



# LE REVERSE CONVERTIBLE: UN SUCCÈS PERSISTANT!

# CORNÈR



**MEMBRE PARTENAIRE DU GSCGI**

[www.corner.ch](http://www.corner.ch)

## SOMMAIRE

|              |   |  |
|--------------|---|--|
| <b>3</b>     | EDITORIAL   | <b>Eviter à tout prix les erreurs des autres en matière de régulation financière ...</b> <i>Pierre Christodoulidis, Président d'Honneur du GSCGI</i>   |
| <b>4-5</b>   | SPONSOR D'AVRIL 2017                                  | <b>Le reverse-convertible: un succès persistant!</b><br><i>Patrick Oberhaensli ... CORNER, Membre Partenaire du GSCGI</i>  |
| <b>6-8</b>   | LES MEMBRES DU GSCGI                                  | <b>FECIF informs...</b> <i>NewsFlash 30/2017 (MiFID II: Publication of delegated regulations in the Official Journal)</i> // <b>CIFA informs...</b> <i>XV<sup>th</sup> International Forum 2017 — TRUSTING 10</i>          |
| <b>9-10</b>  | JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE                 | <b>Données volées: Arrêt de principe du Tribunal Fédéral</b><br><i>Fabien Liégeois, <a href="https://www.cdbf.ch/969/">https://www.cdbf.ch/969/</a></i>  |
| <b>11</b>    | ASSURANCE PROFESSIONNELLE                             | <b>Exemple de Sinistres: pas de cas de sinistre à signaler</b>   |
| <b>12-15</b> | ANALYSES & PLACEMENTS                                 | <b>So the Fed raised policy rates 25 bps: this tightening regime should not last very long ...</b> <i>Extract from the March Capital Observer (DC&amp;C &amp; MJT)</i>   |
| <b>16-17</b> | LE COIN TECHNIQUE                                     | <b>S&amp;P500: two cases for the end of current correction</b> <i>B.Estier, BEST, Membre du GSCGI — UBS et Crédit Suisse au coude à coude</i> <i>J.F.Owczarczak - MJT, Membre du GSCGI</i>                                 |
| <b>18-19</b> | IN GLOBO  | <i>various by CFB</i>  |
| <b>20-21</b> | GLOBAL EVENTS & AGENDA OF GSCGI'S MONTHLY CONFERENCES | <b>CIFA International Forum, Monaco</b> <i>(May 30 - June 1, 2017)</i><br><b>GSCGI — Le reverse-convertible: un succès persistant!...</b> <i>28 April 2017, Patrick Oberhaensli ... CORNER, Membre Partenaire du GSCGI</i> |
| <b>22-23</b> | LA RÉUNION MENSUELLE DU GSCGI                         | <b>2017, March 24 — Geneva: The end of globalisation? Potential impact on financial markets (ECONOPOLIS)</b> <i>...article de C.F. Barone</i>  |
| <b>24</b>    | BOOK REVIEW   | <b>FED UP: An Insider's Take on Why the Federal Reserve is Bad for America,</b> <i>by Danielle DiMartino Booth</i>   |
| <b>25</b>    | CLIN D'OEIL À L'HISTOIRE<br>LA PAROLE EST À VOUS      | <b>Rethinking the Widely Held 2% Inflation Target ...</b> <i>WSJ, April 2, 2017</i>  |
| <b>26</b>    | SPONSOR D'AVRIL 2017                                  | <b>CORNER BANCA SA — Membre Partenaire du GSCGI</b>  |

## Editeur: G S C G I

**Secrétariat Général:**  
3, Rue du Vieux-Colège  
Case Postale 3255  
CH - 1211 Genève 3  
Tél. +41 (0) 22 317 11 22  
[secretariat@gscgi.ch](mailto:secretariat@gscgi.ch)

**Zürich:** [sekretariat@svuf.ch](mailto:sekretariat@svuf.ch)  
c/o Findling Grey AG - Tél. +41 (0) 43 819 4243  
Riesbachstrasse 57, CH - 8008 Zürich

**Lugano:** [segreteria@gscgi.ch](mailto:segreteria@gscgi.ch)  
c/o Phoenix Investment Managers - Tél. +41 (0) 91 923 4477  
Via Maderno 10, CH - 6900 Lugano

*Advisory Committee Director,  
Maquette & Réalisation:  
Cosima F. Barone  
[www.finarc.ch](http://www.finarc.ch)  
[c.barone@finarc.ch](mailto:c.barone@finarc.ch)*

## ÉDITORIAL

### Eviter à tout prix les erreurs des autres en matière de régulation financière

Les médias, comme dans tous les domaines, mais en particulier dans celui de la bien-pensance, propagent des informations tendancieuses, quoique pas nécessairement fausses à l'origine. Mais le seul fait de présenter une information tronquée, ou détachée de certaines données essentielles, suffit à changer radicalement son interprétation.

Prenons l'exemple des lois sur les services financiers. Nous avons entendu tout et son contraire, surtout véhiculés par des acteurs directement intéressés à préserver la position acquise par le passé et les privilèges qui en découlent. C'est, en particulier, le problème des banques qui n'ont pas su modérer en temps voulu certaines de leurs activités spéculatives que pouvait difficilement réprimer l'ancienne Commission Fédérale des Banques pour des raisons aisées à comprendre.

Dans le même ordre d'idées, nous avons assisté à une nette dérive dans la 'soi-disant' organisation de la surveillance sur le blanchiment d'argent par la création d'une douzaine d'organismes de supervision. À l'origine les deux associations d'intermédiaires financiers existantes ont obtenu ce statut ainsi que certaines autres branches de la finance, telles que les sociétés de leasing ou la Poste. En effet, les organismes associatifs d'une profession étaient pressentis en vue de superviser les dispositions naissantes en matière de blanchiment. À la longue, cette confusion de rôles ne pouvait que s'avérer inconciliable.

Certains opportunistes ont vite décelé «l'aubaine» commerciale, s'immisçant dans la brèche créée par l'autorité elle-même. L'autorité de l'époque, au lieu d'établir des modèles stables et bien définis des professions sous-jacentes à superviser, a laissé libre cours aux professionnels de choisir l'organisme qui leur convenait. De là a résulté une concurrence féroce entre ces organismes, qui se sont mués en entités mercantiles dénuées de toute motivation tangible en matière de surveillance. On a même vu un de ces organismes, lors de l'adoption des règles d'éthique professionnelle promulguées par la FINMA en 2009, émettre un document de contrôle lié à ce volet de la surveillance qui se réduisait en une simple page A4 en tout et pour tout, alors que le règlement, quant à lui, consistait en 7 pages.

Aujourd'hui, les animateurs de ces 'franchises' se battent comme de beaux diables pour défendre leurs acquis. Pensez donc, dans les statistiques du dernier rapport du bureau de communication entre 2011 et 2015 il y a eu en tout et pour tout 3 communications des OAR alors que les banques

transmettaient dans cette même période 6907 communications. Il y a même eu les années 2012, 2013 et 2015 où il y a eu zéro communication de la part des OAR! C'est à se demander si les plus de six milles intermédiaires financiers supervisés sont particulièrement plus vertueux, ou sévères, dans l'acquisition de nouveaux clients alors que nos banques récolteraient, en pleine période de marasme, un nombre croissant de clients douteux. Mais qui lit ces statistiques et qui les analyse?



Pierre Christodoulidis  
Président d'Honneur du GSCGI

Ce qui prête vraiment à rire sont les arguments avancés par ces organismes perclus de conflits d'intérêts et qui se sont transformés en lobbyistes avec le temps. Dans les documents officiels ils se désignent sous le vocable «d'organisations professionnelles», donc en principe censés défendre les intérêts de leurs «membres» (*rebaptisés affiliés dans le jargon courant*). Par ailleurs, ils tiennent à sauvegarder leur statut de surveillant dans les futures LSFIn-LEFin alors qu'ils ont lamentablement échoué dans ce rôle comme relevé plus haut. Poussons encore plus loin le raisonnement: comment des organismes qui prétendent représenter la profession et donc être censés assurer la protection des professionnels de notre branche vont-ils simultanément être les surveillants de «ceux-ci»? C'est à ne plus rien y comprendre et surtout aller à contre-courant.

Ainsi, aux US le grand débat actuellement est à la simplification et le mot d'ordre est «un superviseur pour une profession». Pour ceux qui connaissent l'actuelle toile d'organismes et d'offices qui supervisent les différents acteurs du marché, ils savent que les banques et les intermédiaires financiers US sont confrontés à une véritable toile d'araignée de superviseurs.

Il n'est pas question ici de réduire la sévérité ou la vigilance de la supervision des acteurs financiers, mais de les simplifier. La situation actuelle des multiples superviseurs est inconcevable. Les banques US sont supervisées par le Federal Office of the Controller of the Currency (FOCC). Les banques des États sont supervisées par un régulateur de l'État. Si ces banques sont aussi actives dans plusieurs États, elles sont également supervisées par la Fed. Les banques strictement locales sont supervisées également par le Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC).

*Lire la suite en page 7*

## LE REVERSE CONVERTIBLE: UN SUCCÈS PERSISTANT!

# CORNÈR



**Patrick Oberhaensli**  
**EVOLIDS**

Aujourd'hui les reverse convertibles constituent toujours une part essentielle du marché des produits structurés et ce succès dure depuis près de vingt ans malgré les vicissitudes des marchés financiers.

En effet, le reverse convertible est apparu au printemps 1998 (*le premier reverse convertible en USD était basé sur l'action Philip Morris et a fonctionné comme 'prévu'*) et son succès fut immédiat, ce qui n'est pas surprenant étant donné la nouvelle valeur ajoutée pour un

portefeuille d'actions diversifié. **Il s'agit d'implémenter la vue assez précise d'un prix stagnant, ou n'ayant que peu changé à plus long terme, de l'action sous-jacente (une hausse importante n'étant qu'une opportunité 'manquée'). Et, surtout, ce produit structuré est ... simple.**

Que le **risque de marché principal** d'un reverse convertible soit lié à la **perte de valeur** de l'action (*sous-jacente*) pouvait être très facilement expliqué: à terme, l'investisseur reçoit des actions justement si celles-ci ont baissé, sinon le remboursement se fait en cash à 100%. Cette prise de risque étant compensée, dans cette structure, par un coupon particulièrement élevé (*en principe*). Par ailleurs, il était clair qu'il y avait aussi un **risque d'émetteur (risque de crédit)** qu'il fallait prendre en compte de manière appropriée. C'est un aspect que les investisseurs institutionnels connaissent bien.

En bref, le reverse convertible a, du point de vue de l'acheteur, un profil optionnel équivalent à un short put 'capitalisé', c'est-à-dire qu'un montant significatif en cash est apporté dès le début. La prime de l'option permettant de nettement 'augmenter' le coupon.

Un produit structuré à grand succès répond à des besoins précis et variés: il est même **créé** sur cette base.

Pour une caisse de pension en Suisse, une exposition individuelle hors investissements alternatifs se fait typiquement sans effet de levier. Le reverse convertible est (*à l'origine*) structuré sous forme d'obligation: il n'y a donc pas d'effet de levier durant toute la période d'investissement... Par la même occasion, l'émetteur du produit structuré n'a pas de risque de crédit provenant de l'investisseur. De plus, la palette des sous-jacents possibles d'un reverse convertible est large: de l'action individuelle, en passant par les index actions et matières premières, les obligations, etc...

### Le meilleur choix (le choix le mieux adapté)

Pour le développement d'un reverse convertible (*par un 'service provider' ou sur la demande d'un investisseur*) il y a un certain nombre de paramètres qu'il faut spécifier. La durée d'investissement ainsi que le choix du sous-jacent, c'est-à-dire de l'action par exemple, sont essentiels.

Les critères de sélection de l'action (*sous-jacente*) sont en particulier:

- Une action évaluée/estimée comme **stable à l'horizon d'investissement**: c'est-à-dire que l'investisseur ne prévoit pas que celle-ci perde de la valeur, ni n'en gagne vraiment. Cette vue peut-être plus nuancée si l'on conçoit le reverse convertible avec ce que l'on appelle une protection **partielle** du capital... mais qui dit plus de protection dit aussi un coupon moins élevé, bien sûr...
- La nature de l'exposition au sous-jacent est clairement reconnaissable.
- Une volatilité future anormalement élevée et son évolution attendue.
- Un dividende (*son rendement, plus précisément*) élevé et qualité.
- Selon le cas, les caractéristiques de l'émetteur (*l'investisseur ayant pour objectif de diversifier*)



## LE REVERSE CONVERTIBLE: UN SUCCÈS PERSISTANT!

Evidemment, la compréhension avancée du portefeuille de(s) l'investisseur(s) avec son (leur) allocation d'actifs ou de catégories de stratégies notamment est déterminante.

Par ailleurs, la possibilité que l'émetteur puisse en même temps mettre sur le marché un call warrant sur le même sous-jacent 'simplifie' le 'hedging', et les caractéristiques de rendement du reverse convertible pourraient bien en être améliorées.

Le reverse convertible et ses variantes avec des options exotiques mais des volumes typiquement moindres – comme le 'barrier reverse convertible' dont l'option 'down-and-in' put permet une protection **partielle** de capital au détriment du coupon (*qui est alors moins élevé*) – ont donc encore de beaux jours devant eux. Et ce d'autant plus que le régime de basse volatilité actuel pour les actions pourrait bien redevenir plus favorable à l'avenir (*le changement*

*de régime*). Aussi, et on l'oublie facilement, toutes les possibilités associées au reverse convertible n'ont, et de loin, pas encore été mises en valeur...

**Patrick Oberhaensli**

*Fondateur et CEO*

**EVOLIDS FINANCE**

Patrick Oberhaensli est le fondateur et CEO d'EVOLIDS FINANCE Sàrl, société suisse indépendante et innovatrice spécialisée dans le conseil en investissement quantitatif et la formation spécialisée en finance. Il débuta sa carrière auprès d'une grande banque suisse, où il a occupé des postes à responsabilités dans l'Audit Interne, l'Investment Banking et l'Institutional Advisory. Il a également été Head of Institutional Sales Switzerland chez un leader néerlandais de l'Asset Management. Fort d'une expérience professionnelle de plus de 24 ans, Patrick Oberhaensli a acquis une large expérience dans de multiples domaines tels que les dérivés/produits structurés, les stratégies quantitatives et les méthodes de valorisation ainsi que dans les investissements alternatifs. Patrick est titulaire d'un Master du Swiss Federal Institute of Technology et est également détenteur de différents diplômes avec notamment le CFA, le CMT, le FRM, le PRM, l'ACI Diploma et l'ERP.

## CORNÈR

*Le Groupe Cornèr Banque est un groupe bancaire suisse, privé et indépendant, qui offre des services de banque universelle. Il a été fondé en 1952 à Lugano, troisième place financière la plus importante de la Confédération helvétique, après Zurich et Genève. Les services et les produits destinés à la clientèle couvrent toute la gamme de l'offre bancaire traditionnelle, avec une spécialisation plus spécifique dans les secteurs du Private Banking, du financement et des cartes de paiement Visa, Mastercard® et Diners Club (Cornèrcard) et du trading online (CornèrTrader), activités sur lesquelles repose le développement du Groupe Cornèr Banque.*

*BonusCard.ch, une société avec siège à Zurich, active dans le secteur des cartes de paiement, fait également partie du groupe depuis 2011. La création de CornèrTrader date de 2012. Cette division offre aux investisseurs privés et institutionnels des plateformes multi-asset novatrices pour le trading online. Par leur biais, les investisseurs peuvent accéder aux marchés financiers internationaux et bénéficier d'un service d'assistance personnalisé par des spécialistes du secteur.*

*Parmi les principales nouveautés de l'année 2015 figure le lancement de l'émission directe de produits structurés sur le marché suisse, qui a permis l'affiliation à l'Association Suisse Produits Structurés (ASPS), une première pour une banque tessinoise. L'année 2015 a également été marquée par l'élargissement*

*du rayon d'action dans le secteur des cartes de paiement avec l'acquisition de Diners Club Italia à Milan et de Dinit d.o.o, société slovène de services pour la marque Diners Club au niveau européen.*

*Le lien étroit avec le tissu économique local se reflète dans le choix de maintenir le siège et la direction générale à Lugano. Au fil des ans, la banque s'est également implantée dans d'autres places helvétiques de premier plan et a opté pour un nécessaire processus d'internationalisation, avec l'objectif précis de diversifier et d'élargir l'éventail de ses produits et services en fonction de la mondialisation croissante des marchés et d'une clientèle toujours plus cosmopolite.*

*Au niveau patrimonial, le Groupe Cornèr Banque jouit d'un degré de couverture enviable, avec des fonds propres qui correspondent à près du triple du minimum prévu par la loi. Il se positionne au premier rang en Suisse en termes de solidité patrimoniale, selon les statistiques financières mondiales élaborées en 2015 par «The Banker».*

*Le Groupe Cornèr Banque est constitué de la maison-mère Cornèr Banque SA à Lugano, des quatre succursales de Chiasso, Genève, Locarno et Zurich, des filiales Cornèr Bank (Overseas) Limited, BonusCard.ch SA, Cornèrcard UK Ltd, Diners Club Italia S.r.l et Dinit d.o.o.*

*Lire la suite en page 26*

## LES MEMBRES DU GSCGI

Networking & la Vie de nos Collègues d'ailleurs

FECIF informs...

Caterina Vidal | Senior Consultant  
Cattaneo Zanetto & Co. | Rome | Milan | Brussels  
www.cattaneozanetto.it



**JOHANNES MUSCHIK**  
FECIF's  
Chairman of the Board  
www.fecif.org  
\*\*\*



**VINCENT J. DERUDDER**  
HONORARY CHAIRMAN  
AND PRESIDENT OF THE  
CONSULTATIVE COMMITTEE  
\*\*\*



\*\*\*

**GSCGI**

is Member of  
FECIF's Board

### FECIF NewsFlash 30/2017 — MiFID II: Publication of delegated regulations in the Official Journal

**Executive Summary** — Today the European Commission delegated regulations concerning financial markets, making amendments to the Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU (MiFID II) has been published in the Official Journal of the European Union.

#### Analysis —

- Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 of 25 April 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive
- Commission Delegated Regulation (EU) 2017/566 of 18 May 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards for the ratio of unexecuted orders to transactions in order to prevent disorderly trading conditions
- Commission Delegated Regulation (EU) 2017/568 of 24 May 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the admission of financial instruments to trading on regulated markets
- Commission Delegated Regulation (EU) 2017/569 of 24 May 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the suspension and removal of financial instruments from trading
- Commission Delegated Regulation (EU) 2017/570 of 26 May 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards for the determination of a material market in terms of liquidity in relation to notifications of a temporary halt in trading
- Commission Delegated Regulation (EU) 2017/571 of 2 June 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on the authorisation, organisational requirements and the publication of transactions for data reporting services providers
- Commission Delegated Regulation (EU) 2017/573 of 6 June 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards on requirements to ensure fair and non-discriminatory co-location services and fee structures
- Commission Delegated Regulation (EU) 2017/574 of 7 June 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the level of accuracy of business clocks
- Commission Delegated Regulation (EU) 2017/575 of 8 June 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards concerning the data to be published by execution venues on the quality of execution of transactions
- Commission Delegated Regulation (EU) 2017/576 of 8 June 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the annual publication by investment firms of information on the identity of execution venues and on the quality of execution

...cont'd on page 7

## LES MEMBRES DU GSCGI

### Networking & la Vie de nos Collègues d'ailleurs

...cont'd from page 6

- Commission Delegated Regulation (EU) 2017/578 of 13 June 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards specifying the requirements on market making agreements and schemes
- Commission Delegated Regulation (EU) 2017/584 of 14 July 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying organisational requirements of trading venues
- Commission Delegated Regulation (EU) 2017/586 of 14 July 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the exchange of information between competent authorities when cooperating in supervisory activities, on-the-spot verifications and investigations
- Commission Delegated Regulation (EU) 2017/588 of 14 July 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on the tick size regime for shares, depositary receipts and exchange-traded funds
- Commission Delegated Regulation (EU) 2017/589 of 19 July 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying the organisational requirements of investment firms engaged in algorithmic trading
- Commission Delegated Regulation (EU) 2017/591 of 1 December 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical

standards for the application of position limits to commodity derivatives

- Commission Delegated Regulation (EU) 2017/592 of 1 December 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the criteria to establish when an activity is considered to be ancillary to the main business
- Commission Delegated Directive (EU) 2017/593 of 7 April 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to safeguarding of financial instruments and funds belonging to clients, product governance obligations and the rules applicable to the provision or reception of fees, commissions or any monetary or non-monetary benefits

All the Regulations shall enter into force on the twentieth day following that of its publication in the Official Journal of the European Union. The entry into force depends by the provisions contained in the MiFID II.

However, concerning the last bullet, Commission Delegated Directive (EU) 2017/593, Member States shall adopt and publish, by 3 July 2017 at the latest, the laws, regulations and administrative provisions necessary to comply with this Directive. They shall forthwith communicate to the Commission the text of those provisions. They shall apply those provisions from 3 January 2018.

**Sources** — *The delegated regulations are available [here](#).*

*Suite et fin de l'éditorial de la page 3...*

### Eviter à tout prix les erreurs des autres en matière de régulation financière

A cela s'ajoute le Consumer Financial Protection Bureau (CFPB) établi suite à la loi Dodd Frank. Celle-ci établit les règles de fonctionnement pour tout organisme qui offre des produits financiers au public, et supervise toute banque qui dépasse 10 milliards de dollars d'avoirs et certaines institutions dans le secteur non-bancaire.

Ces mêmes institutions sont soumises à la surveillance de la Securities and Exchange Commission (SEC). À cela s'ajoutent des organismes spécifiques dans plusieurs états qui surveillent les assureurs et les courtiers en valeurs mobilières. La situation est si complexe qu'il existe des régulateurs chargés de coordonner les régulateurs tels que le Federal Financial Institution Examination Council. Le FFIEC est un organisme intergouvernemental qui

coordonne les activités de supervision de la Fed, de l'OCC, de la FDIC, du CFPB et de la National Credit Union Administration (NCUA). Il y a de quoi ne plus savoir qui fait quoi. Et c'est cela que la branche financière demande de simplifier et non pas l'élimination pure et simple de la loi Dodd Frank. Ce n'est pas tout à fait ce que nous avons lu dans les médias.

Voulons-nous que demain la Suisse, un pays pragmatique et disposant d'une administration raisonnable et à taille humaine, aboutisse à ce genre d'exemple aberrant?

**Pierre Christodoulidis**  
Président d'Honneur du GSCGI

## LES MEMBRES DU GSCGI

Networking & la Vie de nos Collègues d'ailleurs

CIFA informs...



**CIFA's XV<sup>th</sup> International Forum**

**May 30-June 1, 2017**

**Hotel Hermitage — Monaco**

**[www.cifango.org](http://www.cifango.org)**

**New format: 'on invitation only'**

**Contact: Kevin Roulet, Chief Forum Coordinator, at...**  
**[kroulet@cifango.org](mailto:kroulet@cifango.org)**



## JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

### Données volées: Arrêt de principe du Tribunal Fédéral

...article de Fabien Liégeois, <https://www.cdbf.ch/969/>

Les clients n'ignorent plus que le secret bancaire s'efface devant l'intérêt fiscal des Etats étrangers disposant d'une clause d'échange de renseignements conforme aux standards de l'OCDE. Ils savent bien que la coopération se veut aussi large que possible. Peut-on, pour autant, leur en vouloir d'avoir continué de croire ou d'espérer, jusqu'au dernier moment, que la *coopération* se heurterait à la transgression de cette vieille injonction: «Tu ne voleras pas»?

Dans un arrêt **2C\_893/2015** du 16 février 2017, destiné à la publication, le TF déjuge une nouvelle fois le TAF. Celui-ci avait annulé la décision de l'AFC d'entrer en matière sur une demande française qui reposait, apparemment, sur des données volées.

Depuis 2011, la France compte en effet au nombre des Etats qui peuvent obtenir de la Suisse *presque* tous «les renseignements vraisemblablement pertinents pour [...] l'application de [leur] législation interne relative aux impôts de toute nature» (**CDI-F 28 § 1**). Je dis *presque* car la CDI-F n'impose pas à la Suisse «de fournir des renseignements qui ne pourraient être obtenus sur la base de sa législation» ou de la législation française (CDI-F 28 § 3 a). Elle ne lui impose pas non plus «de prendre des mesures administratives dérogeant à sa législation et à sa pratique administrative» ou à celles de la France (CDI-F 28 § 3 b).

Les règles étant énoncées, allons aux faits.

En 2012, le parquet de Paris ouvre une information judiciaire contre une *filiale* française de la banque UBS. L'entité française est soupçonnée, *entre autres*, de «blanchiment de fraude fiscale» et de «démarchages bancaires ou financiers illicites». Une employée est à l'origine de la dénonciation. Elle aurait dérobé une liste de 600 clients de la banque. Les documents sont finalement transmis à la Direction générale des finances publiques françaises (*Autorité requérante*). Cette dernière dépose, fin 2013, une demande d'assistance à l'AFC à laquelle sont annexées des listes de contribuables soupçonnés de manquements vis-à-vis de l'autorité fiscale française.

L'arrêt pose une *question de principe* (**LTF 84a**): les circonstances de l'acquisition des informations à l'origine de la demande sont-elles pertinentes juridiquement? Au

fond, l'utilisation de données volées constitue-t-elle un obstacle à la transmission de renseignements?

Avant le TF, le TAF avait jugé que trois raisons au moins dictaient le rejet de la demande:

- i. «Il ne saurait être question de contraindre la Suisse, par la voie de l'assistance administrative internationale, à diligenter des démarches sur la base de données volées, ce qui revient à l'amener à violer le droit suisse» (*arrêt du TAF A-6843/2014 du 15 septembre 2015 consid. 7.4.1*);
- ii. Le droit français interdirait aussi l'utilisation de données volées (7.4.2);
- iii. La demande française viole le principe de la bonne foi, implicitement compris à l'art. 28 CDI CH-F (consid. 7.5 et 7.6).

D'un autre avis, le TF commence par une interprétation détaillée de la disposition pertinente de la CDI-F selon les règles de la Convention de Vienne (**CV 31 et CV 32**). Il constate que «[l]e texte de l'art. 28 par. 3 let. b CDI CH-FR ne contient [...] pas de référence aux circonstances de fait qui ont amené un Etat à former une demande d'assistance administrative, ni aux conditions qui ont abouti à l'ouverture d'un contrôle fiscal, pas plus du reste que le chiffre XI du Protocole additionnel». Le Commentaire OCDE confirme cette interprétation. Sur cette base, la manière dont l'Etat requérant s'est procuré les données ne serait pas pertinente. La fin justifierait ainsi les moyens.

Le TF se demande ensuite si **la déclaration qui figure à l'art. 3 de l'arrêté fédéral du 18 juin 2010 approuvant un nouvel avenant à la CDI-F** peut fonder un refus d'entrer en matière. La question peut toutefois rester ouverte, car le «champ d'application de cette déclaration» correspond à celui de **l'art. 7 let. c in fine LAAF**. C'est donc ce dernier article qu'il faut interpréter. Aux termes de cette «disposition d'exécution de droit interne», la Suisse n'entre pas en matière lorsque la demande «viole le principe de la bonne foi, notamment lorsqu'elle se fonde sur des renseignements obtenus par des actes punissables au regard du droit suisse».

Pour le TF, la lettre de la loi n'est pas claire. Ce passage pourrait en effet signifier que la portée de cette disposition

...cont'd on page 10

## JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

### Données volées: Arrêt de principe du Tribunal Fédéral

...article de Fabien Liégeois, <https://www.cdbf.ch/969/>

est limitée «aux actes *effectivement* punissables en Suisse» ou qu'elle inclut «des actes qui *seraient* punissables en Suisse s'ils relevaient de la compétence des autorités de poursuite pénale suisses». L'AFC soutient le premier point de vue (*restrictif*), le TAF a retenu le second (*plus extensif*).

Pour trancher, le TF prélève notamment des extraits des débats parlementaires. Il en retient qu'il n'a «jamais été question de conférer au droit pénal suisse une portée extraterritoriale, mais bien de refuser d'accorder l'assistance administrative reposant sur des données volées *dans notre pays*». Le sens extensif que défend le TAF reviendrait en outre à conférer à

l'AFC «des compétences en matière pénale dont le juge pénal suisse lui-même ne dispose pas lorsqu'il n'existe pas d'acte susceptible de poursuites en Suisse». Du fait que la doctrine s'est peu exprimée sur ce problème précis, le TF déduit enfin «qu'il paraît clair pour les auteurs » que seuls sont visés les actes *effectivement punissables* en Suisse. C'est un peu court. A ce compte-là (*le peu d'opinions doctrinales*), la déduction inverse ne vaudrait-elle pas pareillement? Qu'importe, l'interprétation restrictive l'emporte. Il faut donc l'appliquer au cas d'espèce.

Les auteurs de la dénonciation sont des cadres de la *filiale* française de la banque. Or l'**art. 47 LB** (*secret bancaire*)

ne s'applique qu'aux banques soumises à la LB, aux représentants de banques étrangères exerçant une activité en Suisse et aux succursales de banques étrangères en Suisse. Comme rien ne permet d'établir une participation des employés de la banque *suisse* UBS AG, toute violation de l'art. 47 LB est exclue. Contrairement au tristement célèbre nuage radioactif, le secret bancaire s'arrête net à la frontière. Par conséquent, il n'y a pas d'acte *effectivement punissable* en Suisse. Le TF écarte également toute violation des art. 162 CP et 273 al. 2 CP, avant de conclure qu'aucun «élément ne permet de remettre en cause la bonne foi de l'autorité requérante».

Cette interprétation des «*actes punissables au regard du droit suisse*» est certes subtile *juridiquement*. En adoptant une notion ambiguë, le législateur aurait en effet laissé au juge le soin de la circonscrire *ex post*. Ce raisonnement n'est toutefois pas affranchi d'un paradoxe: tout en oubliant d'être clair, le législateur aurait tenu à limiter la coopération helvétique au cas où des données seraient volées à une *succursale suisse* d'une banque étrangère et non à une *filiale étrangère* d'une banque suisse. Et si les choses étaient moins complexes? Le législateur a, pour moi, simplement voulu dire: la Suisse ne cautionne pas le vol de données bancaires, elle ne coopérera pas en cas d'utilisation de données volées.



CENTRE DE DROIT  
BANCAIRE ET FINANCIER

**L'INFORMATION EST UN OUTIL PUISSANT DE PRÉVENTION!**

*Le Groupement invite avocats et juristes à nous soumettre*

*des commentaires sur des cas de jurisprudence d'intérêt*

*pour les GFI et les clients/investisseurs.*

*wealthgram@gscgi.ch*

## ASSURANCE PROFESSIONNELLE

### Exemple de Sinistres

**Pas de cas de sinistre  
à signaler  
dans cette édition.**

\* \* \*

### Assurance Cadre Responsabilité Civile ... *pour les Membres du GSCGI*

Le GSCGI offre à ses membres une couverture cadre d'assurance exclusive, négociée avec les assureurs AXA et Liberty. Ces deux assureurs seront nos partenaires exclusifs autorisés à présenter les couvertures des trois risques précités aux conditions préférentielles pour nos membres.

Ces couvertures étendues et complètes — **Responsabilité civile professionnelle (RCPI)**; **Responsabilité des dirigeants (D&O)**; **Assurance Fraude (FR)** — offrent une sécurité accrue aux gérants dans leur activité quotidienne. L'assurance professionnelle met les professionnels à l'abri de situations inattendues et génératrices de conséquences financières parfois dévastatrices, comme celle évoquée plus haut.

Vous retrouverez d'autres exemples de sinistres dans les prochaines éditions du WealthGram.

Pratiquement, les membres pourront s'adresser au Secrétariat du GSCGI, ou à la Commission Assurances, pour obtenir tous les renseignements.

Un formulaire spécifique du GSCGI a été édité pour obtenir les offres des assureurs, il figurera sur le site web du Groupement et sera donc à disposition des membres. Il devra être rempli par le gérant pour demander les offres avec la preuve de sa qualité de membre et envoyer confidentiellement au courtier. Le GSCGI n'aura pas accès à ces informations.

## ANALYSES & PLACEMENTS

### So the Fed raised policy rates 25 bps: this tightening regime should not last very long

...Extract from the March Capital Observer, a DC&C publication featuring MJT's timing methodology

So the Fed raised rates 25bps, an outcome that was pre-ordained as long as a week ago, after the February jobs data exceeded expectations and following a round of Fed speak in the week prior to the blackout period. The only drama left of the FOMC meeting was what signal the Fed sends with the statement, the nuances expressed during the press conference, and the rearrangement of the so-called "SEP dots." The Fed did not disappoint the monetary policy hawks with the overall message signalling general confidence in the economic outlook while providing assurances that the Fed is neither behind

the curve nor intends to fall behind the curve. The Fed took the optimal route, giving itself room to tighten policy at a gradual pace if they so desire. Given the Fed's pent-up desire to normalize policy, and given the cover that they were provided by the labor data set, two further hikes this year is indeed gradual as viewed from the Fed's perspective and many market participants. But basically, the slightly accelerated tempo just puts the Fed back to where they started in 2016, except that (*after the debacle of the December 2015 tightening*), the Fed expects this "gradual" tightening regime to actually work out this time.

### THE CAPITAL OBSERVER



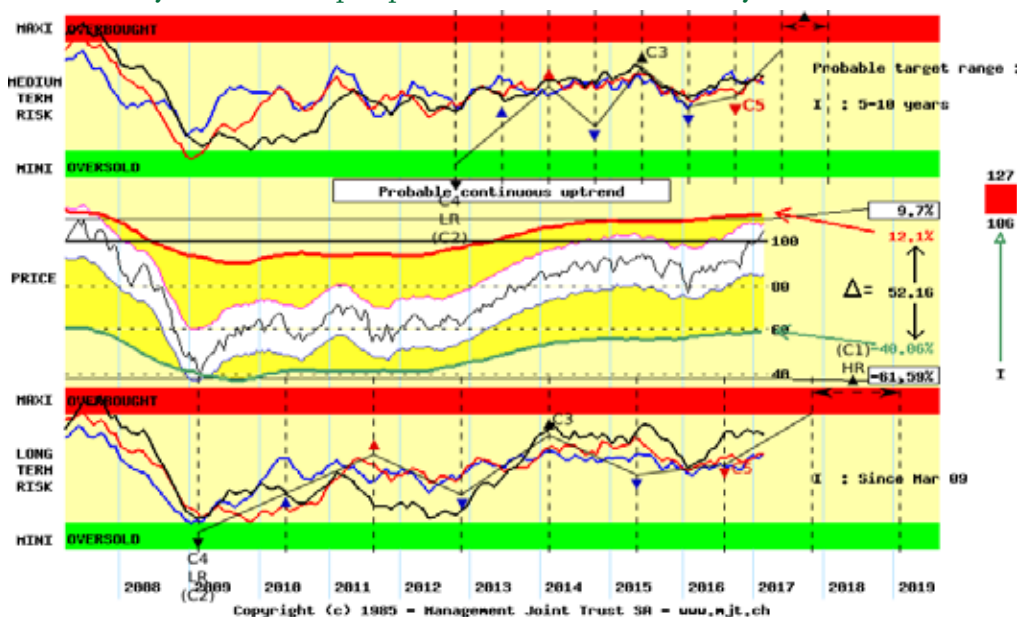
The Capital Observer ([www.thecapitalobserver.com](http://www.thecapitalobserver.com)) is a unique and forward looking monthly newsletter research service, which combines in depth macro analysis, supported by macro and liquidity flow models by Diapason Currencies and Commodities UK, with a seasoned trend monitoring methodology focused on trend direction, market timing and the calculation of price targets by Management Joint Trust SA, Switzerland (MJT).

### MJT Timing and Tactical insight:

The FED's move to hike this week was labelled a "Dovish hike" as it gave little guidance as to where rates were headed in the long run. Concomitantly, with Oil on the correction path, many analysts are viewing these developments in the

yield curve as a "Bearish flattening" (*the short end rising faster than the long end*). We believe that this situation is transitory.

### S&P500 vs Treasury Notes 10 Years Contract (Mar) (Bi-monthly chart or the perspective over the next 1 to 2 years)



We use this equity to Bonds ratio as a revealing agent of reflationary and dis-inflationary periods. Following the lows made in Q1 2016, the long term trend is heading up again. The sequences on both our oscillators series (lower and upper rectangles) point to further acceleration in the reflation path until tops are made towards late 2017 or into H1 2018. The potential for Equities versus Bonds during this period (targets, right-hand scale) suggests an outperformance that could reach 10% to 20%.



## ANALYSES & PLACEMENTS

### So the Fed raised policy rates 25 bps: this tightening regime should not last very long

...Extract from the March *Capital Observer*, a DC&C publication featuring MJT's timing methodology

But we ask: "gradual" relative to what? And what makes them so sure (*otherwise, they would not have raised rates*) that there will be no repeat of the post-December 2015 climbdown? We have serious doubts that this long, so called "gradual" tightening regime will gain much traction in the light of developments happening in the yield curve space and in some of the underlying data that matters.

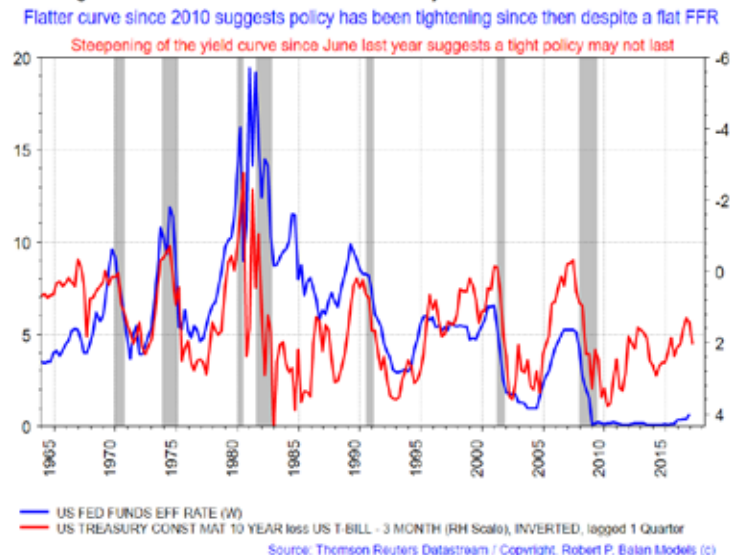
One feature of the bond markets that was brought about by the repression of the short-term rate since the Great Financial Crisis (GFC) is that most movements in the 3M/10Y yield curve now occur at the long end of the curve. Prior to the GFC, it was the other way around due to the sensitivity of short-term Treasury bond yields to adjustments in monetary policy.

Nonetheless, the negative comovement in the changes between the 3M/10Y and the Fed Funds Rate has remained – and is a testament to the flat nature of the short end rate – most of the changes in the curve is accounted for by the long rate which is a strong discount of future events. And the crucial element in the relationship is that changes in the yield curve tends to lead the changes in the policy rate, exactly due to the anticipatory characteristic of the now more active long rate (*see top chart on right*).

We routinely use the 3-month Treasury bill rate as a proxy for the Fed's policy rate (*the Fed Funds Rate, FFR*). Therefore, it makes sense that if you juxtapose the yield curve against the FFR, changes in the yield curve provides a view of what to expect from the FFR future moves, with a lead of at least one quarter (*see chart on right*).

The usual narrative about the slope of the yield curve that you read in the media has not been "upgraded" by the fact that the Quantitative Easing (QE) programs conducted by the Fed as a response to the GFC has changed the nuances in the relationship of many financial variables. The narrative remains the same. "Raising short end rates does not shift long-term yields. As a result, the yield curve becomes flat and in some cases, inverted. This is important as an increase of spreads usually indicates that investors are optimistic about the growth rate of the economy while, on the other hand, a narrowing of spreads implies a weakening economic outlook." This interpretation is not essentially incorrect, but it misses the important nuances in the signalling process

The negative comovement between 3M/10Y yield curve and Fed Funds Rate



The 3M/10Y yield curve (inv) tends to signal changes in the Fed Funds Rate



provided by the yield curve on monetary policy. Steepening of the yield curve does not necessary imply that investors are optimistic about the economy – the shift in the orientation of the slope from flat to steep merely means that investors begun to anticipate that the tightening regime should not last very long or is not going to last long if the steepening happens at the start of a tighter policy regime. And that curve steepening opens a can of worms insofar as economic growth is concerned, and investors have no reason to cheer a steeper curve if its implications to credit supply and to job creation are properly understood.

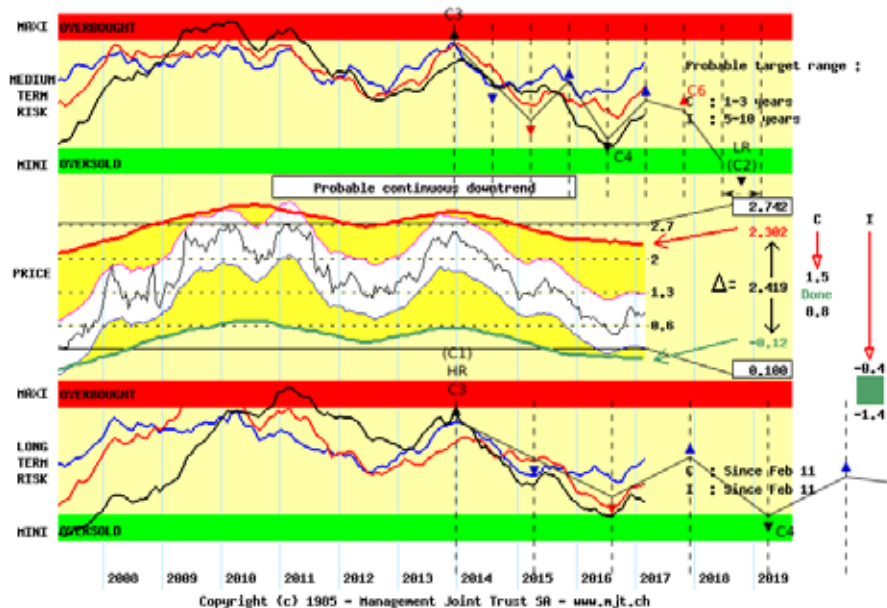
## ANALYSES & PLACEMENTS

So the Fed raised policy rates 25 bps: this tightening regime should not last very long

...Extract from the March Capital Observer, a DC&C publication featuring MJT's timing methodology

### MJT Timing and Tactical insight:

USD Swap Rate 10 Years - USD Swap Rate 2 Years  
(Bi-monthly chart or the perspective over the next 2 to 4 quarters)



*The curve has made a first leg up during H2 2016 and could theoretically already be rolling over (our medium term oscillators, upper rectangle). Yet, the pronounced bottom made mid 2016 on our long term oscillators (lower rectangle) rather suggests that an important reversal has been made. We hence build the case that steepening could continue during H2 2017, i.e. a slight flattening on the current top into late Q2 2017 (upper rectangle) and then a second leg up in steepening during H2 2017 (lower rectangle). Our current understanding is that the maturing business cycle will probably limit the potential for many rate hikes on the short end, while commodity led inflation should remain strong during H2 2017, lifting the long end of the curve.*

One implicit reason for the Fed's resuming the tightening regime is that growth will be "stable" – but this assumption may be tested in a few weeks when Q1 2017 GDP growth will be reported (*on the 28th of April 2017*). It is looking a little grim, if the Atlanta Fed's GDP Nowcast is to be believed. Its real GDP growth (*seasonally adjusted annual rate*) Nowcast in the first quarter of 2017 is at 0.9%.

Another reason for concern is a development, which may or may not be linked, to this grim growth outlook being projected by the Atlanta Fed growth model -- a sudden collapse in loan growth in general, and in the crucial Commercial and Industrial Loan segment in particular. It is a collapse which has the normally staid Wall Street Journal describing it as an «ominous economic signal.» Total loans and leases by U.S. commercial banks are currently rising at an annual pace of about 4.6%, which is down from a 6.4% pace for all of 2016, and from the peak rates of circa 8% during mid 2016. This is the slowest pace of debt creation since early 2014. The WSJ noted that «is at odds with the idea of a stronger economy and rising sentiment,» as deceleration has been broadbased among business, real estate and consumer lending. The decline in growth rates and in nominal volumes have been

particularly sharp in the Commercial and Industrial loan category, which has unexpectedly fell to just 4.0% as of the latest week, relative to the pace of growth of 10% during the first half of 2016. The falloff was circa 50% lower than the 7% growth posted earlier in the year. The current loan growth is the lowest pace since July 2011.

Simply put, the banks did hit the brakes on lending, and it has something to do with the improvement in their Net Interest Margins (NIMs). The current improvement in NIMs has something to do with the steeper yield curve which we saw from June 2012 to January 2014. It takes a while before the steeper curve translates into wider NIMs, which started to expand since Q2 last year. In a sense, the current fall-off is a stronger response into that widening, and bank lending drought will continue for some time, perhaps until at least late Q3 this year. But the flatter yield curve between July 2015 and September last year should bring relief to the loan situation shortly. The lags between the yield curve and actual changes in micro-data are long, at least 5 quarters even 7 quarters in some cases, so it is easy to overlook the rationale for a micro-event that is happening now. There is no “efficient economy hypothesis” for yield curve related financial phenomena.



## ANALYSES & PLACEMENTS

**So the Fed raised policy rates 25 bps: this tightening regime should not last very long**

*...Extract from the March Capital Observer, a DC&C publication featuring MJT's timing methodology*

**MJT Timing and Tactical insight:**

**KBE – S&P Bank ETF vs S&P500 Index**

(Weekly chart or the perspective over the next 2 to 4 quarters)

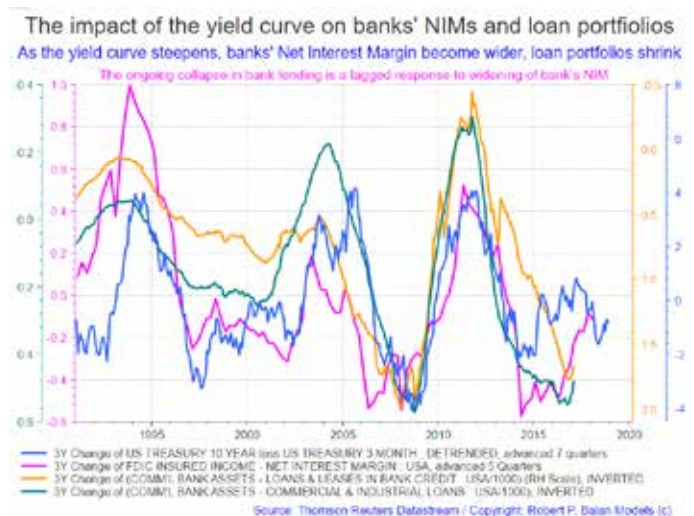


*Banks are a great proxy for the trajectory of the yield curve. As it steepens, margins on their lending business improve, allowing them to shift some resources to less risky fee generating businesses. This is why they are often considered late cycle movers. Indeed, their Weekly relative chart to the S&P500 has been following the Yield Curve closely since it bottomed in mid 2016. As with the Yield Curve, we expect a mild retracement of their outperformance towards late Q2 2017, before they accelerate up again in H2 2017.*

The impact of the yield curve-NIM dynamics does not stop with the banks' credit-creation process. If we go back to First Principles and identify the crucial data sets which influence the jobs market in the core, there nothing more primary in this regard than credit extended by commercial banks, the steepness of the yield curve, and the banks' consequent Net Interest Margin (NIM) – and now this foundation of the current job phenomenon is under attack. To understand how this comes about, we have to follow the narrative from the outset (*see chart on right*).

Collectively, if banks' non-performing assets are high, their NIM will go down if the interest earning assets are steeply reduced by non-performing assets, and vice versa. A steeper yield curve provides better conditions for the banks' NIM to rise, which reduces the need for larger portfolios for riskier loans - hence loan levels fall when the yield curve steepens. The linkage to the job sector flows from the steepness of the yield curve to the amount of lending then to the jobless insurance claims and the unemployment rate. Put another way, when the yield curve steepens, commercial lending volume falls, and the tighter credit situation impacts hiring and payroll growth after a lag, with concomitant effects on unemployment and jobless insurance claims.

*Cet article est disponible en version intégrale  
sur le website -- [www.gscgi.ch](http://www.gscgi.ch) -- pendant un mois  
et en zone "membres" dès Mai 2017*



Developments in lending usually take several quarters to manifest in the jobs market, so it may be that we have a few more months of jobs growth. But it is increasingly becoming clear that the upswing phase of the current Business Cycle is starting to show signs of aging. Under these conditions...

## AUTHORS

**Robert P. Balan**, Macro-strategist, part of the team at Diapason Currencies & Commodities UK and a key contributor for The Capital Observer publication.

**Jean-François Owczarczak**, CFTe, MSTA, FRM, CEO and Lead technical analyst at Management Joint Trust SA and for The Capital Observer publication.

[www.thecapitalobserver.com](http://www.thecapitalobserver.com)

## LE COIN TECHNIQUE

### S&P500: two cases for the end of current correction

...article de Bruno Estier Strategic Technicals - <http://bruno.estier.net/> - [bruno.estier@bluwin.ch](mailto:bruno.estier@bluwin.ch)



In February, a target of 2458 was envisioned and, so far, a top at 2400 has been seen, but followed by a correction recently toward 2322. On the daily time horizon, daily momentum indicator has crossed up in the oversold area, opening a rebound back above former key support 2350. The question is

currently whether 2322 is the low of this minor correction or if the correction has to reach the 2280 level, representing a 38% Fibonacci retracement of the rise from November 2082 to March at 2400. The price action in the coming days will very soon give some hints.

If the recent rebound is unable to rise above 2380, a short term descending trend line joining the highs since March 1, then the S&P500 may well have to make a new low below 2322 toward 2280 to exhaust 'Selling' and attract 'Buying' again. In that case, the weekly momentum indicator Stochastique on the lower panel of the chart will have time to reach toward the oversold area, before turning up again to signal the launch of a fifth wave in earnest toward above 2450. Some analysts even suggest that to happen before the April 15 US tax deadline.

However, there is an alternate scenario, which could lead to a triangle shape, as shown on the chart, taking place between 2322 and 2400 for the S&P500. Such a short term development would lead the weekly Stochastique to cross up already near the 50% area. The earlier crossing up signal would argue that the strength of the rally is much stronger than anticipated. This is, indeed, what has been surprising in the market so far since November 2016! Furthermore, the impact of global markets could be also playing a role. Indeed, while we were wondering in the last WealthGram, if the Emerging market had not started a correction in the last week of February, announcing a coming correction for the S&P500, we are now observing a sudden outperformance of Emerging market versus the S&P500 as seen on the upper panel of the chart with the (orange) relative strength line rising to higher highs & lows. This is also the case for the rising Relative strength line of the Eurostoxx50 versus the S&P500 (black dotted line) on the same upper panel. The outperformance of riskier asset classes, like Emerging Equity and European Equity, could again be in advance of the S&P500 and stimulate an earlier rebound of the S&P500. In that case, the S&P500 would oscillate between 2350 and 2400 for a week or two before launching a rise toward well above 2450, namely toward 2600.

#### Graphique:

S&P500 Weekly Candles and VIX line (orange dotted line).

On upper panel relative strength (RS) line of ETF Emerging versus S&P500 (orange line) and RS of Eurostoxx50 (green dotted line) versus le S&P500 are both rising.

On lower panel weekly STO could decline to oversold area or rebound near the 50% line

Source: Stockcharts.com





## LE COIN TECHNIQUE

### UBS et Crédit Suisse au coude à coude

...article de Jean-François Owczarczak - CEO, Management Joint Trust SA - jfo@mjt.ch

Le deux grandes banques sont à nouveau au coude à coude. Leurs cours oscillent sous la barre des CHF 16 depuis deux mois (entre 15 et 16 pour l'UBS, 14 et 16 pour le Crédit Suisse). Si le Crédit Suisse accuse encore un peu de retard suite à sa forte baisse du début 2016, son beta de marché de 1.53 (1.07 pour l'UBS) lui a permis, en grande partie, de le rattraper. Ceci nous promet encore un bon chassé-croisé les prochains mois.

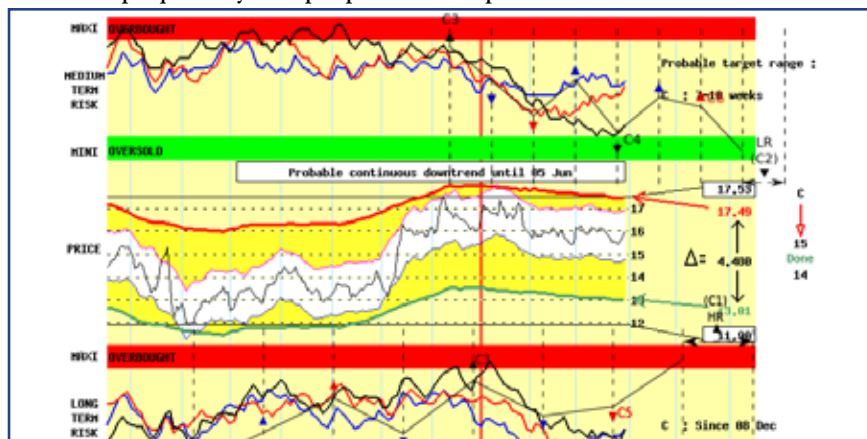
Comme la plupart des banques, qui depuis plusieurs mois suivent les taux dans une consolidation à haut niveau, l'UBS et le Crédit Suisse sont arrivées sur un point bas intermédiaire. Nous pensons qu'elles pourraient toutes deux repartir



www.mjtsa.com

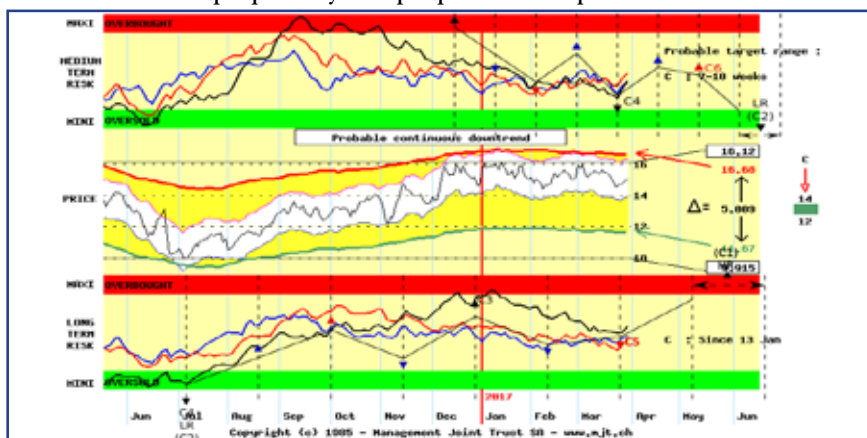


#### UBS - Graphique Daily ou la perspective sur les prochains 2 ou 3 mois



Les objectifs à la hausse que nous pourrions actuellement calculer sur l'UBS pour ce prochain mouvement sont situés entre CHF 17.7 et 19.5, soit 1.3X à 1.7X notre volatilité historique (delta = 4.48) additionnée au point le plus bas du graphique (11.9). La correction à suivre, sur juin, pourrait alors voir l'UBS revenir entre 14 et 15.

#### Crédit Suisse - Graphique Daily ou la perspective sur les prochains 2 ou 3 mois



Les objectifs à la hausse que nous pourrions actuellement calculer sur le Crédit Suisse pour ce prochain mouvement sont situés entre CHF 16.4 et 18.4, soit 1.3X à 1.7X notre volatilité historique (delta = 5.09) additionnée au point le plus bas du graphique (9.915). La correction à suivre, sur juin, pourrait alors voir le Crédit Suisse revenir entre 12 et 14.

à la hausse durant le mois d'avril et ainsi titiller, voire dépasser les plus hauts précédemment atteints entre décembre et janvier. Suite à cela cependant, nous les voyons fléchir durant le mois de mai, sans doute jusqu'en juin.

\*\*\*

Ainsi, compte tenu des niveaux actuels (16 pour l'UBS et 15 pour le Crédit Suisse), les potentiels de hausse sur les prochaines semaines sont similaires. Le Crédit Suisse, de par son beta plus élevé, représente par contre un risque plus important si le retracement que nous envisageons sur juin se matérialise.

Cependant pour le reste de l'année, sur nos graphiques Weekly (que nous ne présentons pas ici), nous voyons les deux banques se repositionner à la hausse. Ce scénario positif et le beta plus élevé du Crédit Suisse devrait alors le voir surperformer l'UBS et ainsi repasser devant en terme de cours. Les deux banques rencontreront sans doute des résistances importantes entre CHF 19 et 20, cependant, une fois passées, le Crédit Suisse pourrait accélérer vers les CHF 26 et l'UBS vers CHF 23.

\*\*\*

For more information on our services and methodology, please visit [www.mjtsa.com](http://www.mjtsa.com) or contact us.

All opinions, news, research, analyses, prices or other information in the article above are provided as general market commentary and do not constitute any financial advice.

## Caution Signals Are Blinking for the Trump Bull Market ... *by Robert J. Shiller*

[...] Important measurements — some of which I developed — tell us that the market is quite expensive and that investor optimism is tinged with plenty of worry. [...]

[...] Consider first the evidence from what is often called the Shiller CAPE ratio. [...]

[...] What is CAPE, or the cyclically adjusted price-earnings ratio, exactly? This is a bit technical: It is real, or inflation-adjusted, stock price divided by a 10-year average of real earnings. [...]

[...] The CAPE ratio has successfully explained about a third of the variation in real 10-year stock market returns in United States history since 1881. [...]

[...] This is the important point: In 1988, we found that CAPE had averaged about 15 since 1881. In years when CAPE was lower than that, subsequent 10-year returns for the stock market tended to be good. In years when it was higher, the 10-year returns tended to be bad. [...]

[...] That's why today's CAPE is sending a troubling message. The ratio is now almost 30. Using monthly data, it has been higher only in 1929, when it reached 33, and in the few years around 2000, when it reached 44. In both instances, sharp market declines followed those very high readings. [...]

*Read more:* <https://www.nytimes.com/2017/03/31/upshot/trump-bull-market-stocks.html?ref=business>

*Source: The New York Times - March 31, 2017*

CFB

## Active Managers Stage a Comeback

[...] With more active funds outperforming, some asset managers are optimistic the resurgence will slow the flow of money into index-tracking funds. [...]

[...] While investors continued to pull money from actively managed U.S. stock funds ... they withdrew less in February than in any month since September 2015. So far in 2017, 45% of actively managed U.S. stock funds have beaten their index. [...]

*Read more:* <https://www.wsj.com/articles/active-managers-stage-a-comeback-1491134403>

*Source: The Wall Street Journal - April 2, 2017*

CFB

## La Suisse attire à nouveau: moins de délocalisations et plus d'implantations

[...] Le site économique suisse a le vent en poupe. [...]

[...] Les offices de promotion accumulent les succès. [...]

[...] Et, selon un sondage auprès de 331 entreprises, de moins en moins de groupes parlent de délocaliser. [...]

*Read more:* <https://www.letemps.ch/economie/2017/02/27/place-financiere-suisse-raisons-detre-optimiste-2017>

*Source: Le Temps - April 1, 2017*

CFB

## L'Islande envisage d'arrimer sa couronne à l'euro

[...] Afin d'éviter tout risque de surchauffe de son économie, l'île envisage d'arrimer sa devise à une monnaie de référence. Vraisemblablement l'euro. [...]

[...] Près de 10 ans après l'effondrement de son système bancaire, l'Islande a retrouvé la santé grâce au tourisme et au dynamisme de sa capitale, Reykjavik. [...]

[...] Mais sa croissance de 7,2 % enregistrée l'an dernier et l'appréciation d'environ 15 % de la couronne font craindre un emballement de l'économie susceptible de ruiner les efforts de redressement. [...]

*Read more:* <https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/0211938366873-lislande-envisage-darrimer-sa-couronne-a-leuro-2076906.php>

*Source: Les Echos - April 2, 2017*

CFB

## L'EBA pourrait fusionner avec l'ESMA à Paris

[...] L'EBA (European Banking Agency) pourrait fusionner avec l'ESMA (European Securities and Markets Authority) à Paris. [...]

[...] Paris veut profiter d'une consultation lancée par l'UE sur les agences européennes de surveillance financière pour faire avancer ses pions. [...]

*Read more:* <https://www.lesechos.fr/finance-marches/banque-assurances/0211938298204-leba-pourrait-fusionner-avec-lesma-a-paris-2076903.php>

*Source: Les Echos - April 2, 2017*

CFB

## The \$74 Trillion Global Economy in One Chart

[...] The latest GDP numbers from the World Bank were released earlier this month, and today's visualization from HowMuch.net breaks them down to show the relative share of the global economy for each country. [...]

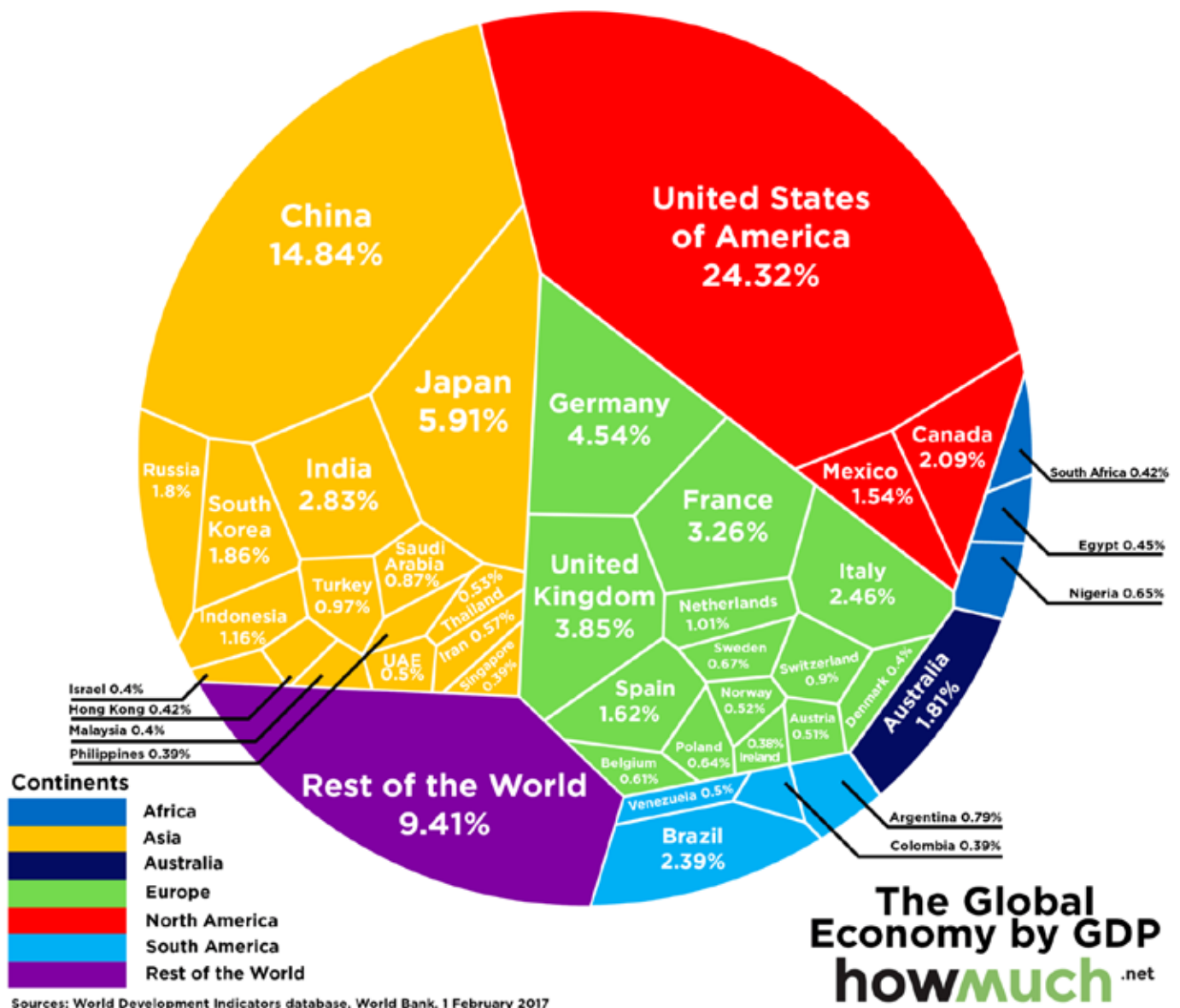
[...] The full circle, known as a Voronoi Diagram, represents the entirety of the \$74 trillion global economy in nominal terms.

Meanwhile, each country's segment is sized according to their percentage of global GDP output. Continents are also grouped together and sorted by color. [...]

Read more: [http://www.visualcapitalist.com/74-trillion-global-economy-one-chart/?utm\\_source=LinkedIn&utm\\_medium=social&utm\\_campaign=SocialWarfare](http://www.visualcapitalist.com/74-trillion-global-economy-one-chart/?utm_source=LinkedIn&utm_medium=social&utm_campaign=SocialWarfare)

Source: *visualcapitalist.com* - Feb. 8, 2017

CFB



## GLOBAL EVENTS

**Les membres du GSCGI bénéficient de 50% de réduction  
sur le frais d'accès au Forum**

**Nouveau format: 'on invitation only'**

**Contact: Kevin Roulet, Chief Forum Coordinator ...  
[kroulet@cifango.org](mailto:kroulet@cifango.org)**



**CONVENTION OF INDEPENDENT  
FINANCIAL ADVISORS**

A Non-Profit Foundation

A Non-Governmental Organization in general consultative status  
with the Economic and Social Council of the United Nations

**30 MAI - 1 JUIN, 2017  
HOTEL HERMITAGE  
MONACO**

### **15<sup>ème</sup> FORUM INTERNATIONAL DE LA CIFA**

**“OUTSIDERS” AU POUVOIR:  
VONT-ILS DÉMOLIR LE MODÈLE EXISTANT?  
QUEL NOUVEAU MODÈLE PROPOSENT-ILS?**

**Participation exceptionnelle de Hauts Représentants:  
des Nations Unies - ECOSOC - G77 - ICC  
de l'Académie des Sciences Morales et Politiques**



**en partenariat avec: Les Echos**

Programme du Forum et informations: [kroulet@cifango.org](mailto:kroulet@cifango.org)

**[www.cifango.org](http://www.cifango.org)**



## AGENDA OF GSCGI's MONTHLY CONFERENCES

### INVITATION / INSCRIPTION

#### Déjeuner- conférence 28 Avril 2017

Nous avons le plaisir de vous inviter, ainsi que vos collègues et ami(e)s à notre prochain déjeuner-conférence qui aura lieu à Genève, organisé en collaboration avec **Cornèr Banca SA, Membre Partenaire du GSCGI** et **EVOLIDS FINANCE ...**



[www.evolids.com](http://www.evolids.com)

[www.cornier.ch](http://www.cornier.ch)

Le thème suivant, d'actualité certaine et de grand intérêt pour les gestionnaires de fortune indépendants, gestionnaires de fonds d'investissements et analystes financiers, sera présenté:

### LE REVERSE CONVERTIBLE: UN SUCCÈS PERSISTANT!



**Patrick Oberhaensli** est le fondateur et CEO d'EVOLIDS FINANCE Sàrl, société suisse indépendante et innovatrice spécialisée dans le conseil en investissement quantitatif et la formation spécialisée en finance. Il débuta sa carrière auprès d'une grande banque suisse où il a occupé des postes à responsabilités dans l'Audit Interne, l'Investment Banking et l'Institutional Advisory. Il a également été Head of Institutional Sales Switzerland chez un leader néerlandais de l'Asset Management. Fort d'une expérience professionnelle de plus de 24 ans, Patrick Oberhaensli a acquis une large expérience dans de multiples domaines tels que les dérivés/produits structurés, les stratégies quantitatives et les méthodes de valorisation ainsi que dans les investissements alternatifs. Patrick est titulaire d'un Master du Swiss Federal Institute of Technology et est également détenteur de différents diplômes avec notamment le CFA, le CMT, le FRM, le PRM, l'ACI Diploma et l'ERP.

### PROGRAMME

**Date** **Vendredi, 28 Avril 2017**  
**LIEU** Métropole, Quai Général-Guisan 34, Geneva, Switzerland  
**12h00** Enregistrement & networking cocktails  
**12h30** Conférence & Session Q&A  
**13h00** Début du repas  
**14h00** Fin de conférence

Le repas est généreusement  
offert par CORNER

**Prière de vous inscrire avant le mercredi, 26 avril 2017, par email: [secretariat@gscgi.ch](mailto:secretariat@gscgi.ch)**

\* \* \*

Apr. 28, 2016/Geneva — Orateur: *as above indicated*, CORNER BANK, Membre Partenaire du GSCGI

May ..., 2016/Zürich — Orateur: *tha* CORNER BANK, Membre Partenaire du GSCGI

May 18, 2016/Geneva — Assemblée Générale du GSCGI

\* \* \*

Réservez ces dates!

Les thèmes de Conférence sont communiqués par invitation et sur le site du Groupement — [www.gscgi.ch](http://www.gscgi.ch)

Non-Membres bienvenus — Inscrivez-vous!

## LA REUNION MENSUELLE DU GSCGI

2017, March 24 — Geneva: The end of globalisation? Potential impact on financial markets

...article de Cosima F. Barone



**BART VAN CRAEYNEST**

*Chief Economist*

**ECONOPOLIS**

*Membre du GSCGI*

On completion of his studies in economics at UFSIA, Bart Van Craeynest started to work as an economist in the financial sector. In this capacity, he has been following economic developments in Belgium and internationally, and the impact of the latter on the financial markets for over 15 years. Following a long period at KBC, a universal bank, he became chief economist at Petercam in 2010. Bart Van Craeynest has held the position of chief economist at Econopolis since 2015. He is co-responsible for the economic line of the house and hence closely involved in developing the investment strategy. He recently authored "Superstate: what Belgium must do to avoid becoming a failed state".



Shifting to macro-analysis for our third monthly conference of the year, our 'Groupement' organized a luncheon meeting, in cooperation with ECONOPOLIS, a fellow member of GSCGI/SAIFA, whose Chief Economist **BART VAN CRAEYNEST** addressed the day's select audience about the above-mentioned topic, supported by a set of slides and very professionally organized global data. He diligently dissected the world economy, nascent protectionism and inherent risks. Along with it, Bart van Craeynest analyzed the resulting impact on financial markets and investors' portfolio.

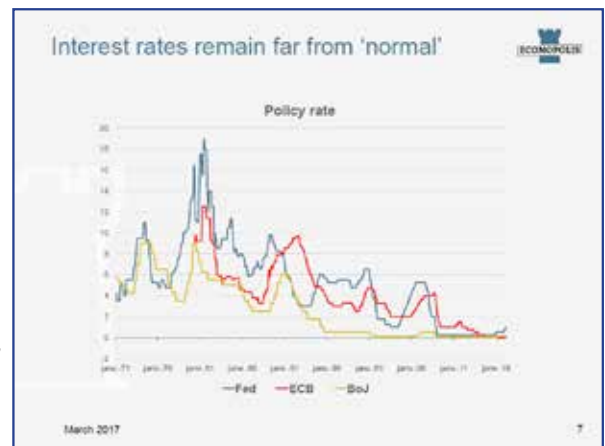
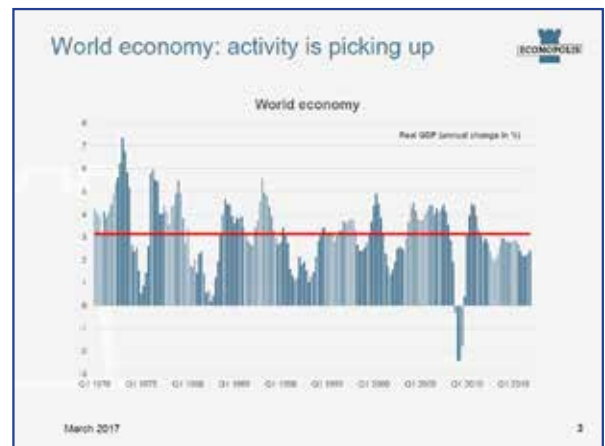
As the world economy seems to be picking up trending towards a 3% growth on average (*see graph on right*), the question is: which economies are the most benefitting from this favorable environment? The U.S. and the Eurozone seem to be doing better, with inflation on the rise, which should please respective central banks, as 'normalizing' interest rate levels might not weigh too heavily on the overall economy. At the moment, however, interest rates remain far from a normal level at the Federal Reserve (Fed), the European Central Bank (ECB) and the Bank of Japan (BoJ). (*see graph on right*)

Across the equity spectrum, the U.S. exhibits an overt overperformance, even the MSCI Emerging Markets' index and the EU-Stox600 show a positive run from the 2009 lows.

Bart Van Craeynest identified five main potential risks that might affect future equity performance: inflation, monetary policy, Europe politics, China and 'Trump'.

**Inflation** rose across the Eurozone mostly responding to higher oil prices, but core inflation remains subdued and, with oil prices as depressed as they are presently, the overall inflationary trend might encourage a less accommodative monetary policy by central banks. Even though inflation rose quite rapidly over the last six months, there is no risk yet of hyperinflation.

**Monetary policy:** the U.S. Fed has already moved its policy towards a 'less accommodative' stance based on a smother return to a so-called 'normalized'



## LA REUNION MENSUELLE DU GSCGI

2017, March 24 — Geneva: The end of globalisation? Potential impact on financial markets

...article de Cosima F. Barone

interest rates. In the Eurozone, the situation is quite different. Unemployment is not a worry in Germany, but in France unemployment lines keep getting longer. Faced with such a divergence at the core of Europe, the ECB won't taper too soon. In fact, the central bank continues to inject liquidity into the market place, although to a lesser extent (*€60bn vs. €80bn per month*) than in the past.

Moreover, the **political situation** in Europe is cause of concerns as current leaders might not be in the picture any longer causing uncertainty for investors (*e.g., the forthcoming presidential election in France*).

**China** remains a long-term risk. Although the economy has been holding up well, China's growth is so much dependent on debt, as the top two graphs on right highlight, especially on private debt. A high debt level has always, at some point, penalized growth over the long run. But, China being China, investors might expect a sort of government intervention aimed at discouraging private debt to accumulate at such a high speed. Historically, rapidly accelerating private debt always ended in tears (*e.g., Japan, U.S., etc.*).

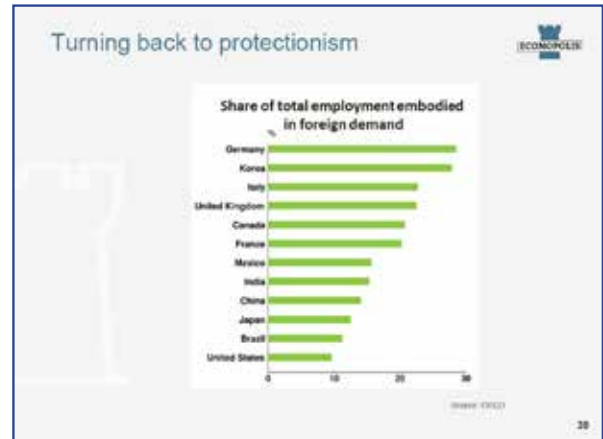
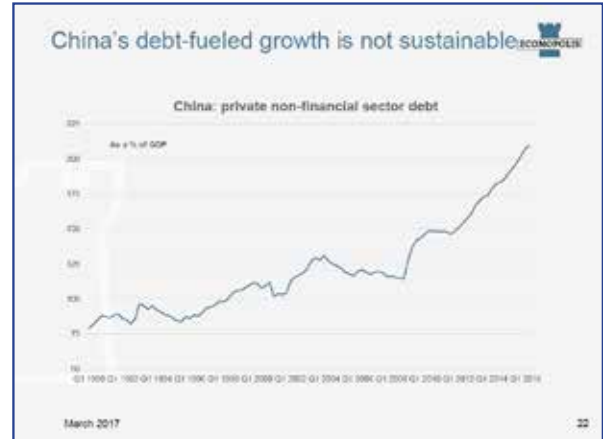
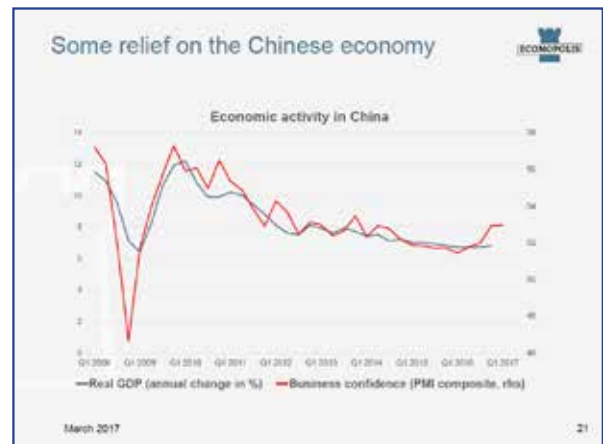
Last, but not least, **U.S. President Trump** has been exhibiting inconsistency through a wave of tweets and interviews. Furthermore, cutting taxes and infrastructure investment caused financial markets to position themselves accordingly. But, there are serious concerns. In fact, all his brave plans will need financing, which is not available at the present time. Moreover, with the U.S. economy already at capacity, any 'shock and awe' big investment would push it well above capacity, thus making the specter of inflation and monetary tightening come back haunting the market place.

**Globalization** has been overall massively positive for trade and growth, but a rising trend of protectionism across the planet might be cause for serious concerns. Lower growth, higher inflation are the likely risks to consider.

Finally, **BREXIT** has come to haunt global markets. The UK was doing well within the EU, while how exiting it will impact the overall economy remains an open question, along with the political uncertainty regarding Scotland's independence claim.

After a period when stocks and bonds were positively correlated (*an anomaly*), now these two asset classes have returned to a normal negative correlation. A trend reversal to negative correlation would be a problem especially within a de-globalization environment.

Bart Van Craeynest concluded with stressing out that monetary policy, potential trade wars, a potential Euro crisis, forthcoming change at the Fed top, and the Chinese 'Minsky moment' will keep haunting investors as valuations are quite high at the moment.



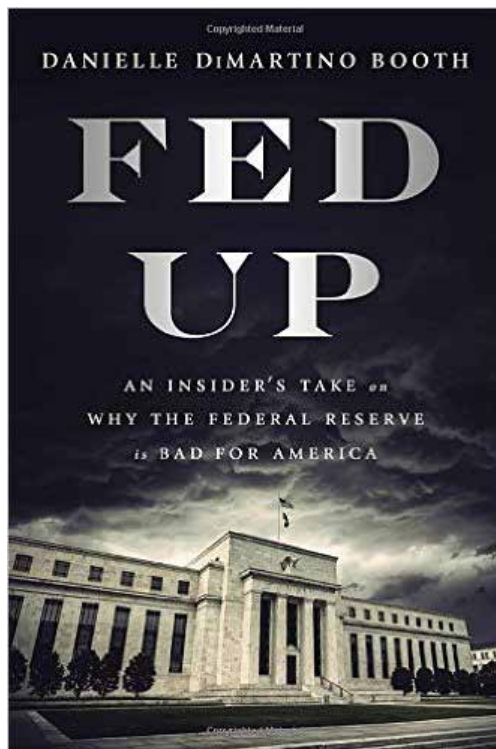
After scrutinizing the world economy, Bart nicely accepted to answer questions from the floor. Needless to say that his answers were extremely detailed and precise. Again, this is only a brief report on a very rich and interesting conference. Never miss a GSCGI/SAIFA conference!



## BOOK REVIEW

### FED UP: An Insider's Take on Why the Federal Reserve is Bad for America

by Danielle DiMartino Booth



ABSTRACT... <http://dimartinobooth.com/>

After correctly predicting the housing crash of 2008 and quitting her high-ranking Wall Street job, Danielle DiMartino Booth was surprised to find herself recruited as an analyst at the Federal Reserve Bank of Dallas, one of the regional centers of our complicated and widely misunderstood Federal Reserve System.

DiMartino Booth found a cabal of unelected academics who made decisions without the slightest understanding of the real world, just a slavish devotion to their theoretical models.

Now DiMartino Booth explains what really happened to our economy after the fateful date of December 8, 2008, when the Federal Open Market Committee approved a grand and unprecedented experiment: lowering interest rates to zero and flooding America with easy money.

*Read here the opening of this inside view of the Federal Reserve's inner workings:*

*"Until September 2008, when all hell broke loose in a worldwide panic that completely blindsided and, embarrassed the Federal Reserve. The Fed had used billions of dollars in taxpayer funds to bail out Wall Street fat cats. Everyone blamed the Fed."*

*Just before 9 a.m., the door to the chairman's office opened. Federal Reserve Chairman Ben Bernanke took his place in an armchair at the center of a massive oval table. The members of the FOMC found their designated places around the table; aides sat in chairs or couches against the wall. With staff, the room contained fifty or sixty people, far more than normal for this momentous occasion.*

*In front of each FOMC member was a microphone to record their words for posterity. To a casual observer, the content of their conversation would be obscured by economic jargon.*

*This day, their essential task was to vote on whether to take the "fed funds" rate—the interest rate at which banks lent money to each other in the overnight market—to the zero bound. The history-making low rate would ripple throughout the economy, affecting the price to borrow for businesses and consumers alike.*

*Bernanke was calm but insistent. His lifetime of study of the Great Depression indicated this was the only way. His sheer depth of knowledge about the Fed's mishandling of that tragic period was undoubtedly intimidating.*

*By the end of the meeting, the vote was unanimous. The FOMC officially adopted a zero-interest-rate policy in the hopes that companies teetering on the brink of insolvency would keep the lights on, keep employees on their payrolls, and keep consumers spending. It would even pay banks interest on deposits.*

*Free cash. We'll even pay you to take it!*

*As they gathered their belongings, everyone shook hands, all very collegial despite the sometimes vigorous discussion. They journeyed back to their nice homes in the toniest neighborhoods of America's richest cities: New York, Boston, Philadelphia, Chicago, Dallas, San Francisco, Washington, DC.*

*They returned to their lofty perches, some at the Eccles Building, others to the executive floors of Federal Reserve District Bank buildings, safely cushioned from the decision they had just made. Most of them were wealthy or had hefty defined benefit pensions. Their investments were socked away in blind trusts. They would feel no pain in their ivory towers.*

*It took a few months, but the Fed's mouth-to-mouth resuscitation brought gasping investment banks and hedge funds and giant corporations back to life. Wall Street rejoiced.*

*But the Fed's academic models never addressed one basic question: What happens to everyone else?*

*In the decade following that fateful day, everyday Americans began to suffer the aftereffects of the Fed's decision. By 2016, the interest rate still sat at the zero bound and the Fed's balance sheet had ballooned to \$4.5 trillion, thanks to the Fed's "quantitative easing" (QE), the label given its continuing purchases of Treasuries and mortgage-backed securities.*

*To what end? All around are signs of an economy frozen in motion thanks to the Fed's bizarre manipulations of monetary policy, all intended to keep the economy afloat.*

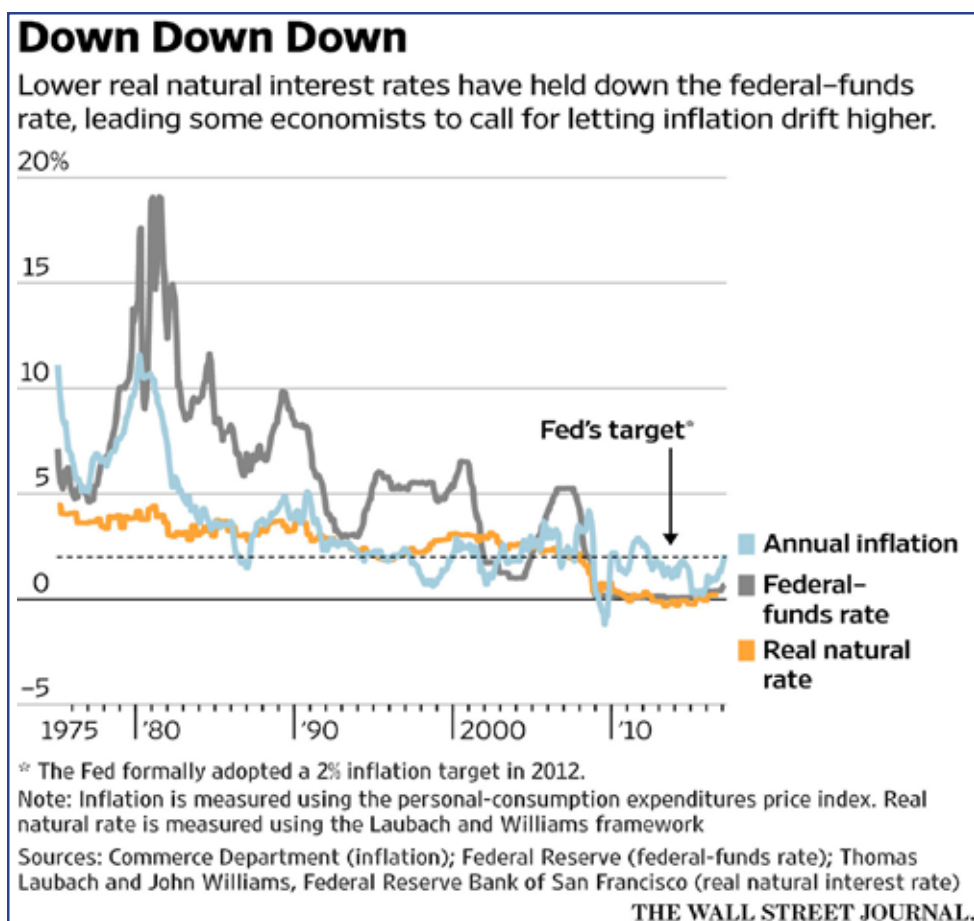
*The direct damage inflicted on our citizenry begins with our youngest minds and scales up to every living generation in our country's midst."*





## CLIN D'OEIL À L'HISTOIRE

Rethinking the Widely Held 2% Inflation Target ... *WSJ, April 2, 2017*



Central banks begin looking at alternatives to rigid approaches in place for decades. ... Many of these alternatives involve the option of letting inflation rise above 2% either permanently or for a time ... The financial crisis and its aftermath shifted the consensus. Instead of high inflation, today's central banks are confronted with aging populations, lower long-term growth and higher saving rates.

Other countries are going in this direction (Bank of Japan and Sweden's Riksbank).

Read more: <https://www.wsj.com/articles/rethinking-the-widely-held-2-inflation-target-1491138003>

Source: *The Wall Street Journal* - April 2, 2017

Cosima F. BARONE, FINARC SA  
Membre du Conseil du GSCGI,  
[www.finarc.ch](http://www.finarc.ch) -- [c.barone@finarc.ch](mailto:c.barone@finarc.ch)



## LA PAROLE EST A VOUS

Le Conseil du GSCGI et le Comité de Rédaction de "The IFA's Wealth Gram" invitent les Membres et Partenaires du Groupement à partager leur expérience et connaissance avec les collègues en fournissant des articles sur des thèmes divers: (a) actualité, (b) techniques de gestion, (c) analyse fondamentale, technique et globale, (d) fiscalité, (e) régulation, etc. Annoncez et adressez vos écrits à [wealthgram@gscgi.ch](mailto:wealthgram@gscgi.ch) le plus rapidement possible. Les non-Membres également peuvent fournir des articles et sponsoriser *Wealth Gram*.

**SOUHAITEZ-VOUS ÊTRE LE SPONSOR D'UN PROCHAIN NUMÉRO MENSUEL?**

**RÉSERVEZ SANS TARDER LE NUMÉRO QUI VOUS INTÉRESSE!**

[wealthgram@gscgi.ch](mailto:wealthgram@gscgi.ch)

## LE SPONSOR D'AVRIL 2017

**Cornèr Banca SA — [www.corner.ch](http://www.corner.ch) — Membre Partenaire du GSCGI**

# CORNÈR



### *Activités principales*

- Le **Private Banking** offre une combinaison potentiellement illimitée de produits et de services, voués à la gestion totale des intérêts du Client privé et à la satisfaction de ses exigences. Ces intérêts vont de la simple administration d'un patrimoine aux conseils portant sur des problèmes beaucoup plus complexes, de caractère légal, fiscal ou relatif aux entreprises.
- Le **Corporate Banking**, qui couvre les exigences financières des entreprises essentiellement dans l'affectation des crédits, mais aussi dans le secteur des investissements.
- Les Clients peuvent également accéder à une offre aussi large que diversifiée de prêts et de **lignes de crédits**.
- Cornèr Banque est aussi active comme banque dépositaire de fonds d'investissement suisses; elle propose en outre toute une gamme de services et produits de **changes**, de **trésorerie** et de **bourse** à sa Clientèle privée et institutionnelle.
- L'émission de **cartes de paiement** constitue une autre activité importante de la Cornèr Banque, qui fut la première à émettre la VISA en Suisse. Depuis 1975, ce secteur a connu une progression constante. Ce succès a conduit la Cornèr Banque à lancer en 1998 l'émission de la Mastercard® et de la Diners Club en 2014.
- Le **trading online**: CornèrTrader permet à tous les investisseurs d'accéder aux marchés financiers mondiaux et de bénéficier d'un service d'assistance personnalisé de la part de ses spécialistes Account Executive.

### **Cornèr Banca SA**

Tödistrasse 27

8002 Zürich/Switzerland

Contact: Sergio Peña | Institutional Sales Manager

Direct: +41 58 880 44 60 | Mobile: +41 79 176 13 06

Team Phone: +41 58 880 80 80