

Communiqué de presse

Le Swiss Finance Institute après 10 mois : toutes voiles dehors!

Dix mois après son inauguration, le Swiss Finance Institute avance sur tous les fronts. Créé à l'initiative de l'Association suisse des banquiers, le Swiss Finance Institute est une fondation privée fondée par les banques suisses et la SWX. Avec ses partenaires universitaires, le Swiss Finance Institute a pour objectif de former un centre de compétences dans le banking et la finance allant de pair avec l'importance du centre financier que constitue la Suisse.

Au niveau institutionnel, nous avons le plaisir de relever que tous les organes de direction sont complets et opérationnels et que les opérations juridiques de fusion entre FAME et la Swiss Banking School sont achevées. Des accords de coopération avec les universités de Genève, Lausanne, Lugano et Zurich ont été signés. Ces accords ont débouché sur la création de centres régionaux du Swiss Finance Institute dans le Léman, à Lugano et à Zurich. Un important accord de coopération a également été signé avec la Fonds national suisse pour la recherche scientifique et le NCCR FINRISK.

Au niveau de la recherche et du PhD, le programme PhD du Swiss Finance Institute a été lancé officiellement avec 18 nouveaux étudiants PhD admis pour l'année académique 2006-2007. Ces étudiants sont entièrement financés par le Swiss Finance Institute. Trois professeurs ont été embauchés au cours du premier semestre 2006 dans les universités partenaires à l'aide du Swiss Finance Institute. Deux postes de professeur à plein temps (l'un à l'Université de Zurich, l'autre à l'Université de Lugano) sont actuellement en voie d'être pourvu et le recrutement bat son plein. Le recrutement prévu à l'automne 2007 par les universités partenaires correspond à six postes juniors et trois postes senior. Deux nouveaux programmes de recherche ont été approuvés avec le co-financement de NCCR FINRISK; le premier appel de propositions pour un projet à financer par le Swiss Finance Institute a été lancé ce mois pour un début au 1^{er} janvier 2007.

Quatre activités de **Knowledge Transfer** ont eu lieu à l'initiative ou sous le parrainage du Swiss Finance Institute. Une conférence sur la **Corporate Governance in Family/Unlisted Firms** a été sponsorisée au mois de juin, le 2^e **ZURICH WEALTH FORUM** en septembre a bénéficié du soutien logistique du Swiss Finance Institute, une conférence sur le thème de la **Neuro-Finance and how the Brain Perceives Financial Risk** par le premier professeur invité du Swiss Finance Institute, Peter Bossaerts (Caltech) a été organisée en octobre. Enfin le premier **Annual Meeting** est organisé ce jour à Zurich avec la collaboration du NCCR-FinRisk.

Au niveau de la **formation des cadres**, le Swiss Finance Institute a présenté avec succès son **Executive Program** à 75 participants venant de Suisse; le **Certificat** de cinq semaines en **Financial Asset Management and Engineering** (FAME) s'est déroulé cet été avec la participation de 17 pays; les sept premiers modules du **Advanced Executive Program** du Swiss Finance Institute, le 8^e **International Private Banking and Wealth Management Retreat**, les 15 modules du **Geneva Executive Courses in Finance** avec des participants venant de 37 pays et le dernier module du quatrième cycle de l'**International Wealth Management Executive MBA** ont eux aussi été offerts avec succès.

Réunion annuelle 2006 du Swiss Finance Institute

Recherche fondamentale

La première session de recherche fondamentale a été consacrée aux développements théoriques et empiriques récents dans l'asset allocation.

Lors de sa conférence sur la « Behavioral Finance and Wealth Management », le professeur Thorsten Hens de l'Université de Zurich et du Swiss Finance Institute a d'abord passé en revue la série de biais psychologiques que l'on trouve dans le processus de décision humain. Ensuite, son exposé a concerné le compromis récompensant le risque pour une fonction d'utilité avec aversion à la perte, une approche basée sur la Prospect Theory (PT). Son analyse prouve que, pour cette approche PT, le théorème de séparation est valide si et seulement si le point de référence est un taux sans risques. Dans le contexte du wealth management, son exposé présente un exemple de données pour cinq classes d'actifs (espèces, obligations, actions, matières premières et hedge funds) et il conclut que l'approche PT aboutit à un meilleur rendement sur le portefeuille que l'approche moyenne-variance.

Dans son exposé «1/N», le professeur Raman Uppal de la London Business School, a exploré de quelle manière la méthode naïve de portefeuille 1/N performe par rapport aux 14 méthodes populaires d'optimisation de portefeuille. La règle du portefeuille 1/N n'implique aucun paramètre d'estimation et aucune optimisation. Le papier calcule trois mesures de performance (ratio de Sharpe, équivalent certain et rotation de portefeuille) en utilisant des données hors échantillon à partir de sept lots de données totalement différents. Les résultats sont surprenants. En premier lieu, aucune des 14 méthodes alternatives ne dépasse la méthode 1/N au travers des mesures de performance et des données. En second lieu, une fenêtre d'estimation extrêmement longue est nécessaire pour que la stratégie de moyenne-variance à base d'échantillon dépasse la règle 1/N. M. Uppal conclut que l'estimation plus précise des rendements escomptés est probablement la meilleure manière d'améliorer la performance des méthodes d'optimisation de portefeuille.

Dans sa conférence « Correlation Hedging », le professeur Fabio Trojani de l'Université de St. Gall a d'abord montré que les corrélations de rendement des actifs varient de manière significative avec le temps. Alors que les effets de la variance stochastique sur l'asset allocation ont été largement explorés, ce n'est pas le cas des effets de la corrélation. M. Trojani propose un modèle dynamique d'asset allocation qui tient compte à la fois de la variance et de la corrélation (stochastiques) variant dans le temps pour des actifs multiples. La calibration du modèle montre que le risque de corrélation changeante est significatif sur le plan économique, que la demande de couverture de corrélation peut être plus large que la demande de couverture de volatilité et que les utilitaires indirects sont plus sensibles aux changements de corrélation qu'aux changements de volatilité.

La seconde session de recherche fondamentale a été consacrée à trois sujets à la frontière de la recherche financière.

Lors de son exposé sur les « Stock Returns and Irrational Investor Behavior », le professeur Bernard Dumas, Swiss Finance Institute Professor à l'Université de Lausanne, a précisé que la

volatilité excessive sur le rendement du marché des actions est provoquée par des fluctuations dans le « sentiment » des investisseurs irrationnels. Toutefois, si la volatilité sur le rendement des actions est excessive par rapport à la volatilité des fondamentaux économiques, il doit exister une stratégie rentable et optimisée de manière intertemporelle pour des investisseurs rationnels. Le papier propose un modèle d'équilibre général avec agents hétérogènes qui spécifie la stratégie optimale des investisseurs rationnels et qui définit l'impact de cette stratégie sur les investisseurs irrationnels, lesquels sont responsables de l'excès de volatilité. Une implication importante est que cela prend beaucoup de temps pour les investisseurs rationnels de pousser les irrationnels en dehors du marché.

Dans son exposé sur le « Risk Management and Corporate Financing », le professeur Jean-Charles Rochet de l'Université de Toulouse indique que le risk management doit être considéré comme une manière de réduire le coût du financement futur, en particulier dans une période de perturbations financières. En utilisant un modèle simple d'une entreprise avec des cash flows, une dette et des actions, il relève que le risk management n'a aucune valeur en l'absence de frictions financières (c'est-à-dire le coût d'émission de nouveau capital). En utilisant des modèles de plus en plus réalistes, le papier développe une mesure du risque de perte [Shareholder Risk Measure (SRM)] qui est l'équivalent monétaire de la perte escomptée par les actionnaires. La SRM est fonction des caractéristiques spécifiques à l'entreprise (liquidité, solvabilité, rentabilité, etc.) et elle complète les mesures cohérentes de risque. Sont ensuite abordées les implications du modèle proposé d'évaluation du risque sur la pratique du risk management et le comportement des prix des actions.

Dans sa présentation sur la « Fairness in Finance » le professeur Ernst Fehr de l'Université de Zurich explique que les gens se préoccupent de justice (fairness), ils veulent être traités de manière équitable et traiter les autres de la même manière. Toutefois, la finance académique a négligé les motivations de fairness et elle s'est concentrée sur le comportement rationnel individuel dans la modélisation du risque et de l'incertitude. Au cœur des relations financières, ceux qui prêtent ou investissent de l'argent font face au problème du risque moral. Dans le cadre de tels problèmes de risques, les problématiques de moralité et de fairness jouent un rôle positif sur la réalisation des contrats. En outre, l'impact des problématiques de fairness sur la réalisation du contrat est amplifié par les problèmes de réputation.

Knowledge Transfer

Pour quelle raison le marché financier de l'immobilier est-il actuellement aussi sous-développé en dépit du fait que la valeur du real estate dépasse de plusieurs multiples la valeur de toutes les sociétés cotées à la SWX? Quelles sont les évolutions actuelles qui pourraient déboucher sur un marché solvable pour l'immobilier ? Ces questions sont analysées et discutées dans la session de knowledge transfer.

Fredy Hasenmaile du Credit Suisse présente les caractéristiques spécifiques de l'immobilier en tant que marchandise. Une forte réglementation et des ressources limitées en terrain sont des exemples de causes qui débouchent sur un marché insolvable du real estate ainsi que sur un ratio élevé prix/revenu. Les tendances en relation avec l'importance de l'évolution démographique et des revenus ainsi que les préférences humaines sont les origines de la demande. Ces facteurs débouchent sur une demande croissante en espace de vie par individu, sur un exode des villes par suite du maintien de prix élevés et d'une tendance en direction des condominiums.

Helmuth Aberer, UBS SA, analyse les placements directs et indirects dans l'immobilier. Les avantages des placements directs – solvabilité, diversification et expérience de management – sont utilisés pour illustrer les stratégies de placements indirects. Il est démontré que les REIT présentent des avantages par rapport aux placements directs et aux fonds non cotés: ils sont plus solvables, le risque est inférieur par rapport aux fonds fermés non cotés. Enfin, il a présenté le prochain objectif en matière d'innovation de produits : faire de l'immobilier quelque chose de synthétique, c'est-à-dire la création d'indices immobiliers et la conception de produits dérivés sur les indices.

Jürg Syz et Paolo Vanini, tous deux de la ZKB, ont montré de quelle manière un indice immobilier de haut niveau qualitatif pouvait être construit. Les produits dérivés montrent quelles sont les préférences des investisseurs qui peuvent être couvertes par de tels produits. En complément aux produits dérivés pour le courtage, les indices de real estate permettent, sous forme complémentaire, de définir de nouveaux types de produits d'hypothèques et d'épargne: les indices d'hypothèques sont les exemples les plus récents d'hypothèques dont la valeur sous-jacente est l'indice de real estate et non plus un taux d'intérêt. Ce type d'innovation dans les produits permet à l'emprunteur de se protéger contre une chute possible dans la valeur de l'immobilier.

Formation des cadres

Quelles sont les principales tendances actuelles en finance et en banking? Quelles sont les principales théories et comment sont-elles appliquées dans la réalité? La session de formation des cadres touche à ces questions à un niveau conçu pour les cadres avec une concentration sur l'asset management, les structured products et le corporate banking.

Harry Hürzeler, Swiss Finance Institute, préside la session executive education et lance le thème des « Trends in Banking ».

Andreas Schlatter, UBS SA, décrit les tendances dans l'asset management. Il présente la distinction entre les alphas, c'est-à-dire la surperformance neutre en termes de risques, et les bêtas, c'est-à-dire la surperformance atteinte en prenant des risques supérieurs. Cette distinction a des implications sur la structure du portefeuille. La gestion des risques est le troisième aspect de cette présentation où sont discutées les demandes en modèles de risques et les différences entre la modélisation des actifs traditionnels par rapport aux hedge funds. Il conclut par un passage en revue de ce que l'on appelle les approches quantitatives qui sont de plus appliquées dans le portfolio management moderne.

Steffen Tolle, de la Banque Wegelin, décrit la tendance des structured products. Il aborde la base et la définition des produits structurés, les tendances actuelles et l'environnement des produits structurés. La présentation se termine sur un résumé des principales conclusions du point de vue d'un expert.

Urs Peter Gauch, Credit Suisse, décrit les tendances du corporate banking qui sont à la fois versatiles et complexes. Il aborde la réflexion financière moderne des sociétés actuelles qui tentent de combiner des scénarios à long terme et des opportunités immédiates. La capacité d'équilibrer des solutions standardisées et de procéder à des adaptations individuelles est une compétence nécessaire pour un corporate banking réussi. En même temps, la convergence de différentes méthodes disponibles pour le financement des entreprises pose un défi considérable aux banques.

Panel

La session plénière finale va commencer à 17h00 à la SWX. La session sera présidée par Olivier Steimer, président du Swiss Finance Institute Foundation Board, qui dira quelques mots de bienvenue, rendra brièvement compte de la situation actuelle du Swiss Finance Institute, puis présentera les vainqueurs du 2006 Swiss Finance Institute Publication Awards ainsi que du Doctoral Prize.

La parole sera ensuite donnée au Conseiller fédéral Pascal Couchepin qui parlera sur le thème de la Finance, Research and Culture.

Un panel clôturera l'événement. Le thème de la discussion est Catching Up with the Leaders in Financial Research. La question sous-jacente pour le forum est de savoir si le Swiss Finance Institute peut atteindre son objectif de devenir l'un des trois centres financiers de recherche en Europe. Dispose-t-il de la stratégie appropriée ainsi que des moyens financiers correspondants ? La question sera abordée dans un premier temps avec une perspective plus large à l'esprit: d'une manière générale, est-ce que l'Europe peut rattraper les leaders de la recherche scientifique et que faut-il faire pour y parvenir? Le professeur Ernst Hafen fournira une perspective concrète du point de vue d'une institution européenne majeure ainsi que dans le contexte suisse (donc avec des contraintes similaires à celles du Swiss Finance Institute). Le professeur Rolf M. Zinkernagel adoptera ensuite la perspective des chercheurs individuels qui y sont parvenus en Europe! Le professeur Michael C. Jensen replacera enfin la discussion sur la finance en adoptant une perspective américaine.

Parmi les corollaires qui seront débattus, figurent les trois questions suivantes:

1. Le modèle centralisé contre le modèle décentralisé. Les grands groupes de recherche financiers américains font partie du même département universitaire, vivant souvent sur le même étage dans le même bâtiment. Le projet de MIT européen est inspiré par cette version standard d'une institution de recherche. Le Swiss Finance Institute est décentralisé sur trois (probablement quatre) campus. Nous voulons que chacun d'entre eux soit un centre de recherche fort sous forme indépendante. Mais le plus petit (Lugano) aura un maximum de 10 professeurs et le plus grand n'en aura pas plus de 25. Au total, le Swiss Finance Institute comptera environ 50 chercheurs à plein temps (et quelque 80 étudiants PhD) mais dans différentes localisations. Est-ce que cela peut fonctionner? Y a-t-il une chance qu'une structure telle que celle-ci soit reconnue un jour au même niveau du meilleur département financier américain?
2. La motivation du modèle décentralisé est double: être en mesure de construire sur les institutions existantes parce que cela est moins cher que de tout recommencer depuis le début; mais également aider ces institutions existantes à changer et se renforcer. Cela garantit des externalités importantes: tous nos professeurs vont également enseigner aux niveaux du bachelor et du mastère et notre recrutement amélioré aura des effets importants de diffraction, même à des niveaux où nous n'entendons pas être présents. Le côté négatif de l'approche est que nous ne pouvons pas nous libérer totalement des règles du système universitaire suisse. Il existe des contraintes dans le processus de recrutement, dans la conception des charges d'enseignement et dans d'autres tâches attribuées aux professeurs ainsi que dans les rétributions des chercheurs. Une question clé à ce sujet est : est-ce que ce côté négatif est trop lourd à supporter? Si c'est le cas,

quelles devraient être les priorités pour un changement?

3. Peut-il y avoir un ordre du jour spécifiquement européen en matière de recherche? En finance, les trois principaux journaux sont basés aux Etats-Unis. Les chercheurs européens considèrent souvent les éditeurs de ces journaux (qui sont évidemment aussi basés aux USA) comme responsables de la fixation d'un agenda de recherche fortement influencé par ce qui est considéré comme intéressant dans les principaux départements américains. En outre, les réseaux dominants (là où la majorité des referees sont recrutés) sont tous à base américaine. Résultat, il semble souvent qu'il existe un très net désavantage dans le fait de démarrer une carrière de recherche en Europe, ce qui, évidemment, complique la capacité des institutions européennes à recruter les stars naissantes. Cela débouche sur toute une série de questions. Quelle est la meilleure stratégie pour un centre de recherche européen ambitieux se trouvant en phase de constitution? Existe-t-il d'autres choix que la simple copie de ce qui est fait par les départements américains? Y a-t-il suffisamment de marge pour régler l'ordre du jour? Devons-nous arrêter de recruter au niveau junior?

Des informations complémentaires sur le Swiss Finance Institute sont disponibles sur www.SwissFinanceInstitute.ch ou auprès de

Swiss Finance Institute
Hottingerstrasse 20
8032 Zurich

Mme Brit de Oliveira-Fehr
T +41 (0) 44 254 30 87
F +41 (0) 44 254 30 85
brit.deoliveira@sfi.ch