

«Les enjeux économiques de la recherche sont très importants»

Certaines banques françaises accordent une place grandissante à la recherche. Le CCF a adopté une structure originale à deux étages. La comparaison avec les banques américaines montre une institutionnalisation plus forte de ce domaine outre-Atlantique.

— *Quand le CCF a-t-il mis en place des équipes de recherche ?*

Jean-François Boulier – La direction de la recherche et de l'innovation a été créée en 1989. Elle comprend à l'heure actuelle une dizaine de chercheurs, sans compter un support informatique, un secrétariat, et une documentation plus ou moins autonome. A cela s'ajoute une vingtaine de personnes qui font de la recherche quantitative dans d'autres entités de la maison, comme les sociétés de gestion ou la direction des marchés. Ainsi, dans chacun des endroits où nous intervenons régulièrement, nous avons des interlocuteurs sur le terrain qui nous remontent les sujets pour lesquels ils n'ont pas le temps ou pour lesquels ils ont besoin d'idées externes. Avec le réseau «Quants» créé à l'automne 1997, nous nous sommes donnés les moyens de communiquer entre nous, d'échanger nos idées : présentations hebdomadaires de travaux en cours, forum Internet, réunions régulières. Il existe par ailleurs des équipes d'économistes et d'analystes financiers avec lesquelles nous collaborons ponctuellement.

— *D'autres banques ont-elles des directions de la recherche centralisées comme la vôtre ?*

J.-F. B. – La plupart des établissements sont plutôt organisés par métiers : par exemple Paribas Capital markets a une équipe importante ; la CDC compte différentes cellules, mais elles sont intégrées dans leur pôle principal, CDC Marchés, CDC Gestion ou la CAR.

Seule la Compagnie bancaire a une structure de tête similaire, un peu moins importante que la nôtre, qui s'occupe de modélisation et de statistiques sur le risque de crédit.

— *La recherche dans les banques, surtout lorsqu'elle est centralisée, ne risque-t-elle pas de tourner à vide ?*

J.-F. B. – Pour éviter ce danger, il faut faire en sorte que la recherche débouche ou, au moins, se trouve justifiée. Il y a une obligation de moyens en matière de recherche, mais il est difficile d'avoir une obligation de résultat. Il n'existe pas de méthode systématique pour innover, trouver de nouvelles idées. Pour rendre la recherche productive, il faut surtout trouver les moyens d'organisation et

de management pour en faire une activité d'équipe et non une activité personnelle. La première des priorités est de faire partager les idées, d'obliger les jeunes à les confronter à l'opinion des plus anciens et inversement. C'est une relation constante de présentation des travaux, d'écoute des idées et des critiques.

La deuxième priorité est d'être à l'écoute et en alerte, ce qui passe par l'observation de la concurrence et beaucoup de lectures. Deux personnes au sein de notre observatoire analysent les nouveaux produits et nos principaux concurrents.

Pour autant, la gestation intellectuelle des idées n'est pas due à l'équipe, mais aux individus : il faut donner l'envie à ces derniers d'ouvrir tous les matins leur boutique à idées, ils doivent avoir la volonté personnelle d'être curieux, de sortir des sentiers battus ...

— *Comment s'intègrent les travaux de recherche aux activités opérationnelles de la banque ?*

J.-F. B. – Nous travaillons aux deux tiers de notre temps sous la forme de projets demandés par les différents départements de la banque. Par exemple,

les gestionnaires actions nous ont demandé d'élaborer un indice sur les très petites valeurs avec une capitalisation entre 100 millions et un milliard de francs, parce qu'ils ont un fonds consacré aux petites valeurs qui a besoin d'une référence indépendante. Nous l'avons fait courant 1997 ; puis nous avons travaillé avec la société de bourse du CCF, CCF Élysées Bourse, pour qu'elle puisse fabriquer cet indice à intervalles réguliers, hebdomadaire dans un premier temps, puis quotidien. Dans ce registre, ce sont surtout la gestion et les marchés de capitaux de la banque d'investissement qui nous font travailler, dans une moindre mesure la banque commerciale, et de plus en plus la direction financière à laquelle est rattachée la direction de la recherche. L'allocation de fonds propres est un des gros sujets 1997-1998 : elle existait naturellement au CCF mais doit aujourd'hui évoluer. Voici pour la partie recherche appliquée ou pour les directions opérationnelles.

L'autre partie de notre activité est consacrée à faire de la recherche que nous appelons au CCF «fondamentale». En fin d'année, nous élaborons pour l'année suivante certains axes de recherche. Ceux-ci sont déterminés à l'initiative des chercheurs. Une fois la liste établie, elle est adressée à une cinquantaine de personnes dans la banque, qui ont déjà été nos clients, qui nous connaissent bien, pour qu'elles nous fassent part de leur intérêt. En fonction de leurs retours, nous retenons dans notre liste les sujets privilégiés par les opérationnels (encadré).

L'idée est de faire en sorte d'embrayer sur les demandes futures : rien de tel pour avoir des clients que de leur faire goûter un peu à l'avance aux sujets sur lesquels vous pourriez intervenir. C'est aussi une occasion de leur faire révéler leurs besoins. Une des grosses difficultés d'une équipe de recherche dans une banque est de détecter ces derniers au moment où elle peut agir ; parce qu'elle n'est pas en mesure de délivrer des travaux du jour au lendemain, il faut au moins qu'elle se soit «échauffée» sur le sujet.

— Vous cumulez votre fonction de directeur de la recherche avec celle de directeur des risques de marchés. Est-ce aussi dans l'objectif de rapprocher la recherche des activités opérationnelles ?

J.-F. B. – Une forte connexion existe entre l'approche quantitative des

risques de marchés avec le modèle interne et la logique de l'équipe de recherche quantitative. Intellectuellement, l'un est assez directement un débouché de l'autre. De plus, j'étais membre du comité des risques de marchés depuis un an et demi avant d'être nommé.



«Les équipes de recherche les plus importantes se trouvent plutôt dans des banques de taille moyenne que dans les grands établissements.»

— Existe-t-il des rivalités entre chercheurs de différentes banques ?

J.-F. B. – Évidemment, les enjeux économiques de la recherche sont très importants : il s'agit d'être avant les autres, voire seul, sur tel ou tel créneau. Par exemple, nous sommes les seuls en Europe à faire des produits garantis ouverts.

— Avez-vous les moyens de protéger ces avancées ?

J.-F. B. – Nous n'avons absolument aucun moyen juridique de les protéger, à l'exception des logiciels, mais le CCF n'en vend pas. C'est à nous de faire attention à la fois aux techniques, à leur dissémination et aux hommes. Certains qui ont travaillé

avec nous sur les produits garantis sont aujourd'hui chez des concurrents. Fort heureusement, tous les établissements ne choisissent pas la même spécialité.

Mais nous sommes confrontés à un paradoxe car nous devons aussi faire savoir à l'extérieur ce que nous sommes en mesure de faire. Il faut cacher d'un côté et faire savoir de l'autre : cette contradiction n'est pas facile à gérer mais on ne peut pas la résoudre en ne communiquant pas.

— Quelle est votre politique de communication sur vos travaux en la matière ?

J.-F. B. – Elle est particulièrement développée vis-à-vis des universités, des institutions comme la Banque de France et de nos grands clients. Nous éditons notamment à leur attention un trimestriel «Quants» qui présente des modèles financiers et en illustre l'utilisation. Nous menons aussi des missions de conseil auprès des clients de la banque : nous avons ainsi récemment obtenu un mandat d'une grande entreprise publique ; nous avons de même travaillé pour une compagnie d'assurance belge et un fonds de pension japonais. Mais la difficulté est que notre fonds de commerce n'est pas monolithique : il faut satisfaire des intérêts très variés. Pour attirer le fonds de pension de Nestlé, par exemple, il faut répondre à des besoins extrêmement divers car le fonds regroupe de nombreuses personnes aux cultures très différentes.

— Quel est l'apport de la recherche dans la maîtrise des risques ?

J.-F. B. – Les risques se manifestent beaucoup plus rapidement sur les marchés. Le sens de l'histoire va vers une présence de plus en plus marquée des différents acteurs sur les marchés, et un besoin accru d'explication des prix, d'analyses et de mesures pour maîtriser les risques. La recherche élimine le risque de méconnaissance, intellectuelle ou organisationnelle, ce qui est tout de même la cause de bon nombre de catastrophes connus.

— La recherche bénéficie-t-elle de moyens financiers suffisants ?

J.-F. B. – Par rapport aux normes européennes en la matière, le CCF consacre à la recherche, entre notre direction et les équipes décentralisées, des budgets annuels adaptés aux be-

Les thèmes de réflexion des chercheurs du CCF

Quels grands axes de réflexion avez-vous retenus pour 1998 ?

J.-F. B. – Nous en avons sélectionné une quinzaine, dont par exemple, les modèles de prévision fondés sur les processus «Figarch» et les modèles bayésiens ; il existe deux façons de prévoir les marchés : avoir du nez, c'est alors un expert qui essaie de battre le marché ; avoir des techniques un peu raffinées pour avoir les bons indicateurs.

Nous avons initialement beaucoup travaillé sur les obligations indexées sur le PIB ; celui-ci a une connexion intéressante avec les recettes budgétaires : quand la croissance est là, celles-ci sont meilleures. C'est le moment où l'État pourrait avoir le plus de propension à en redonner aux investisseurs qui ont financé sa dette. Nous retravaillons sur l'inflation puisque l'État a décidé de faire des obligations indexées sur l'inflation.

Nous nous intéressons également à la modélisation des actifs illiquides, à la finance comportementale (*behavioural finance*), qui tente de modéliser les comportements mimétiques dans les marchés, de comprendre pourquoi les clients ont soudainement un comportement déviant par rapport à la théorie micro-économique ; d'autres projets s'intéressent à l'utilisation des options dans les fonds de pension, ou à la mesure du risque opérationnel...

Comment les sujets des travaux ont-ils évolué au cours des dix dernières années ?

J.-F. B. – Au début des années 1990, nos préoccupations portaient par exemple sur les obligations convertibles : nous expliquions que ces produits étaient sous-évalués de 8 à 10 %. Ils sont aujourd'hui pratiquement à leur prix selon ces méthodes.

Nous nous sommes aussi intéressés à la courbe des taux zéro coupons, juste avant que le Trésor ne décide de démembrer sa dette, puis à la titrisation sur laquelle se sont fondés beaucoup d'espoirs, avec le succès que l'on connaît ! En revanche, dès 1994, nous avons étudié les fonds de retraite et leur allocation stratégique. Le sujet est à nouveau d'actualité mais vu cette fois dans le contexte français. De même, certaines de nos études ont porté sur les marchés émergents d'actions, qui connaissent alors leur première envolée.

Ces sujets de recherche sont-ils les mêmes aux États-Unis ?

J.-F. B. – Rares sont les sujets de préoccupation américains qui ne viennent pas en Europe. Il existe des questions étudiées en Europe indépendamment des États-Unis, mais peu de sujets marottes des

européens qui migrent aux États-Unis. Les Américains s'intéressent aujourd'hui à la finance comportementale. Un autre sujet toujours très prisé est la microstructure : comment sont exécutées les transactions, quel impact ont ces traitements sur les prix, quelle est l'influence du mode de cotation, quelles stratégies pourraient être mises en œuvre. Peut-on, par exemple, fractionner un ordre pour éviter les à coups sur un marché... En Europe, l'approche quantitative du risque de crédits est d'actualité. C'est un sujet qui est traité depuis fort longtemps aux États-Unis, en particulier par les agences de notation qui ont énormément travaillé sur l'évaluation de la dette risquée, et la relation entre cette évaluation et les actions. Merton a été le premier à établir un modèle d'évaluation de la dette risquée en 1973, par la suite développé voire critiqué et modifié, mais qui tient encore la route.

soins. Les équipes les plus importantes se trouvent plutôt dans des banques de taille moyenne que dans les plus grands établissements. Par exemple, la Comit en Italie a des équipes pointues de recherche sur les questions économiques ou de modélisation financière et quantitative ; la Rabobank a un service très puissant à la fois dans la banque commerciale et de plus en plus pour Robeco. Cette attitude n'est pas celles des leaders mais des challengers.

Qu'en est-il des banques américaines ?

J.-F. B. – Les banques d'investissement américaines sont traditionnelle-

ment fortes dans le domaine de la recherche, mais avec des nuances. Les plus actives sont manifestement Salomon Brothers sur les questions de taux, et Goldman Sachs sur les actions et leurs dérivés.

La recherche est-elle plus reconnue dans les banques américaines ?

J.-F. B. – Le patron des recherches américaines est souvent une star, du moins une personnalité de très grande valeur. Black, inventeur de la valorisation des options était responsable de la recherche chez Goldman Sachs. Leibowitz a été pendant très longtemps chez Salomon Brothers. Ces

personnes peuvent poursuivre leur carrière jusqu'au bout dans ce domaine, alors que les banques françaises embauchent des jeunes qui évoluent dans les métiers opérationnels.

La recherche est sans doute plus ancrée dans les banques américaines car elle est apparue avec la gestion institutionnelle à très long terme pratiquée par les fonds de pension, qui a démarré aux États-Unis dans les années cinquante. L'euro pourrait créer un besoin similaire de spécialisation, mais pour y parvenir, il faut des experts, que l'on garde longtemps, et cela conduit à une certaine institutionnalisation de la recherche. Mais notre direction existe tout de même depuis 1989 ! ■

«Nous retravaillons sur l'inflation puisque l'État a décidé de faire des obligations indexées sur l'inflation.

Nous nous intéressons également à la modélisation des actifs illiquides, à la finance comportementale...»

Propos recueillis par
Élisabeth Coulomb et Colette Cova