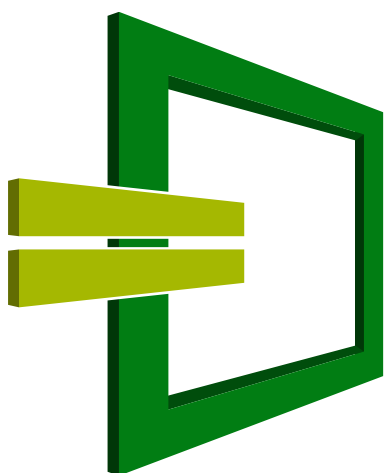




# LA SAGA DU PEPP:

## Un Enjeu pour les Intermédiaires Financiers?



*fecif*

Fédération Européenne des Conseils et Intermédiaires Financiers

[www.fecif.org](http://www.fecif.org)

## SOMMAIRE

<b>3</b>	EDITORIAL	<b>Why financial advisers need representation</b> <i>Paul Stanfield, Secretary General, FECIF</i>
<b>4-5</b>	SPONSOR DE MAI 2018	<b>La Saga du PEPP: un Enjeu pour les Intermédiaires Financiers?</b> <i>Simon Colboc, Membre du Comité Consultatif de la FECIF - <a href="http://www.fecif.org">www.fecif.org</a></i>
<b>6-8</b>	LES MEMBRES DU GSCGI	<b>FECIF informs...</b> <i>NewsFlash 42, 41, 37, 36 &amp; 35/2018, (EC, PEPP, ESMA, ESAs)</i> <b>CIFA informs...</b> <i>XVII<sup>th</sup> Intl Forum 2018 &amp; XVIII<sup>th</sup> Intl Forum 2019 — TRUSTING 13</i>
<b>9</b>	ASSURANCE PROFESSIONNELLE	<b>Assurance Cadre Responsabilité Civile ... pour les Membres du GSCGI</b>
<b>10-12</b>	JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE	<b>(1) Cadre juridique relatif à la protection du lanceur d'alerte insuffisant (CDBF); (2) France: Projet de loi relatif à la lutte contre la fraude (Baker McKenzie); (3) The unintended consequences of taxing the digital economy (Baker McKenzie)</b>
<b>13-17</b>	ANALYSES & PLACEMENTS	<b>Quel cycle haussier? ...article de Patrick Morel, Fixed-Income Strategist</b>
<b>18-19</b>	LE COIN TECHNIQUE	<b>(1) Eurostoxx50 (3518) Could Have a Bull Bias! ...B. Estier, BEST; (2) Late cycle dynamics – one last push up on risk assets, and then reduce your risk ...J.F. Onęgarzak, MJT; ...both Members of GSCGI</b>
<b>20-21</b>	IN GLOBO	<i>various by CFB</i>
<b>22-23</b>	GLOBAL EVENTS & AGENDA OF GSCGI'S MONTHLY CONFERENCES	<b>CIFA XVI<sup>th</sup> International Forum (Monaco, May 21-23, 2018)</b> <b>GSCGI/GE: tba</b>
<b>24-25</b>	LA RÉUNION MENSUELLE DU GSCGI	<b>GSCGI/GE: 2018, Apr. 20 — ISR 2.0: Au-delà des critères d'Investissement Socialement Responsable, la notion de Partage ... (Bluecap SA &amp; Banque Heritage) article de Cosima F. Barone</b>
<b>26</b>	BOOK REVIEW	<b>Advice And Dissent: Why America Suffers When Economics And Politics Collide ... by Alan S. Blinder</b>
<b>27</b>	CLIN D'OEIL À L'HISTOIRE LA PAROLE EST À VOUS	<b>Since 1880, Global Government Debts Have Rarely Been So High</b> <i>Cosima F. Barone, FINARC SA, Membre du Conseil du GSCGI</i>
<b>28</b>	SPONSOR DE MAI 2018	<b>FECIF — Fédération Européenne des Conseils et Intermédiaires Financiers — <a href="http://www.fecif.org">www.fecif.org</a></b>

## Editeur: G S C G I

### Secrétariat Général:

**NEW:**

7, rue François Veronnex  
CH - 1207 Genève / Suisse  
Tél. +41 (0) 22 736 18 22  
[secretariat@gscgi.ch](mailto:secretariat@gscgi.ch)

Zürich: [sekretariat@svuf.ch](mailto:sekretariat@svuf.ch)

Lugano: [segreteria@gscgi.ch](mailto:segreteria@gscgi.ch)

*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

### Why financial advisers need representation

It is becoming increasingly obvious that the financial advisory sector needs strong representation, not only to help avoid unnecessary and unworkable regulations but also to ensure a level playing field. Without such representation, the working environment is likely to become biased in favour of the so called “too-big-to-fail” institutions, to the detriment of many advisers and intermediaries – and consumers. The final text of the Insurance Distribution Directive, agreed in late 2015, is an excellent and tangible example of the importance of this advocacy. All of the major points raised by bodies such as FECIF were taken on board – and the adapted text was far more appropriate and feasible than previous drafts, which was all highly beneficial for our Members – and their clients. Via its Brussels Head Office, I believe that FECIF provides very strong and effective representation, lobbying stringently on behalf of its members. But what else should an effective trade association deliver for its members?

#### Regulatory knowledge, expertise and assistance

At the EU level, it is increasingly important to understand the specifics of regulation and the manner in which it is implemented. It is important that a trade body has the understanding and experience of the various markets within Europe, the pitfalls to avoid and the “local knowledge” that can reduce time and cost for its Members. Regular updates should be delivered to Members, with easy access provided to working documents from various entities, such as the European Commission, European Parliament, European Securities and Markets Authority (ESMA), European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) and the European Banking Authority (EBA). Summary information should highlight the key aspects that may affect Members, saving them time and helping to focus their efforts and activities. At FECIF, our Members also have access to our unique online database of EU directives, guidelines, regulatory technical standards and more. This is obviously a major benefit, with information thematically and chronologically classified.

#### Direct input to regulation

Effective representation should enable Members to input directly to EU consultations, gaining from the power of “a single voice” to help shape legislation and implementation – using their knowledge of what is viable and appropriate to ensure that good quality advice can be delivered to clients in a manner that is appropriate and understandable to them.

#### Image benefits

Within the wider public, Members of an independent trade body are generally seen as committed to both the sector and to high quality, appropriately regulated, compliant business, which enhances them in the eyes of consumers, in particular potential clients. Our Members display the FECIF logo on their websites to show that they are serious and conscientious professionals.

#### Market & product information

Such details should be made readily available to Members at no additional cost, as and where relevant. For instance, our experience and knowledge of many European countries and markets enables our Members to more easily and effectively work within their own region and/or consider other locations. A monthly e-newsletter should provide beneficial information in an easy and simple format, with further details only one click away.



#### Conferences, seminars and workshops

Trade Associations should hold and support relevant events whenever appropriate – and Members should be able to attend these at no cost. For a pan-European body, there should be unique and market-leading events, bringing together national adviser associations from across Europe along with consumer groups, MEPs, regulators and industry experts, wherever possible.

#### Networking

The pooling of knowledge, information, expertise and experience that Members should obtain is invaluable in helping to frame future business plans and strategies. Members are then better equipped to cope with – and potentially blossom – in the likely working environments of the future.

#### Direct involvement

Members should be able to nominate key individuals for working groups and committees in order to pro-actively shape the Association's policy and influence EU regulations and their implementation.

#### About FECIF

We have a number of membership categories: (1) available to Trade Associations and organisations who represent and/or support financial advisors and intermediaries in Europe; (2) relevant to companies or individuals performing the role of a financial advisor or intermediary in Europe, or looking to develop on the Continent; (3) for companies or individuals providing products and/or services to financial advisors or intermediaries in Europe.

The above benefits are provided and delivered to all Members, irrespective of category.

**If you are not represented at present, or not effectively so, you should definitely and strongly consider what you are missing out on.**

## LA SAGA DU PEPP: UN ENJEU POUR LES INTERMEDIAIRES FINANCIERS?



### La Saga du PEPP: un Enjeu pour les Intermédiaires Financiers?

*L'initiative européenne sur les Pensions individuelles pan-européennes (Pan-European Personal Pensions ou PEPP) fait couler beaucoup d'encre, sans qu'il soit toujours facile de discerner les enjeux réels.*

*Alors, 'machin' européen ou réelle avancée?*

Sur le plan macro-économique, tout le monde convient qu'il est urgent de renforcer les pensions à travers l'Europe. Partout les retraites du Premier Pilier, assurées par les états, sont sous pression, et elles le seront encore plus à mesure que les déficits publics se creusent. Les plans de pension du Second Pilier, organisés via les employeurs, sont également sous pression. Dans beaucoup de pays, les employeurs ne veulent pas supporter le poids du vieillissement démographique et de la baisse des taux, qui ont mécaniquement plombé les fonds de pension à prestations définies; ils s'orientent de plus en plus vers des régimes à cotisations définies, moins risqués pour eux mais en général moins avantageux pour les collaborateurs – ne serait-ce que parce que les cotisations sont souvent insuffisantes.

Le Troisième Pilier, épargne-pension individuelle, doit donc être développé pour épauler les deux autres et permettre de renforcer les retraites. Cela est vrai dans les pays dans lesquels le Premier Pilier est encore généreux ou le Second Pilier encore solide comme dans ceux qui ont accumulé moins de réserves.

D'ailleurs les membres de la FECIF l'entendent de toute part: leurs clients se préoccupent de plus en plus de leur

retraite. Un développement significatif de plans de pension individuels aurait un impact spectaculaire sur le marché européen de l'épargne à long terme; peut-être même comparable à celui qu'a eu le développement de l'assurance vie au cours du demi-siècle passé.

Des produits pan-européens auront un triple mérite: (1) suivre les citoyens dans leurs déménagements à travers les frontières, (2) élargir l'offre de solutions là où elle est peu développée et (3) créer plus de concurrence, donc de choix, pour les épargnants et leurs conseillers.

Les institutions bruxelloises ont lancé le chantier du PEPP, d'abord sous forme de rapport faits par les agences comme l'EIOPA. Un projet de Réglementation fut publié par la Commission mi-2017, puis un document de travail



**Simon Colboc**  
Membre du Comité Consultatif  
de la FECIF

...cont'd on page 5



## LA SAGA DU PEPP: UN ENJEU POUR LES INTERMEDIAIRES FINANCIERS?

du Parlement européen il y a quelques semaines et enfin un rapport du Conseil européen ces derniers jours. La 'machine bruxelloise' est lancée à plein régime, et force est de constater que pour une fois elle semble réellement avancer: chaque mouture du projet est plus proche que la précédente des besoins des citoyens.

La FECIF est bien entendu très attentive à ces développements et fait entendre la voix des intermédiaires auprès des régulateurs, soit directement soit à travers des groupes de travail plus larges. Nous soutenons pleinement le projet de PEPP, mais il reste à notre avis trois grands sujets à traiter avant que ce projet soit viable:

### 1. Prendre le taureau fiscal par les cornes

Nous savons tous que le traitement fiscal est vital pour le succès d'une offre d'épargne. Mais ceci doit être fait sans outrepasser les prérogatives des autorités nationales. Voilà qui ne se résoudra pas en inventant un 29<sup>ème</sup> régime à côté des 28 déjà existants, ni en décrétant que les PEPP doivent offrir 28 compartiments nationaux.

Un peu d'audace et d'imagination permettrait de proposer une solution qui couvre 95% des besoins: prévoir dans les PEPP deux compartiments: l'un fiscalisé à l'entrée (*et détaxé à la sortie*) et l'autre avantage à l'entrée (*et fiscalisé à la sortie*). Ainsi les règles nationales pourraient assez facilement s'appliquer et la portabilité serait assurée.

### 2. Offrir le choix du profil d'investissement par défaut

Le projet de PEPP prévoit un profil d'investissement par défaut. C'est un sujet important, car on peut prévoir qu'une très grosse majorité des sommes collectées ira sur ce profil. Les positions sont tranchées entre les partisans de fonds garantis de type assurantiel, et ceux qui considèrent qu'une gestion à horizon est mieux adaptée à la perspective à très long terme de l'épargne retraite.

En l'absence de consensus sur ce sujet, il paraît d'autant plus souhaitable que le PEPP fasse toute la place au conseil personnalisé pour permettre à l'épargnant de choisir ce qui lui convient.

### 3. Permettre aux épargnants de s'informer et de décider

Le sujet du conseil est à peine effleuré dans les projets de texte, or c'est un élément indispensable du futur dispositif. On peut se réjouir du progrès observé depuis les premiers textes il y a deux ans qui niaient le rôle des conseillers et

ne se cachaient pas de privilégier les robo-advisors. Il faut maintenant faire plus et donner pleinement sa place au conseil personnalisé.

Les enjeux de la retraite sont très importants et compliqués pour les particuliers, et les effets sont à très long terme. Tout ceci rend le choix difficile, et l'absence de conseil risque souvent de mener à l'absence de décision, au détriment de la santé financière à long terme des citoyens.

### Que faire maintenant?

Pour renforcer son poids sur le sujet mais aussi pour faciliter l'émergence de solutions mieux adaptées aux besoins des clients et des conseillers, la FECIF a mis en place le FECIF European Pensions Institute (FEPI). Le FEPI rassemble acteurs de la distribution, fabricants de produits (*banques, assureurs, gestionnaires d'actifs, spécialistes des fonds de pension*), associations de consommateurs et représentants du monde universitaire.

Il est donc ouvert naturellement à tous les membres de la FECIF, mais aussi aux acteurs qui ne sont pas membres de la Fédération mais s'intéressent de près au sujet de la retraite et de l'épargne à long terme en Europe.

Le FEPI a pour vocation d'alimenter le débat public, mais aussi et surtout de permettre à ces différents acteurs de se rencontrer et d'échanger directement. Il permettra aussi aux entreprises d'accéder à une expertise forte sur les enjeux de la retraite, les réglementations et les attentes des clients et de leurs conseillers. Ainsi nous espérons contribuer très concrètement à la réussite de l'épargne pension et à la transformation de l'épargne à long terme en Europe.



**Simon Colboc**  
Membre du Comité Consultatif de la FECIF

*Simon Colboc est Membre du Comité Consultatif de la FECIF (Fédération Européenne des Conseils et Intermédiaires Financiers), et Secrétaire-Général du FECIF European Pensions Institute.*

*Simon Colboc est le fondateur de Marwen, société spécialisée dans le développement d'offres innovantes d'épargne et d'investissement, et administrateur de la compagnie Nucleus Life AG.*

*Diplômé de l'Ecole Centrale de Paris, il a passé une douzaine d'années dans de grands cabinets de conseil en stratégie, six ans à la tête de la succursale française de l'assureur Prudential Plc et dix ans chez Fortis puis BNP Paribas, où il pilotait la distribution par les indépendants à travers l'Europe.*

*Il a vécu et travaillé à Paris, Hong Kong et Londres et vit maintenant à Bruxelles.*

## 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



DAVID CHARLET  
FECIF's  
Chairman of the Board  
www.fecif.org



JIRÍ ŠINDELÁŘ  
FECIF's  
Vice-Chairman



VINCENT J. DERUDDER  
HONORARY CHAIRMAN  
AND CHAIRMAN OF THE  
CONSULTATIVE COMMITTEE



\*\*\*

GSCGI  
is Member of  
FECIF's Board

#### FECIF NewsFlash 42/2018 — European Commission: Study on Distribution systems of retail investment products across the European Union

**Executive Summary** — The European Commission has today published a study on consumer financial services identifying obstacles that consumers continue to face in the EU when buying investment funds, investment-driven life insurance or private pension.

**Analysis** — This study follows previous Commission initiatives, such as its 2015 Green Paper as well as its 2017 Action Plan on Consumer Financial Services. It is part of the Commission's wider commitment to make markets work better for consumers as outlined in the Capital Markets Union (CMU) Action Plan.

By pointing to the remaining impediments, the study illustrates the role of EU legislation, such as MIFID II, PRIIPS and the Insurance Distribution Directive, which have recently entered into application as of this year or will soon apply. Specifically, the study finds that while consumers have access to a large and diverse range of products, they face challenges in collecting and comparing information across the board. It also notes that costs for similar products continue to be very different across Member States. The wide-ranging study also shows that seeking advice from non-independent advisors, such as banks and insurers, remains the norm for the average European investor. Lastly, the study underlined that the potential for new distribution models based on FinTech is promising but must be monitored carefully. In this context - and as part of its FinTech Action Plan - the Commission will examine the current landscape of digital interfaces that help individuals find suitable and cost-effective retail investment products across the EU's capital markets.

The Commission will organise a **public hearing on 29 June 2018** to exchange views on how to further improve the situation.

**Sources** — *The Report is available upon request to either FECIF or GSCGI.*

\*\*\*

#### FECIF NewsFlash 41/2018 — Bulgarian Presidency: Compromise proposal on PEPP

**Executive Summary** — The Bulgarian Presidency has sent to the National Delegations the proposal of compromise on the Proposal for a regulation on a pan-European Personal Pension Product (PEPP).

With respect to the first Presidency compromise proposal, the new text is marked in underlined bold and deletions are indicated in strikethrough. The [square brackets] highlight the parts of the text where no amendments were proposed. Recitals have been corrected only when directly related to provisions in the PEPP Regulation subject to amendments proposed by the Presidency have been introduced in order to ensure the consistency with the drafted Articles.

Please note that the text will be subject to further changes, but it can give an idea on the point of the discussion in Council. The Financial Services Working Party (*attachés + experts*) will meet on Wednesday 2 May to continue discussing the proposal.

**Sources** — *The Presidency compromise proposal is available upon request to either FECIF or GSCGI.*

...cont'd on page 7

## LES MEMBRES DU GSCGI

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

...cont'd from page 6

#### FECIF NewsFlash 37/2018 — ESMA: Update bonds transparency calculations for MiFID II

**Executive Summary** — The European Securities and Markets Authority (ESMA) has updated its MiFID II/ MiFIR transitional transparency calculations (TTC) for bonds. The update relates to the liquidity assessment for bond instruments except for ETCs and ETNs. Trading venues are expected to apply the new results from 23 April 2018.

**Sources** — *The Update is available [here](#).*

\* \* \*

#### FECIF NewsFlash 36/2018 — ESMA: Trends, Risks, Vulnerabilities (TRV) Report 2018

**Executive Summary** — The European Securities and Markets Authority (ESMA) has published its Trends, Risks, Vulnerabilities (TRV) Report No. 1, 2018.

**Analysis** — Developments such as the recent surges in cyber-attacks on financial firms, or technical glitches leading to flash crashes on trading venues, have heightened the sensitivity of market participants and regulators to potential disruptions in financial services providers' operations. To identify operational risks in its remit and monitor their development and complexity, ESMA is widening its analytical framework. In its article "Operational risk assessment – the ESMA approach", published in ESMA's latest Trends, Risks, Vulnerabilities (TRV) Report No. 1, 2018, ESMA underlines the importance of operational resilience of market participants in its remit, such as Central Counterparties (CCPs), Central Securities Depositories (CSDs) or Trading Venues. The article introduces ESMA's new systematic and comprehensive analytical approach to operational-risk monitoring in EU markets. ESMA will take a wide range of quantitative indicators into consideration, complemented by in-depth market intelligence. In doing so, ESMA focuses on three priority risk areas:

- market misconduct, such as market abuse, fraud, investor detriment and impairment of market data;
- infrastructure disruptions, such as system outages or unavailability of systems; and
- cyber-attacks which may lead to system outages, discontinuity in financial system operations and impaired integrity of client data.

On this basis, ESMA will cover its operational risk assessment in its semi-annual Trends, Risks, Vulnerabilities Reports, and further enhance the monitoring tools to

inform our understanding of these risks and their salience.

**Sources** — *The Report is available upon request to either FECIF or GSCGI.*

\* \* \*

#### FECIF NewsFlash 35/2018 — ESAs: Report on risks and vulnerabilities second half 2017

**Executive Summary** — The securities, banking and insurance sectors in the European Union (EU) face multiple risks, the latest report on risks and vulnerabilities by the Joint Committee of the European Supervisory Authorities (ESAs) shows.

**Analysis** — The ESA report for the second half of 2017 outlines the following risks as potential sources of instability:

- sudden repricing of risk premia as witnessed by the recent spike in volatility and associated market corrections;
- uncertainties around the terms of the UK's withdrawal from the EU; and
- cyber-attacks.

The ESA report also reiterates their warning to retail investors investing in virtual currencies and raises awareness for risks related to climate change and the transition to a lower-carbon economy. In light of the ongoing risks and uncertainties, especially those around Brexit, supervisory vigilance and cooperation across all sectors remains key. Therefore, the ESAs advise the following policy actions by European and national competent authorities as well as financial institutions:

- Against the backdrop of the potential for sudden risk premia reversals, supervisory stress testing remains a crucial tool for the management of systemic risk – these tests are to ensure that systemically relevant sectors and players are safe to withstand market shocks, such as insurance and occupational pensions sectors, central counterparties (CCP), banks and in the future asset managers;
- Brexit: the ESAs recommend EU financial institutions and their counterparties, as well as investors and retail consumers, to consider timely mitigation actions to prepare for the UK's withdrawal from the EU – including possible relocations and actions to address contract continuity risks;
- Cyber security: the ESAs encourage financial institutions to improve fragile IT systems, explore inherent risks to information security, connectivity and outsourcing. To support this, the ESAs will continue addressing cyber risks for securities, banking and insurance markets and monitor firms' use of cloud computing and potential build-up of cyber risks; and
- Climate change: the ESAs recommend financial institutions to consider sustainability risk in their governance and risk management frameworks and to develop responsible, sustainable financial products – moreover, supervisors should enhance their analysis of potential risks related to climate change for the financial sector and financial stability.

**Sources** — *The Report is available upon request to either FECIF or GSCGI.*

Caterina Vidal | Senior Consultant  
Cattaneo Zanetto & Co. | Rome | Milan | Brussels  
[www.cattaneozanetto.it](http://www.cattaneozanetto.it)



## LES MEMBRES DU GSCGI

Networking & la Vie de nos Collègues d'ailleurs

CIFA informs...

**CIFA's Annual International Forum**  
**"By Invitation Only"**  
[www.cifango.org](http://www.cifango.org)



**TRUSTING**  
The Independent Financial Advisor

**CIFA** [www.cifango.org](http://www.cifango.org) **€35 - N°13 - January/June 2018**

Join CIFA's  
**XVIth International Forum**  
in Monaco  
May 21-23, 2018

- 7** Going Beyond A "Duty of Care" to a "Culture of Care"! *Tony Mahabir*
- 27** Why is business embracing the Global Sustainable Goals? *Chantal Line Carpentier*
- 68** On Democracy Versus Liberty... *Steve H. Hanke*
- 88** Tax and Development: What the U.N. Gets Wrong and What the U.N. Doesn't Get Right ... *Daniel J. Mitchell*
- 90** The Caux Round Table for Moral Capitalism [www.cauxroundtable.org](http://www.cauxroundtable.org) ... *Steve B. Young*





## ASSURANCE PROFESSIONNELLE

### 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.

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 complété par le gérant pour demander les offres avec la preuve de sa qualité de membre et envoyé confidentiellement au courtier. Le GSCGI n'aura pas accès à ces informations.

### COUVERTURES D'ASSURANCES

#### Responsabilité civile professionnelle (RCPI)

Elle couvre les actes fautifs commis par la société du gérant indépendant ou l'un de ses représentants en cas d'erreur, d'omission dans le cadre de l'activité professionnelle qui entraînerait un préjudice financier d'un tiers.

##### *Les fautes les plus courantes sont:*

- Mauvaise exécution d'un ordre
- Oubli d'un délai
- Non respect de la stratégie convenue
- Rupture abusive d'un crédit
- Défaut de conseil
- Délit de fraude fiscale

##### *Qui est assuré?*

1. L'institution financière et / ou ses filiales
2. Toutes les personnes physiques agissant dans l'exercice de leur fonction dans la société (*salarié, stagiaire, dirigeant, administrateur*)

##### *Quelle est la couverture? L'assureur va payer:*

- Les frais engagés pour la défense des assurés
- Les dommages et intérêts dus au lésé après jugement et condamnation
- Les réparations résultant d'un accord amiable (*après acceptation de l'assureur*)

#### Responsabilité des dirigeants (D&O)

En tant que dirigeant de votre entreprise, vous n'êtes pas à l'abri de revendications à titre personnel même s'il s'agit d'une erreur d'un employé. En effet, un lésé peut aller chercher une responsabilité personnelle vers le directeur ou l'administrateur de la société pour obtenir réparation du préjudice sur les biens propres du dirigeant. Il peut vous être reproché une mauvaise décision ou de ne pas avoir pris une décision, d'avoir fait un choix stratégique contraire

au but social, d'avoir effectué des investissements hasardeux, communication financière insuffisante ou erronée, manque de surveillance des dirigeants ou d'une filiale. Font aussi partie les conflits du travail: licenciement abusif, discrimination, harcèlement.

*Qui est assuré?* Tous les dirigeants exécutifs et les administrateurs ainsi que leur famille directe.

##### *Quelle est la couverture?*

- Les frais engagés pour la défense des assurés à titre privé
- Les dommages et intérêts dus au lésé après jugement et condamnation
- Les réparations résultant d'un accord amiable (*après acceptation de l'assureur*)

#### Assurance Fraude (FR)

L'évolution technologique et économique des sociétés financières a beaucoup évolué et les risques au sein de ces entreprises aussi. Le risque de fraude devient élevé dans les services financiers surtout en fonction de l'importance croissante des équipements informatiques. L'infidélité et la malhonnêteté des employés sont aussi une source de fraude (*cas Falciani*). L'usage intensif d'internet fragilise les services en terme de risques de sabotage ou de terrorisme cybernétique. Des fraudes peuvent aussi être commises sur les marchés ou sur l'octroi des crédits.

##### *Qui est assuré?* L'entreprise

##### *Couverture d'assurance...*

Une telle assurance a pour but de garantir les pertes subies par la société suite à la fraude:

1. Commise par un ou plusieurs employés y compris la fraude informatique et le transfert de fonds
2. Fraude informatique interne ou externe (*hacking*)
3. Frais de procédure et honoraires d'avocat

## JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

### Cadre juridique relatif à la protection du lanceur d'alerte insuffisant

...article de Katia Villard — Centre de Droit Bancaire et Financier, <https://www.cdbf.ch/1001/>

Le 15 mars 2018, le Groupe de travail de l'OCDE a adopté le quatrième rapport d'évaluation de la mise en œuvre par la Suisse de la Convention de 1997 sur la lutte contre la corruption d'agents publics étrangers dans les transactions commerciales internationales (*la Convention*).

Le **rapport** se divise en quatre chapitres. Le premier se concentre sur les sources de détection de l'infraction de corruption transnationale et aborde notamment la question de l'auto-dénonciation des personnes morales. Le sujet nécessite un détour par l'arsenal anti-blanchiment, dans le cadre duquel les évaluateurs reprennent certaines remarques formulées par le GAFI dans son rapport d'évaluation mutuelle de la Suisse de décembre 2016. Celles-ci s'articulent en particulier autour de l'inclusion, suivant l'activité menée, de certaines professions (*avocats, notaires, fiduciaires*) dans le champ d'application de la LBA, des défaillances du système en matière de déclarations d'opérations suspectes et de l'actuelle impossibilité du MROS de requérir des informations des intermédiaires financiers suisses sur la base de renseignements reçus d'un homologue étranger. Le second chapitre concerne l'action répressive et englobe donc enquêtes, condamnations et coopération internationale, notamment s'agissant du droit de recours des ayants droit contre la décision de clôture de l'entraide. Le troisième s'attache à la responsabilité pénale des entreprises, dont l'articulation des responsabilités entre les personnes physiques impliquées et l'entreprise. Le quatrième aborde des questions diverses, telles que le signalement de soupçons par le réviseur et la limitation des avantages publics aux sociétés condamnées pour corruption d'agents publics étrangers.

Les remarques du Groupe de travail exigent différentes réponses de la Suisse: amendements de la législation, "poursuite des efforts" notamment dans le cadre de l'adoption prévue de tel ou tel projet de loi, clarification du cadre juridique existant, sensibilisation des acteurs du secteur public ou privé, etc.

Les deux principaux enjeux qui se dégagent du rapport sont les suivants.

La critique la plus saillante concerne une pierre d'achoppement qui n'est pas nouvelle: la méfiance helvétique à l'égard du *whistleblowing*, qui constitue une source importante de détection des faits de corruption transnationale. Le rapport souligne l'insuffisance du cadre juridique relatif à la protection du lanceur d'alerte, en particulier dans le secteur privé. Le projet de loi

modifiant le Code des obligations en gestation à Berne depuis cinq ans sur cette problématique ne trouve que très partiellement grâce aux yeux du Groupe de travail. Dans ce cadre, il appartient à la Suisse de présenter d'ici mars 2019 un rapport oral relatif à l'adoption d'une législation appropriée visant à la protection du *whistleblower* contre toute action discriminatoire ou disciplinaire.

La seconde problématique s'articule autour de la réponse pénale aux infractions de corruption transnationale. Si le rapport salue l'augmentation du nombre de poursuites depuis la troisième évaluation de la Suisse (*décembre 2011*), il se montre critique vis-à-vis du mécanisme sanctionneur, lequel ne revêt pas le caractère proportionné, dissuasif et effectif exigé par la Convention. S'agissant des personnes physiques, les évaluateurs déplorent la faiblesse des peines imposées, en particulier la rareté des peines fermes, malgré la gravité de l'infraction de corruption transnationale. En ce qui concerne les personnes morales, les critiques sont de plusieurs ordres. Tout d'abord, le rapport relève la modicité de l'amende maximale de CHF 5 millions prévue à l'encontre des entreprises. En outre, il se montre circonspect quant au (*faible*) montant des amendes effectivement prononcées. Le Groupe de travail regrette également l'inexistence, en droit suisse, de sanctions complémentaires à l'encontre des entreprises, du type inscription au casier judiciaire ou suspension de l'accès aux marchés publics. Dans un registre voisin, le rapport émet des réserves quant au type de procédure choisi pour la poursuite des infractions de corruption transnationale, en particulier à l'égard des entreprises. S'il reconnaît la célérité des procédures simplifiées et des ordonnances pénales, il regrette simultanément le défaut de transparence et de publicité qui les accompagne. Par ailleurs, l'usage de telles procédures spéciales ne doit pas priver les peines prononcées de leur caractère effectif, proportionné et dissuasif. Quant à la procédure de classement en échange d'une réparation fondée sur l'art. 53 CP, l'intérêt public à la poursuite des infractions de corruption transnationale constitue, aux yeux du Groupe de travail, un obstacle à son application.

La Suisse dispose d'un délai de deux ans pour présenter un rapport écrit sur la mise en œuvre de toutes les Recommandations formulées par le Groupe de travail.

*Katia Villard* est docteure en droit (2017; *summa cum laude*) et titulaire du brevet d'avocat (2011; 2ème meilleur brevet). Après avoir pratiqué le métier d'avocat durant trois ans et demi, d'abord en qualité de stagiaire puis de collaboratrice, au sein de l'Etude Keppeler & Associés, Katia Villard rejoint l'Université de Genève pour y effectuer un doctorat, achevé en 2017. Elle est actuellement post-doctorante et chargée de cours à l'Université de Genève.

## JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

### France: Projet de loi relatif à la lutte contre la fraude

...article by Baker McKenzie - [www.bakermckenzie.com](http://www.bakermckenzie.com)

Le Ministre de l'Action et des Comptes publics a présenté mercredi 28 mars en Conseil des ministres son projet de loi relatif à la lutte contre la fraude fiscale. Le texte, qui selon le gouvernement, vise à «doter l'administration de nouveaux outils» pour «mieux traquer la fraude», devrait être débattu au Parlement en septembre. Les principales mesures du projet de loi sont les suivantes:

#### La création d'une «police fiscale» (article 1)

Cet article prévoit la création d'un nouveau service dit de «police fiscale» au sein du ministère de l'action et des comptes publics, dans lequel seraient affectés des officiers fiscaux judiciaires placés sous l'autorité d'un magistrat de l'ordre judiciaire. Ce service aurait particulièrement vocation à s'intéresser «à des mécanismes particulièrement complexes pensés pour dissimuler la réalité fiscale» qui peuvent porter sur des «enjeux budgétaires considérables».

#### Le renforcement des échanges d'informations entre administrations (article 3)

L'article vise à développer les échanges et croisements d'informations entre administrations (*DGFiP, direction générale des douanes et des droits indirects, inspection du travail, URSSAF, caisse de la mutualité sociale agricole, direction générale de la prévention des risques*) afin de cibler les contrôles mais aussi l'identification des mis en cause et la prise rapide de mesures conservatoires.

#### Des obligations fiscales et sociales imposées aux plateformes d'économie collaborative (article 4)

La mesure précise les obligations fiscales et sociales imposées aux plateformes d'économies collaboratives (*obligation d'information des utilisateurs depuis 2017, et de déclaration à l'administration des revenus réalisés par ces derniers à compter de 2019*), afin d'assurer une meilleure intelligibilité de la loi pour les plateformes et une meilleure exploitabilité des données collectées par l'administration pour améliorer ses capacités de détection de la fraude.

#### Une peine complémentaire obligatoire de publication pour fraude fiscale (article 5)

Le projet prévoit que les juridictions répressives seraient tenues, et n'auraient plus seulement la faculté, de prononcer, en présence du délit de fraude fiscale, la peine complémentaire d'affichage et de diffusion de leurs décisions de justice. Cette peine complémentaire devrait être prononcée explicitement par la juridiction, mais celle-ci pourrait décider, par une décision spécialement motivée, de ne pas l'ordonner en

prenant en considération les circonstances de l'infraction et la personnalité de son auteur.

#### La publication des sanctions administratives appliquées aux professionnels à raison de certains manquements fiscaux (article 6)

Le projet prévoit que les sanctions fiscales appliquées à l'encontre des personnes morales ou des personnes physiques agissant à titre professionnel à raison de manquements délibérés à leurs obligations fiscales pourraient faire l'objet d'une publication, lorsque ces derniers sont d'une particulière gravité, caractérisée par un montant de droits fraudés d'un minimum de 50 000 euros et le recours à une manoeuvre frauduleuse, sauf si ces manquements ont fait l'objet d'un dépôt de plainte pour fraude fiscale par l'administration.

#### Des sanctions administratives pour les tiers complices de fraude fiscale et sociale (article 7)

L'article prévoit la création de sanctions administratives pour les intermédiaires (*cabinets d'avocats, conseils fiscaux, etc.*) ayant concouru, par leurs prestations de services, à l'élaboration de certains montages frauduleux ou abusifs. Ces derniers pourraient ainsi se voir infliger des pénalités allant de 10.000 euros à 50% des honoraires perçus. Cette sanction serait assortie d'un recours juridictionnel effectif, garant des droits de la défense.

#### Un renforcement des sanctions pénales encourues en cas de fraude fiscale (article 8)

L'article prévoit une aggravation de la répression pénale des délits de fraude fiscale en prévoyant que le montant des amendes puisse être porté au double du produit tiré de l'infraction pour les personnes physiques, et au décuple pour les personnes morales.

#### L'extension de la procédure de comparution sur reconnaissance préalable de culpabilité (article 9)

L'article vise à ouvrir la faculté au procureur de la République de recourir à la procédure de comparution sur reconnaissance préalable de culpabilité en matière de fraude fiscale.

#### L'élargissement de la liste des Etats et territoires non coopératifs (article 11)

L'article prévoit de compléter la liste française des ETNC en matière fiscale afin qu'elle intègre celle adoptée par l'Union européenne en décembre 2017.

...cont'd on page 12



## JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

### France: Projet de loi relatif à la lutte contre la fraude

...article by Baker McKenzie - [www.bakermckenzie.com](http://www.bakermckenzie.com)

Actuellement, sept pays figurent sur la liste française: Brunei, Nauru, Niue, le Panama, les îles Marshall, le Guatemala et le Botswana. La liste de l'UE, mise à jour le 13 mars 2018, comprend en outre les États suivants: Bahamas, Guam, la Namibie, les Îles vierges américaines, les Samoa, les Samoa américaines, Palaos, Saint-Christophe-et-Niévès et Trinité et Tobago.

Il convient de relever que rien n'est en revanche prévu à ce stade concernant le «verrou de Bercy», la mission

parlementaire lancée à ce sujet n'ayant prévu de rendre les conclusions de ses travaux qu'en mai. Il faut toutefois s'attendre au dépôt d'amendements lors des débats parlementaires.

#### Contacts:

Eric Meier  
Régis Torlet Régis  
Ariane Calloud Ariane  
Mathieu Valetteau Mathieu

[Eric.Meier@bakermckenzie.com](mailto:Eric.Meier@bakermckenzie.com)  
[Torlet@bakermckenzie.com](mailto:Torlet@bakermckenzie.com)  
[Calloud@bakermckenzie.com](mailto:Calloud@bakermckenzie.com)  
[Valetteau@bakermckenzie.com](mailto:Valetteau@bakermckenzie.com)

### The unintended consequences of taxing the digital economy

...article by Juliana Marques (San Francisco) - Baker McKenzie - [www.bakermckenzie.com](http://www.bakermckenzie.com)

From the outset, the OECD/G20 BEPS Project sets out to have the most transformative impact in the international taxation landscape in recent history. Over the last five years, Baker McKenzie has monitored the work of the 44 jurisdictions which drafted a package of 15 Action Reports; a group that has since grown to over 100 jurisdiction members of the Inclusive Framework on BEPS. The intent of these reports is to serve as tools for governments to «ensure that profits are taxed where economic activities generating the profits are performed and where value is created.» (See OECD, *About the Inclusive Framework on BEPS*). Specifically, Actions 8-10 seek to ensure that transfer pricing outcomes are aligned with value creation. OECD/G20 Base Erosion and Profit Shifting Project, 2015 Final Reports, Executive Summaries, Aligning Transfer Pricing Outcomes with Value Creation. Indeed, the BEPS Project has been a remarkable achievement.

Despite its extraordinary accomplishments, the work is not done, as countries must effectively implement the BEPS recommendations. Countries are also considering how to address the perceived tax challenges of the digital economy. The Task Force on the Digital Economy (the «TFDE») embarked on a journey to address the tax challenges that the digital economy poses for international taxation. A «solution» to such challenges requires a thorough review of the current international taxation framework, a careful examination of business models and perhaps a change in the international tax principles that have governed certain cross-border transactions for many decades. Further, the TFDE recognizes that the digital economy is becoming the economy itself, and that it is not possible to «ring fence» the «digital economy», making the task of tackling any of its challenges a tough one. OECD 2015 Final Report on Action

#### 1, Addressing the Tax Challenges of the Digital Economy.

Technology is disrupting a wide spectrum of industries, including logistics, media, consumer goods, automotive, communication, health, aviation, telecom, services and energy. Yet, in part because there is a certain geographic proximity between the place of consumption of goods and services offered by some of these industries and the place where value is created under the current transfer pricing principles, many of these industries have escaped the recent public scrutiny faced by companies that are able to sell their products or services in a market without much physical presence in that country. Nonetheless, a solution that per se targets digitalized companies could have spill-over effects on a wide range of industries. It could also target and punish innovation, hinder trade, and therefore growth, and completely ignore one of the basic fundamentals of tax policy – neutrality. These points, which governments have been considering as part of the debate on the appropriate measures, are important and a main reason why finding a solution to the perceived challenges is an arduous job. To be effective, the TFDE must be able to accomplish this task through mutual agreement of all participating countries. The OECD, through the work of the TFDE, must play a critical role in encouraging consensus to any measures or face the risk that unilateral actions will occur everywhere. Currently, there is considerable speculation that several countries are adopting a «wait and see» approach in anticipation of the TFDE Interim Report to be released in the spring of 2018 and the Final Report in 2020.

The European Commission has stated as much in a recent press release, by noting that it hopes the TFDE can find «appropriate and meaningful solutions to taxing the digital

## JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

### The unintended consequences of taxing the digital economy

...article by Juliana Marques (San Francisco) - Baker McKenzie - [www.bakermckenzie.com](http://www.bakermckenzie.com)

economy at the international level» but that, in case the TFDE cannot reach a conclusion by the spring of 2018, the Commission will have ready an «original legislative proposal to ensure a fair, effective and competitive tax framework for the [EU] Digital Single Market.» (See *European Commission, Press Release Database, Brussels (21 September 2017)*; see also *A Digital Single Market Strategy for Europe, COM(2015) 192 (6 May 2015)*.) (A Digital Single Market is one of the 10 political priorities of the European Commission characterized as a market in which the free movement of goods, persons, services and capital is ensured and where individuals and businesses can seamlessly access and exercise online activities under conditions of fair competition, and a high level of consumer and personal data protection, irrespective of their nationality or place of residence). The European Council has since directed the EU Commission to ensure that any EU proposal is an appropriate response «in line with the work currently underway at the OECD.» (See *European Council, Cover Note, addressed to Delegations, re. European Council meeting (19 October 2017)*). In a highly anticipated meeting, the Economic and Financial Affairs Council recently renewed its commitment to a global solution through the OECD/TFDE work, while leaving the door open to a proposal by the EU Commission should the 2018 TFDE Interim Report lack solutions. (See *Council conclusions on 'Responding to the challenges of taxation of profits of the digital economy' Adoption, ST 15175 2017 INIT (30 November 2017)*).

Based on statements from TFDE delegates during a recent OECD Public Consultation held at the University of California, Berkeley, it seems that the Interim Report will not reach a conclusion on a long-term solution, although the Report is expected to discuss possible short-term measures and the advantages and disadvantages of such measures, possibly with suggested parameters and policy considerations for each measure. (See *BEPS Public Consultation on the Tax Challenges of Digitalisation, 1 November 2017*) Other countries are taking action without waiting for the Interim Report. Italy, one of the four countries that signed a political statement together with France, Germany and Spain calling for a EU-wide measure, has proposed amendments to its domestic law which would introduce a new equalization levy of 6% on digital transactions relevant to «services provided through electronic means,» defined as «those services provided through the internet or an electronic network, the nature of which characterizes the relevant supply as essentially automated, with minimum human involvement, and impossible to provide in the absence of the information technology.» Unofficial translation of Amendments to Art. 88-bis of Budget Law for 2018, paras. 9-17 (draft of 27 November 2017). The proposed amendment also introduces the concept of a significant economic presence

permanent establishment (a «PE») which could exist with continuous and significant economic presence in Italy set up in a way that does not result in permanent physical presence in Italy. The vagueness and subjectivity in these definitions illustrate the challenge faced by tax policy drafters in singling out an industry for taxation.

To advance a long-term digital economy tax measure, policy makers must determine «where to tax,» when a business has no physical presence in a market jurisdiction but nevertheless has sales from that market, and «how to tax,» using the current framework of assigning profits to the location where value is created. Under the current framework, including Actions 8-10, the value creation location(s) is where the people function and capital deployment take place (eg, an R&D center, engineering and business innovation personnel functions, hardware infrastructure). The destination and delivery of the products and services alone generally has no bearing on the creation of value for a business. At the margins of the debate, there is also the possibility that the very essence of transfer pricing — the arm's length principle — will be modified for a specific industry and further tested as digitalization engulfs the industries otherwise out of harm's way. That is because it is not possible to attribute meaningful income to a digital PE without employing a certain degree of intellectual gymnastics, as illustrated by written comments on the TFDE request for input in anticipation of its Berkeley Public Consultation. (See *OECD, Public Comments Received on the Tax Challenges of Digitalization (25 October 2017)*).

As an alternative to attributing profits to the country(ies) where value is created under current transfer pricing principles, some government representatives have suggested other measures of value creation based on, for example, user engagement, monthly active users, number of user registrations, cost/marketing expenses or data transfers. Allocating profits based on the location of consumption would require the use of formulary apportionment among jurisdictions, a system that requires a high degree of agreement among countries involved and the efficient exchange of financial information among countries with competing claims over the same income.

Any of these proposals must withstand the test of time and come up with a measure that targets the group of companies perceived as part of a problem and appeases the political and public forces without endangering the fabric of international tax law and other business that also have, or may develop overtime, a high degree of digitalization.

## ANALYSES & PLACEMENTS

### Quel cycle haussier?

Au sein des banques, l'unanimité semble régner en faveur du scénario de retour de la croissance à l'origine d'un nouveau cycle haussier poussant à la fois les marchés actions et les taux obligataires vers de nouveaux sommets!

Cependant, lorsque ces bonnes nouvelles sont décryptées, d'autres vérités apparaissent.

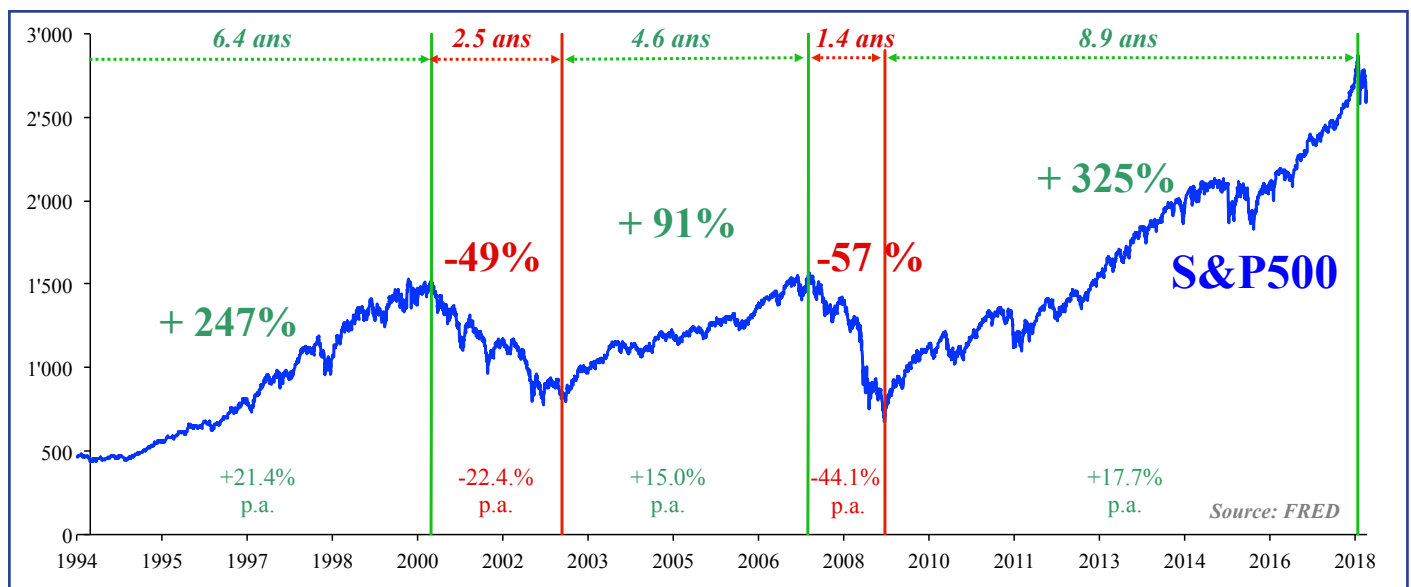
### ACTIONS

La correction des marchés actions observée cette année est interprétée comme une phase de consolidation sans remettre en question la tendance haussière depuis 9 ans, recommandant même d'accroître les allocations actions au sein des portefeuilles d'investissement, alors que l'autre scénario tant annoncé de correction des marchés redevenus durablement "bearish" semble être simplement occulté de la littérature financière.

Pourtant en regardant de plus près, plusieurs interrogations viennent ébranler cette certitude.

Le premier biais majeur provient des investisseurs "traditionnels" qui, n'ayant pas l'habitude ou la latitude de réaliser des profits à travers des positions "short", sont à l'origine d'une "très forte préférence" pour des marchés perpétuellement haussiers, qui repose alors plus sur un désir que sur une conviction d'investissement.

A l'instar des évolutions cycliques de l'économie réelle de durée moyenne de 5½ ans, les marchés actions et obligataires devraient aussi afficher des phases haussières (*bull*) de durées limitées à 3 ou 4 ans, avant d'entamer leurs phases de contraction tendancielle (*bear*), telles que débutées pour le S&P500 en 2000 et 2007 concédant 49% puis 57%, durant respectivement 2.5 et 1.4 années.



Une fois de plus, déconnectée de la réalité économique, l'évolution des cours des entreprises sur les marchés actions ne sont plus des indicateurs de la croissance de l'ensemble de l'économie. Parmi les 13 cycles observés depuis 1950, nous vivons la seconde grande exception sur les marchés actions affichant des hausses aussi persistantes que vertigineuses, qui ont en commun d'avoir été alimentées par des créations monétaires massives.

La hausse du S&P500 de +247% entre 1994 et 2000 fut alimentée par les banques commerciales, qui par le jeu du crédit ont doublé la masse monétaire, faisant passer de 9x à 18x le ratio de monnaie scripturale par rapport au montant de pièces et billets en circulation.

Par contre, la hausse actuelle débutée en 2009 a été nourrie directement par les banques centrales, qui ont créé plus

...cont'd on pages 15, 16 & 17



## ANALYSES & PLACEMENTS

### Quel cycle haussier?

de \$12 trillions de nouvelles liquidités *ex nihilo*, illustrant parfaitement le concept de la "planche à billet".

Conceptuellement, il sera possible de parler de "normalisation" des politiques monétaires non conventionnelles uniquement lorsque ces \$12T d'excédent de liquidités seront intégralement résorbés. Ainsi, la décision d'une banque centrale d'arrêter d'injecter des nouvelles liquidités ne doit surtout pas être interprétée comme la fin de son QE (*Quantitative Easing*), mais seulement comme un arrêt de son accroissement.

Aujourd'hui, comment justifier l'émergence d'une nouvelle phase haussière des marchés actions, lorsque aucune phase baissière du cycle n'est survenue depuis 9 ans?

De plus, afin de conserver ce soutien artificiel des banques centrales, il serait nécessaire en 2018 d'accroître encore les QEs de \$1.5 à 2T de liquidités supplémentaires. Mais, la BOJ (*Bank of Japan*), BCE (*Banque Centrale Européenne*) et BOE (*Bank of England*) ont annoncé leurs volontés d'arrêter l'accroissement de leurs QEs et même d'entreprendre des politiques monétaires restrictives à l'instar de la série de hausses des FED funds.

Suite à la décision des banques centrales d'arrêter d'inonder les marchés financiers de nouvelles liquidités, n'est-il

pas aujourd'hui légitime de s'interroger sur le scénario consensuel de croissance des marchés actions pour une 10<sup>ème</sup> année consécutive?

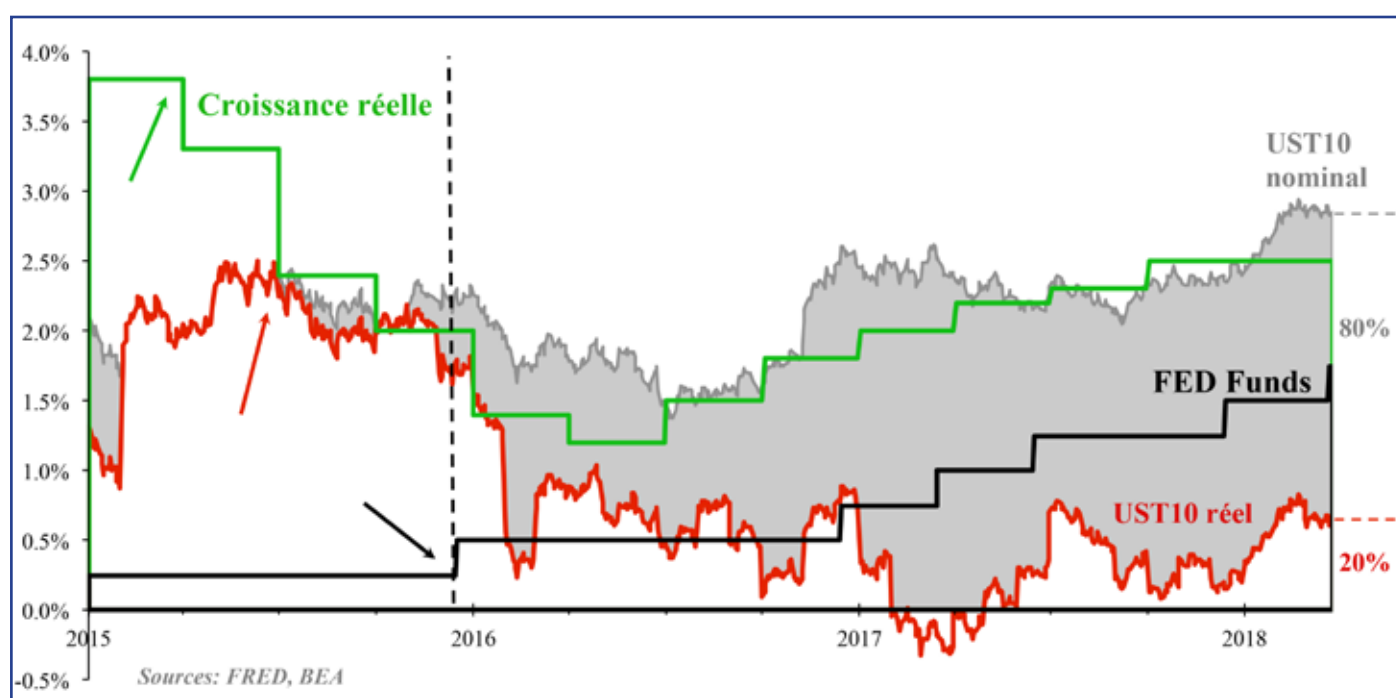
### OBLIGATIONS

Plus de deux après le début de la série de hausses des FED funds, qui oserait encore douter que les taux obligataires sont entrés dans leur phase haussière, justifiée par le retour général de la croissance mondiale?

Pourtant, en regardant de plus près, de sérieuses interrogations s'imposent!

Premièrement, il ne faut surtout pas assimiler une décision "politique" par la banque centrale de hausse des FED funds, qui conditionnent les parties courtes des courbes de taux, avec une hausse provenant des marchés obligataires, composant les portions longues des courbes de taux.

De plus, est-ce qu'une hausse du taux de la dette U.S. à 10 ans composée à 80% d'inflation peut réellement être interprétée comme une démonstration du retour d'un nouveau cycle de hausses de taux obligataires alimenté par une croissance forte et pérenne?



...cont'd on pages 16 & 17

## ANALYSES & PLACEMENTS

### Quel cycle haussier?

Le déclenchement en décembre 2015 d'une série de hausses des FED funds devrait "normalement" être justifié par la démonstration préalable de l'existence d'une croissance forte et en accélération. Pourtant, le déclin 6 mois auparavant des taux réels des UST10 depuis juin 2015 et de la croissance réelle du PIB depuis mars 2015 annonçaient à l'inverse le début d'une phase de détérioration de l'économie U.S.

Est-ce que la FED ne nous l'aurait pas "joué à l'envers"? ... où l'augmentation du taux des FED funds ne reposait pas sur la démonstration *ex-post* de l'existence préalablement confirmée d'une croissance solide, mais aurait eu pour véritable ambition de nous convaincre de l'arrivée prochaine *ex-ante* d'une possible croissance?

### INFLATION

Paradoxalement, la principale composante des taux obligataires est aujourd'hui inflationniste. Mais de quelle inflation s'agit-il? A-t-elle une origine monétaire ou oligopolistique?

La montagne de nouvelles liquidités créées par les Banques Centrales ayant servi à acheter des titres sur les marchés secondaires n'a indéniablement pas pu produire d'"inflation-monétaire" au sein de l'économie réelle. Cependant, une inflation a bien eu lieu, mais à l'endroit où cet argent s'en est allé, alimentant la croissance exceptionnelle des marchés financiers, à l'image des marchés actions qui ont bénéficié d'une très longue phase haussière durant plus de 9 ans, au lieu de 3 à 4 années en moyenne. De plus, au regard des bilans des banques universelles, ayant plus d'un tiers de leurs actifs investis en bourse, cette création monétaire a plutôt eu l'effet inverse sur l'économie réelle d'une "déflation-monétaire", en détournant une grande partie de l'épargne vers les marchés financiers.

Néanmoins, ne faudrait-il pas craindre, lors de la prochaine grande correction des marchés financiers, qu'un tsunami de liquidités soit réaffecté en urgence à l'économie réelle, provoquant alors une "inflation-monétaire" massive?

Par contre, l'inflation observable actuellement a une origine très différente. Étant entrés dans l'ère des grandes entreprises transnationales et surtout oligopolistiques, beaucoup de marchés sont aujourd'hui en mains de poignées d'entreprises à un niveau international et leurs produits "protégés" par des brevets, à l'image des semences, de l'agrochimie, des médicaments et des GAFA. Cette nouvelle capacité à imposer leurs prix augure de beaux jours

pour cette nouvelle "inflation-oligopolistique", malgré des fondamentaux économiques plutôt déflationnistes.

En effet, sachant que la véritable fonction d'un taux est de fixer le coût d'un emprunt, il n'est alors pas surprenant que la surabondance de liquidités provenant des QEs pousse le prix de l'argent, donc les taux, dans des territoires négatifs. A l'instar du "capital", le "travail" subit aussi une énorme pression déflationniste du fait de Demandes locales et limitées, qui sont aujourd'hui confrontées à des Offres de main-d'œuvre internationales et illimitées, en vertu du principe de la libre circulation des personnes.

Plus généralement, toute inflation étant source de perte de pouvoir d'achat, équivaut à une spoliation de richesse (*fortune, épargne...*) et à une diminution indirecte de salaire au profit des seuls emprunteurs. N'est-il alors pas légitime de s'interroger sur le bien-fondé des objectifs de 2% d'inflation imposés par les banques centrales, qui en pénalisant l'économie réelle risquent de tuer les très faibles niveaux de croissance actuelle?

### CROISSANCE

Les hausses des marchés actions et des taux obligataires sont officiellement justifiées par l'existence de fortes croissances des économies réelles, à l'image des USA affichant 2.3% de croissance réelle en 2017, en accélération avec 2.5% durant le dernier trimestre.

Toutefois, que dire de la qualité de la croissance U.S. en 2017 lorsque la création additionnelle de richesse de \$766 mia (4.1% du PIB) est alimentée principalement par un déficit budgétaire de \$666 mia, qui est, depuis plusieurs décennies, essentiellement financé par un accroissement de la dette de \$516 mia (\$1'055 mia en 2016), la portant à 106% de son PIB?

De plus, en comparaison historique avec une moyenne de 3.7% durant la deuxième moitié du 20<sup>ème</sup> siècle, le niveau de 2.3% en 2017 fait plutôt pâle figure. Plus récemment, avec un taux de croissance réelle moyen de 2.16% depuis sa dernière contraction en 2009 et un plus haut de 2.9% en 2015, est-il vraiment raisonnable de parler aujourd'hui d'"accélération" de la croissance U.S.?

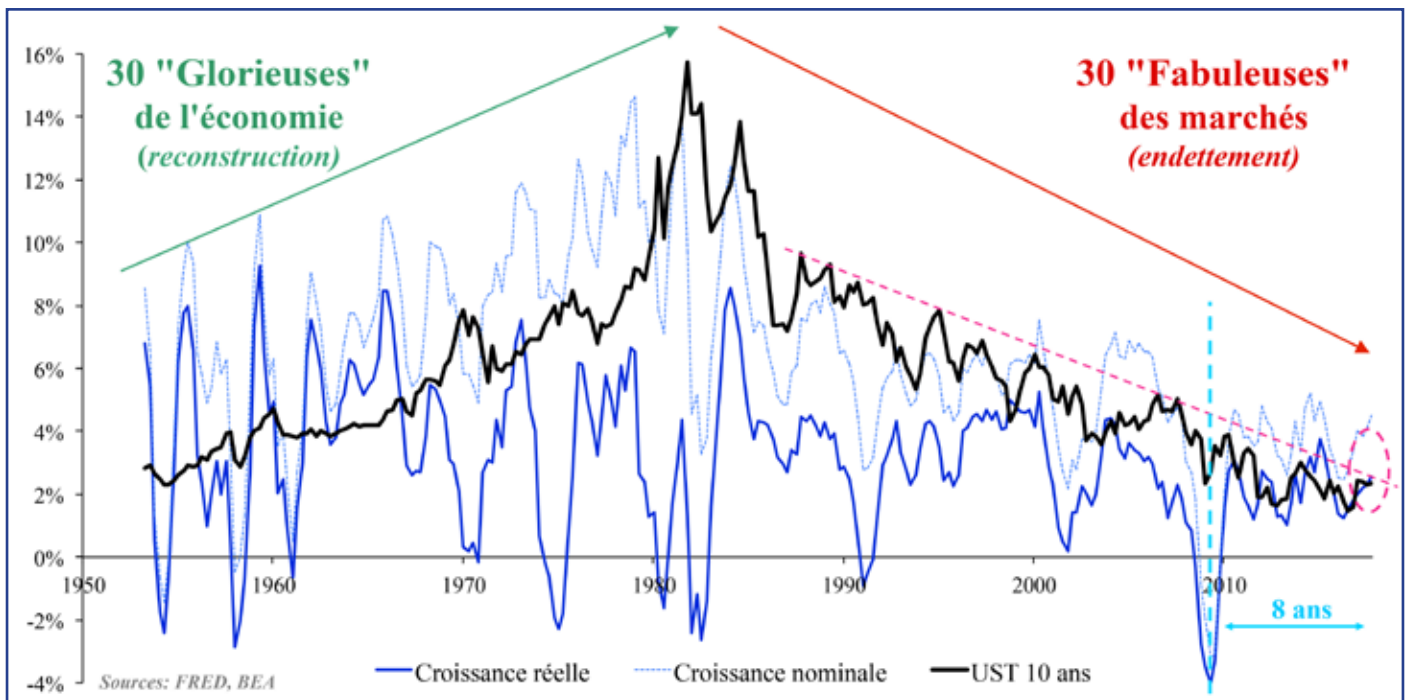
Plus globalement, arrivant au terme du long cycle de croissance structurelle débuté à la fin de la 2<sup>ème</sup> guerre mondiale, les faibles niveaux actuels de croissance et de taux se révèlent plutôt conformes à la réalité.

...cont'd on page 17

## ANALYSES & PLACEMENTS

### Quel cycle haussier?

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



Après les "30 Glorieuses de l'économie réelle", dont la croissance phénoménale fut alimentée par la reconstruction de l'après-guerre, succédèrent vers 1980 les "30 Fabuleuses des marchés financiers" qui, étant alimentés par l'endettement, furent à l'origine d'une grande phase baissière des taux jusqu'à devenir nuls, voire négatifs.

Avec des gouvernements et des personnes privées globalement surendettés, le moteur de la croissance économique à long terme fondé sur l'endettement s'est depuis épuisé. Bien qu'il eût dû atteindre ses limites en 2009, les banques centrales ont réussi, en créant plus de \$12T de nouvelles liquidités, à prolonger artificiellement cette longue phase de contraction structurelle durant un cycle de croissance conjoncturelle supplémentaire, dont l'amplitude et les niveaux n'ont jamais été aussi faibles.

Est-ce que les évolutions cycliques de la croissance réelle au plus bas en 2009 et relativement stable depuis 8 ans (*en bleu*) et des taux obligataires longs (*en fuchsia*) tendanciellement proches des plus hauts, ne nous positionneraient pas plutôt en fin de cycles?

Globalement, la croissance des taux obligataires est composée principalement d'inflation, celle des marchés actions est soutenue artificiellement depuis 9 ans par

la création de montagnes de liquidités par les banques centrales et la progression de la croissance à long terme de l'économie est financée essentiellement, voire exclusivement, par l'endettement.

Par conséquent, au regard de la décision des banques centrales d'arrêter de les inonder de nouvelles liquidités et de l'épuisement du moteur actuel de la croissance à long terme fondé sur l'endettement, n'est-il pas aujourd'hui légitime de s'interroger sur la pertinence du scénario consensuel de croissance à la fois des marchés actions, obligataires et de l'économie réelle?



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

*Patrick MOREL est un stratège et investisseur obligataire ayant une compétence particulière en Stratégies Actives d'investissement.*



## LE COIN TECHNIQUE

### Eurostoxx50 (3518) Could Have a Bull Bias!

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



Last year we also reviewed the Eurostoxx50 from a monthly perspective. Its then strong upward momentum was replaced by a wide ascending triangle (between 3660 and 3350), which failed to break up and, in February 2018, reversed down by breaking the 18-month support trendline. Pattern failure is always a major concern in technical analysis and the pullback from 3708 has reached a spike at 3262, which rebounded quickly back above the 38% fibo retracement of 3314. The rise in April is testing the old resistance of 3525, which also happens to be the upper cloud, which will move toward 3550 in coming weeks.

Momentum is rising as displayed by the rising weekly STO now entering the overbought area above 80%. Upside potential is also signalled by a crossing of the weekly MACD, which should cross above zero within two weeks and should help Eurostoxx to rise from above the 20-wk MA (3478) toward the upper Bollinger Band (3686) and then above the old high of 3708. That would open up a 4100 target for the end of 2018 as displayed by green arrows.

To realize this bullish scenario, the Relative Strength of the Eurostoxx

versus S&P500, as displayed on the upper panel (black dotted line), will have to extend its 6-week rise in order to break the long descending resistance trendline lasting for a year. The recent 6-week rise of the Relative Strength is well correlated with the pause and slight decline of the Euro\$ (orange line). That inverse correlation worked very well while the Relative Strength has been declining since April 2017. Therefore, we have to monitor to see if the weakness of the Euro versus the US\$ will confirm an outperformance of the Eurostoxx versus the S&P500.

We should keep in mind that a further rise of the Eurostoxx50 will have to break two hurdles. First, it should close above the main descending trendline joining the highs near 3570. Second, it should signal a breakout of this wide range (3300-3700), by rising above the flat weekly upper Bollinger Band (3686) for at least 2 weeks in a row. Such a bullish scenario will be supported by the long-term decennial cycle suggesting that the 8<sup>th</sup> year usually displays the second-best positive return after the 5<sup>th</sup> year. But right now, we are entering the weak annual seasonality from May-October, and also, we should remember the 4-year cycle, which may have been forgotten since 2002, whose low is due in October 2018. Thus, the bull case is no sure bet, and analyzing the charts may help monitor the risk of the European BUY and HOLD investment!

#### Graph:

*Eurostoxx50 Weekly Candles.*

*Right now, it is at key resistance 3525, which is also the weekly upper cloud with a potential bullish path (green arrows).*

*On the upper panel, Relative Strength (RS) line of Eurostoxx50 versus S&P500 (black dotted line) is testing resistance and Euro\$ is pausing (orange line).*

*On the lower panel, rising weekly STO & just crossing up MACD display a bullish weekly momentum.*

Source: Stockcharts.com



## LE COIN TECHNIQUE

### Late cycle dynamics – one last push up on risk assets, and then reduce your risk

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

While Yields and Commodities are accelerating up, Equities are struggling. Such cross asset developments, especially following the recent surges in risk assets (since early 2016, and then more generally since 2009) are typical of late cycle developments. Today, we look at two exposures, which usually perform until late in the cycle and then ... reverse, namely High Yield Credit and Emerging Markets.



www.mjtsa.com

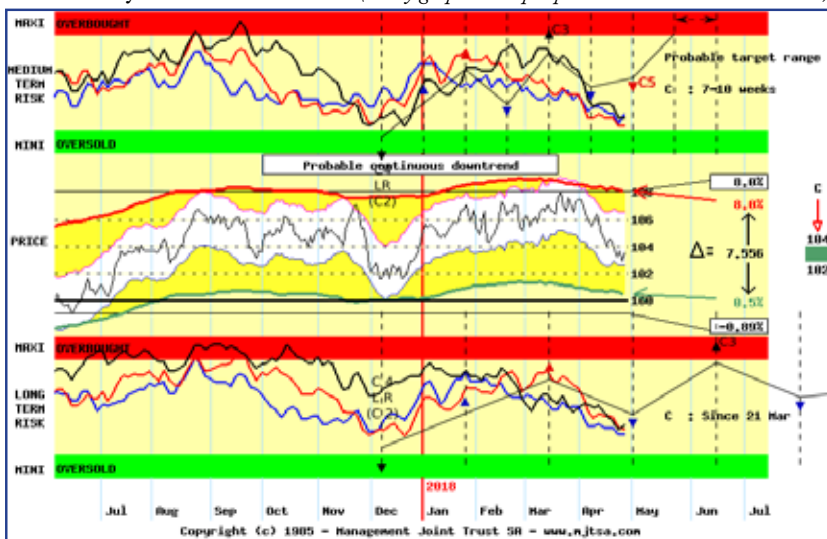


**HYG - iShares iBoxx \$ High Yield Corp. Bond ETF / LQD - iShares iBoxx \$ Investment Grade Corp. Bond ETF** (Daily graph or the perspective over the next 2-3 months)



As interest rates rise, High Yield offers an appreciable Credit Cushion to bond portfolios. Hence, it often outperforms quite late in the business cycle, while economic growth is still strong. Yet, once the cycle reverses, it is often first in line to correct as financial conditions deteriorate and flight to quality supersedes opportunistic risk taking. The ratio between High Yield and Investment Grade is the proxy to watch to monitor potential inflection points in this credit cycle. The longer term graph (Weekly graph), not shown here, is still pushing higher, yet slowly approaching an important top. On this Daily graphs, both oscillator series (lower and upper rectangles) are also still uptrending, yet both point to possible highs somewhere between late May and late June. The outperformance targets of High Yield vs Investment Grade are also quite extended. Our I Impulsive targets up (right-hand scale) show another, yet limited, 1 to 2 % of outperformance towards mid year. High Yield is hence still outperforming for now, yet we will be looking to start reducing Credit Risk and High Yield exposure from late Q2, at the latest during the Summer.

**EEM - iShares MSCI Emerging Markets Index Fund / ACWI - iShares MSCI All Country World Index Fund** (Daily graph or the perspective over the next 2-3 months)



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.

We now turn to another late cycle outperformer, namely Emerging Markets, which we compare here to the All Country World Index. Indeed, in the later stages of the cycle, Emerging Markets usually outperform. They offer a levered exposure to mature growth dynamics, and many of them are also linked to Commodities, which usually outperform Equities as late cycle inflationary pressures start to kick in. During such period, the US Dollar typically underperforms as it has done up until recently. On both oscillator series (lower and upper rectangles), Emerging Markets could be reaching the end of their recent soft patch. We expect them to resume up one last time towards late May, possibly mid June. Our long term graph (not shown here) are also approaching an important top towards mid-year. Hence, we would expect one last period of outperformance for Emerging markets, possibly from now, and into June. Following that, they should top out for the cycle both on an absolute and relative basis.

**CONCLUDING REMARKS:** Our analysis above may sound biased, and preset towards an imminent reversal of the business cycle (possibly during H2 2018), yet again, an environment of rapidly rising commodities, along with rising inflation expectations and yields, while equities are starting to struggle is

typical of such late cycle conditions. Short term, we expect one last push up on all risk assets, possibly into late Q2. From mid year, however, at the latest during the Summer, we expect all these to top out. Credit and Emerging markets may be first in line to suffer from such a reversal.



## Mifid II/Corporate access: death of the go-between?

[...] The Mifid II rules put a price on the brokers' role in facilitating discussions between fund managers and the companies in which they invest — known as corporate access. [...]

[...] *"There has been a breakdown in interaction between the buy-side and sell-side,"* says Fraser Thorne, chief executive of Edison. [...]

[...] Fund managers must now pay for brokerage services, such as facilitating access to investee companies, that they used to treat as a benefit of dealing with certain intermediaries. [...]

[...] By accepting such services without an explicit cost, fund companies run the risk of being seen to have been induced, which is now outlawed. [...]

[...] BlackRock, Fidelity International and Schroders, three of the biggest fund houses, and Norges Bank Investment Management, the world's largest sovereign wealth fund, have all recruited staff for their corporate access teams in response to the new rules. [...]



[...] Several smaller investors, including Revera Asset Management and Saracen Fund Managers in Edinburgh, have decided they will no longer pay brokers for corporate access and will deal with companies themselves. [...]

[...] One area in which corporate brokers had traditionally been able to show their value was by hosting conferences and roadshows, bringing together fund managers and company executives. These events have been one of the first areas to suffer under Mifid II. [...]

[...] Investors are steering clear of such events: they are overly cautious about running foul of inducement rules. Under Mifid II, investors cannot accept meetings organised by brokers unless they have a paid agreement with them. [...]

[...] Mr. Thorne of Edison says he has heard of many examples of conferences being cancelled due to lack of interest, or going ahead but being "shockingly attended". [...]

*Read more:* <https://www.ft.com/content/6c82c5ce-432c-11e8-93cf-67ac3a6482fd>

*Source: Financial Times - April 21, 2018*

CFB

## Banks look to the stars to spot trading mistakes

[...] The machine learning technology that safeguards Europe's deep-space missions could soon be used to reduce the risk of "fat finger" trades, after the European Space Agency agreed its first collaboration with the financial services industry. [...]

[...] The ESA is working with financial analytics business Mosaic Smart Data to find other uses for algorithms. [...]

[...] A team of four data scientists at Mosaic Smart Data will spend the coming months trying to adapt the ESA algorithms for use in the financial services sector. [...]

[...] Mr Hodgson said he hoped to have a product ready for market by the third quarter of 2018. [...]

*Read more:* <https://www.ft.com/content/578c2f26-430d-11e8-803a-295c97e6fd0b>

*Source: Financial Times - April 18, 2018*

CFB

## How Switzerland Lost a Currency Battle, but Won the War

[...] Swiss economy, with its nimble labor market and emphasis on high-value exports, has shown resiliency to the strong franc. [...]

[...] Switzerland's ability to survive, and even thrive, is a counterpoint to recent comments by policy makers around the world who seemed to signal a preference for weaker currencies to juice exports or inflation. It is a contradiction that has bedeviled the Alpine economy for years. [...]

[...] The franc is by no means weak, and it is still considerably stronger than the 1.40 to 1.50 rate to the euro before Europe's debt crisis began in 2010. [...]

*Read more:* <https://www.wsj.com/articles/how-switzerland-lost-a-currency-battle-but-won-the-war-1524216601>

*Source: The Wall Street Journal, April 20, 2018*

CFB



## Sovereign wealth fund assets 'could reach \$15tn in two years'

[...] Assets managed by SWFs globally reached \$7.45tn spread across 78 funds as at March 2018, an increase of \$866bn, or 13 per cent, over the past 12 months, according to data provider Preqin. [...]

[...] Egypt poised to become the latest country with its own investment pool. [...]

[...] More than two-thirds of the world's SWFs were established after 2000. [...]



Read more: <https://www.ft.com/content/1c127116-43ef-11e8-93cf-67ac3a6482fd>

Source: *Financial Times* - April 21, 2018

CFB

## World's Second Most Valuable Cryptocurrency Under Regulatory Scrutiny

[...] Securities, commodities officials examine whether ether, other cryptocurrencies should be regulated. [...]

[...] Until now, regulators hadn't questioned whether rules designed for stocks should apply to virtual currencies such as ether, the world's second most valuable cryptocurrency after bitcoin with a market value of \$67 billion. ... Any determination from regulators that ether is a security could spark a wave of selling. [...]

Read on: <https://www.wsj.com/articles/worlds-second-most-valuable-cryptocurrency-under-regulatory-scrutiny-1525167000>

Source: *The Wall Street Journal*, May 1, 2018

CFB

## Finland's finance minister rejects universal basic income

[...] Trial that gave selected unemployed €560 a month without conditions will not be extended. [...]

[...] Petteri Orpo told the *Financial Times*... "Working life has changed through globalisation, automation. We have to reform our society in order to activate people to reach a higher employment rate and to save the welfare state. This is what I call Nordic welfare model 2.0". [...]

[...] Finland has one of the most rapidly ageing populations in the developed world outside Japan. [...]

[...] Lost in transl...é.....ment un actif derrière. [...]

Read on: <https://www.ft.com/content/3148cb5e-4c80-11e8-8a8e-22951a2d8493>

Source: *Financial Times* - May 1, 2018

CFB

## The \$5tn ETF market balances precariously on outdated rules

[...] In 25 years, the exchange-traded fund has become one of the most popular financial innovations of the modern era. In 2016, seven of the 10 most actively traded US securities were ETFs. But the sector is a regulatory backwater. [...]

[...] Even though these funds pose distinctive risks and the industry continues to grow, the US has neither a dedicated system of regulation nor even a workable, comprehensive legal definition of what constitutes an ETF. [...]

[...] The ETF's closest cousin is the mutual fund, which is about 70 years older. [...]

[...] In effect the ETF serves as a universal portal to a wide section of the financial world. No wonder their assets under management have smashed through the \$5tn mark. But this product creates special risks. [...]

[...] We need a regulatory framework dedicated to ETFs. The time to act is now: this unique market rests on a fragile, outdated and complex structure. We need something far stronger. [...]

Read on: <https://www.ft.com/content/08cc83b8-38e0-11e8-b161-65936015ebc3>

Source: *Financial Times* - April 23, 2018

CFB

## GLOBAL EVENTS



### 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

Exceptional participation of  
High Representatives of the United Nations'  
ECOSOC - UNCTAD - UNAOC - ICC -  
G77 - Global Compact  
to debate about...

**“FROM GLOBAL TO LOCAL SUPPORTING  
SUSTAINABLE AND RESILIENT SOCIETIES  
IN URBAN AND RURAL  
COMMUNITIES”**

### What is CIFA?

The founding principles of CIFA are built around an ethical reflection and the reform of the worldwide financial system. Through its many assignments, CIFA is working towards a unique goal: putting finance back at the service of investors. CIFA regroups 70+ professional associations, which represent more than one million individuals or legal entities involved in the financial intermediation worldwide.

In 2007, CIFA, through its active participation in the works of various United Nations organisms, obtained the «special consultative status» with the United Nations in the framework of the Economic and Social Council (ECOSOC). In 2015, CIFA has obtained the «general consultative status» with the UN-ECOSOC. CIFA is the only NGO within global finance with such a status!



CIFA invites you to discover

### TRUSTING

Published bi-annually, the magazine contains important information on the various activities of CIFA, such as the annual Forum, and its close cooperation with partner associations. TRUSTING publishes also articles written by worldwide experts on management, investment, regulation and taxation.

The latest published edition is available for free download on:

**www.cifango.org**

The White Paper about previous Forums is available for free download as well.

### CIFA

**1<sup>st</sup> think tank specialized in reforming  
the financial system  
is organizing its**

### 16<sup>th</sup> International Forum

Hermitage, Principality of Monaco  
May 21-23, 2018

### REPEAL AND REPLACE AN ECONOMIC MODEL UNDER ATTACK?

**HOW TECHNOLOGICAL CHANGES ARE DISRUPTING  
THE SOCIO-ECONOMIC-FISCAL-POLITICAL MODELS?  
WHICH ALTERNATIVE MODEL SHOULD BE BUILT?**



## AGENDA OF GSCGI's MONTHLY CONFERENCES

---

\* \* \*

**7 June 2018/Geneva:** Assemblée Générale du GSCGI

**22 June 2018/Geneva:** *tba*

**14 September 2018/Geneva:** *tba*

\* \* \*

*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

2018, Apr. 20 — ISR 2.0: Au-delà des critères d'Investissement Socialement Responsable, la notion de Partage

...article de Cosima F. Barone



**Eric A.C. Serra**  
Associé, Bluecap SA  
Membre du GSCGI



**Marcos Esteve**  
CEO  
Banque Heritage



**J.-C. Crouzet**  
Head of Hedge Fund  
Research/Portfolio Mgr  
Banque Heritage



**Mikaël Safrana**  
Funds, Private Markets  
& Alt. UCITS  
Banque Heritage

Réunis au Métropole à Genève le 20 avril dernier pour la 3<sup>ème</sup> Réunion Mensuelle de 2018 organisée par le Groupement, les participants — nombreux et toujours fidèles à nos déjeuners-conférences — ont eu le plaisir d'assister à une présentation fort intéressante sur un thème, proposé à l'initiative de notre collègue Eric Serra, (*Associé de Bluecap SA, Membre du GSCGI*) qui ne manque pas de toucher le cœur de tous aux quatre coins de la planète.

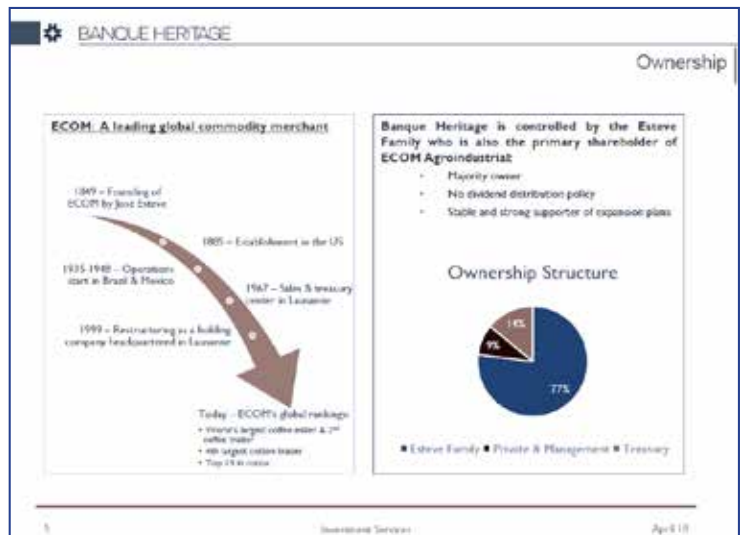
En premier, **Monsieur Marcos Esteve**, CEO de la Banque Heritage nous présente la banque, à direction familiale depuis 170 ans, initialement active dans le négoce de matières premières (*ECOM, fondé en 1849 par José Esteve*) et puis dans la gestion de fortune par un 'Family office' fondé en 1986 à Lausanne, pour finalement donner naissance en 2004 à la Banque Heritage.

La banque gère environ 5 milliard de Franc Suisses pour 2500 Clients. En 2013-2016, une série d'acquisitions ont étoffé les actifs et l'activité de la Banque lui permettant également de s'implanter en Uruguay. Il s'agit donc d'une banque privée jeune, active et toujours focalisée sur une croissance tant organique que par des acquisitions, tout en veillant à ne pas prendre de risques inconsidérés. Sur le plan national, la Banque Heritage a établi son siège principal à Genève en 1992 et compte des bureaux également à Zürich et Sion.

Monsieur Marcos Esteve s'arrête un moment sur l'aspect de 'sustainable management services' et de 'partage', principes très présents dans le groupe ECOM, en étroite collaboration (*ECOM a des agronomes sur place pour éduquer les fermiers*) avec leurs fermiers locaux pour la création de produits de qualité supérieure et le partage avec ces derniers de la prime sur le prix normal ainsi obtenue. Ceci a, de plus, un effet de fidélisation des fermiers non négligeable (*exemple: 150'000 fermiers fidélisés à ce jour au Ghana, contre 90'000 il y a trois ans*).

Avant de conclure son intéressante intervention, Monsieur Marcos Esteve souligne l'attachement de la Banque Heritage à une collaboration efficace avec les tiers gérants (*33% des AUMs sont gérés par de EAMs*) avec une équipe dédiée de 12 conseillers en relation avec le GFI externes (*60 à ce jour*).

En second, **Monsieur Jean-Charles Crouzet**, présente l'équipe de recherche et solutions d'investissement, qui peut se prévaloir d'une solide expérience. Monsieur Crouzet indique que le temps est venu de réduire les 'actions' et 'obligations' dans les portefeuilles car ce qui va sans aucun doute impacter les actifs risqués est la fin de la grande période de QE (*quantitative easing*)



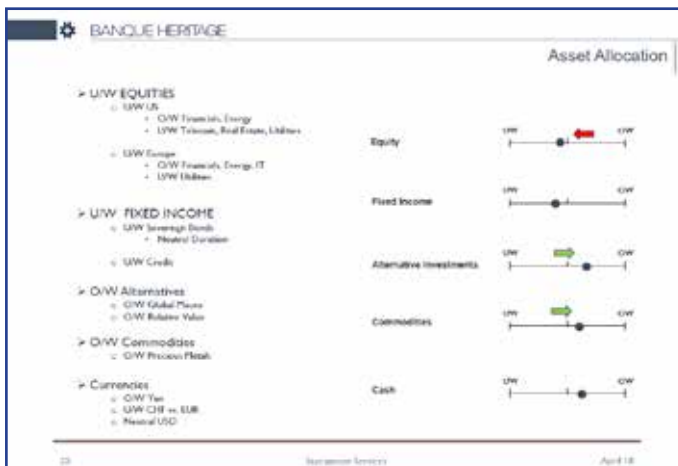
Luncheon conference  
sponsored by...

bluecap   BANQUE HERITAGE

## LA REUNION MENSUELLE DU GSCGI

2018, Apr. 20 — ISR 2.0: Au-delà des critères d'Investissement Socialement Responsable, la notion de Partage

...article de Cosima F. Barone

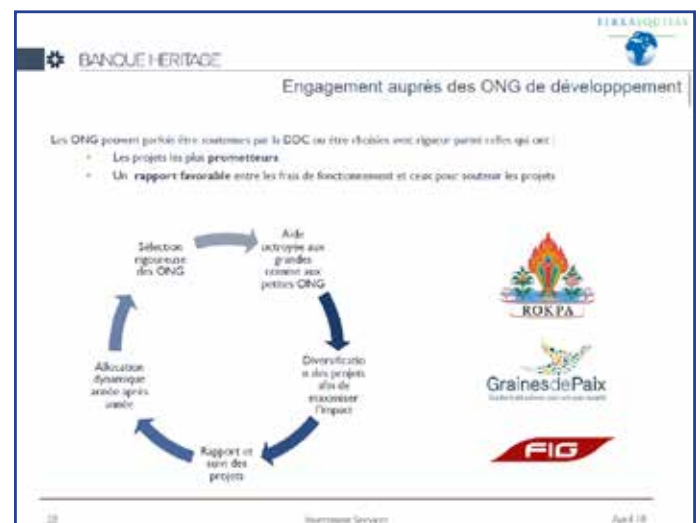


l'aide au développement économique par le biais des ONG. En réalité, cela ouvre une collaboration dans les deux sens avec ces ONG, qui peuvent également choisir d'investir leurs liquidités (*trésorerie non utilisée*) dans ce produit ISR (*Certificat d'allocation d'actifs, émis par Exane, géré par la Banque Heritage et distribué par Bluecap*).

synchronisés de la part des banques centrales, tout en exprimant un peu de réserve pour les résultats sociétaires futurs, pour l'instant encore positifs. En plus du processus en cours de normalisation des politiques monétaires sur le plan global, Monsieur Crouzet considère que les guerres commerciales et les risques géopolitiques sont d'autres indices de surévaluation des actifs risqués que l'investisseur aurait tort d'ignorer dans ses décisions d'investissement. Il réserve, cependant, une opinion un peu plus positive envers les matières premières, en particulier les métaux précieux (*or et argent*).

Prenant la parole après Monsieur Crouzet sur le thème de l'ISR 2.0, **Monsieur Eric Serra**, présente sa vision de l'Investissement Socialement Responsable dans sa version 2.0, soit la recherche d'un nouvel équilibre pour la planète afin de répondre aux grands défis de nos jours, tels que l'explosion démographique, la surconsommation face à la difficulté de production, et ainsi combattre valablement la faim, l'instabilité géopolitique et les conflits armés de notre temps.

Il est donc fondamental de revenir à un 'vivre ensemble' plus équilibré pour l'humanité et surtout de réconcilier éthique et finance, tout en recherchant, pour les investissements ISR, un retour sur investissement le plus proche possible du niveau des investissements traditionnels. De plus, la notion de 'Partage' est fondamentale. Des ONG (*organisations non gouvernementales*) et des associations à but non-lucratif recevraient ainsi une partie des frais de fonctionnement du produit financier unique 'Terra Equitas' créé pour mettre en pleine application la mission ISR que nous décrit ce jour Monsieur Eric Serra. Les buts recherchés sont de pouvoir associer 'performance' pour les investisseurs et



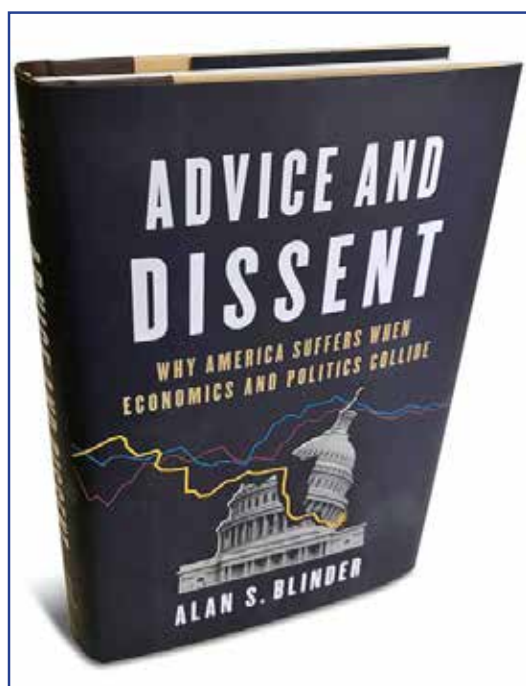
En dernier, intervient **Monsieur Mikaël Safrana** qui souligne que ce produit financier est aligné sur les principes défendus traditionnellement par la Banque Heritage en général et des analyses/décisions de gestion sur le plan macro-économique mondial présentées par Monsieur Crouzet. La philosophie d'investissement reste prudente et raisonnée, mais axée principalement sur le thème ISR et qui pourrait aussi inclure prochainement des 'green bonds' actuellement à l'étude. La sélection des investissements se veut 'best in class' par un processus (*s'appuyant tant sur le 'label ISR Novethic' que par le filtre ISR de Morningstar, etc.*) que Monsieur Safrana décrit en détails.

Une session questions/réponses a suivi ces présentations fort intéressantes. Des représentants de FIG et Graines de Paix, présents dans la salle, ont tenu à témoigner des bienfaits du 'Partage'.

## BOOK REVIEW

### Advice And Dissent: Why America Suffers When Economics And Politics Collide

by Alan S. Blinder



#### 'Advice and Dissent' Review: What They Don't Teach in Econ 101

Economists don't drive Washington policy. Politicians use economics the way a drunk uses a lamppost—for support, not for illumination.

Harry Truman captured the gulf between politicians and their economic advisers when, as president, he quipped that he needed a one-handed economist. Such a person, he reasoned, would give him unvarnished counsel and refrain from resorting to “*on the one hand . . . on the other*” answers. The gulf has only widened since the Truman years, which Alan Blinder sees as a worrying development.

Mr. Blinder cites what he calls the Lamppost Theory: “*Politicians use economics the way a drunk uses a lamppost—for support, not for illumination.*”

“Advice and Dissent,” Mr. Blinder makes clear, is not a call for politicians to behave like economists. But Mr. Blinder also calls on politicians to “*improve their understanding of basic economics.*”

Read on: <https://www.wsj.com/articles/advice-and-dissent-re-view-what-they-dont-teach-in-econ-101-1524004394>

\*\*\*

#### What Economists Could Learn from Politicians

Politicians routinely ignore the best advice of economists. It's politically naive, they complain, or too complicated, or simply sounds wrong. And since politicians, not economists, make the decisions, our economic policies reflect what I call the **Lamppost Theory** ... That's not exactly a recipe for good policy.

Start with our failure to comprehend political logic. Like most economists, I used to think of that phrase as an oxymoron. Politics is fundamentally illogical, right? No. Politicians just utilize a form of logic that isn't Aristotelian.

Economists' fetish with equilibrium leads us to view the economic world the way a physicist views a pendulum: Push it left or right, gently or vigorously, and it always winds up in the same position eventually. But what if the economic world is governed more by what I call the **nonpendulum theory**? ... Then we need to pay a lot more attention to the short-term effects of policies.

International trade provides an example. Trade is about deploying the labor of every nation where it is most productive. Economists see imports as the rewards for trade, exports as the cost. Public and political opinion often takes just the opposite perspective. Exporting is seen as the good part of trade—it creates jobs. Importing is a problem—it destroys jobs. Have we economists had this wrong for 200 years?

Read on: <https://www.barrons.com/articles/what-economists-could-learn-from-politicians-1524233119>

\*\*\*

#### ABOUT THE AUTHOR

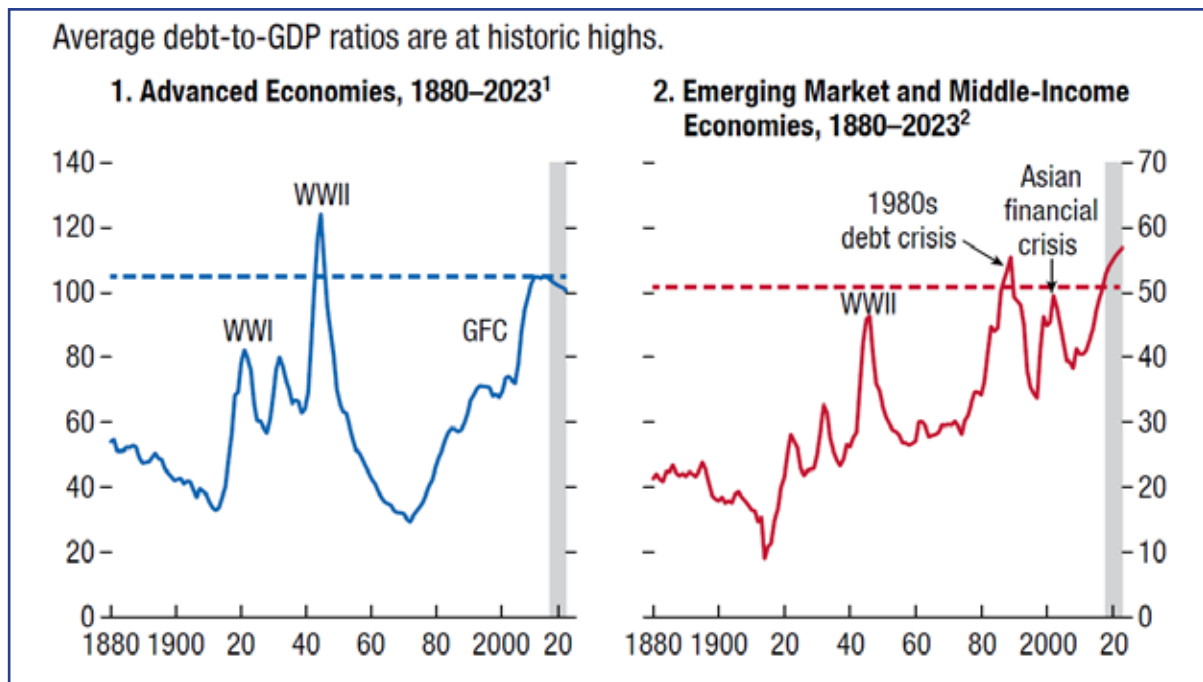
*Alan Stuart Blinder is an American economist at Princeton University serving as the Gordon S. Rentschler Memorial Professor of Economics and Public Affairs in the Economics Department, and vice chairman of The Observatory Group. He founded Princeton's Griswold Center for Economic Policy Studies in 1990. Since 1978 he has been a Research Associate of the National Bureau of Economic Research. He is also a co-founder and a vice chairman of the Promontory Interfinancial Network, LLC. He is among the most influential economists in the world according to IDEAS/RePEc, and is “considered one of the great economic minds of his generation.” Blinder served on President Bill Clinton's Council of Economic Advisors (January 1993 – June 1994), and as the Vice Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System from June 1994 to January 1996.*





## CLIN D'OEIL À L'HISTOIRE

Since 1880, Global Government Debts Have Rarely Been So High



*In the decade after the financial crisis, the debt burdens of advanced and emerging market economies have continued to climb ... said Josh Zumbrun in his [WSJ article of Apr. 18, 2018](#). “General government debt in advanced economies has been above 100% of gross domestic product for more than five years, levels that have only been seen one other time in the past century and a half—at the very end of World War II, according to new data from the International Monetary Fund’s Fiscal Monitor, April 2018 edition.”*

*“For now, the world and its nations seem capable of carrying these debts. Interest rates are mostly still low, labor markets are improving, growth this year and next is forecast to be the best since 2011, and investors are still clamoring for the safety of the government bonds of rich countries. But the IMF warns that these conditions can likely not last indefinitely.”*

*“The fiscal burden on emerging markets, which is already beyond the levels of World War II and the Asian financial crisis, is poised to surpass its all-time peak, reached during the Latin American debt crisis of the 1980s (which ended with dozens of sovereign defaults).”*



Historical Graph (1880 to present): courtesy of <http://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2018/04/06/fiscal-monitor-april-2018>

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.

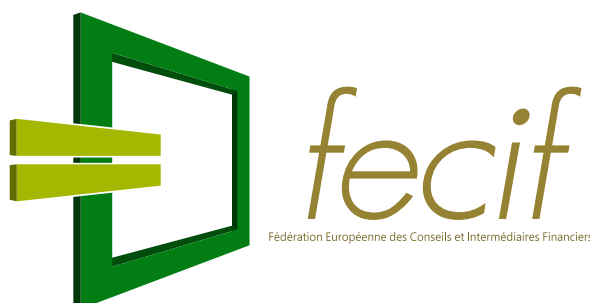
**SOUHAITEZ-VOUS ÊTRE LE SPONSOR D’UN PROCHAIN NUMÉRO MENSUEL?**

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

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

## LE SPONSOR DE MAI 2018

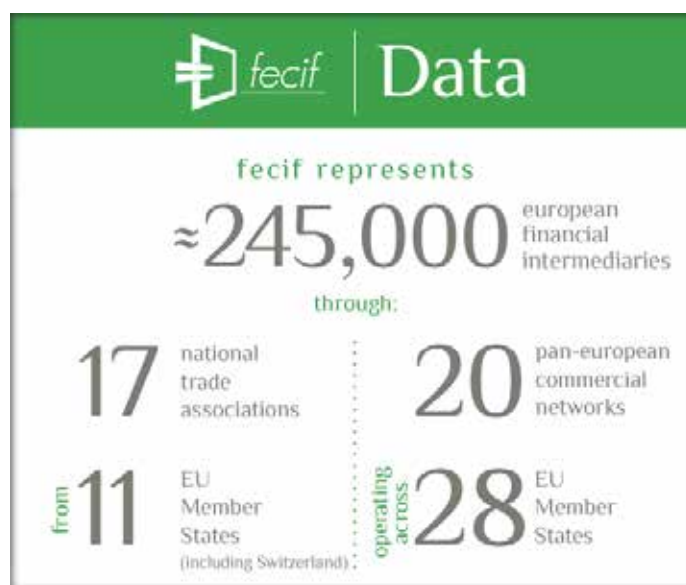
### FECIF — Fédération Européenne des Conseils et Intermédiaires Financiers [www.fecif.org](http://www.fecif.org)



The **European Federation of Financial Advisers and Financial Intermediaries (FECIF)** was chartered in June 1999 for the defence and promotion of the role of financial advisers and intermediaries in Europe.

FECIF is an independent and non-profit-making organisation exclusively at the service of its financial adviser and intermediary members, who are from the 28 European Union member states, plus Switzerland; it is **the only European body representing European financial advisers and intermediaries**. FECIF is based in Brussels, at the heart of Europe.

The European financial adviser and intermediary community is made up of approximately 500,000 private individuals exercising this profession as a main occupation (*representing approximately 26,000 legal entities including 45 networks*), about 280,000 are members of national professional associations (*51 at today's count*).



### FECIF EVENT 2018 – The project – **SAVE THE DATE**

**When**

17th October 2018

**Where**

**RENAISSANCE BRUSSELS HOTEL**  
Rue du Parnasse 19, 1050 Brussels,  
Belgium.  
Contact: +32 (0) 2 505 2000



**Fédération Européenne des Conseils et Intermédiaires Financiers (FECIF)**

"Generali" Tower - Business Centre — Avenue Louise 149/24  
B-1050 Brussels — Belgium