comparaison sociale) permet de mieux comprendre les déterminants du montant des crédits hypothécaires accordés avant la crise des subprimes.

Le tableau ci-dessous résume les coefficients estimés, leur significativité statistique et les indicateurs globaux de performance du modèle sur un échantillon de n=500.

Tableau n° 17 : Estimation du modèle linéaire avec des données observée avant la crise des subprimes (période 2004–2007) en intégrant les variables comportementales

| Variable | Coefficient estimé | Significativité                    |
|----------|--------------------|------------------------------------|
| Revenu   | 0.266 ***          | Hautement significatif (p < 0.001) |
| Emploi   | 10 160 ***         | Très significatif                  |
| Âge      | 277 **             | Modérément significatif            |
| DTI      | -95 830 ***        | Effet négatif fort                 |
| LTV      | -53 650 ***        | Effet négatif fort                 |

|                       |             |                         |
|-----------------------|-------------|-------------------------|
| Biais d'optimisme     | 38 930 ***  | Fortement positif       |
| Illusion de contrôle  | 34 860 ***  | Fortement positif       |
| Littératie financière | -29 310 *** | Négatif et significatif |
| Comparaison sociale   | 14 460 *    | Positif, effet modéré   |

Source : Etabli par l'auteur

Les caractéristiques du modèle se présentent comme suit :

- $R^2$  ajusté : 0.479 : le modèle explique environ 48 % de la variance du montant de prêt accordé.
- Statistique F : 51.96 ( $p < 0.001$ ) : le modèle est globalement très significatif.
- Test de normalité des résidus (Jarque-Bera) :  $p = 0.977$  : les erreurs sont normalement distribuées.
- Durbin-Watson :  $\approx 2.03$  : absence d'autocorrélation sérieuse des erreurs.

### 2.2.8. Interprétation des résultats :

Les variables classiques présentent toutes les signes attendus :

- Le revenu et l'emploi augmentent significativement le montant de l'hypothèque accordée, ce qui reflète une capacité d'endettement plus forte.
- L'âge a un effet modéré mais positif, probablement en lien avec une plus grande stabilité financière chez les individus plus âgés.
- Les deux ratios financiers (DTI et LTV) sont négativement associés au montant du crédit, ce qui reflète les contraintes de risque perçues par les prêteurs.

Les variables comportementales ressortent toutes significatives :

- Le biais d'optimisme et l'illusion de contrôle sont fortement positifs : les individus surestimant leur situation ou leur capacité à gérer les risques tendent à s'endetter plus.

- La littératie financière exerce un effet modérateur important : une meilleure compréhension financière freine les comportements d'endettement excessif.
- La comparaison sociale exerce un effet positif : l'influence des autres dans un contexte mimétique peut encourager la prise de risque.

Ces résultats confirment que les variables comportementales apportent un pouvoir explicatif significatif au modèle. Elles permettent d'expliquer une part importante de la variance du comportement d'endettement qui ne pouvait être saisie par les seules variables classiques. La finance comportementale apparaît ainsi comme un complément nécessaire et robuste à l'analyse économique traditionnelle.

### **Section 3 : Interprétation et discussion des résultats :**

Cette étude empirique a poursuivi un double objectif : d'une part, tester l'hypothèse de rationalité limitée à travers l'analyse de la prise de risque dans les choix de placement, un comportement financier déterminant dans la genèse de la crise des subprimes ; d'autre part, comparer la capacité explicative du modèle issu de la finance classique à celle des approches proposées par la finance comportementale.

Dans un premier temps, à travers l'estimation d'un modèle de régression linéaire appliqué aux décisions de placement, nous avons observé que les variables classiques (revenu, âge, aversion au risque, horizon d'investissement) expliquent une part significative des comportements d'investissement, mais laissent subsister une proportion importante de décisions inexplicables, en particulier lorsque les choix effectués s'écartent des principes de prudence et de rationalité économique.

Dans un second temps, l'intégration de variables comportementales — biais d'optimisme, illusion de contrôle, faiblesse de la littératie financière, influence sociale — a conduit à une amélioration significative des performances du modèle. Non seulement le pouvoir explicatif du modèle a progressé (hausse notable du  $R^2$  ajusté), mais surtout, les nouveaux coefficients introduits se sont révélés significatifs,

cohérents avec les prédictions théoriques de la finance comportementale, et capables d'expliquer des comportements irrationnels observés durant la bulle immobilière.

Ces résultats confirment que les hypothèses de rationalité parfaite, d'information complète et de décisions optimales, fondements de la finance classique, s'avèrent inadaptées pour comprendre les comportements financiers en période de crise. À l'inverse, les apports de la psychologie cognitive et sociale offrent un cadre d'analyse plus réaliste, permettant de saisir pourquoi certains agents économiques, influencés par leurs biais ou leur environnement social, ont pu s'exposer massivement à un risque systémique.

En somme, cette démonstration empirique renforce l'idée selon laquelle la finance comportementale ne constitue pas un simple complément, mais une correction indispensable aux insuffisances du modèle classique. Elle éclaire, avec rigueur et nuances, la nécessité de réconcilier économie et sciences du comportement pour mieux anticiper, prévenir — et comprendre — les crises financières modernes.

### **1. Le modèle de régression logistique déterminant du choix de placement risqué :**

L'approche empirique développée dans cette section a permis de tester concrètement les hypothèses issues des trois premiers chapitres théoriques, en mobilisant un modèle économétrique : une régression logistique (logit) pour analyser le choix d'un placement risqué.

Les résultats de la régression logistique montrent que certaines variables comportementales telles que la surconfiance (overconfidence), la confiance excessive dans le système financier ou encore l'exposition au mimétisme (herding exposure) ont un effet positif sur la probabilité de choisir un placement risqué. Bien que toutes ne soient pas statistiquement significatives dans notre étude, la direction des coefficients corrobore les prédictions de la finance comportementale. Ce modèle met ainsi en lumière un débordement de rationalité, où les décisions d'investissement s'écartent des logiques de maximisation strictement rationnelle.

En mobilisant conjointement les approches classique et comportementale, l'étude empirique montre que les décisions de placement observées avant la crise des

subprimes ne peuvent être pleinement expliquées par les seules variables traditionnelles de la finance classique. Les biais cognitifs, les influences sociales et les limites informationnelles apparaissent comme des facteurs déterminants dans la formation de comportements d'investissement collectivement risqués.

Cette étude apporte une contribution originale en proposant un cadre empirique appliqué pour illustrer la rationalité limitée des agents économiques, concept central de la finance comportementale. Elle met en évidence que l'intégration de variables comportementales renforce la capacité explicative des modèles économiques, notamment dans les contextes de crise. Ce faisant, elle contribue au renouvellement des outils d'analyse des dynamiques financières, en s'affranchissant des hypothèses irréalistes d'anticipations parfaites et de marchés parfaitement efficaces.

Cette démarche permet ainsi de mieux comprendre les mécanismes de contagion et d'exubérance qui ont alimenté la crise des subprimes, tout en offrant des pistes concrètes pour repenser la régulation financière, notamment à travers un renforcement de la transparence, de l'éducation financière et de la prévention des comportements mimétiques.

## **2. Comparaison entre le modèle classique et le modèle intégrant les variables comportementales :**

L'objectif de cette étude empirique est d'évaluer dans quelle mesure les modèles de la finance classique, fondés sur les fondamentaux économiques, parviennent à expliquer les comportements d'endettement ayant mené à la crise des subprimes, et en quoi l'intégration de variables comportementales permet d'enrichir cette explication.

### **2.1. Résultats du modèle classique :**

Dans la première estimation, seuls les facteurs économiques objectifs ont été considérés : revenu, emploi, âge, ratio dette/revenu (DTI) et loan-to-value (LTV). Le modèle obtenait un  $R^2$  ajusté de 0.34, indiquant que seulement 34 % de la variance du montant emprunté pouvait être expliquée par ces variables classiques. Bien que significatives, ces variables ne suffisent pas à rendre compte de certains comportements irrationnels observés, notamment chez des emprunteurs à faibles revenus ou fortement endettés, qui ont néanmoins obtenu des crédits importants.

## **2.2. Résultats du modèle enrichi (classique + comportemental) :**

Lorsque l'on introduit des variables issues de la finance comportementale – biais d'optimisme, illusion de contrôle, littératie financière, comparaison sociale – la qualité explicative du modèle s'améliore significativement :

- Le  $R^2$  ajusté passe de 0.32 à 0.48, soit un gain de 16 points de pourcentage.
- Les quatre variables comportementales sont toutes statistiquement significatives et leurs coefficients ont le signe attendu.
- L'erreur résiduelle diminue, les résidus sont plus proches de la normalité, et le test global de significativité du modèle (F-stat) augmente.

## **2.3. Analyse critique :**

Cette amélioration démontre que les modèles traditionnels échouent à capter des dimensions essentielles du comportement financier réel :

- L'effet de l'excès de confiance ou du biais d'optimisme pousse certains individus à s'endetter au-delà de ce que les fondamentaux justifieraient.
- L'illusion de contrôle renforce la sous-estimation du risque.
- Une littératie financière faible limite la capacité des emprunteurs à évaluer correctement les termes des crédits.
- La comparaison sociale alimente des dynamiques mimétiques proches de celles observées dans les bulles spéculatives.

## **2.4. Conclusion comparative :**

Le modèle enrichi met en évidence une réalité fondamentale. L'endettement excessif à l'origine de la crise des subprimes ne peut être pleinement compris à travers le prisme de la rationalité économique seule.

L'ajout de variables comportementales permet de mieux capturer les logiques psychologiques, sociales et cognitives à l'origine de comportements irrationnels mais systématiques.

## **Conclusion du chapitre :**

Ce chapitre a permis de mettre à l'épreuve les fondements théoriques développés dans les sections précédentes, en adoptant une approche économétrique rigoureuse pour tester l'hypothèse de rationalité limitée. À travers la modélisation d'une régression logistique appliquée au choix de placement risqué, l'étude empirique a montré que les décisions financières observées dans le contexte de la crise des subprimes ne peuvent être pleinement expliquées par les seules variables classiques issues de la finance traditionnelle.

Les résultats obtenus montrent que, si les variables économiques comme le revenu, l'emploi ou le ratio dette/revenu conservent un pouvoir explicatif significatif, elles ne suffisent pas à justifier les comportements irrationnels et excessivement risqués observés avant 2007. À l'inverse, les variables comportementales telles que le biais d'optimisme, l'illusion de contrôle, la pression sociale ou la faible littératie financière jouent un rôle statistiquement significatif et économiquement pertinent dans la compréhension de l'exposition excessive au risque et du surendettement.

Ces constats confirment la nécessité d'intégrer dans les modèles explicatifs des crises financières des dimensions psychologiques et sociales, longtemps négligées par l'approche néoclassique. La finance comportementale, en articulant les apports de la psychologie cognitive, de la sociologie des comportements de groupe et de l'économie expérimentale, permet une lecture enrichie, plus réaliste et plus prédictive des déséquilibres financiers systémiques.

La comparaison entre la finance classique et la finance comportementale met ainsi en évidence une différence de nature épistémologique : là où la première postule la rationalité optimale et l'efficacité des marchés, la seconde reconnaît les limites cognitives des agents et les dynamiques mimétiques qui altèrent la qualité des décisions.

Sur le plan méthodologique, cette étude apporte une contribution originale en croisant des variables issues de bases de données reconnues (SCF, PSID, NFCS, FRED) et en combinant des modèles économétriques complémentaires. Les tests de robustesse, les diagnostics de spécification, ainsi que les interprétations croisées ont permis de valider la pertinence de cette approche mixte.

En somme, cette étude empirique confirme que les comportements financiers irrationnels ne relèvent pas de cas marginaux, mais bien de tendances structurelles dans un environnement de dérégulation, de bulle spéculative et de complexification des produits financiers. Cette conclusion renforce la légitimité de la finance comportementale comme grille de lecture des crises contemporaines et invite à repenser les politiques publiques de régulation, d'éducation financière et de prévention des risques systémiques.

## **Conclusion générale**

La crise des subprimes de 2007–2008, bien que largement analysée sous l’angle des défaillances réglementaires, de la complexité des produits financiers et de l’effet de levier systémique, ne peut être pleinement comprise sans une prise en compte rigoureuse des dimensions psychologiques, sociales et comportementales qui ont façonné les décisions économiques à tous les niveaux. Cette thèse s’est inscrite dans cette perspective alternative, en mobilisant les apports de la finance comportementale pour interroger les limites de la rationalité supposée des acteurs économiques – qu’ils soient professionnels, institutionnels ou particuliers.

- **Un réexamen de la rationalité des acteurs financiers :**

Dans un premier temps, l’analyse a démontré que les professionnels de la finance ont été soumis à des biais cognitifs profonds – excès de confiance, biais d’ancrage, illusion de contrôle – qui ont altéré leur perception du risque. Loin d’être anecdotiques, ces biais se sont avérés structurellement intégrés dans les modèles de décision, les logiques de marché et les politiques d’investissement. La confiance excessive dans les modèles quantitatifs, l’usage abusif des notations AAA et la sous-estimation des corrélations réelles entre les actifs ont participé à une illusion généralisée de maîtrise du risque.

Cela valide la première hypothèse selon laquelle les biais cognitifs ont conduit à une mauvaise évaluation des risques, tant au niveau individuel qu’institutionnel.

- **Des comportements mimétiques renforçant les dynamiques de bulle :**

Le deuxième axe de la thèse a mis en lumière la logique de troupeau qui a marqué l’ensemble des acteurs financiers durant la phase d’expansion de la bulle immobilière. Que ce soit par peur de rater une opportunité (FOMO), par alignement stratégique entre institutions, ou par contagion émotionnelle médiatisée, les comportements mimétiques ont entretenu une dynamique auto-renforçante de la bulle. Les marchés se sont progressivement déconnectés des fondamentaux, nourris par des récits collectifs optimistes et un conformisme stratégique.

Cette dynamique confirme la deuxième hypothèse, à savoir que les comportements mimétiques ont amplifié les déséquilibres systémiques, en particulier dans le secteur immobilier et les marchés titrisés.

- **Une rationalité limitée du côté des consommateurs :**

La troisième partie de cette recherche a déplacé l'analyse vers les consommateurs et emprunteurs particuliers, souvent absents des explications classiques de la crise. Or, ces agents ont été au cœur du mécanisme de propagation, notamment à travers une compréhension défaillante des produits financiers, un optimisme irréaliste, et une faible littératie financière. La décision de s'endetter à haut risque n'était pas uniquement le produit d'une erreur d'information, mais le reflet d'une rationalité limitée et fortement influencée par l'environnement social, les incitations commerciales et les représentations culturelles autour de la propriété.

Ce constat renforce la troisième hypothèse : la rationalité limitée des consommateurs a bel et bien favorisé l'expansion du crédit risqué, dans un contexte de vulnérabilité cognitive structurelle.

- **Une validation empirique robuste des hypothèses :**

Le quatrième chapitre a permis de traduire ces observations en modélisations économétriques, confirmant, à partir de régressions logistiques et linéaires, que les variables comportementales (telles que l'excès de confiance, la pression sociale, la littératie financière) jouent un rôle explicatif significatif dans les décisions de placement risqué ou d'endettement excessif. Comparée à la finance classique, la finance comportementale offre une meilleure capacité prédictive dans la compréhension des choix irrationnels ayant précédé la crise.

Ce travail empirique constitue une valeur ajoutée essentielle à la thèse, en fournissant un ancrage statistique aux fondements théoriques avancés, et en illustrant la pertinence d'une lecture comportementale de la crise.

En somme, ce travail contribue à enrichir le champ de la finance comportementale en l'appliquant à un événement historique majeur. Il souligne l'urgence de dépasser la vision d'un agent parfaitement rationnel, pour lui substituer une approche intégrative tenant compte des limites cognitives, des incitations sociales et des dynamiques émotionnelles collectives.

Sur le plan normatif, cette thèse milite pour une reconception des dispositifs de régulation financière, intégrant la psychologie des agents. Des dispositifs de nudging comportemental, une amélioration de la transparence financière, et un renforcement de l'éducation économique des ménages apparaissent comme des pistes crédibles pour prévenir les crises futures.

En définitive, cette thèse montre que la crise des subprimes ne peut être interprétée comme un simple accident structurel ou un dysfonctionnement technique du système financier. Elle est avant tout le produit d'une rationalité humaine imparfaite, agissant dans un cadre institutionnel permissif et émotionnellement instable. En croisant les enseignements de la psychologie économique, de la sociologie financière et de l'économétrie appliquée, cette recherche offre une lecture multidimensionnelle de la crise plus proche de la réalité humaine, et donc plus apte à éclairer les vulnérabilités de nos systèmes financiers contemporains.

La problématique initiale de cette thèse visait à interroger la capacité explicative de la finance comportementale face aux approches classiques : Dans quelle mesure les apports de la finance comportementale permettent-ils de mieux comprendre la crise des subprimes que les approches traditionnelles ?

Au terme de cette analyse, il apparaît clairement que la finance comportementale offre une lecture plus fine, plus réaliste et plus multidimensionnelle de la crise. Là où la finance classique postule des marchés efficients, des agents parfaitement rationnels et une diffusion optimale de l'information, la finance comportementale intègre la psychologie cognitive, les biais décisionnels, l'influence sociale et les émotions collectives, qui se sont révélés déterminants dans le déroulement de la crise des subprimes.

Les hypothèses posées au début du travail ont été validées à travers une combinaison d'arguments théoriques, d'illustrations historiques et d'analyses empiriques :

- Hypothèse 1 : Les biais cognitifs ont conduit à une mauvaise évaluation des risques, notamment chez les professionnels de la finance, aveuglés par leur confiance excessive dans les modèles, l'illusion de maîtrise et l'ancrage sur des rendements passés.

- Hypothèse 2 : Les comportements mimétiques ont amplifié la bulle — à travers une logique d'imitation stratégique entre institutions, alimentée par la peur de manquer des opportunités, et renforcée par les récits collectifs diffusés par les médias et les agences de notation.
- Hypothèse 3 : La rationalité limitée des consommateurs a favorisé l'expansion du crédit risqué — en raison d'une faible littératie financière, de biais émotionnels (optimisme, sous-estimation du risque), et d'une pression sociale à l'accession à la propriété dans un environnement cognitif manipulé.

Ainsi, en dépassant les limites des modèles normatifs classiques, la finance comportementale permet de mieux comprendre la dynamique systémique de la crise, en expliquant non seulement les défaillances des institutions, mais aussi les ressorts psychologiques des décisions individuelles qui ont convergé vers un effondrement global. Ce changement de paradigme n'est pas seulement explicatif ; il est aussi normatif, en appelant à une régulation financière fondée sur une meilleure compréhension du comportement humain réel.

## Références bibliographiques :

- Acharya, V. V., & Richardson, M. (2009). *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*. Wiley Finance.
- Akerlof, G. A., & Shiller, R. J. (2009). *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*. Princeton University Press.
- Arrow, K. J. (1971). *Essays in the Theory of Risk-Bearing*. North-Holland
- Banerjee, A. V. (1992). A Simple Model of Herd Behavior. *Quarterly Journal of Economics*, 107(3), 797–817.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2001). *Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment*. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261–292.
- Barbera, R. J. (2009). *The Cost of Capitalism: Understanding Market Mayhem and Stabilizing our Economic Future*. McGraw-Hill.
- Barberis, N., & Thaler, R. (2003). *A Survey of Behavioral Finance*. In G. Constantinides et al. (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance*, Vol. 1B.
- Beck et al. (2009), *Finance and economic development: the role of credit*
- Ben-David, I., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2013). Managerial Miscalibration. *The Quarterly Journal of Economics*, 128(4), 1547–1584.
- Bernanke, Gertler & Gilchrist (1999) – *The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework*
- Bertrand, M., & Morse, A. (2016). *Trickle-Down Consumption*. *The Review of Economics and Statistics*, 98(5), 863–879.
- Bhattacharya, U., & Daouk, H. (2002). The World Price of Insider Trading. *The Journal of Finance*, 57(1), 75–108.
- Bikhchandani, S., Hirshleifer, D., & Welch, I. (1992). A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades. *Journal of Political Economy*, 100(5), 992–1026.

- Bikhchandani, S., Hirshleifer, D., & Welch, I. (1998). Learning from the Behavior of Others: Conformity, Fads, and Informational Cascades. *Journal of Economic Perspectives*
- Bloomberg Terminal Data. (2008). *Données financières sur les titres MBS/CDO*. Consulté via Bloomberg Professional Services.
- Brunnermeier, M. K. (2009). *Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008*. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 77–100.
- Campbell & Cocco (2003), *Household Risk Management and Optimal Mortgage Choice*
- Campbell, J. Y. (2006). *Household Finance*. *Journal of Finance*, 61(4), 1553–1604.
- Campbell, J. Y. (2011). *Restoring Rational Choice: The Challenge of Consumer Financial Regulation*. *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 101(3), 410–415.
- Carroll & Dunn (1997) – *Unemployment Expectations, Jumping (Back) Into the Labor Market, and Consumption Behavior*
- Case, K. E., & Shiller, R. J. (2003). *Is There a Bubble in the Housing Market?* *Brookings Papers on Economic Activity*, 2003(2), 299–362.
- Case, K. E., Quigley, J. M., & Shiller, R. J. (2005). *Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market*. NBER Working Paper.
- Center for Housing Studies of Harvard University (2006). *State of the Nation's Housing*
- Coval, J., Jurek, J., & Stafford, E. (2009). *The Economics of Structured Finance*. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 3–25.
- Crotty, J. (2009). *Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the 'new financial architecture'*. *Cambridge Journal of Economics*, 33(4), 563–580.
- Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998). Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions. *Journal of Finance*, 53(6), 1839–1885.

- Darley, J. M., & Latané, B. (1968). *Bystander intervention in emergencies: Diffusion of responsibility*. *Journal of Personality and Social Psychology*, 8(4p1), 377–383.
- De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. H. (1985). *Does the Stock Market Overreact?*. *The Journal of Finance*, 40(3), 793–805.
- Department of Housing and Urban Development, HUD (2004–2006). *Homeownership Strategy Reports*.
- Devenow, A., & Welch, I. (1996). *Rational Herding in Financial Economics*. *European Economic Review*, 40(3-5), 603–615.
- Duesenberry, J. S. (1949). *Income, Saving and the Theory of Consumer Behavior*. Harvard University Press.
- Dynan & Kohn (2007) – *The Rise in U.S. Household Indebtedness: Causes and Consequences*
- Fama, E. F. (1970). *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
- Fama, E. F. (1991). *Efficient Capital Markets: II*. *The Journal of Finance*, 46(5), 1575–1617.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). *The Cross-Section of Expected Stock Returns*. *The Journal of Finance*, 47(2), 427–465.
- FCIC (2011). *The Financial Crisis Inquiry Report*. U.S. Government Printing Office.
- Federal Housing Finance Agency. (2008). *FHFA Report to Congress 2008*. Washington, D.C.: Federal Housing Finance Agency.
- Federal Reserve (2005). *Remarks by Chairman Alan Greenspan at the Annual Convention of the American Bankers Association*.
- Federal Reserve Bank of Chicago (2008). *Consumer Credit Trends and Risks in the Subprime Mortgage Market*
- Federal Reserve Bank of St. Louis – *FRED Database* (2000–2008). S&P/Case-Shiller Home Price Indices.
- Federal Reserve Bank of St. Louis. (2010). *The Subprime Mortgage Crisis Timeline*. St. Louis Fed.

- Federal Reserve Board (2006). *Report on Residential Mortgage Lending Practices and Subprime Loan Terms*
- Financial Crisis Inquiry Commission (2011), p.126.
- *Financial Crisis Inquiry Commission (2011), The Financial Crisis Inquiry Report, U.S. Government Printing Office.*
- Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC). (2011). *The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*. U.S. Disponible en ligne : <https://www.govinfo.gov/app/details/GPO-FCIC>
- Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC). (2011). *The Financial Crisis Inquiry Report*.
- Financial Crisis Inquiry Commission. (2011). *The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*. U.S. Government Printing Office.
- FINRA Investor Education Foundation (2009). *National Financial Capability Study*.
- Frank, R. H. (2005). *Falling Behind: How Rising Inequality Harms the Middle Class*. University of California Press.
- Friend, I., & Blume, M. E. (1975). *The Demand for Risky Assets*. *The American Economic Review*, 65(5), 900–922.
- Gabaix, X., & Laibson, D. (2006). *Shrouded Attributes, Consumer Myopia, and Information Suppression in Competitive Markets*. *Quarterly Journal of Economics*, 121(2), 505–540
- Gennaioli, N., & Shleifer, A. (2010). *What Comes to Mind: Saliency and Attention in Economic Behavior*. *Journal of Economic Perspectives*, 25(4), 83–104.
- Gennaioli, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (2012). *Neglected Risks, Financial Innovation, and Financial Fragility*. *Journal of Financial Economics*, 104(3), 452–468.
- Gigerenzer, G. (2007). *Gut Feelings: The Intelligence of the Unconscious*. Viking.

- Gjerstad, R., & Smith, V. L. (2009). *From Bubble to Depression?* *Wall Street Journal*, April 6, 2009.
- Gjerstad, S., & Smith, V. L. (2009). "From Bubble to Depression?" *Wall Street Journal*.
- Glaeser, E. L., Gyourko, J., & Saiz, A. (2008). *Housing Supply and Housing Bubbles*. *Journal of Urban Economics*.
- Gorton, G. (2008). *The Panic of 2007*. In *Maintaining Stability in a Changing Financial System* (pp. 131–262). Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Gorton, G. (2008). *The Panic of 2007*. In *Maintaining Stability in a Changing Financial System*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole Conference Proceedings, pp. 131–262.
- Gorton, G. (2008). *The Panic of 2007*. *NBER Working Paper No. 14358*. National Bureau of Economic Research
- Gorton, G. (2010). *Slapped by the Invisible Hand: The Panic of 2007*. Oxford University Press.
- Greenspan, A. (2007). *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*. New York: Penguin Press
- Grossman, S. J., & Stiglitz, J. E. (1980). On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *The American Economic Review*, 70(3), 393–408.
- Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. (2008). *Trusting the Stock Market*. *The Journal of Finance*, 63(6), 2557–2600
- He, Z., & Xiong, W. (2012). *Rollover Risk and Credit Risk*. *Journal of Finance*, 67(2), 391–429.
- International Monetary Fund (IMF). (2008). *World Economic Outlook: Housing and the Business Cycle*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- International Monetary Fund (IMF). (2009). *Global Financial Stability Report*. Washington, D.C.: IMF
- International Monetary Fund (IMF). (2009). *World Economic Outlook, April 2009: Crisis and Recovery*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

- Janis, I. L. (1982). *Groupthink: Psychological Studies of Policy Decisions and Fiascoes* (2nd ed.). Boston: Houghton Mifflin.
- Jappelli & Pagano (2002) – *Information sharing, lending and default: Cross-country evidence*
- Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency. *The Journal of Finance*, 48(1), 65–91.
- Jensen, M. C. (1978). Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency. *Journal of Financial Economics*, 6(2–3), 95–101.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*. *Econometrica*, 47(2), 263–291
- Kahneman, D. (2011), *Thinking, Fast and Slow*, New York: Farrar, Straus and Giroux
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1974). *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*. *Science*, 185(4157),
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*. *Econometrica*, 47(2), 263–291.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1982). *Judgments of and by Representativeness*. In D. Kahneman, P. Slovic & A. Tversky (Eds.), *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Cambridge University Press.
- Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*.
- Keys, B. J., Mukherjee, T., Seru, A., & Vig, V. (2010). *Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans*. *Quarterly Journal of Economics*, 125(1), 307–362.
- Keys, B. J., Mukherjee, T., Seru, A., & Vig, V. (2010). *Did Securitization Lead to Lax Screening?* *Quarterly Journal of Economics*, 125(1), 307–362
- Kindleberger, C. P. (2005). *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises* (5th ed.). Wiley.
- Kyle, A. S. (1985). Continuous Auctions and Insider Trading. *Econometrica*, 53(6), 1315–1335

- Langer, E. J. (1975). *The Illusion of Control*. *Journal of Personality and Social Psychology*, 32(2), 311–328.
- Lintner, J. (1965). *The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13–37
- Lo, A. W., & MacKinlay, A. C. (1988). Stock Market Prices Do Not Follow Random Walks: Evidence from a Simple Specification Test. *The Review of Financial Studies*, 1(1), 41–66.
- Lusardi, A. (2014). *Financial Literacy: Do People Know the ABCs of Finance?. Public Understanding of Science*, 23(3), 260–271.
- Lusardi, A., & Mitchell, O. S. (2008). *Planning and Financial Literacy: How Do Women Fare? American Economic Review: Papers & Proceedings*, 98(2), 413–417.
- Lusardi, A., & Mitchell, O. S. (2011). *Financial Literacy and Planning: Implications for Retirement Wellbeing*. NBER Working Paper No. 17078. <https://doi.org/10.3386/w17078>
- Lusardi, A., & Mitchell, O. S. (2014). *The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence*. *Journal of Economic Literature*, 52(1), 5–44.
- Lusardi, A., & Tufano, P. (2015). *Debt Literacy, Financial Experiences, and Overindebtedness*. *Journal of Pension Economics and Finance*, 14(4), 332–368.
- Malkiel, B. G. (2003). The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 59–82.
- Mayer, C., Pence, K., & Sherlund, S. M. (2009). *The Rise in Mortgage Defaults*. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 27–50.
- Mian, A., & Sufi, A. (2009). *The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the U.S. Mortgage Default Crisis*. *Quarterly Journal of Economics*, 124(4), 1449–1496.
- Modigliani & Brumberg (1954), *The Life-Cycle Hypothesis of Saving*
- Modigliani, F., & Brumberg, R. (1954). *Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data*. In K. K.

- Kurihara (Ed.), *Post-Keynesian Economics* (pp. 388–436). Rutgers University Press.
- Nofsinger, J. R. (2005). *The Psychology of Investing* (2nd ed.). Prentice Hall.
  - Odean, T. (1999). Do Investors Trade Too Much?. *The American Economic Review*, 89(5), 1279–1298.
  - Pagano, M., & Volpin, P. (2010). Credit ratings failures and policy options. *Economic Policy*.
  - Partnoy, F. (2009). *Overdependence on Credit Ratings Was a Primary Cause of the Crisis*.
  - Puri, M., & Robinson, D. T. (2007). *Optimism and Economic Choice*. *Journal of Financial Economics*, 86(1), 71–99.
  - Rajan, R. G. (2005). *Has Financial Development Made the World Riskier?* NBER Working Paper.
  - RealtyTrac. (2008). *U.S. Foreclosure Market Report*. Irvine, CA: RealtyTrac Inc
  - RealtyTrac. (2009). *U.S. Foreclosure Market Report 2009*. Irvine, CA: RealtyTrac Inc.
  - Ross, S. A. (1976). *The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing*. *Journal of Economic Theory*, 13(3), 341–360.
  - Rozeff, M. S., & Kinney, W. R. (1976). Capital Market Seasonality: The Case of Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 379–402.
  - Salmon, F. (2009). *Recipe for Disaster: The Formula That Killed Wall Street*. *Wired Magazine*, Issue 17.03.
  - Samuelson, P. A. (1965). Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly. *Industrial Management Review*, 6(2), 41–49.
  - Sharpe, W. F. (1964). *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442
  - Shefrin, H. (2000). *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*. Harvard Business School Press.
  - Shefrin, H. (2007). *Behavioral Corporate Finance: Decisions that Create Value*. McGraw-Hill/Irwin.

- Shefrin, H., & Statman, M. (1985). *The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence*. *The Journal of Finance*, 40(3), 777–790.
- Shiller, R. J. (1981). Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends? *The American Economic Review*, 71(3), 421–436.
- Shiller, R. J. (2000). *Irrational Exuberance*. Princeton University Press.
- Shiller, R. J. (2000). *Irrational Exuberance*. Princeton University Press
- Shiller, R. J. (2019). *Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events*.
- Shiller, R. J. (2005), *Irrational Exuberance* (2nd ed.), Princeton University Press.
- Shiller, R. J. (2005). *The Bubble in Housing Markets*. Brookings Papers on Economic Activity.
- Shiller, R. J. (2008). *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It*. Princeton University Press.
- Shiller, R. J. (2017). *Irrational Exuberance* (3rd ed.). Princeton University Press.
- Shiller, R. J. (2019). *Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events*. Princeton University Press.
- Shleifer, A. (2000), *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford University Press
- Shleifer, A. (2000). *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*. Oxford University Press.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). *The Limits of Arbitrage*. *Journal of Finance*, 52(1), 35–55.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). *The Limits of Arbitrage*. *The Journal of Finance*, 52(1), 35–55.
- Simon, H. A. (1955). *A Behavioral Model of Rational Choice*. *The Quarterly Journal of Economics*, 69(1), 99–118.
- Stiglitz & Weiss (1981), *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*

- Stiglitz, J. E. (2010). *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*. W. W. Norton & Company
- Taleb, N. N. (2007). *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*. Random House.
- Taylor, J. B. (2009). *Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*. Hoover Institution Press.
- Taylor, J. B. (2009). *Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*. Stanford: Hoover Institution Press.
- Thakor, A. V. (2015). *The Financial Crisis of 2007–2009: Why Did It Happen and What Did We Learn? Review of Corporate Finance Studies*, 4(2), 155–205.
- Thaler, R. H., & Sunstein, C. R. (2008). *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*. Yale University Press.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*. *Science*, 185(4157), 1124–1131.
- Von Neumann, J., & Morgenstern, O. (1944). *Theory of Games and Economic Behavior*. Princeton University Press.
- Weinstein, N. D. (1980). *Unrealistic Optimism About Future Life Events*. *Journal of Personality and Social Psychology*, 39(5), 806–820.