

L'AVERSION POUR LE RISQUE EXPLIQUE-T-ELLE LES CRISES FINANCIÈRES ? UN TEST SUR LA CAPACITÉ PRÉDICITIVE DES INDICATEURS EMPIRIQUES

Virginie Coudert
Mathieu Gex

RÉSUMÉ NON TECHNIQUE

De nombreuses institutions financières utilisent des indicateurs d'aversion pour le risque pour évaluer l'humeur des investisseurs. Les fluctuations de l'aversion pour le risque sont souvent considérées comme un facteur explicatif des crises. Les périodes de fort appétit pour le risque peuvent être à l'origine de bulles spéculatives sur le prix des actifs financiers, créant ainsi des vulnérabilités. Un effondrement brutal de l'optimisme des investisseurs peut ensuite conduire à une forte baisse des prix et provoquer une crise financière.

Un point déterminant consiste à définir clairement le concept d'aversion pour le risque. Le cadre théorique fourni par les modèles de détermination des prix d'actifs, et plus précisément le *Consumption CAPM* (CCAPM), permet de décomposer une prime de risque en un « prix du risque », commun à tous les actifs, et une « quantité de risque », spécifique à chaque actif. Les différents indicateurs que nous utilisons dans ce papier cherchent à évaluer ce « prix du risque ».

Ces indicateurs empiriques peuvent être classés en quatre groupes. 1) Les indicateurs de type GRAI (*Global Risk Aversion Index*) sont basés sur l'idée qu'une augmentation de l'aversion pour le risque devrait conduire à une augmentation des primes de risque sur tous les marchés, cependant cette augmentation devrait être plus importante sur les marchés les plus risqués (Persaud, 1996, Kumar et Persaud, 2002). En utilisant le CAPM, considéré comme un cas particulier du CCAPM, cette idée revient à mesurer les évolutions de l'aversion pour le risque à travers la corrélation entre les variations de prix et les volatilités de ces variations sur un panel de différents actifs. 2) Il est possible d'estimer l'aversion pour le risque comme le facteur commun à un ensemble de primes de risque. Une analyse factorielle, telle que l'Analyse en Composantes Principales (ACP) permet de mesurer ce facteur commun. 3) Quelques institutions financières utilisent également des séries brutes, comme le VIX, qui est égal à la volatilité implicite sur le S&P 500, ou des combinaisons de séries brutes. 4) D'autres indicateurs, comme celui de State Street, n'entrent dans aucune des catégories précédentes.

Pour juger de la pertinence de ces indicateurs empiriques, nous nous intéressons à leur capacité à prévoir les crises de change et les crises boursières, en construisant des « indicateurs avancés » de crise. Nous utilisons des modèles logit et multilogit qui relient une variable qualitative représentant la crise à un ensemble de variables quantitatives. Un premier modèle retient pour variables explicatives les variables habituelles trouvées dans la littérature économique. Dans un second modèle, nous ajoutons les indicateurs d'aversion pour le risque à ces variables de contrôle. Dans un troisième modèle, les indicateurs d'aversion pour le risque sont utilisés comme seules variables explicatives.

Les résultats montrent que les plupart des indicateurs considérés ont le signe positif attendu et sont significatifs dans les régressions. De plus, dans les modèles multilogit, l'aversion pour le risque reste élevée durant les mois suivant la crise. Concernant leur pouvoir prédictif, qui est testé ici à l'intérieur de l'échantillon, les résultats sont différents selon le type de crise. Pour les crises de change, les indicateurs améliorent à peine les prévisions obtenues avec les variables de contrôle habituelles. Dans le cas des crises boursières, la plupart des indicateurs donnent des résultats satisfaisants. Les meilleures performances sont obtenues par une ACP sur les primes de risque.

Classement JEL : C33, E44, F37, G12.

Mots Clés : Aversion pour le risque, Indicateurs avancés de crise, crises de change, crises boursières; prévision de crise.