

THE IFA's

Wealth Gram

LA TRIBUNE MENSUELLE
DES MEMBRES DU GSCGI

wealthgram@gscgi.ch
www.gscgi.ch

Vol. IV
N°45 - Octobre 2015



LES DIFFÉRENTES STRATÉGIES DE HEDGING: *Quelles Possibilités pour les Investisseurs?*

Tradez différemment sur IG.com



IG.com

INDICES | ACTIONS | FOREX | MATIÈRES PREMIÈRES | BINAIRES

IG BANK

SOMMAIRE

3	Editorial	Collaboration – the new growth paradigm <i>Ray Soudab, Millenium Associates AG, Membre du GSCGI</i>
4-5	Sponsor d'Octobre 2015	Les différentes stratégies de Hedging: quelles possibilités pour les investisseurs? <i>Andreas Ruhlmann, IG Bank, Membre Partenaire du GSCGI</i>
6-7	Les Membres du GSCGI	FECIF informs... <i>NewsFlash 64, 60 & 58 as of 2015 (ITS-IDD-MiFID II)</i> CIFA informs... <i>forthcoming TRUSTING N°8 July-Dec. 2015</i>
8-9	Placements & Techniques de Gestion	No salient macro themes in financial deflationary mode <i>RISKELLA, Decoding Financial Markets</i>
10-11	Juristes & Fiscalistes	A Sensible Limitation on Cross-Border Interest Expense <i>D. Hart and J.D. Tiegerman, US TAX & Financial Services, Membre du GSCGI</i>
12-13	L'Avis de l'Analyste	Le bon, la brute et le truand... ou l'économie, les marchés et les Banques Centrales, <i>Patrick Morel, Fixed-Income Strategist</i>
14-15	In Globo	<i>various ... CFB & EPFL</i>
16-17	La Réunion Mensuelle du GSCGI	2015, Sep. 18 - Geneva: Désordres Obligataires, Désordres Monétaires: quelles options pour les investisseurs? <i>Daniel FERMON, Société Générale</i>
18	Book Review	Phishing for Phools, <i>by George Akerlof and Robert Shiller</i>
19	Clin d'Oeil à l'Histoire Calendrier Réunions Mensuelles La Parole est à Vous	The Almighty Buck <i>Cosima F. Barone, FINARC SA, www.finarc.ch</i>
20	Sponsor d'Octobre 2015	IG BANK — www.ig.com

Editeur: G S C G I

Secrétariat Général:

3, Rue du Vieux-Collège
Case Postale 3255
CH - 1211 Genève 3
Tél. +41 (0) 22 317 11 22
secretariat@gscgi.ch

Zürich: sekretariat@svuf.ch

c/o Findling Grey AG - Tél. +41 (0) 43 819 4243
Riesbachstrasse 57, CH - 8008 Zürich

Lugano: 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

c.barone@finarc.ch

ÉDITORIAL

Collaboration – the new growth paradigm



On the occasion of **MILLENIUMASSOCIATES AG** joining GSCGI, it is my pleasure to take this opportunity and share our views and expectations for the Swiss independent asset management (IAM) industry.

We all expect that the Swiss IAM industry will necessarily consolidate over the coming years, triggered by new regulations, increasing pressure from custodian banks as well as enhanced scrutiny of cross-

border activities, among others. Looking at Germany or the UK, for example, we have already witnessed massive drops in the number of independent financial advisers (IFAs) associated with the introduction of MiFID I and RDR, and more are expected to follow with MiFID II.

While the Swiss IAM industry focused on offshore HNWI clients is not directly comparable to onshore IFA markets, precisely the focus on international clients across multiple markets makes compliance with new regulations even more costly and complicated. On the positive side, new technologies and outsourcing solutions will offer ways to offset the financial impact to some extent. Nevertheless, we yet have to meet a market participant who does not expect at least some level of consolidation to take place in the coming one to three years.

Consequently, we are being approached frequently by proactive IAMs who wish to capitalise on the pending consolidation, hoping to integrate smaller or similar IAMs, or those planning their retirement. However, the number of IAMs who are ready to transfer their business is yet unquantified, with a “wait and see” approach still being followed especially by the majority of smaller market participants. As a general tendency, with only few exceptions proving the rule, we evidence that almost everyone wishes to grow (or considers selling only at unrealistic valuation levels). How can this growth be realised?

We advocate a mind-set change away from an “acquisition” paradigm towards a new “partnership and collaboration” reality – a shift which we are starting to observe in the market. Many market participants have already tried to identify collaboration or merger partners in order to achieve synergies and gain scale. However, identifying a suitable and like-minded partner has

often resulted in unproductive, time-consuming and frustrating processes. Many contact requests remain unanswered and initially promising expressions of interest rarely make it across the finish line.

It is not easy to know who among the approximately 3,000 IAMs would be compatible as collaboration partners and are seriously interested to put their words into action within a foreseeable time frame. Certain custodian banks have taken the initiative to offer match-making services to their EAM clients, yet such often remain restricted by their market coverage, potential conflicts of interest and limited corporate finance advisory capabilities. New independent and industry-wide solutions are required in order to assist IAMs in their search for strategic partners with minimal distraction from their day-to-day client serving activities. In response, we have developed an industry-wide programme, enabling IAMs to search for an equal-minded partner in a more effective and efficient manner than ever before.

If you are interested to either find a partner or potentially plan your transition, we encourage you to take action as soon as possible. Leverage the quiet before the storm and benefit from the currently still available time and choice rather than rushing to last minute solutions. Every challenge brings its opportunities. I believe that this is a great moment for Swiss IAMs to re-position and enhance their set-up and for the industry as a whole to emerge stronger than before, continuing its important role of providing high-quality independent advice.

Ray Soudah
Founder and Chairman
MilleniumAssociates AG
Membre du GSCGI

Ray Soudah founded MilleniumAssociates in 2000, an independent firm specialised in M&A and strategic advice for the global financial services industry with particular focus on wealth management.

In 2014 MilleniumAssociates successfully launched their CATCH® programme enabling participating private banks and IAMs to manage their client and market focus resegmentation strategies in a friendly, orderly and profitable manner.

Following increasing demand by IAMs for effective collaboration solutions, MilleniumAssociates further developed the CATCH® Partnership Program, enabling IAMs to search for like-minded merger or collaboration partners. For further information: please contact us at catch@milleniumassociates.com.

LES DIFFÉRENTES STRATÉGIES DE HEDGING



Les différentes stratégies de Hedging: *quelles possibilités pour les investisseurs?*



Andreas Ruhlmann

Depuis la fin du mois d'août la volatilité sur les marchés boursiers a atteint des niveaux que nous n'avions plus l'habitude de voir depuis plusieurs années. Que ce soit les facteurs macroéconomiques tels que la première hausse des taux par la Fed et le ralentissement de la Chine, ou encore d'événements micro-économiques comme le scandale Volkswagen ou la régulation des prix dans le secteur Biotech; l'environnement a clairement changé et la volatilité a de fortes chances de persister. Pendant ces

périodes d'incertitude, il est important de gérer le risque de son portefeuille.

Le «hedging» permet de réduire le risque de ses investissements existants lors de périodes incertaines; l'objectif étant d'augmenter la performance sur le long-terme.

La mesure la plus simple consiste à réduire le «Beta» de son portefeuille en se réfugiant sur des secteurs défensifs. Une rotation hors des actions de croissance vers des titres de valeur à grosse capitalisation boursière, avec un niveau de dette bas, permet également de mieux résister face aux pics de volatilité. Cependant les crashes, comme ce fut le cas en 2008, surviennent souvent d'un choc de liquidité. En «mode panique», les fonds reçoivent des rédemptions en masse de clients les obligeant à liquider des positions, même si celles-ci ont encore du potentiel à plus long terme. Ceci résulte à un détachement complet des prix des actifs et de leurs fondamentaux. Dans ce genre de cas extrême, aucun secteur n'est épargné.

Une autre stratégie très répandue, est l'utilisation d'options de vente — **Put** — qui octroient le droit de vendre un titre à un prix fixe, quel que soit le mouvement de celui-ci. Cependant,

les options sont limitées dans le temps et leurs prix augmentent fortement avec la volatilité. A long terme cette stratégie s'avère trop coûteuse et, au final, a un effet néfaste sur la performance.

Une alternative est l'achat de «**futures**» (ou *contrat à terme*) sur le VIX ou VSTOXX, qui représentent l'indice de volatilité du SP500, et de l'Euro Stoxx 50, respectivement. Les futures sont des produits à marge qui n'exigent qu'une fraction du montant d'investissement total; un avantage pour la gestion de liquidité. Par contre, les indices de volatilités ne reflètent pas exactement un portefeuille diversifié, et ne sont donc pas une protection optimale. Le coût de «**rollovers**» à expiration peuvent également réduire la performance, surtout lorsque la courbe des futures est en «**contango**» (lorsque les échéances lointaines sont plus chères).

Afin d'appliquer un «**hedge**» de 1 pour 1, les **CFD** (*Contract for difference, dans lesquels IG Bank est spécialisé*) sont les mieux adaptés. Le CFD est un dérivé qui réplique exactement la valeur d'un sous-jacent, tel qu'une action, un ETF, un indice, une matière première etc... Il est possible de «**shorter**» (*vendre à découvert*) un CFD pour neutraliser le risque d'une position longue sur le sous-jacent pendant les périodes de panique. Cela évite la coûteuse opération de liquider les positions existantes. Comme pour les futures, seule une marge infime est requise, qui souvent est couverte par les titres eux-mêmes. Le CFD ne comporte pas de droit de timbre et a des coûts de transaction généralement bien inférieurs au sous-jacent. Une position CFD peut se garder indéfiniment, les positions short générant un intérêt au taux Libor prévalent, moins une commission du broker.

Bien qu'encore peu connu en Suisse, le CFD procure une protection de portefeuille optimale en période de haute volatilité. Le faible besoin en marge et l'effet de levier des CFD procurent également une gestion supérieure de la liquidité, permettant ainsi de profiter des opportunités qui se présentent.

CONTINUED ON PAGE 5

LES DIFFÉRENTES STRATÉGIES DE HEDGING

CONTINUED FROM PAGE 4

Voici un exemple d'un CFD dans le contexte d'une stratégie de hedging simple:

- Un investisseur détient 1 000 actions dans une entreprise sur lesquels il a un profit.
- Il a des raisons de croire que le prix des actions pourrait chuter, du moins temporairement, mais ne souhaite pas liquider les titres car le potentiel de hausse à long terme est intact.
- L'investisseur vend 1 000 CFD sur l'action en utilisant un compte à marge n'exigeant que 5 à 10% de capitaux supplémentaires au-delà de son achat initial de 1 000 actions. Si les actions sont déposées auprès du broker CFD, celles-ci couvrent les besoins en marge.
- Lorsque le prix de l'action baisse, le CFD bénéficiera d'un gain égal à la perte subie sur les actions et l'investisseur aura protégé ses profits avec succès.

- La couverture CFD peut être maintenue indéfiniment. Quand l'investisseur estime que l'action va remonter, il peut défaire sa couverture en rachetant les CFDs, et ainsi faire des gains supplémentaires sur les actions.
- L'inconvénient potentiel est la mise en place de la couverture alors que le titre ne baisse pas et au contraire continue à monter.

Andreas Rublmann

Premium Client Manager / Market Analyst

IG Bank -- www.igbank.com

Après un cursus universitaire au Canada, suivi d'expériences significatives au cœur des salles de marchés de Saxo Bank et de la Banque Nationale du Canada, Andreas Rublmann rejoint IG Bank en 2014 pour partager ses connaissances des marchés et mettre son expérience au profit des clients Premium d'IG Bank. Interlocuteur privilégié des médias, il délivre régulièrement des analyses sur les marchés et l'actualité macroéconomique. Il donne également des formations sur des stratégies de trading, l'analyse technique et la psychologie du trader.



A propos d'IG

IG est le leader mondial du courtage en ligne proposant un accès rapide et performant à plus de 10 000 actifs financiers. Créé en 1974, IG a pour ambition de devenir la solution globale de courtage en ligne pour les investisseurs actifs. Dès et déjà primé à de nombreuses reprises pour ses plateformes de trading, IG est le N°1 mondial des CFD (sur la base du chiffre d'affaires publié, documents de référence IG Group Plc, juillet 2014) et l'un des premiers acteurs du Forex dans le monde. IG Group, coté en bourse à

Londres, fait partie du FTSE 250 et dispose d'implantations en Europe, Afrique, Asie Pacifique et propose ses services aux USA à travers sa filiale Nadex. IG est présent sur le marché Suisse depuis 2014. Fouad Bajjali, CEO d'IG Bank S.A., est à la tête d'une équipe de 21 collaborateurs à Genève. IG Bank S.A. répond aux besoins spécifiques des investisseurs institutionnels offrant des produits et services des toutes dernières technologies pour des conditions optimales de trading.

Qui sont les clients institutionnels d'IG Bank?

Nous visons à collaborer avec des banques, courtiers, family offices, gestionnaires d'actifs, apporteurs d'affaires, afin d'améliorer leur offre et reproduire le même modèle de partenariat qu'IG a récemment établi dans

des autres pays avec succès. Ceci a généré des nouveaux flux de revenus grâce à des produits qui pourraient ne pas être disponibles dans leur offre actuelle.

Types de contrat

Les clients institutionnels d'IG Bank pourront proposer ces produits à leur clientèle, ou investir directement pour leur compte. Différents types de partenariat sont offerts par IG Bank sur la base des besoins et des demandes de chaque partenaire. Ceux-ci comprennent les partenariats « white labels », les solutions de comptes collectives « omnibus » (offline et

online), les accords avec des gérants de fortunes indépendants qui, à travers une procuration limitée, ont accès à la gestion des comptes de leurs clients selon les procédures réglementaires en vigueur, ou les contrats standards d'apporteurs d'affaires (introducing broker) qui consistent simplement à introduire de nouveaux clients auprès d'IG Bank.

LES MEMBRES DU GSCGI

Networking & la Vie de nos Collègues d'ailleurs

FECIF informs...



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

CATTANEO ZANETTO & CO.

POLITICAL INTELLIGENCE • LOBBYING • PUBLIC AFFAIRS

FECIF NewsFlash 64/2015 — Draft ITS on penalties and measures under UCITS V

Executive Summary — The European Securities and Markets Authority (ESMA) delivered its implementing technical standards (ITS) on penalties and measures under UCITS V to the European Commission for endorsement.

Analysis — UCITS V requires national competent authorities (NCAs) to provide ESMA annually with aggregated information on all the penalties and measures they impose on companies and persons in respect of infringements under UCITS. In addition, when NCAs make public any administrative penalties or measures, they must report this information to ESMA at the time of publication. These technical standards set out the procedures and forms NCAs must use when submitting this information to ESMA.

UCITS V and these technical standards are expected to apply from 18 March 2016.

ESMA did not conduct open public consultations on the draft ITS, as this would have been disproportionate in relation to their scope and impact, taking into account that the addressees of the ITS would only be NCAs and not market participants.

Sources — *the above-mentioned relevant document is available upon request to either FECIF or GSCGI.*

* * *

FECIF NewsFlash 60/2015 — EP ECON: IDD Reconsultation of the Committee

Executive Summary — Today (*Sep. 14*), the ECON Committee has approved the agreement reached with the Council on the Insurance Distribution Directive (IDD). Roberto Gualtieri (S&D, DE) explained that an agreement was found in trilogues on insurance distribution. Burkhard Balz (EPP, DE), speaking for Werner Langen (EPP, DE), said that the Parliament demand for minimum standards for consumer protection were met. As such, the agreement should be approved. The Committee approved the compromise with 31 votes in favour, 0 against and 4 abstentions.

Next steps — The agreement with the Council was reached during a trilogue meeting on 30 June 2015. The directive will now be submitted in plenary to the European Parliament for a vote at first reading and to the Council for final adoption. Then it will be published in the Official Journal of the European Union in Autumn. Member states would have two years to transpose the directive into national laws and regulations.

Sources — *the above-mentioned relevant document is available upon request to either FECIF or GSCGI.*

* * *

FECIF NewsFlash 58/2015 — ESMA: Consultation on MIFID II standards regarding trading suspensions, data service providers and derivatives reporting

Executive Summary — The European Securities and Markets Authority (ESMA) has published a consultation paper on the remaining draft implementing technical standards (ITS) under MiFID II on which ESMA has not yet consulted. This consultation runs until 31 October 2015.

...cont'd on page 7

LES MEMBRES DU GSCGI

Networking & la Vie de nos Collègues d'ailleurs

...cont'd from page 6

Analysis — This consultation paper (CP) covers the following:

- the suspension and removal of financial instruments from trading on a trading venue,
- the notification and provision of information for data reporting services providers (DRSPs) and,
- the weekly aggregated position reports for commodity derivatives, emission allowances and derivatives thereof.

The last section of the CP provides the text of the: draft ITS 1 - Draft implementing technical standards on format and timing of the communications and the publication regarding the suspension and removal of financial instruments from trading on a Regulated Market, an MTF or an OTF, draft ITS 2 - Draft implementing technical standards under Article 61(5) of Directive 2014/65/EU and draft ITS 3 - Draft implementing technical standards on the format and timing of weekly position

reports. This consultation runs until 31 October 2015. ESMA will use the input received to finalise its draft implementing technical standards which will be sent for endorsement to the European Commission on 3 January 2016. MiFID II/ MiFIR and its implementing measures will be applicable from 3 January 2017.

Additional Information — Please note that, in order to facilitate analysis of the large number of responses expected, ESMA will be using an IT tool that does not allow processing of responses which do not follow the formatting indications.

Sources — *the above-mentioned relevant documents are available upon request to either FECIF or GSCGI.*

*CATERINA VIDAL, Cattaneo Zanetto & Co.,
www.cattaneozanetto.it — caterina.vidal@cattaneozanetto.it*

CIFA informs...

PLAN ahead of time **Your Advertisement** in the forthcoming issue of...

CONTACT: c.barone@finarc.ch

N°8 July-December 2015

www.cifango.org



Mark your agenda: XIVth CIFA International Forum in Monaco, May 31-June 3, 2016

PLACEMENTS & TECHNIQUES DE GESTION

No salient macro themes in financial deflationary mode

Among a universe of 50 assets consisting of equities, sovereign bonds, corporate credit debt, emerging bonds, carry trade currencies, 75% present negative year-to-date performance.

In 2015, the best risk adjusted performing assets some European equities, the USD vs. EUR and surprisingly some sovereign bonds (*US and Canada*).

Meanwhile, the worst risk adjusted performing assets include emerging and commodity currencies, emerging equities and some equities related to global growth (*Australia, UK*).

The average risk-adjusted performance of assets generating a positive performance is 0.3 whereas the average risk-adjusted performance of assets generating a negative performance is -0.6.

There is, hence, a strong asymmetry between depressed assets related to global growth and positive assets related to disinflation or the euro zone quantitative easing policy.

As we highlighted it in February 2015, most of the equities performance stem from the performance of currencies.

As a matter of fact, the over performance of the Euro Stoxx 50 vs. the MSCI World in USD is wholly tied to the 6% devaluation of the euro vs. the dollar.

In sum, this is a year of currencies adjustments which have spared no asset class.

The average normalized move in the global universe of financial assets (*one year rolling*) highlights that such deflationary moves had not occurred since 2008.

Figure 1: Best performing assets since the start of year 2015
(Performance is expressed in units of yearly standard deviations)

Stoxx 600 Europe Health Care	0.74
Canada Bonds 10 Yrs	0.70
USD vs. EUR	0.63
US T Notes 5 yrs	0.63
Stoxx 600 Europe Real Estate	0.60
Germany BOBL	0.46
France CAC 40	0.40
US T Notes 10 Yrs	0.39

Figure 2: Worst performing assets since the start of year 2015
(Performance is expressed in units of yearly standard deviations)

CAD vs. USD	-1.37
BRL vs. USD	-1.36
NZD vs. USD	-1.28
MXN vs. USD	-1.06
AUD vs. USD	-1.04
S&P 500 Utilities	-0.62
EUR IG Bonds	-0.53
US DJ Real Estate	-0.45
Gold vs. USD	-0.43
HK Hang Seng	-0.39
Australia ASX S&P 200	-0.30



...cont'd on page 9

PLACEMENTS & TECHNIQUES DE GESTION

No salient macro themes in financial deflationary mode

...cont'd from page 8

The indicator is currently back to the levels observed during the selloff of 2002, when the corporate credit crisis roiled financial markets.

Such periods have eventually been resolved by easier monetary policies and a joint performance of both equities and bonds.

The Federal Reserve is about to hike rates just when financials conditions worsen.

Published on
Riskelia's Blog
<http://www.riskelia.com/blog>

Figure 3: Compared performance of Euro Stoxx 50, MSCI World in EUR and MSCI World in USD



Figure 4: 1 year rolling average move in a universe of 50 financial assets (normalized in units of standard deviations)



IMPORTANT DISCLAIMER

The information herein is not intended to be an offer to buy or sell, or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or financial instruments. This document is based upon sources believed to be reliable but is not guaranteed as to accuracy or completeness although Riskelia believes it to be clear, fair and not misleading. The view of Riskelia reflected in this document may change without notice. To the maximum extent possible at law, Riskelia does not accept liability whatsoever arising from the use of the material or information contained herein. This research

JURISTES & FISCALISTES

A Sensible Limitation on Cross-Border Interest Expense

article by Darlene Hart and Jonathan D. Tiegerman, US Tax & Financial Services



The Base Erosion and Profit Shifting Project Should Take Note of the Shortcomings of the U.S. Tax Law's Earnings Stripping Rules

Background

Presently, multinational corporations and their tax advisors endure great anxieties stemming from the uncertainty surrounding the Base Erosion and Profit Shifting ("BEPS") project. The BEPS project, which has been at the forefront of the international tax community, aims to facilitate the synchronization of domestic tax laws among participant countries although the final reports issued by the Organisation for Economic Co-operation and Development ("OECD") will serve simply as recommendations. As its name suggests, BEPS evidences an aggressive push by the OECD to prevent multinational taxpayers from using interest expense deductions to reduce or "erode" income in high-tax jurisdictions (i.e., "base erosion") and in so doing, move profits from high-tax jurisdictions to low-tax jurisdictions (i.e., "profit shifting"). With roughly sixty countries privy to the development of BEPS, the final package to be disbursed later this year to G-20 finance ministers would potentially impact many existing agreements involving market participants resident in different jurisdictions and organizations operating multinational supply chains.

One main point of action concerns the availability of a company's interest deduction on cross-border lending arrangements. The OECD's final report on Action 4 interest expense of BEPS is expected to recommend a fixed ratio approach: a company's interest deduction is limited to an amount determined by applying a benchmark ratio to the company's earnings, assets, or equity. A U.S. Treasury official was recently cited as describing the benchmark ratio to exist along a "corridor" of between 10 percent and 30 percent. During a meeting before the Swiss-American Chamber of Commerce on September 23, 2015, U.S. Treasury Deputy Assistant Secretary (International Tax Affairs), Robert Stack, described the final version of the BEPS Action 4 interest expense provision to recommend a limitation on interest expense exceeding 30 percent of earnings before interest, taxes, depreciation and amortization.

“ Any progressive limitation on interest deductibility ultimately recommended by BEPS should take into consideration contemporaneous borrowing rates ”

Although limiting excessive interest deductions and preservation of a country's tax base have long been policy concerns of many countries, BEPS is the first instance in which widespread international cooperation has occurred to coordinate the development of domestic tax laws to impose limitations on base erosion through the use of interest deductions and other financial payments. As BEPS has matured within a short timeframe, several organizations have been outspoken concerning the inordinate detrimental impact that BEPS will have on U.S. businesses. The Chair of the Business Roundtable Tax and Fiscal Policy Committee, Louis Chenevert, observed that "the Treasury must bear in mind that the U.S. tax system with its singularly high rate and worldwide system is badly out of line with international norms. Until [U.S.] reform occurs, however, measures aimed at restricting base erosion – e.g., limits on deductions or income inclusions – will have a disproportionate adverse impact on U.S.-based companies and U.S. operations." In a recent letter to U.S. Treasury Secretary Jack Lew, Senate Finance Committee Chairman Orrin Hatch and House Ways and Means Committee Chairman Paul Ryan expressed particular concern related to BEPS

Action 4: "interest-deductibility limitation proposals on the basis of questionable empirics and metrics." While potential hardship may result for U.S. companies as a direct consequence of BEPS Action 4, the U.S. domestic tax law still bears its own inadequacies incident to the shortcomings of Section 163(j) (i.e., "earnings stripping" rules) to impose a sensible limitation on thinly capitalized U.S. corporations' deductibility of outbound interest payments.

U.S. Limitation on Deduction for Interest on Certain Indebtedness

Since 1989, the United States has had in place its own limitation on interest deductibility in order to preserve the U.S. tax base from erosion. The earnings-stripping rules of Section 163(j) often apply to limit the deduction of interest by thinly capitalized U.S. corporations when U.S. corporate debt is financed by foreign related parties. Although the perceived abuse arises in part from an anticipated loss of U.S. tax revenue from thinly capitalized

...cont'd on page 11

JURISTES & FISCALISTES

A Sensible Limitation on Cross-Border Interest Expense

article by Darlene Hart and Jonathan D. Tiegerman, US Tax & Financial Services



...cont'd from page 10

U.S. corporate borrowers, the former policy is supposedly served by activating Section 163(j) in the presence of a U.S. corporation having a debt-to-equity ratio merely exceeding 1.5-to-1 at the close of the year. See *Green Bay Structural Steel, Inc. v. Commissioner*, 53 T.C. 451 (1969) (*debt to equity ratio of 5 to 1 was not inordinately high; not thinly capitalized*); see also *withdrawn* Treas. Reg. §1.385-6(f)(3) (*debt to equity ratio of 10 to 1 or less is not excessive*). Upon exceeding the debt-to-equity threshold of Section 163(j), a U.S. corporation's related party interest expense may be currently disallowed (*i.e., suspended*) to the extent the corporation's net interest expense exceeds a limitation. This limitation is determined by taking the sum of (i) any unused excess Section 163(j) limitation available from the three previous tax years and (ii) 50 percent of the current year taxable income before taking into account net interest expense, net operating losses, the domestic production activities deduction, and any allowable depreciation, amortization or depletion deductions. Amounts of disallowed interest expense may be carried forward for use in subsequent tax years.

Meanwhile, the limitation on interest deductibility imposed by Section 163(j) may cease to apply if the lender should no longer remain to be a related person, for instance, upon the lender's disposition of its shareholdings in the borrower. Thus U.S. earnings stripping rules would cause a non-U.S. shareholder of a U.S. corporation that has also loaned monies to the U.S. corporation to suffer a time-value-of-money cost (*though not a permanent cash-cost*) reflected in the value of the shares of the U.S. borrower. Disqualified interest deductions accruing on the loan from the non-U.S. shareholder, and subject to deferral under Section 163(j), would be liberated upon the non-U.S. shareholder's disposition of its shareholdings in the U.S. borrower.

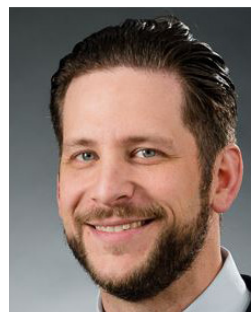
U.S. Corporate Debt and U.S. Corporate Tax Rates Leading up to Enactment of Section 163(j)

To fully appreciate the shortcomings of U.S. earnings stripping rules, one should consider the evolution of the capital structure which has occurred during the 20th century substantially influenced by changes in borrowing environments and market circumstances (*e.g., about the time that Section 163(j) was enacted, the applicable federal rate for short term securities issued in August 1989 was 8.86%; presently, the applicable federal rate for short term securities issued during August 2015 is 0.48%*). The enactment of Section 163(j) comes on the heels of a decade-long eruption of leveraged buyouts. These transactions in many instances involved domestic acquirers and were not driven with the same *malus* for U.S. tax avoidance as marked by modern day inversions. The Joint Committee in 1989 published statistics putatively demonstrating a rising trend of erosion of the U.S. tax base by virtue of several statistical metrics. The Joint Committee pointed to a six percentage point increase in the cash flow of non-financial corporations devoted to net interest payments during the period 1971 through 1985. See Tax Policy Aspects of Mergers and Acquisitions: Hearings Before the House Committee on Ways and Means, 101st Cong., 1st Sess., pt. 1, at 2 (1989). Also as support for its worries that excessive corporate debt posed a growing systemic risk in the market place, the Joint Committee observed that corporate debt as a percentage of gross national product rose in 1982 from 30.5 percent to 36.8 percent in 1987. See Misesy, Jr., Robert J., "Unsatisfactory Response to the International Problem of Thin Capitalization: Can Regulations Save the Earnings Stripping Provision, An," 8 Int'l Tax & Bus. Law. 171, 175 (1991). Although the debt-to-equity ratio of nonfinancial corporations according to GAAP value rose nearly 11 percentage points during...

Cet article est disponible en version intégrale sur le website -- www.gscgi.ch -- et en zone "membres" dès Novembre 2015.

Darlene Hart

Founder & CEO
US Tax & Financial Services
Membre du GSCGI
www.ustaxfs.com



Jonathan D. Tiegerman

Senior Corporate Tax Manager
US Tax & Financial Services
Membre du GSCGI
www.ustaxfs.com

L'AVIS DE L'ANALYSTE

Le bon, la brute et le truand... ou l'économie, les marchés et les Banques Centrales

...article de Patrick Morel, Fixed-Income Strategist

La question la plus légitime pour un investisseur est certainement de savoir si les marchés sont actuellement au plus haut ou au plus bas. Pourtant, l'observation des marchés actions et obligataires affiche apparemment des réponses en complète contradiction.

Après 6 années de hausse, les marchés actions ne sont manifestement pas au plus bas, mais plutôt au terme d'une des plus longues et fortes périodes haussières à l'image du S&P500 qui a gagné 212% jusqu'à son plus haut de fin mai, pour une performance annualisée de 20%. En Europe, après une année 2014 de performances globalement nulles, le QE de la BCE a réussi dans un premier temps à pousser artificiellement les marchés actions à la hausse d'environ 20%. Mais, depuis mi-avril, ces performances ont déjà été complètement résorbées. La magie des QE s'étant estompée, et les plus hauts boursiers dépassés, ces facteurs annoncent le retour d'une tendance baissière qui, à l'instar des précédentes corrections de 57% débutées en 2000 et 2007, illustrent le début d'une longue période de contraction de la croissance économique.

A l'inverse, les taux obligataires bas sont généralement interprétés comme la signature d'un plus bas de cycle économique, prêt pour une prochaine période d'expansion.

De plus, les annonces par la FED d'une hausse imminente de son principal taux directeur semblent plaider en faveur d'un plus bas économique. Cependant, est-ce que les niveaux actuels des taux proche de zéro sont véritablement la démonstration d'une économie au plus bas et la certitude de sa relance prochaine?

Taux obligataire négatif

Un taux obligataire est comme une pièce de monnaie à deux faces. Pour un investisseur sur les marchés financiers, un taux obligataire représente un espoir de performance moyenne (*rendement-à-l'échéance*); or attendant rationnellement une performance positive, l'investisseur accepte difficilement des taux nuls, et encore moins négatifs. De l'autre côté, pour les emprunteurs au sein de l'économie réelle, un taux obligataire représente un coût de l'argent appliqué lors d'un emprunt.

Par conséquent, au regard des quantités pharaoniques de liquidités fraîchement créées par certaines Banques Centrales pour alimenter leurs programmes de Quantitative Easing (QE), il est alors tout à fait normal que ces excès massifs d'Offre de monnaie fassent chuter la "valeur de l'argent", mais aussi que leurs coûts puissent devenir négatifs jusqu'à leurs résorptions, volontaires ou forcées lors d'un crash.

Toutefois, la décision par une Banque Centrale de faire simplement "disparaître" des montagnes de liquidités n'a encore jamais été observée...



*“ La question la plus légitime
pour un investisseur est certainement de savoir
si les marchés sont actuellement
au plus haut ou au plus bas. ”*

Taux durablement bas

Avec des niveaux de taux à nouveau globalement proches de zéro, nous sommes en apparence dans une situation comparable au lendemain de la seconde guerre mondiale, après avoir atteint des plus

hauts en 1981, à l'instar des FED funds atteignant 22.36% et des dettes US à 10 ans 15.68%.

Toutefois, la différence profonde est qu'au début de ce Super Cycle de croissance structurelle à long terme l'énorme besoin de reconstruction représenta un exceptionnel moteur de croissance, qui fut à l'origine des "30 Glorieuses de l'Economie réelle", alors qu'à ce jour nous sommes en situation d'absence de moteur de croissance structurelle pour l'avenir. De plus, avec des taux proches de zéros et des gouvernements surendettés, toutes politiques conjoncturelles, monétaires et budgétaires, sont devenues complètement inefficaces. En fait, la décision irresponsable d'accepter des politiques budgétaires continuellement expansives a certes permis de faire briller quelques politiciens distribuant généreusement des fonds qu'ils ne possédaient pas, mais a surtout eu pour conséquence désastreuse de reporter le poids de la dette sur les prochaines générations.

Aujourd'hui, le surendettement général des Etats, ainsi que des Particuliers, nous prive de la capacité à procéder aux

...cont'd on page 13

L'AVIS DE L'ANALYSTE

Le bon, la brute et le truand... ou l'économie, les marchés et les Banques Centrales

...article de Patrick Morel, Fixed-Income Strategist

...cont'd from page 12

investissements publics essentiels pour la restauration d'une croissance à long terme par un accroissement temporaire de la dette, et rendra aussi impossible le remboursement des dettes contractées par les générations précédentes.

La seule incapacité à accroître encore plus les niveaux d'endettements suffira à faire chuter le peu de croissance actuelle déjà proche de zéro, alors que leurs remboursements annoncent, à ne pas en douter, une période de profonde et durable récession. De plus, l'informatique qui est au cœur de profondes mutations de l'économie nous fait aussi entrer dans une nouvelle révolution industrielle. Néanmoins, l'informatisation des tâches sera à l'origine de destructions d'emplois aux ampleurs et rapidités bien supérieures à celles subies ces 30 dernières années par la robotisation et les délocalisations dans le secteur secondaire.

En résumé, étant à la conjonction de la fin d'un cycle de croissance conjoncturelle d'environ 6 ans et structurelle de plus de 60 ans, la situation actuelle d'absence de moteur de croissance à long terme et de surabondance des deux "facteurs de production simple" d'une économie que sont le "travail" et le "capital" n'augure pas vraiment de perspectives d'inflation et de croissance, mais seulement d'encore plus de profits pour les plus grands groupes multinationaux.

A l'instar de la période entre les 2 guerres mondiales, le scénario d'une longue période de taux bas semble beaucoup plus réaliste, en espérant ne pas répéter celui d'une "Grande Dépression". En réalité, au regard de l'Histoire cette dernière période de 60 années de forte croissance et inflation toujours positive représente plutôt une anomalie. En effet, les siècles précédents ont vu se succéder des périodes de croissance et de décroissance, ainsi que d'inflation, propice aux emprunteurs, et de déflation, propices aux investisseurs.

Hausse des taux de la FED

Dans un environnement général de croissance mondiale moribonde et de pressions déflationnistes, la question de la pertinence d'une hausse de taux directeurs de la FED se pose. Malgré un dernier chiffre révisé et annualisé de 3.7% pour la

croissance du PIB US au second trimestre, la justesse de cette valeur et la capacité de tenir ces niveaux laissent songeur.

En effet, en comparaison directe avec la valeur précédente de 0.6% au 1^{er} trimestre, ainsi que la moyenne annuelle de 1.56% durant ces 10 dernières années, la croissance US n'est pas durablement au-dessus de sa moyenne de 3.10% depuis 1960, ni de 3.46% pour le monde.

Conceptuellement, le déclenchement d'une politique monétaire restrictive est par essence "réactif", car elle découle de la démonstration préalable de l'existence d'une croissance forte et pérenne. Par conséquent, toute décision actuelle de hausse du taux des FED funds reposerait pour la première fois sur un mécanisme "proactif", qui ne serait alors manifestement pas motivé par le seul critère de la croissance de l'économie américaine.

En effet, une décision précipitée de hausses des taux US aurait pour conséquence de tuer dans l'œuf tout redémarrage de la croissance dans les pays dits développés globalement surendettés. Sachant que le danger ne

repose pas sur leur niveau d'endettement, mais sur le service de la dette à travers les sommes versées en intérêts, toute hausse des taux démultipliant les coûts d'endettement aurait pour conséquence d'étrangler toute tentative de relance économique. Donc, même dans l'hypothèse de l'exceptionnalité d'une croissance de l'économie US, la décision précipitée d'une hausse des taux directeurs de la FED servirait alors plutôt des ambitions géopolitiques sur le champ de bataille de la guerre du commerce international.

En fait, le simple "effet d'annonce" d'une future hausse possible du FED fund a suffi à produire un des principaux effets d'une politique monétaire restrictive par une appréciation générale du USD, dont un gain proche de 20% contre l'EURO, tout en se réservant le droit de recourir ultérieurement...

Patrick Morel
Fixed-Income Strategist
morel.patrick@bluewin.ch

Cet article est disponible en version intégrale sur le website -- www.gscgi.ch -- et en zone "membres" dès Novembre 2015.

Banks Line Up for Data-Sharing Service

[...] Banks have been signing up in large numbers for an information-sharing service established by the Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication that reduces the cost of checking out potential customers [...]

[...] Swift said Tuesday it has signed up 1,125 financial institutions for its “Know Your Customer Registry.” [...]

[...] The Wall Street Journal recently reported that J.P. Morgan Chase & Co., Goldman Sachs Group and Morgan Stanley are working on a similar data-sharing enterprise focused on the reference data associated with financial instruments [...]

[...] Mr. Claeys said Swift hopes to sign up all 7,000 correspondent banks that have a relationship with the organization, as well as banks outside its network. [...]

Read more: <http://blogs.wsj.com/riskandcompliance/2015/09/15/banks-line-up-for-data-sharing-service/>

Source: The Wall Street Journal – September 16, 2015

CFB

The Hot Thing for Wall Street Banks: Capital-Relief Trades

[...] Faced with new global regulations requiring them to strengthen their capital, big lenders in the U.S. and Europe have turned to a trading tactic that flatters their positions without actually raising extra funds [...]

[...] The Office of Financial Research, a U.S. Treasury office created to identify financial-market risks, is suggesting the trades run the risk of “obscuring” whether a bank has adequate capital and pose other “financial stability concerns.” [...]

[...] Capital-relief trades are opaque, little-disclosed transactions that make a bank look stronger by reducing its “risk-weighted” assets [...]

[...] In a capital-relief trade, a bank can keep a risky asset on the balance sheet, using credit derivatives or securitizations to transfer some of the risk to a hedge fund or other investor [...]

Read more: <http://www.wsj.com/articles/the-hot-thing-for-wall-street-banks-capital-relief-trades-1439852844>

Source: The Wall Street Journal – August 17, 2015

CFB

Eurozone races to restructure Greek banks as bail-in looms

[...] EU authorities find themselves in a bind: if they are to keep their promise not to touch deposits, they must complete the bank restructuring in little more than three months — before separate EU rules on bank bailouts come into effect on January 1. [...]

[...] Under those rules, any eurozone bank that accepts government financial assistance must first “bail in” creditors totalling 8 per cent of the bank’s liabilities [...]

[...] In effect, that means first wiping out shareholders, then lower-priority bondholders and, if that is not enough, senior bondholders and deposits over €100,000 [...]

[...] The idea, strongly supported by Berlin, was to reduce the cost to taxpayers of bank bailouts [...]

Read more: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/34246a94-563e-11e5-a28b-50226830d644.html#axzz3mM7eyZHv>

Source: Financial Times – September 16, 2015

CFB

Treasury to Delay Enforcing Part of Tax Law That Curbs Offshore Tax Evasion

[...] Move on FATCA is regulatory victory for banks [...]

[...] The latest move by Treasury will push back the start of withholding for many types of transactions—such as stock trades—from 2017 until 2019. Withholding for some other types of payments has already begun.

[...] The change will give banks more time to come into compliance with FATCA [...]

[...] In effect, the withholding amounts to a kind of U.S. tax penalty on noncompliant financial institutions. [...]

Read more: <http://www.wsj.com/articles/treasury-to-delay-enforcing-part-of-tax-law-that-curbs-offshore-tax-evasion-1442609347>

Source: The Wall Street Journal – August 17, 2015

CFB

IN GLOBO CONTINUED ON PAGE 15

CONTINUED FROM PAGE 14

EPFL hosts AMaMeF and Swissquote Conference 2015

The 7th General AMaMeF and Swissquote Conference 2015 took place at the SwissTech Convention Center at EPFL from September 7 to 10. AMaMeF stands for “*Advanced Mathematical Methods in Finance*”, a European research network that was created with the support of the European Science Foundation in 2005 for the development of mathematics for finance. The network spreads around sixteen European countries, including Switzerland. Next to fostering the training of young scientists in quantitative finance, it organizes a general conference every two years.

The 7th General AMaMeF conference was held jointly with this year's traditional Swissquote conference at EPFL, an annual event organized by the Swissquote Chair in Quantitative Finance at EPFL since 2010. This international four day conference featured ten plenary talks and about seventy invited paper talks held in parallel sessions. In addition, about twenty young researchers were given the opportunity to present their results on posters during the conference. The program embraced the various present *most prominent areas of quantitative finance* such as credit risk, liquidity risk, systemic risk, model risk, limit order markets, information structures and long-memory models, interest rates modeling, energy finance, and various fundamental aspects of portfolio optimization, numerical methods, and econometrics. The program also touched on *fundamental research in financial mathematics*, including stochastic analysis, backward stochastic differential equations, stochastic control and calculus. A stream of sessions was devoted to *polynomial models in finance*, gathering research related to the ERC Starting Grant POLYTE of EPFL Professor Damir Filipovic. The conference also featured a special practitioner's session organized by the Quantitative Asset Management team of Swissquote.

The conference brought together *leading finance scholars and practitioners* who provided firsthand insights in cutting-edge mathematical methods in finance. *Darrell Duffie from Stanford University* presented recent research for improving the efficiency of so-called over-the-counter markets, which constitute the predominant form of trading commodities and financial instruments. *Alexander Schied from the University of Mannheim*

presented new examples of test integrators for pathwise Ito calculus. *Kay Giesecke from Stanford University* proposed a neuronal dynamic model for mortgage delinquency and prepayment based on a very large set of US data which provides accurate forecasts for managing default risk in mortgage portfolios. *Alexander Lipton from Bank of America and Oxford University* compared existing theories of money creation and presented a novel model describing the stability of the interconnected banking network. *Beatrice Acciaio and Constantinos Kardaras, both from the London School of Economics*, addressed the fine properties of the information structure and stochastic equilibria in mathematical models for incomplete financial markets. *Francesca Biagini from the University of Munich* analyzed various long term interest rates, which can constitute suitable discounting factors for investments over long time horizons. *Rene Carmona from*



Princeton University presented new mathematical results for the modeling of bank runs. Such models provide a clearer understanding of the mechanisms underlying bank runs and thus provide the tools for preventing them. *Jan Kallsen from the University of Kiel* explored the question whether any American option can be represented as a European option whose price dominates the American option

payoff at any time. *Chris Rogers from the University of Cambridge* presented numerical methods for an efficient pricing and hedging of high-dimensional Bermudan options.

A key event in the program was the panel discussion on *future directions and challenges for mathematics in finance*, featuring Rene Carmona, Darrell Duffie, Alexander Lipton, and Chris Rogers. The panel touched on some big open mathematical problems, including a coherent axiomatic approach for valuation adjustments for over-the-counter trades, the design of stress scenarios for systemic risk management, high frequency and big data analysis in finance, and large scale optimization. The discussion underlined the *cross-disciplinary nature of mathematical finance with strong links to finance, mathematics, and engineering*.

The conference attracted 180 participants from 14 countries. It was sponsored by Swissquote, the Swiss Finance Institute, the ERC Starting Grant Agreement n.307465-POLYTE, and the Centre of Advanced Study of Oslo.
Carole Bonardi

LA REUNION MENSUELLE DU GSCGI

2015, Sep. 18 - Geneva: Désordres Obligataires, Désordres Monétaires: quelles options pour les investisseurs?

...article de Cosima F. Barone



Daniel FERMON

Head of

Cross Asset Thematic Research

SOCIÉTÉ GÉNÉRALE

Membre Partenaire du GSCGI

www.sgcib.ch

Daniel Fermon développe une approche thématique des marchés financiers. Monsieur Fermon a rejoint Société Générale Corporate & Investment Banking en 2004.

Il a, auparavant, travaillé comme Responsable des Actions Européennes chez «Banque Neufilze», la filiale française du groupe ABN Amro.

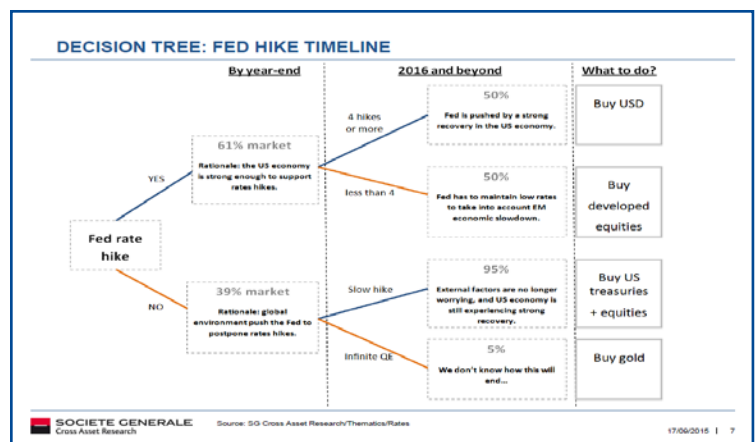
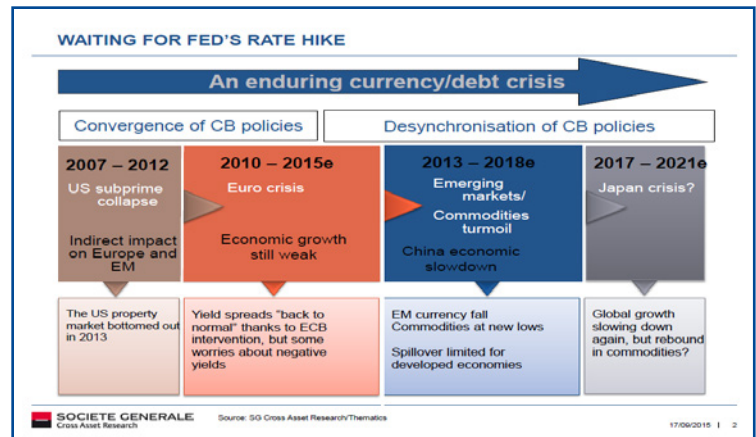
Monsieur Daniel Fermon est diplômé de l'Institut Supérieur de Gestion (ISG), qui est une école Internationale de Commerce.

Après la pause estivale, les conférences d'automne du GSCGI ont débuté vendredi 18 septembre avec un thème ambitieux proposé par la Banque Société Générale, Membre Partenaire du GSCGI. Avec maestria et une précision "chirurgicale", **MONSIEUR DANIEL FERMON** dissèque le monde, l'action des plus importantes banques centrales, l'évolution économique et celle des marchés financiers. Tout au long de son intervention, il nous délivre une analyse économique et financière, précise et complète, et des conseils pour les investisseurs clairs et documentés, démontrant une grande aisance et une connaissance approfondie de l'actualité économique globale.

Monsieur Daniel Fermon annonce d'emblée que les désordres monétaires et obligataires actuels soulignent que nous nous trouvons, depuis 2007, dans une crise financière d'une ampleur sans précédent et comparable à celle des années '30, bien que l'approche actuelle soit très différente. *Voir les infographies à droite...*

On observe l'aspect global de cette crise, qui est composée de quatre phases bien distinctes. La crise des sub-primes est derrière nous, l'économie européenne manque de vigueur, les pays émergents sont en pleine tourmente suite à l'effondrement du prix des matières premières, et la crise japonaise tend à se pérenniser. Dans ce contexte, les banques centrales, tendant normalement à avoir des stratégies convergentes, montrent désormais des signes clairs d'un début de désynchronisation.

Après avoir injecté dans les marchés financiers la somme colossale de \$3.5 trilliards, la Fed a pu éviter que la crise ne s'aggrave et a permis au système financier de survivre. Une hausse des taux directeurs U.S., soit en décembre ou en début de 2016, reste une certitude compte tenu du bas niveau du chômage et de la vigueur de son économie. Cependant, la problématique de la Fed n'est pas la seule préoccupation des investisseurs. Monsieur Daniel Fermon évoque dans son exposé d'autres problématiques, notamment celle de la Chine et du Japon. La Chine, dont la croissance économique forte est la pierre angulaire de son développement stratégique, a des difficultés à passer d'un modèle basé sur le développement des infrastructures et de l'export à un modèle basé sur la consommation (*moins de 40% du PIB, contre plus de 60% dans les pays développés et 70% aux USA*), d'où une croissance économique qui donne des signes évidents de léthargie. De



LA REUNION MENSUELLE DU GSCGI

2015, Sep. 18 - Geneva: Désordres Obligataires, Désordres Monétaires: quelles options pour les investisseurs?

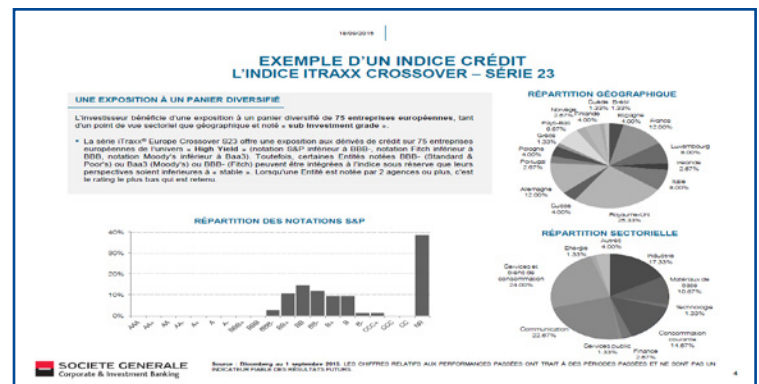
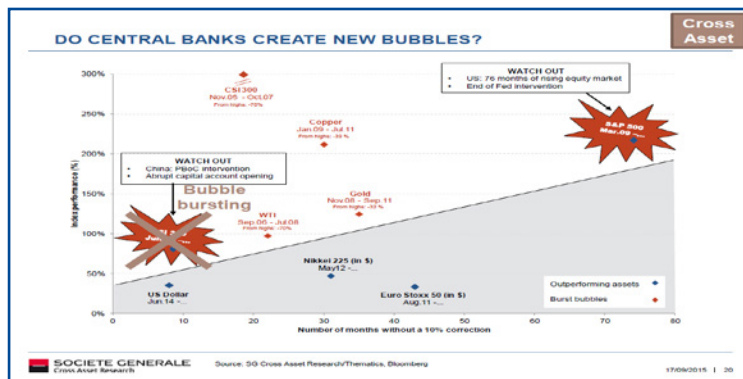
...cont'd from page 16

plus, il faut considérer le facteur démographique, en particulier le vieillissement de la population et la diminution des effectifs de travail. En effet, il se creuse un grand fossé entre les chiffres annoncés et l'économie réelle. Dans ce contexte, le risque est que Pékin se laisse tenter par l'exemple Japonais (*absence de réformes et décennies perdues qui ont conduit à un endettement de 230%/PIB*) afin de gérer "avec autorité" la crise financière et d'éviter l'éclatement de la bulle qui engendrerait du désordre social difficilement contrôlable. Le tableau est noir, mais Monsieur Daniel Fermon reste convaincu que cette vision est excessive.

Les banques centrales, créent-elles des bulles financières? La question est posée. Néanmoins, dans les pays développés, les banques centrales restent déterminées à intervenir en cas de

En deuxième partie de conférence intervient **MONSIEUR THOMAS CARREGA** (*Global Markets - Cross Asset Solutions-Suisse*) oriente les participants à s'intéresser à:

- l'univers du "high yield" européen qui devrait bénéficier de l'assouplissement quantitatif de la Banque Centrale Européenne (BCE). De plus, ce secteur présente un risque de défaut relativement faible;
- les obligations synthétiques, dont il explique amplement le mécanisme;
- l'indice ITRAXX Crossover - Série 23, qui permet l'exposition à un panier diversifié d'actifs; (*voir l'infographie suivante*)

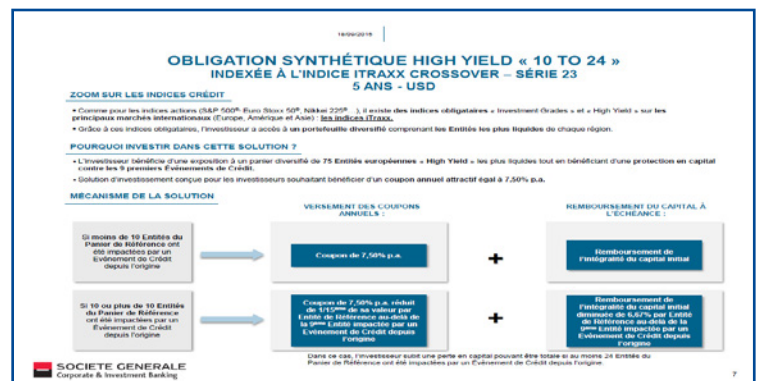


besoin. Et, en l'absence de coordination, la volatilité va perdurer sur toutes les classes d'actifs, tant au niveau des actions que des obligations et des monnaies.

Tout en soulignant que les risques géopolitiques sont présents, Monsieur Daniel Fermon se montre rassurant, non sans ignorer le climat de crise et la forte baisse des monnaies dans plusieurs pays émergents (*Brésil, Russie, etc.*). Il ne faut pas craindre une hausse des taux U.S., et encore moins la forte baisse de la bourse chinoise (*encore en cours*) même si cela se traduit par des turbulences sur les marchés (*le Japon et le NASDAQ ont bien survécu à des crises majeures*).

Il faut encore se tenir à l'écart des pays émergents (*Forex*) et des matières premières. Si l'Inde mérite un regard particulier, il est prématuré de s'y intéresser pour l'investissement. Même l'or reste insensible à des facteurs qui par le passé auraient inspiré un fort rebond. De fait, Monsieur Daniel Fermon pense qu'il n'existe pas d'actifs refuges actuellement et que pour le dernier trimestre, les investisseurs ont plutôt intérêt à concentrer leurs investissements sur les actions U.S. et européennes ou sur le crédit européen.

- l'obligation synthétique "high yield 10 to 24", indexée à l'indice ITRAXX Crossover - Série 23, maturité 5 ans, USD; illustré dans l'infographie suivante.



Cette conférence s'est conclue par une très riche session de questions fort pertinentes de l'auditoire. Inutile de préciser que les réponses furent généreusement précises et détaillées. Nous vous encourageons, donc, à continuer à participer nombreux aux conférences du GSCGI.

BOOK REVIEW

Phishing for Phools, by *George Akerlof and Robert Shiller*

We're All 'Phools': Nobel Laureates Have a New Critique of Capitalism

Excerpts:

The world's most powerful social and economic tool is the free global market. It enables the world's adults to trade with one another. Worldwide, there are some 25 quintillion possible pairs of buyers and sellers. A quintillion is a big number, with 18 zeros...

Not all of those new ideas are good-for-you/good-for-me. Some of them are good-for-you/bad-for-me. And associated with such ideas come the tricks to inveigle me into buying in...

Free markets open us up to those who seek to influence us to do what they want, but not necessarily what is good for us. They allow us, in other words, to be phished in the broad sense of that term. We live in a world where some five billion adults can phish us for phools...

We have intentionally opened ourselves up to such exploitation...

Shiller's Cape holds lessons for bull run

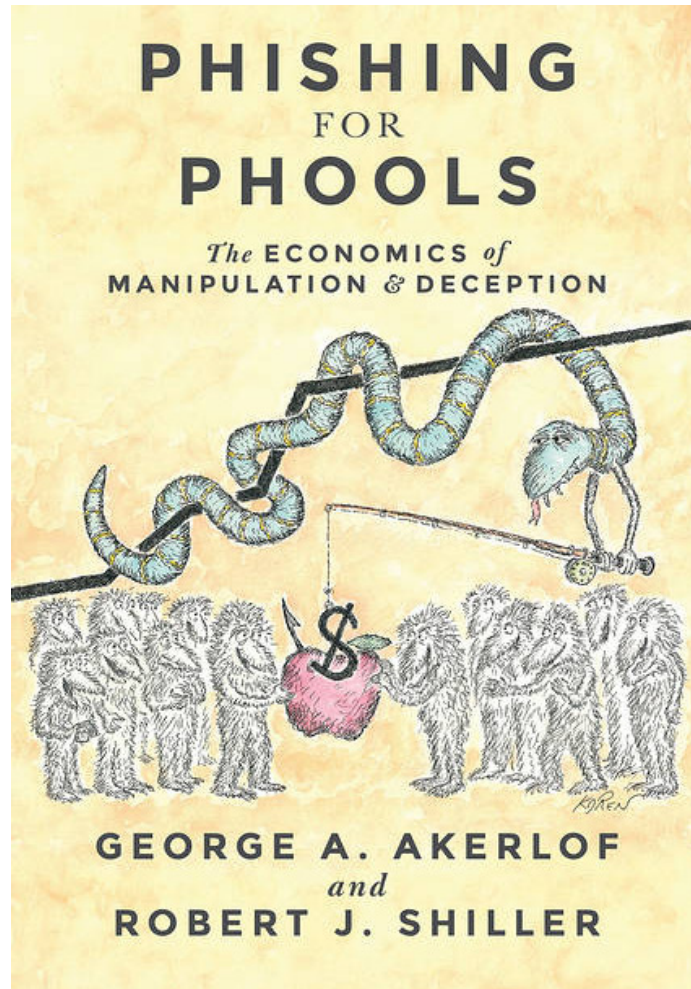
Nobel laureate's technique for adjusting price/earnings multiples for the cycle sends warning sign...

Cape (*Cyclically Adjusted Price/Earnings multiple*). What is it good for? He famously used it in a 1999 book to show that US stocks were in the grip of their worst bubble...

Cape showed further relevance by persistently signalling that US stocks were overpriced during the credit-fuelled fools' rally from 2003 until the credit crisis started in 2007...

But for five years now it has remained stubbornly above its long-term average, suggesting people should think twice about staying in the stock market, and the US market has continued to rise...

Must Cape join a number of other Nobel-garlanded financial concepts that have been ridiculed ever since modern investment techniques failed so spectacularly during the crash of 2008? we can always take the moral course of action if we choose to... Not necessarily...



Read more: <http://www.wsj.com/articles/were-all-phools-nobel-laureates-have-a-new-critique-of-capitalism-1442344177>

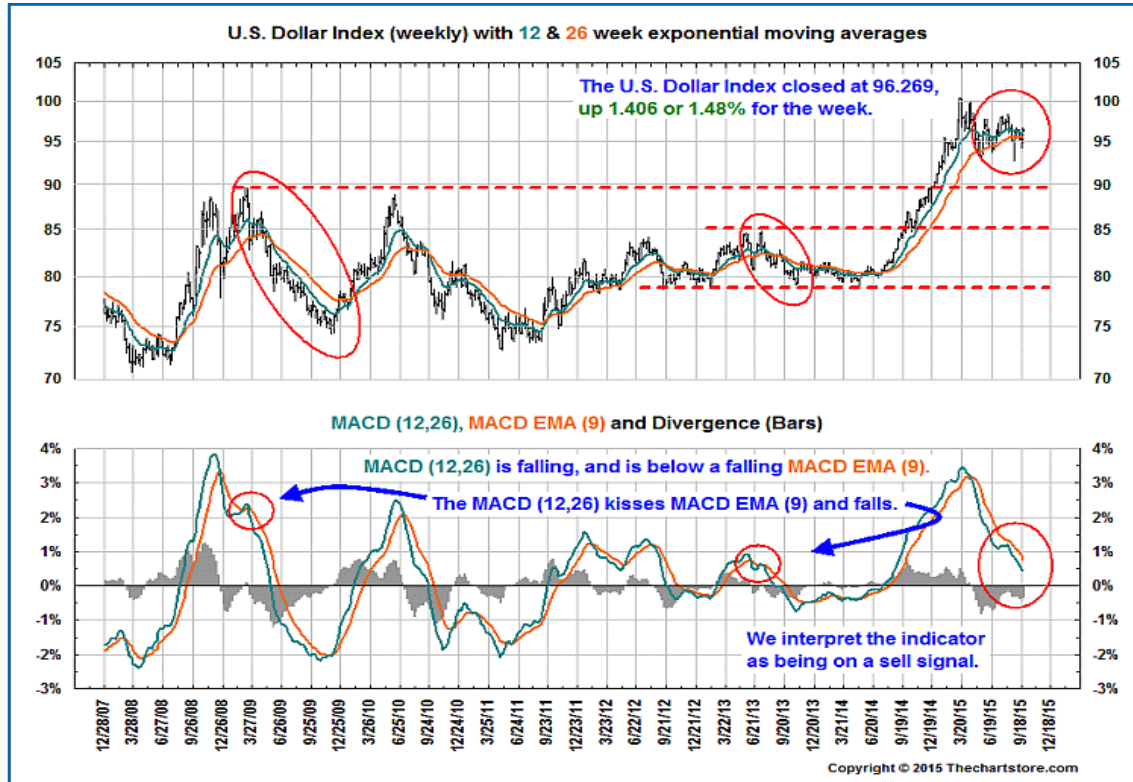
Read more: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/b410981c-5bda-11e5-9846-de406ccb37f2.html#axzz3kxGz1mUs>

The Wall Street Journal - Sept. 15, 2015

Financial Times - Sept. 16, 2015

CLIN D'OEIL À L'HISTOIRE

The Almighty Buck



Although cash has so far beaten stocks and bonds, signs emerge in the graph on left inferring that the greenback might decline ...according to Ron Griess (*The Chart Store*).

True, MACD invites investors to be cautious ahead, but it is not entirely sure (*at this point in time*) how the technical formation will evolve next. A potential downtrending channel would be a bullish pattern.

Historical Graph:
courtesy of *The Chart Store*
www.thechartstore.com

Cosima F. BARONE
FINARC SA

Membre du Conseil du GSCGI,
www.finarc.ch -- c.barone@finarc.ch

CALENDRIER DES PROCHAINES REUNIONS MENSUELLES

Oct. 16, 2015/Geneva — Orateur: Philippe Yacoub & Andreas Ruhlmann, IG BANK, Membre Partenaire du GSCGI

Nov. 13, 2015/Geneva — Orateur: Dr. Prof. AYO BRUNETTI, Commission/DDF "Avenir de la Place Financière"

Réservez ces dates!

Les thèmes de Conférence sont communiqués par invitation et sur le site du Groupement — www.gscgi.ch
Non-Membres bienvenus — Inscrivez-vous!

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 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

LE SPONSOR D'OCTOBRE 2015

IG Bank — www.ig.com — Membre Partenaire du GSCGI

PASSER UN ORDRE, C'EST BIEN
CHOISIR LE NUMÉRO 1*,
C'EST MIEUX



Tradez différemment sur IG.com

IG.com

INDICES | ACTIONS | FOREX | MATIÈRES PREMIÈRES | BINAIRES

IG BANK

*No.1 du courtage en ligne des CFD dans le monde en termes de revenus, hors Forex (Source : états financiers publiés en juillet 2014)

Information contained herein is based on articles obtained from the authors, recognized statistical services, issuer reports or communications, or other sources, believed to be reliable. However, such information has not been verified by us, and we do not make any representation as to its accuracy or completeness. Any statement nonfactual in nature constitute only current opinions, which are subject to change.