

THE IFA's

Wealth Gram

LA TRIBUNE MENSUELLE
DES MEMBRES DU GSCGI

wealthgram@gscgi.ch
www.gscgi.ch

Vol. III
N°28 - Mai 2014



GOLDEN NUGGETS

Expertise in the Global Mining and Metals Sector

RBC Capital Markets is a premier investment bank, consistently ranked among the top capital markets firms around the globe. We are an industry leader in the mining and metals sector with a global team of experienced professionals. Our highly ranked gold and precious metals research covers more than 70 companies, and provides clients with value-added ideas and insightful information.

rbccm.com



RBC Capital Markets

SOMMAIRE

3	Editorial	La Diagonale du FOU ou... Pierre Christodoulidis, Fondateur et Président d'Honneur du GSCGI
4-5	Sponsor de Mai 2014	Some Golden Nuggets in a washed out sector Stephen Walker, RBC, Membre Partenaire du GSCGI
6-7	Les Membres du GSCGI	FECIF informs... EU Policy Brief - April 2014, by Cattaneo & Zanetto
8-9	Placements & Techniques de Gestion	La technologie au service de la gestion... Structuring Team, Leonteq Securities, Membre Partenaire du GSCGI
10-11	Juristes & Fiscalistes	Pourquoi faut-il refuser l'initiative ...abolition forfaits fiscaux Me Philippe Kenel, Phyton & Peter, pkenel@pplex.ch
12-13	L'Avis de l'Analyste	Le gaz de schiste américain... Philippe Rezzonico, Blue Lakes Advisors
14-15	In Globo	<i>various ...by Sourajit Aiyer, Cosima F. Barone and Bern eXchange</i>
16-17	La Réunion Mensuelle du GSCGI	April 11/Geneva: Art of Indexing - Beta... iShares by BlackRock ...article de Cosima F. Barone
18	Book Review	Flash Boys, by Michael Lewis
19	Clín d'Oeil à l'Histoire Calendrier Réunions Mensuelles La Parole est à Vous	Taper 1, Taper 2, Taper 3, Taper 4 ...but... Cosima F. Barone - FINARC SA - www.finarc.ch
20	Sponsor de Mai 2014	Royal Bank of Canada – https://www.rbccm.com/

Editeur: G S C G I

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

Zürich: sekretariat@svuf.ch
c/o Findling Grey AG - Tél. +41 (0) 43 819 4243
Bimenzältenstrasse 32 / Postfach 2255
CH - 8060 Zürich-Flughafen
Lugano: segreteria@gscgi.ch
c/o Camplani & Partners SA - Tél. +41 (0) 91 921 1414
Viale S. Franscini 16, CH - 6900 Lugano

*Advisory Committee Director,
Maquette & Réalisation:
Cosima F. Barone
www.finarc.ch
c.barone@finarc.ch*

La diagonale du FOU ou l'insoluble redistribution du capital dans nos économies avancées

L'un des débats les plus commentés ces derniers mois n'a pas été lancé par un économiste contestataire ou progressiste mais bien par un des représentants les plus traditionnels des systèmes: L. Summers. Celui-ci n'exerce plus de mandat public mais conseille le hedge fund D.E. Shaw et anime des conférences à \$135'000.- chacune.

Et quel est le point cardinal du débat, le pavé lancé dans la mare? «Est-ce que les bulles seraient une béquille nécessaire à la poursuite de la croissance dans notre système». En 2008 la Fed est parvenue à freiner la panique financière par un plan de sauvetage très important lancé par cette dernière. Les fonds avancés ont été remboursés en grande partie *«pourtant le taux d'activité n'a pas varié et la croissance reste faible»*, constatait lors de la conférence annuelle du FMI M. Summers, alors même que les taux d'intérêts pratiqués sont inexistantes voire proches de zéro.

Les quatre facteurs suivants semblent aller dans le sens des constatations de L. Summers:

- *La baisse continue du taux d'intérêt naturel depuis 3 décennies;*
- *Le recul de la productivité du travail depuis plus de 15 ans;*
- *La contraction de la demande interne depuis les années 80;*
- *La stagnation, voire la régression de l'investissement productif et de la formation brute de capital fixe.*

Les grands détenteurs de capitaux ne cherchent pas à maximiser leurs profits par une amélioration constante de leur production mais par un accroissement de leurs prélèvements sur la valeur ajoutée. Le système productif semble durablement grippé et s'accompagne de graves tensions sociales qui minent encore un peu plus ses fondements. La croissance des inégalités détruit peu à peu les classes moyennes garantes de la stabilité des institutions démocratiques. L'augmentation du chômage de masse provoque une réduction des revenus sur les plans privé (*rémunération du capital*), et public (*réduction des impôts encaissés*). Plus grave encore elle alourdit la facture publique d'autant par les allocations chômage en augmentation constante.

L'économiste Alvin Hansen relevait dans les années 30 cette «stagnation séculaire» qui découlait selon lui du ralentissement de la croissance démographique et d'une réduction de l'innovation technologique. Ce ne sont pas ces éléments que Summers incrimine. Les performances économiques décevantes des économies avancées n'expliquent pas leur surendettement, mais en découlent. Lorenzo Bini Smaghi ancien membre du directoire de la BCE estime que *«ce n'est pas l'austérité qui affaiblit la croissance mais l'inverse, c'est la faiblesse de la croissance qui rend*

l'austérité nécessaire». Summers en appelle au rétablissement du «cercle vertueux» de la croissance. Ses opposants se réfèrent à «l'austérité expansive» visant à «assainir» les bases de l'économie. Les Républicains US en appellent à la réduction de «l'écrasant poids de l'état social» alors que K. Rogoff attribue la stagnation à une mauvaise gestion de la dette par les gouvernements.

P. Krugman se rallie aux constats de Summers mais en réfute les conclusions. Il soutient que tous les moyens à disposition sont loin d'avoir été utilisés: les grandes entreprises disposent d'importantes trésoreries mais elles n'investissaient pas. Les sociétés non financières américaines détiennent 2800 milliards de dollars dont 150 milliards pour la seule Apple. James Saft observait dans le New York Times (26/11/13) que les actifs immatériels représentaient 5% des actifs des sociétés américaines en 1970, en 2010 la proportion est passée à ...60%. Malgré les 4000 milliards de dollars injectés, l'économie refuse de redémarrer.

Robert Reich, ancien ministre du Travail sous Clinton, vient de publier un article intitulé «Inequality for all» où il relève que le salaire moyen US en 1978 était de \$48'000.-, il n'est plus que de \$34'000.- aujourd'hui. Le revenu moyen des 1% les plus riches de la population est passé de \$393'000.- en 1978 à 1.1 millions de dollars. Depuis 5 ans, 1% de la population a capté 90% de la croissance du PIB et 99% de la population se sont répartis le 10% restant. À eux seuls 450 personnes déposent autant que 150M d'américains les moins riches.

La situation actuelle rappelle la période d'accumulation de richesse des années 1920 qui aboutissent à la Grande Dépression.

Dans cette perspective nous pouvons aisément affirmer que le crédit des banques aux PME est pratiquement inexistant, celles-ci préférant stocker leurs liquidités auprès des banques centrales. Les seuls crédits qu'elle renouvelle sont ceux des géants industriels qui de toute façon n'ont aucun mal à accéder au marché des capitaux à des taux à long terme totalement ridicules. Et que font-elles de toute cette liquidité? Elles rachètent leurs actions sur les marchés. Plus les revenus se concentrent au profit de l'épargne et de la «financiarisation» et au détriment de l'investissement productif et de l'emploi, plus l'économie réelle se contracte et plus la stabilité et la paix sociale sont en danger.

Qui aura le courage de dénoncer ce nœud gordien et d'arrêter la spirale infernale de la contraction économique? Qui aura le courage d'attribuer les responsabilités de tels comportements suicidaires?

Pierre CHRISTODOULIDIS
Président d'Honneur du GSCGI
Membre du Conseil du GSCGI

SOME GOLDEN NUGGETS IN A WASHED OUT SECTOR



GROWING CHINESE DEMAND COULD REPLICATE THE 2005-08 ETF DRIVEN GOLD RALLY

Elements now in place for a sustained gold rally

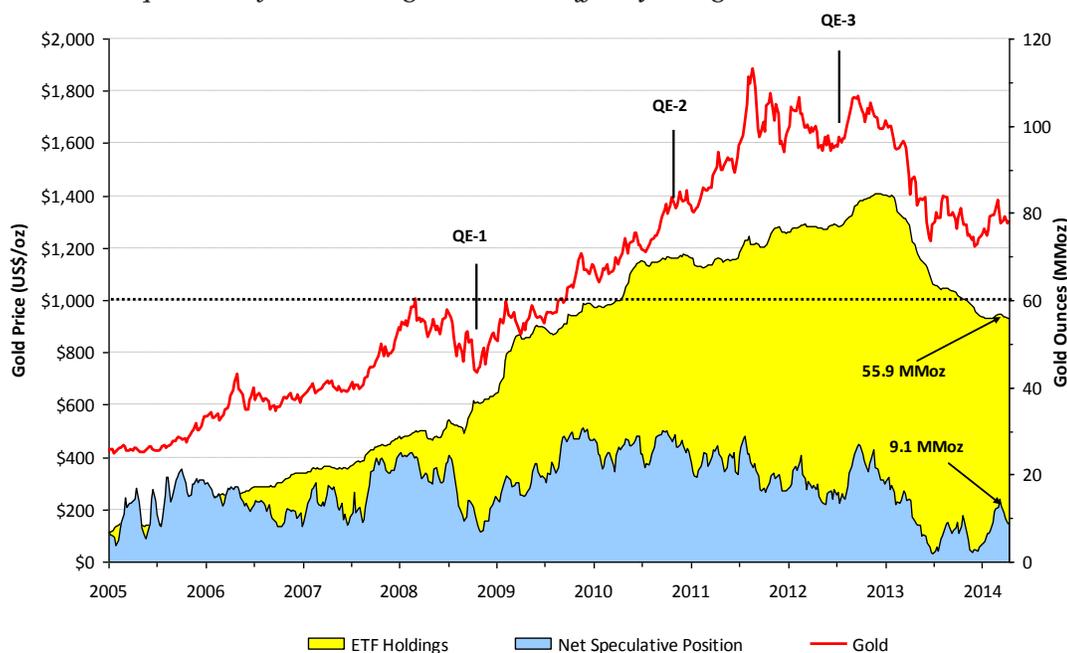
We see similarities between the 2005 to 2008 gold price rally and the current gold price environment, which *we believe could lead to a sustained gold price rally over the next 12 to 24 months*. While the recovery in the gold price from its \$1,178/oz lows is still in the early stages, we believe that Chinese and emerging market gold demand combined with the absence of Central bank selling both offset any ETF liquidation related to tapering, and create the environment for a sustained higher gold price move characterized by *“higher lows as investors buy the pullbacks”*. We forecast an average annual gold price of \$1,375/oz in 2014, with a broad trading range of \$1,250/oz to \$1,450/oz and an average of \$1,400/oz in 2015 with a broad trading range of \$1,300/oz to \$1,500/oz.

Gold ETF products provided new demand in 2005

We see similarities between the 2005 to 2008 gold price rally and the current gold price environment, which *we believe could lead to a sustained gold price rally over the next 12 to 24 months*. While the

recovery in the gold price from its \$1,178/oz lows is still in the early stages, we believe that Chinese and emerging market gold demand combined with the absence of Central bank selling both offset any ETF liquidation related to tapering, and create the environment for a sustained higher gold price move characterized by *“higher lows as investors buy the pullbacks”*. We forecast an average annual gold price of \$1,375/oz in 2014, with a broad trading range of \$1,250/oz to \$1,450/oz and an average of \$1,400/oz in 2015 with a broad trading range of \$1,300/oz to \$1,500/oz.

Exhibit 1. Liquidation of ETF holdings in 2013 was offset by strong bar and coin demand.



Source: Comex, Bloomberg, April 25, 2014

China is now a significant and likely sustainable demand component

A major change in y-o-y demand has been the emergence of China as the world's largest consumer of gold. In 2013 Chinese gold demand was estimated to be 34% of global demand in a remarkably steady fashion. We estimate that the 1,497 tonnes (*gross*) exported to the

CONTINUED ON PAGE 5

SOME GOLDEN NUGGETS IN A WASHED OUT SECTOR

CONTINUED FROM PAGE 4

mainland from Hong Kong in 2013 represents ~0.7% of Chinese GDP, ~3% of household savings and ~15% of urban Chinese mainland household savings.

An important consideration is the increased availability and liquidity for physical gold in the Chinese Mainland market that began in 2011 (*Exhibit 3*). We believe that between the inability for citizens to own gold on Mainland China before 2005 and the illiquid nature of the bullion market prior to 2011, with little or no retail distribution of physical gold coins and bars, it has set the stage for significant levels of sustainable demand for gold, especially with an estimated ~40% pullback in the Renminbi gold price since late 2011.

Near term risks to downside are moderate

Risks include significant new IMF/Central bank selling as part of the European Central bank gold sales agreement that is expected to be renewed upon the September 27th, 2014 expiry. Also, should the Emerging market currency/economic crisis escalate, then local central banks could sell gold holdings similar to what occurred during the Asian Tiger currency/economic crisis in 1997-98.

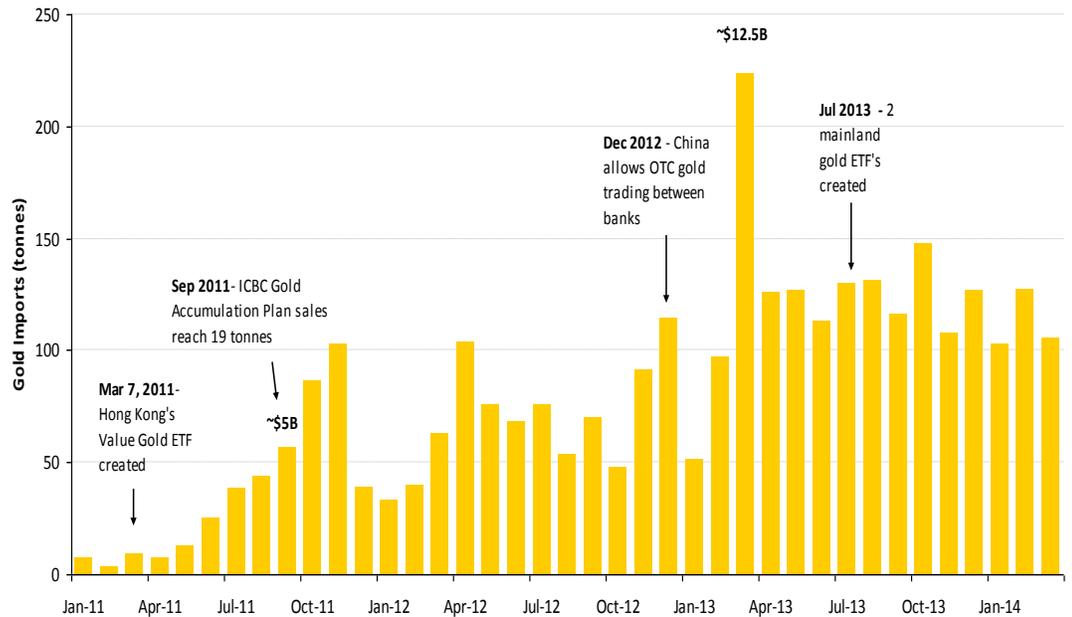
Gold Equity Investment Ideas

Our best North American large cap investment ideas include Goldcorp, New Gold and Franco-Nevada...



Stephen WALKER
Managing Director
Head: Global Mining Research

Exhibit 2. Total Monthly China Imports of Gold from Hong Kong including bars, jewellery and coins.



Source: GFMS, Hong Kong Census and Statistics Department

Exhibit 3. Chinese Renminbi denominated Gold Price.



Source: Bloomberg

Cet article est disponible en version intégrale sur le website www.gscgi.ch



RBC Capital Markets
RBC Marchés des Capitaux

LES MEMBRES DU GSCGI

Networking & la Vie de nos Collègues d'ailleurs

FECIF's newly-elected Chairman of the Board, David Charlet, informs...



DAVID CHARLET

newly-elected

FECIF's

Chairman of the Board

www.fecif.org

VINCENT J. DERUDDER

HONORARY CHAIRMAN

AND CHAIRMAN OF THE

CONSULTATIVE COMMITTEE



*The GSCGI
is a
Board member
of FECIF*

EU Policy Brief — April 2014

In view of the forthcoming European elections (22-25 May 2014), the European Parliament has suspended its activities until July 2014. After the elections, a number of procedural steps will take place in June and July.

In summer the European Council will propose to the new European Parliament a candidate for the post of President of the European Commission. This candidate will be elected by the European Parliament by a majority of its members.

In autumn the new President of the European Commission will propose his team of Commissioners. After hearings at the European Parliament, the team will be voted by MEPs.

The new European Commission is set to officially start working on 1 November 2014. However, delays may occur.

MIFID II

After months of negotiations, in January 2014 the Parliament and the Council reached an agreement of the revision of the Markets in Financial Instruments Directive.

Investment firms will have to meet stricter standards. The new Directive requires transparency in terms of costs of advice and fees as well as on the client's risk tolerance. It requires investment firms to meet customers' needs when designing new products. Independent advice is kept separated from non-independent advice and limitations are imposed on the receipt of commissions. Nevertheless, the chosen approach gives Member States flexibility to decide whether to prohibit or further restrict the offer or acceptance of fees, commissions or non-monetary benefits.

MiFID II also introduces harmonised powers and conditions for ESMA to prohibit or restrict the marketing and distribution of certain financial instruments in well-defined circumstances. Similar powers are afforded to EBA in the case of structured deposits. Concerning packaged retail investment products (PRIIPS), the new framework also covers structured deposits and amends the Insurance Mediation Directive to introduce rules for insurance-based investment products.

On 15th April, the European Parliament adopted the compromise text agreed with the Council.

Next steps: The new rules need to be formally approved by the Council. After the publication in the Official Journal of the European Union, Member States will have 24 months to adapt national legislation accordingly.

KID PRIIPs Regulation

The proposal published in July 2012 aims to improve the quality of information that is provided to consumers when considering investments.

Before signing a contract, all small (non-professional) investors should be given three-page A4 standard format KIDs to help them to understand and compare packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs), estimate the total cost of their investment as well as be aware of its risk-reward

...cont'd on page 7

LES MEMBRES DU GSCGI

Networking & la Vie de nos Collègues d'ailleurs

FECIF's newly-elected Chairman of the Board, David Charlet, informs...

profile. KIDs should be clearly separated from advertising materials, consistent with any binding contractual documents and prepared by a clearly identifiable entity that created the product.

The new rules would apply to all investment products intended for small investors. However, they would not apply to: non-life insurance products, life insurance contracts where the benefits under the contract are payable only on death or in respect of incapacity due to injury, sickness or infirmity, or deposits other than structured deposits and securities. Officially recognised pension schemes, pension products which, under national law, are recognised as having the primary purpose of providing the investor with an income in retirement and individual pension products for which a contribution from the employer is required would be also exempted from the scope of the legislation.

On 15th April, the European Parliament adopted the compromise text agreed with the Council.

Next steps: The new rules need to be officially endorsed by the Council, and then published in the Official Journal. The Regulation will apply from two years after the date of entry into force. It will be binding in its entirety and directly applicable in all Member States.

UCITS V Directive

The proposal adopted by the European Commission in July 2012 amends the UCITS Directive with regard to depositaries by prescribing precise rules related to the safekeeping of securities by depositary institutions.

To clarify who is responsible for small investors' funds, the agreed rules will require UCITS fund or UCITS fund manager to appoint a single independent "depositary" (*credit institution or authorised legal entity with sufficient own funds*), to oversee investor payments to the fund and act as a custodian of its assets. No management company should act as both a management company and depositary. Depositaries will be required not to act without authorisation and will have to keep investors' money clearly separate from their own assets. They will be barred from investing these funds on their own account. Depositaries will also be deemed liable for any loss of assets, even if they delegate custody of them to a third party.

Fund managers will be required not to take investment risks beyond what is accepted by their UCITS investors. At least

half of the variable part of their remuneration will be paid in the assets of their UCITS, unless the management of UCITS accounts for less than half of the total portfolio. Payment of at least 40% of variable remuneration will be deferred for at least 3 years. Where the variable share of remuneration is particularly high, at least 60% of this share is to be deferred, to encourage managers to take a long-run view.

EU member states will have to provide in their laws for harmonised administrative penalties for funds that fail to comply with organisational, risk management, and other requirements.

On 15th April, the European Parliament adopted the compromise text agreed with the Council.

Next steps: The new rules need to be formally approved by the Council. After the publication in the Official Journal of the European Union, Member States will have 18 months to adapt national legislation accordingly.

IMD II

In July 2012, the European Commission has adopted a proposal for the revision of the Directive on insurance mediation. Amended rules are expected to bring in enhanced harmonisation, similar information requirements as well as a level playing field between the insurance companies and insurance distributors.

Werner Langen's report has been voted by the plenary session at the end of February 2014.

The text sets the rules for insurance and reinsurance distributors in the EU with some exemptions, e.g. when the insurance is complementary to the supply of goods or services and covers the risk of damage or theft. The insurance distributors should be registered with a competent authority in their home Member State through an online registration system consisting of a single registration form should be provided by Member States. The companies that are currently registered would not be required to register again...

CATTANEO ZANETTO & CO.
POLITICAL INTELLIGENCE · LOBBYING · PUBLIC AFFAIRS

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

*Cet article est disponible en version intégrale sur le website
-- www.gscgi.ch -- en zone "membres"*

PLACEMENTS & TECHNIQUES DE GESTION

La technologie au service de la gestion: les produits structurés de Leonteq Securities



Actif en Suisse dans la production et la distribution de produits structurés depuis 2007, **LEONTEQ SECURITIES** a basé sa stratégie autour de deux axes majeurs que sont l'offre multi-émetteurs à travers de nombreux partenariats white-labelling et une plateforme de trading des produits structurés complètement automatisée. Nos innovations tant qualitatives que quantitatives offrent à nos clients un service bien souvent supérieur à leurs attentes: temps de pricing raccourci, supports marketing et termsheets automatisés pour tous les émetteurs, solution d'investissement personnalisée, etc. Sur ce dernier point, Leonteq Securities a développé de nombreux outils d'aide à la décision pour une conception plus affinée de la solution d'investissement.

Optimisation, granularité, rapidité, les services uniques de Leonteq Securities

Notre innovation est centrée sur les besoins de nos clients. En ce sens Leonteq Securities a créé un algorithme capable d'analyser sur un univers très large de sous-jacents les combinaisons optimales pour un produit donné. En pratique, admettons que l'investisseur soit un adepte des Barrière Reverse Convertibles de maturité un an offrant une barrière de protection du capital de 70%. Son univers d'investissement est l'ensemble des membres de l'indice SMI® (composé de 20 titres) et il cherche le panier de trois actions qui lui permettra de maximiser son coupon garanti. En moins de 10 secondes, l'algorithme appelé « **Underlying Optimizer** » performera une

valorisation des 1140 combinaisons possibles afin d'en extraire les cinquante meilleures. L'investisseur bénéficie ainsi de la garantie que Leonteq lui fournira le meilleur rendement possible au sein de l'univers choisi (l'indice SMI®). Depuis deux ans, Leonteq a considérablement investi dans cet algorithme et celui-ci est désormais capable de trouver un panier optimisé sous contrainte (comme, par exemple, l'obligation de présence d'une ou plusieurs actions dans le panier final ou la suggestion de remplacement d'une ou plusieurs actions du panier initial par une action semblable selon des critères techniques et/ou fondamentaux).

Autre innovation populaire auprès de nos clients, le « **Range Pricer** » est un algorithme de pricing ultra-rapide qui permet de calculer des matrices de produits en un temps très court (de l'ordre de quelques secondes). Nous avons identifié que la tolérance au risque d'un investisseur n'est pas une valeur précise mais s'apparente à une zone de confort et il a donc besoin de granularité pour prendre sa décision. Le « Range Pricer » lui permettra d'analyser l'ensemble des solutions possibles au sein de sa zone de

confort. Reprenons l'exemple précédent: l'investisseur a maintenant identifié le panier d'actions sur lequel il souhaite investir mais hésite sur le niveau de protection conditionnelle du capital à appliquer. Le « Range Pricer » sera capable de lui fournir l'ensemble des coupons associés à chaque barrière entre 50% et 70% afin d'identifier rapidement le couple le plus satisfaisant au sein de sa zone de confort. Cet algorithme a lui aussi bénéficié de nombreuses avancées et peut analyser un produit



PLACEMENTS & TECHNIQUES DE GESTION

La technologie au service de la gestion: les produits structurés de Leonteq Securities

...cont'd from page 8

sur plusieurs dimensions comme dans le cas des certificats Express avec l'analyse du coupon en fonction simultanément du seuil de détachement et de la barrière de protection du capital.

Une technologie au service de la gestion

Au-delà de l'automatisation des processus d'exécution que l'ensemble des émetteurs de produits structurés a entamée il y a quelques années, Leonteq Securities a dévolu une grande partie de son effort technologique vers les besoins de ses clients et des investisseurs. L'impératif de produits structurés simples et adaptés au profil de l'investisseur (*approche tailor-made*) pour des montants d'investissement modestes s'est imposé comme un nouveau paradigme sur le marché suisse. Notre haut degré technologique nous permet de réduire drastiquement le coût d'émission d'un nouveau produit et bénéficie ainsi à nos clients et aux investisseurs: il est maintenant possible d'émettre son produit structuré personnalisé à partir d'un notionnel de 50'000 francs suisses seulement. Couplé aux nombreux émetteurs white-labelling que nous proposons sur notre plate-forme, nos clients jouissent désormais d'une diversification accrue tant au niveau des actions sous-jacentes des produits que du risque de contrepartie. Cette facilité d'émission rend les produits structurés accessibles à un plus grand nombre d'investisseurs et étoffe ainsi la gamme de produits de placement qui s'offre à leur épargne.

Cette approche qualitative de Leonteq Securities dans la distribution des produits structurés a été une nouvelle fois saluée cette année avec le Swiss Derivative Awards 2014 dans la catégorie «Top Service» qui distingue entre autres critères la qualité des termsheets, des brochures commerciales ainsi que du Market-Making. Cette récompense a été attribuée à Leonteq Securities pour la quatrième année consécutive et valide ainsi sa

stratégie long-terme de transparence et de personnalisation dans la conception de solutions d'investissement structurées. En ce sens Leonteq continue d'investir dans sa technologie afin de la rendre encore plus accessible à ses clients et les accompagner plus efficacement dans leur gestion de l'épargne. La plate-forme de trading en ligne Constructor, premier pricer de produits structurés lancé par Leonteq sur le marché suisse, devrait bénéficier très bientôt de l'ensemble des outils d'optimisation et de granularité décrits dans cet article afin d'offrir une palette de services toujours plus complète à ses clients.



Structuring Team - www.leonteq.com

Disclaimer: La présente publication est uniquement destinée à des fins d'information et n'est pas le produit de recherche; elle ne constitue ni une recommandation d'achat ou de vente de produits financiers, ni une offre ou une incitation à répondre à une offre. Aucune garantie, explicite ou implicite, n'est apportée quant à l'exactitude, la fiabilité ou la partialité des informations contenues dans le document.

Avant d'investir dans des produits financiers, nous recommandons aux investisseurs de contacter leur conseiller financier afin d'obtenir un conseil spécifiquement adapté à leur situation individuelle; les informations contenues dans ce document ne se substituent pas à un tel conseil.

Toute reproduction totale ou partielle d'un article ou d'une image sans autorisation de Leonteq Securities AG est interdite. Nous déclinons toute responsabilité en cas de distribution sans sollicitation préalable.

© Leonteq Securities AG 2014. Tous droits réservés.

LEONTEQ SECURITIES, Membre Partenaire du GSCGI, en bref:

Leonteq est un prestataire de services de premier plan dans l'ingénierie et les infrastructures destinées aux solutions d'investissement. La société, dont le siège se trouve à Zurich, compte également des bureaux à Genève, à Monaco, à Guernesey, à Francfort, à Paris, à Londres, à Singapour et à Hong Kong. L'équipe de Leonteq, composée de spécialistes aguerris, opère sur une plateforme informatique et de services d'investissements conçue en interne pour tirer le meilleur parti d'une philosophie axée sur la souplesse, l'innovation, la transparence et le service clients. Ses actions nominatives (LEON) sont cotées sur SIX Swiss Exchange.

www.leonteq.com

JURISTES & FISCALISTES

Pourquoi faut-il refuser l'initiative populaire «Halte aux privilèges fiscaux des millionnaires (abolition des forfaits fiscaux)»?

...par Philippe Kenel, docteur en droit, avocat en Suisse et en Belgique, associé au sein du cabinet Python & Peter
pkenel@pplex.ch

I. Introduction

Le but de ce document est de présenter les raisons pour lesquelles l'initiative «Halte aux privilèges fiscaux des millionnaires (abolition des forfaits fiscaux)» (ci-après: l'initiative) doit être refusée.

Pour ce faire, après avoir présenté le contenu de l'initiative (II), j'exposerai le problème posé par la question de l'illicéité des «privilèges fiscaux» pour les personnes physiques (III), puis présenterai l'état actuel et futur de la législation en matière d'impôt d'après la dépense (IV). Enfin, avant de conclure (VI), je développerai les motifs pour lesquels l'initiative doit être refusée et réfuterai les principaux arguments des initiants (V).

II. Le contenu de l'initiative

Le contenu de l'initiative qui propose d'introduire dans la Constitution fédérale de la Confédération suisse du 18 avril 1999 (ci-après: Cst.) les articles 127 al. 2 bis et 197 ch. 9 peut être résumé en trois points.

Tout d'abord, les initiants souhaitent que les «privilèges fiscaux» pour les personnes physiques soient considérés comme illicites (art. 127 al. 2 bis Cst.). En second lieu, ils désirent interdire l'impôt d'après la dépense (art. 127 al. 2 bis Cst.). Enfin, ils prévoient, qu'en cas d'acceptation de l'initiative, la Confédération édicte la législation d'exécution dans un délai de trois ans à compter de la date de la votation. Si aucune loi d'exécution n'est mise en vigueur dans ce délai, les deux règles mentionnées ci-dessus qui figureraient à l'article 127 al. 2 bis Cst. s'appliqueraient directement (art. 197 ch. 9 Cst.).

Il résulte clairement de ce qui précède que l'objet de l'initiative est beaucoup plus large que l'interdiction de l'impôt d'après la dépense. Les initiants souhaitent interdire tout «privilège fiscal» pour les personnes physiques, l'impôt d'après la dépense n'étant, selon eux, qu'un cas d'application de ce principe.

III. L'illicéité des «privilèges fiscaux» pour les personnes physiques

La première phase de l'article 127 al. 2 bis Cst. que souhaitent introduire les initiants dans la Constitution fédérale stipule ce qui suit: «les privilèges fiscaux pour les personnes physiques sont illicites».

Dans son message, le Conseil fédéral considère que la question de la portée de cette disposition se pose. Néanmoins, selon lui, la première phrase du texte de l'initiative n'a pas une portée plus grande que celle de l'article 127 al. 2 Cst. ou du principe de l'égalité de traitement.



Personnellement, je ne partage pas cette position pour les raisons suivantes.

- Si tel était le cas, les initiants ne l'auraient pas fait figurer dans le texte de leur initiative.
- L'article 127 al. 2 Cst. prévoit ce qui suit: «Dans la mesure où la nature de l'impôt le permet, les principes de l'universalité, de l'égalité de traitement et de la capacité économique doivent, en particulier, être respectés». Il y a lieu de rappeler que l'article 127 al. 2 Cst. ne figurait pas dans le projet de constitution élaboré par le Conseil fédéral. Ajouté par le Conseil national, le Conseil des Etats s'y est rallié à la condition d'ajouter les termes «Dans la mesure où la nature de l'impôt le permet». Or, l'alinéa 2 bis tel qu'il a été rédigé par les initiants ne reprend pas cette restriction et aurait, par conséquent, de toute manière, un champ d'application plus large que l'alinéa 2.
- La preuve que le but des initiants est d'aller au-delà de l'article 127 al. 2 Cst. actuel et de l'interdiction de l'impôt d'après la dépense est qu'ils prévoient expressément que la Confédération doit édicter une législation d'exécution dans un délai de trois ans à compter de la date de la votation. Or, si le nouvel article 127 al. 2 bis Cst. ne devait pas aller au-delà de l'article 127 al. 2 Cst. actuel et se borner à interdire l'impôt d'après la dépense, il n'aurait pas été nécessaire de prévoir une législation d'exécution.

Il résulte de ce qui précède que la première phrase de l'article 127 al. 2 bis Cst. introduirait une totale insécurité dans le système fiscal suisse. D'une part, les initiants et leurs partisans tenteront d'introduire toute sorte de règles durant l'élaboration de la législation d'exécution...

*Cet article est disponible en version intégrale française sur le
website -- www.gscgi.ch -- en zone "membres"*

JURISTES & FISCALISTES

Weshalb muss die Volksinitiative «Schluss mit den Steuerprivilegien für Millionäre (Abschaffung der Pauschalbesteuerung)» abgelehnt werden?

...von Philippe Kenel, Rechtsanwalt in der Schweiz und in Belgien, Partner der Kanzlei Pythou & Peter
pkenel@pplex.ch

I. Einleitung

Ziel dieses Dokuments ist es, die Gründe darzustellen, aus denen die Initiative «Schluss mit den Steuerprivilegien für Millionäre (Abschaffung der Pauschalbesteuerung)» (im Folgenden: die Initiative) abgelehnt werden muss.

Zu diesem Zweck werde ich nach einer Präsentation des Inhalts der Initiative (II) das Problem darlegen, das sich aus der Rechtswidrigkeit der «Steuerprivilegien» für natürliche Personen ergibt (III). Im Anschluss daran präsentiere ich den aktuellen und zukünftigen Stand der Gesetzgebung bezüglich der Steuer nach dem Aufwand (IV), widerlege vor den Schlussfolgerungen (VI) die hauptsächlichen Argumente der Initianten und erläutere die Gründe, aufgrund derer die Initiative abzulehnen ist (V).

II. Der Inhalt der Initiative

Der Inhalt der Initiative, die die Einführung der Art. 127 Abs. 2bis und 197 Ziff. 9 in die Bundesverfassung der Schweizerischen Eidgenossenschaft vom 18. April 1999 (im Folgenden: BV) vorschlägt, kann in drei Punkten zusammengefasst werden.

Die Initianten wünschen in erster Linie, dass die «Steuerprivilegien» für natürliche Personen rechtswidrig sein sollen (Art. 127 Abs. 2bis BV). Zweitens möchten sie, dass die Besteuerung nach dem Aufwand verboten wird (Art. 127 Abs. 2bis BV). Schliesslich sehen sie vor, dass die Eidgenossenschaft für den Fall der Annahme der Initiative innerhalb einer Frist von drei Jahren ab dem Datum der Abstimmung ein Ausführungsgesetz erlassen soll. Wird innerhalb dieser Frist kein Ausführungsgesetz in Kraft gesetzt, würden die beiden vorstehend genannten und in Art. 127 Abs. 2bis BV enthaltenen Vorschriften direkte Anwendung finden (Art. 197 Ziff. 9 BV).

Aus dem Vorstehenden geht klar hervor, dass der Gegenstand der Initiative wesentlich weiter gefasst ist als das Verbot der Aufwandbesteuerung. Die Initianten möchten jegliche «Steuerprivilegien» für natürliche Personen verbieten lassen, wobei die Steuer nach dem Aufwand ihrer Ansicht nach nur einen Anwendungsfall dieses Prinzips darstellt.

III. Die Rechtswidrigkeit von «Steuerprivilegien» für natürliche Personen

Der erste Satz von Art. 127 Abs. 2bis BV, den die Initianten in der Bundesverfassung festschreiben möchten, bestimmt Folgendes: «Steuerprivilegien für natürliche Personen sind unzulässig.»

In seiner Botschaft hält der Bundesrat fest, dass sich die Frage nach dem Anwendungsbereich dieser Bestimmung stellt. Trotzdem kommt er zum Schluss, dass der erste Satz des Textes der Initiative nicht über den Anwendungsbereich des Artikels 127 Abs. 2 BV oder des Gleichbehandlungsprinzips hinausgeht.



Persönlich kann ich diese Auffassung aus folgenden Gründen nicht teilen:

- a) Wenn dies der Fall wäre, hätten die Initianten diesen Punkt nicht in ihren Initiativtext aufgenommen.
- b) Art. 127 Abs. 2 BV sieht Folgendes vor: «Soweit es die Art der Steuer zulässt, sind dabei insbesondere die Grundsätze der Allgemeinheit und der Gleichmässigkeit der Besteuerung sowie der Grundsatz der Besteuerung nach der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit zu beachten.» Es muss daran erinnert werden, dass der Artikel 127 Abs. 2 BV nicht im durch den Bundesrat ausgearbeiteten Verfassungsentwurf enthalten war. Nachdem er durch den Bundesrat eingefügt worden war, hat der Ständerat sich diesem unter der Bedingung angeschlossen, dass die Worte «Soweit es die Art der Steuer zulässt» hinzugefügt werden. Absatz 2bis in der von den Initianten aufgesetzten Fassung übernimmt diese Einschränkung nicht und hätte demzufolge auf jeden Fall einen weiteren Anwendungsbereich als Absatz 2.
- c) Den Beweis dafür, dass es das Ziel der Initianten ist, über den gegenwärtigen Art. 127 Abs. 2 BV und das Verbot der Steuer nach dem Aufwand hinauszugehen, erbringt die ausdrückliche Vorschrift, dass die Eidgenossenschaft innerhalb einer Frist von drei Jahren ab dem Datum der Abstimmung eine Ausführungsgesetzgebung erlassen muss. Wenn jedoch der neue Art. 127 Abs. 2 nicht über den aktuellen Art. 127 Abs. 2 BV hinausginge und sich auf ein Verbot der Steuer nach dem Aufwand beschränkte, so erübrigte es sich, eine Ausführungsgesetzgebung vorzusehen...

Cet article est disponible en version intégrale allemande sur le website -- www.gscgi.ch -- en zone "membres"

L'AVIS DE L'ANALYSTE

Le gaz de schiste américain. Une question de volonté politique et de «American fighting spirit». Un petit air de «déjà-vu».



Philippe REZZONICO

Partner — CIO Office

Blue Lakes Advisors SA

www.bluelakesadvisors.com

Philippe has more than 25 years of experience in investment as a primary financial analyst on Swiss companies and secondary analyst on European securities, fund manager and global strategist. He worked as investment manager for Ferrier-Lullin and as a member of the investment committee for Mirabaud. He was an independent investment consultant for three years when he joined Blue Lakes Advisors. Philippe holds a Swiss Federal Diploma in Financial Analysis and Asset Management.

philippe.rezzonico@bluelakesadvisors.com

Blue Lakes Advisors suit le développement du gaz de schiste américain depuis l'automne 2012. Les investisseurs sont partagés entre les avantages du développement industriel et l'écologie. Si l'aspect environnemental reste bien présent, il ne fait guère de doute que l'expansion du gaz de schiste, comme les huiles de schiste, n'est pas un phénomène éphémère, même si la durée de vie des puits est limitée à 12-18 mois. En effet, les réserves exploitables sont gigantesques, entre autres, dans les bassins de Bakken au Texas, de Barnett dans le Dakota du Nord, de Marcellus, s'étendant en Pennsylvanie, dans l'Etat de New York, en Virginie et dans l'Ohio. En l'espace de sept années, les Etats-Unis ont multiplié par huit leur production de gaz de schiste, dont quatorze fois pour le seul bassin Marcellus.

La volonté politique américaine est sans concession: l'expansion du gaz de schiste est une priorité. L'indépendance énergétique est devenue une vision stratégique, encore plus forte avec les printemps arabes et les mouvements djihadistes qui déstabilisent l'Afrique du Nord et le Moyen-Orient.

L'incertitude géopolitique régnant, les Etats-Unis veulent réduire leur dépendance vis-à-vis des pays du Golfe. Et l'opportunité est belle, car les Etats-Unis veulent déplacer leur sphère d'influence vers l'Asie/Pacifique où se situe le nouveau terrain de jeu économique avec la Chine et le Japon. Les Etats-Unis devraient être énergétiquement indépendants vers 2016-2017.

La crise entre la Russie et les Etats-Unis/Europe est peut-être une conséquence de ce rééquilibrage énergétique. En 2013, les Etats-Unis sont devenus le premier producteur de gaz et de pétrole combiné, devant la Russie et l'Arabie Saoudite. Après les «humiliations» (*discours de V. Poutine*) subies depuis la fin de la Guerre froide, les Russes ont réactivé leur ambition d'une Grande Eurasie, regroupant la Russie et les anciens Etats de l'empire russe, face à l'émergence d'une nouvelle Amérique industrielle et énergétique.

Le développement du gaz non-conventionnel a fait émerger le terme de «Renaissance industrielle américaine». Les secteurs bénéficiant de ce nouveau paradigme sont évidemment les sociétés d'exploitation et de production, mais également les infrastructures (*pipelines, stockage,...*) et les transports (*chemins de fer, camions*). Les Etats concernés ont enregistré des taux de croissance économique clairement supérieurs à la moyenne nationale et un taux de chômage sensiblement plus bas. Dans le Dakota du Nord, le taux de chômage se situe à 2.7%, comparé au 6.7% au niveau national. Mais l'aspect essentiel de cette expansion énergétique est la réindustrialisation aux Etats-Unis grâce à un prix du gaz américain bon marché. En effet, le prix du gaz aux Etats-Unis est quatre fois inférieur aux prix pratiqués en Asie et trois fois par rapport à l'Europe. Les Etats-Unis sont un producteur «low cost». Les secteurs, comme la chimie, la pétrochimie, les gaz industriels, l'acier, ont donc accès à un coût de la matière première bas, leur concédant un avantage compétitif indéniable par rapport à la concurrence internationale. Des multinationales américaines reviennent produire aux Etats-Unis.

La consommation de gaz va progresser durablement grâce à son prix attrayant et à son aspect plus écologique par rapport au charbon. Depuis 2005, les Etats-Unis ont accru leur production et leur consommation de gaz, alors qu'en Europe on assiste plutôt à un léger déclin. A l'horizon 2030-2035, la consommation globale de gaz sera supérieure à celle du charbon. Dans un premier temps, l'industrie et les sociétés de production d'électricité en seront les premiers consommateurs, puis plus tard les transports, les camions principalement.

...cont'd on page 13

L'AVIS DE L'ANALYSTE

Le gaz de schiste américain. Une question de volonté politique et de «American fighting spirit». Un petit air de «déjà-vu».

...cont'd from page 12

Les Etats-Unis devraient pouvoir exporter prochainement leur gaz, mais pour cela il faudra modifier les lois qui interdisent depuis 1975 l'exportation de gaz et de pétrole, sauf vers le Canada et le Mexique. La machine politique au Congrès est en marche pour faire sauter ce verrou, avec une forte volonté des Républicains. L'autre importante contrainte est les infrastructures pour l'exportation. En effet, les Etats-Unis ne disposent pas de terminaux d'exportation. Le dernier a été fermé l'année passée en Alaska. Fin 2015, les Etats-Unis disposeront de leur premier terminal d'exportation, géré par la société Chenière. Sempra Energy est une autre société active dans l'exportation. De plus, l'exportation se fera par GNL, gas naturel liquifié (*LNG en anglais pour liquefied natural gas*), un développement très coûteux, puisque la construction de terminaux d'exportation pour le GNL coûte entre \$5 et \$10 milliards, et dure quelques années. Face à un coût très important en argent et en temps, les opérateurs et les financiers ont besoin d'une bonne visibilité sur le prix du gaz pour assurer une rentabilité suffisante sur l'investissement. Cette situation explique un prix du gaz à l'international qui restera relativement élevé, alors que le prix du gaz aux Etats-Unis sera toujours compétitif, deux fois inférieur selon certains consultants. Nous sommes convaincus que le LNG sera un des gagnants de ce nouvel environnement énergétique.

Evidemment, l'expérience américaine fait des envieux, comme la Grande-Bretagne, la Pologne, la Chine et l'Argentine. Pour l'instant, les débuts en Pologne sont très difficiles en raison d'une géologie moins adaptée aux technologies américaines et à des taxes rendant l'extraction peu rentable. En Grande-Bretagne, les ambitions du gouvernement sont grandes, mais les oppositions contre la fracturation hydraulique sont importantes. La Chine a d'importantes réserves de gaz de schiste, deux fois supérieures à celles estimées aux Etats-Unis. Le gouvernement

chinois aimerait produire un tiers de la production américaine en 2020. Et les conditions sont bonnes: main-d'oeuvre bon marché, peu d'opposition, bonne géologie, pas d'obstacle juridique. Il manque toutefois un élément essentiel: l'eau est nécessaire à la fracturation hydraulique, alors que les réserves chinoises se trouvent principalement dans des zones très arides. Les spécialistes considèrent qu'il faudra dix années à la Chine pour produire une quantité suffisante de gaz.

En conclusion, le gaz de schiste est et restera pour quelques années encore une affaire américaine. C'est une question de volonté politique et de «fighting spirit». Un petit air de «déjà-vu».

En mai 2013, Blue Lakes Advisors a lancé un certificat activement géré, intégrant une trentaine de sociétés, qui englobe la totalité du thème du gaz de schiste, qui passe des acteurs directs (*exploration, production, infrastructures, transports*) aux bénéficiaires indirects (*chimie, pétrochimie, sidérurgie, producteur d'électricité, camions, automobiles,...*). Les explorateurs/producteurs sont présents, comme Anadarko, Chesapeake, Devon, Cabot, pour ne citer que certains parmi d'autres. Dans l'infrastructure, on a Chenière, Sempra, Chicago Bridge, Mastec, Crestwood, Fluor et Kinder Morgan. Nous investissons aussi dans des sociétés qui profitent d'un prix du gaz bas comme dans la distribution (*Centerpoint, Nisource*), les gaz industriels (*Praxair*) et le raffinage (*Valero*). Beaucoup plus en aval, nous suivons des sociétés qui offrent des technologies permettant de modifier les moteurs des camions d'une consommation diesel à une utilisation du gaz comme Westport Innovations ou Clean Energy Fuel qui construit des stations de gaz pour les voitures et les camions.

PHILIPPE REZZONICO



Geneva Office
3, rue des Buis
1202 Geneva, Switzerland
Tel: +41 22 552 09 10

Lugano Office
Via Pretorio 9
6900 Lugano, Switzerland
Tel: +41 91 252 09 10

Berner Börsenverein will Aktiengesellschaft werden

Bern, 28. April 2014 – Der Berner Börsenverein plant die Umwandlung in eine Aktiengesellschaft. Die neue Gesellschaft soll BX Swiss AG heissen. Mit diesem Schritt will das Unternehmen die Struktur und die Voraussetzungen schaffen, um das Dienstleistungsangebot für Schweizer KMU, kleine und mittlere Vermögensverwalter und Privatanleger weiter auszubauen.



Der Vorstand des 1884 gegründeten Berner Börsenvereins schlägt seinen Mitgliedern an der Generalversammlung vom 02. Juni 2014 die Umwandlung des Vereins in eine Aktiengesellschaft vor. Die neue Aktiengesellschaft, die BX Swiss AG, soll alle Rechte und Pflichten des Vereins übernehmen und die bestehenden Angebote (*BX Berne eXchange*, *BX Worldcaps*) mit den heutigen Reglementen weiter betreiben. Es ist vorgesehen, dass die Anteile der heutigen Mitglieder in der bestehenden Kapitalverhältnis in Anteile der neuen Gesellschaft umgewandelt werden. Das Aktienkapital wird CHF 1,4 Millionen betragen, aufgeteilt in 14'000 Namenaktien à CHF 100. Für den Verwaltungsrat der neuen AG werden neben den bisherigen Mitgliedern des Vereinsvorstands Peter Heller (*PK-AETAS*), Claudio Studer (*Bank Julius Bär*), Brian Sparks (*Du Bois Capital*), zusätzlich auch je ein Vertreter der UBS und der Credit Suisse vorgeschlagen.

Peter Heller, Präsident des Berner Börsenvereins und vorgesehen als Präsident des Verwaltungsrats der BX Swiss AG: “Die Vereinsform ist für eine Börse im heutigen wirtschaftlichen und regulatorischen Umfeld nicht mehr zeitgemäss. Mit der Umwandlung in eine Aktiengesellschaft wollen wir die unternehmerische Struktur und die entsprechenden Voraussetzungen schaffen, um unsere Unabhängigkeit zu stärken und unser Dienstleistungsangebot für Schweizer KMU, kleine und mittlere Vermögensverwalter und Privatanleger weiter auszubauen.”

Luca Schenk, Geschäftsführer: “Die Umwandlung in eine AG und die Marke BX Swiss, unter der wir künftig alle unsere Dienstleistungen anbieten werden, ermöglicht uns eine bessere Positionierung als preiswerte und emittentenfreundliche Börse für Schweizer KMU, Vermögensverwalter und Privatanleger. Zudem stärken wir unsere Attraktivität für weitere Partnerschaften zur Erweiterung unseres Angebotes.”

Kontakt: Luca Schenk, Geschäftsführer / luca.schenk@berne-x.com
www.berne-x.com / www.bxswiss.com / Telefon: +41 31 329 40 40

The Scarcity Fallacy: The World's Resources Aren't Running Out

[...] How many times have you heard that we humans are “using up” the world's resources, “running out” of oil, “reaching the limits” of the atmosphere's capacity to cope with pollution or “approaching the carrying capacity” of the land's ability to support a greater population? The assumption behind all such statements is that there is a fixed amount of stuff—metals, oil, clean air, land—and that we risk exhausting it through our consumption. [...]

[...] “We are using 50% more resources than the Earth can sustainably produce, and unless we change course, that number will grow fast—by 2030, even two planets will not be enough,” says Jim Leape, director general of the World Wide Fund for Nature International (formerly the World Wildlife Fund). [...]

[...] But here's a peculiar feature of human history: We burst through such limits again and again. [...]

Source: *The Wall Street Journal*

Read more: <http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052702304279904579517862612287156?mg=reno64-wsj>

CFB

High-frequency traders: heroes or hoodlums?

[...] By using the emotive phrase “rigging the market” to describe the impact of high-frequency trading on stock markets, the author Michael Lewis has guaranteed himself both extensive publicity and enhanced sales for his book, *Flash Boys* [...]

[...] In a speech at a gathering of the Atlanta Federal Reserve, Mr Stiglitz effectively skewered any hope of a defence of HFT on the grounds that it engendered greater market efficiency in the shape of enhanced liquidity and keener prices [...]

[...] Libor and forex scandals provide prima facie evidence that opportunities to rig a market in the world of finance, if offered, will be taken. Wall Street's moral compass, if not an out-and-out oxymoron, has patently gone awry in recent years [...]

Source: *Financial Times*

Read more: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/b3ab6294-c57c-11e3-97e4-00144feabd0.html?siteedition=intl#axzz304oR8ijo>

CFB

IN GLOBO CONTINUED ON PAGE 15

What India's leading Prime Ministerial candidates mean for its Economy...

As India undergoes federal elections with 800 million eligible voters, what do the contenders for the Prime Ministerial role mean for its economy? Leading the race are Rahul Gandhi, the candidate of the Congress Party-led UPA coalition, and Narendra Modi, the candidate of the Bharatiya Janata Party-led NDA coalition. Challenging them are Arvind Kejriwal of the new Aam Aadmi Party, as well as bigwigs from regional parties who can form a possible Third Front alliance. The new government, whoever forms it, will inherit an economy which is in a severe crisis – *the winner's curse*. The Indian economy, which recently displaced Japan to become the 3rd largest economy in the world in Purchasing Power Parity terms, is in a very bad shape currently. GDP growth is at a decadal low, inflation is stuck at highs, industrial and manufacturing sectors have frozen, job growth has dried substantially, infrastructure development has slowed, exports remain sluggish and the fiscal deficit issue in public finances haunts policymakers.

Election manifestos of the major political parties talk of similar buzzwords like boosting growth, development, jobs etc. Within that, some emphasize on certain areas, some in others. If one has to define the broad vision of the three main contenders based on the emphasis of its contents, it may not be a hazardous to estimate Gandhi's as social welfare-led development, Modi's as commerce-led development and Kejriwal's as clean politics-led development. India probably needs a dose of all three. It needs Gandhi's social welfare schemes since a large chunk of the population remains at low-income levels unable to afford basic goods and social services, more so if the country is unable to create enough economic activity and income opportunities to enable them to afford these on their own. To take the economy out of a crisis quickly, economic activity needs to be enhanced, bringing in more companies to invest and create jobs. This is where Modi's track-record in improving Gujarat's economy adds faith for essaying India's revival. India also needs a clean political system to ensure effectiveness and efficiency of governance and government services. As Kejriwal puts it – clean economics cannot exist without clean politics. This would also help improve India's image globally.

There are 7 broad areas of concern that come to mind: economic growth; fiscal deficit and inflation; jobs, skills and entrepreneurship; industries, investments and infrastructure; corruption; centralized vs. decentralized management; and credibility of ultimate delivery. Let us use these areas to dissect the three contenders as per the contents of their manifestos and

media coverage, and ascertain what they might bode for the economy.

GDP growth, which ranged ~7-9% during the last decade, has dipped to a dismal ~5% in the last two fiscal years. Sub-5% growth does not do justice for a nation of 1.2 billion. This single GDP growth also does not tell whether growth has been inclusive. Large swathes of population have been left out in India's two-decade old growth story, which many believe to have been skewed towards certain sections of population. Poverty rankles deep, economic distress is a major reason for migration to unplanned urban clusters and perceived socio-economic imbalances is a reason for incidents of crime. Gandhi promises returning to 8% GDP growth within 3 years, while Modi or Kejriwal have not made a quantitative commitment. Expectation from Gandhi about reviving growth is biased by the dismal track-record of UPA since 2009-10. While this period coincided with the global slowdown, policy slowdown and corruption were also major factors. The main reason for India's inflation is pegged to be supply-side inadequacies rather than demand. This inflation is now feared to be structural given that policy paralysis slowed investments into productive assets/infrastructure, which could have addressed those supply-side inadequacies. However, a fresh leadership under Gandhi might overcome these handicaps. Kejriwal asserts a business-friendly image, stressing his priority to increase participation of the private sector to bolster economic growth. However, the private sector has gone into a cocoon as far as committing fresh investments are concerned, and the government has to initiate commitment by making public expenditure first. However, India's fiscal situation is weak due to subsidies and social-welfare schemes, and the ability to maneuver for public expenditure plans is limited. In fact, this is a challenge Modi faces too. There are expectations from him of taking India back on the growth path based on his track-record in Gujarat. ***Reviving growth is where Modi's candidature shines.*** He might start by clearing the stalled projects quickly to initiate some action...



The author is a finance professional. Views expressed are entirely personal and not representative of any entity.

Cet article est disponible en version intégrale sur le site -- www.gscgi.ch -- en zone "membres"

Sourajit AIYER
 sourajitaiyer@gmail.com

LA REUNION MENSUELLE DU GSCGI

April 11, 2014/Geneva — **Art of Indexing - Beta: the traditional, the alternative, the future**



Sofia ANTROPOVA

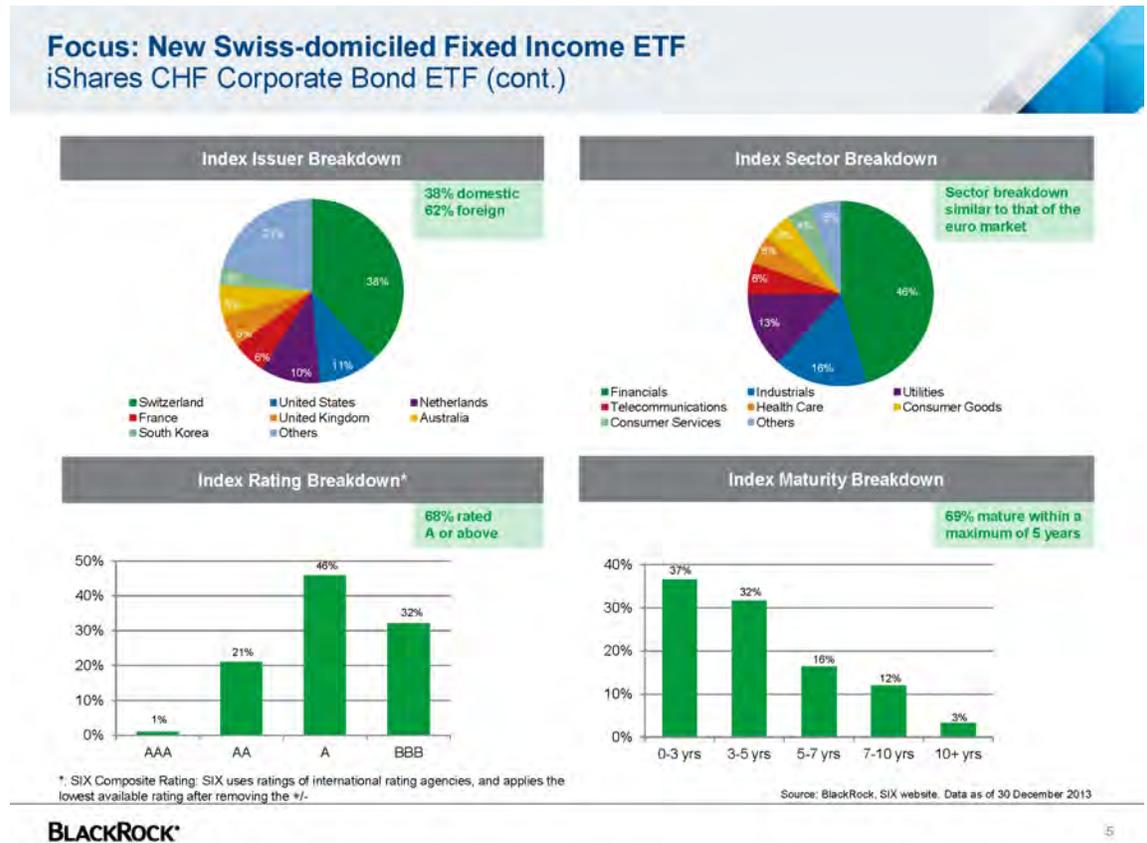
Vice President

**iShares EMEA
Investment
Strategies and Insights**

www.iShares.ch

Sofia is a member of the iShares EMEA Investment Strategies and Insights team, where she focuses on iShares EMEA Equity Strategy. Prior to joining BlackRock in 2007, Sofia spent three years working in Russian Federation in the banking industry as an Economist and Tax accountant. Sofia holds a BA in Economics and Accounting from Plekhanov Russian Academy of Economics in Moscow (2003) and Masters in Finance Degree from the London Business School in London (2007).

Cette conférence a été animée en introduction par **MONSIEUR CHRISTOPHE COLLET** (*Associate, en charge du développement d'iShares auprès des tiers gérants et family offices de Suisse romande*) et clôturée par **MONSIEUR REDA ZEBDI** (*Vice President, responsable d'iShares en Suisse romande pour les tiers gérants et family offices*). Leur intervention était focalisée en particulier sur la gamme d'ETF "iShares by BlackRock" en Suisse. BlackRock (*Membre Partenaire du GSCGI*) en soi ne nécessite pas d'introduction: avec \$4.3 trillion en actifs gérés globalement, BlackRock reste le plus important gestionnaire d'actifs au niveau mondial. Sans surprise, iShares est également le leader mondial en ETF, instruments financiers que les tiers gérants privilégient fréquemment comme outils d'allocation d'actifs. iShares gère \$900 milliards au niveau global, dont \$200 milliards dans les pays EMOA (*Europe, Moyen Orient et Afrique*) et CHF 7.3 milliards en Suisse. BlackRock est présent en Suisse, notamment à Genève et Zürich, depuis 2003 ...*affirme Monsieur Christophe Collet...* avec une vaste plateforme dédiée aux ETF domiciliés en Suisse et qui répliquent physiquement leurs indices de référence. En juillet 2013, BlackRock a acquis le département ETF de Crédit Suisse, qui a vu un nouveau développement en 2014 au travers du lancement de l'"iShares CHF Corporate Bond ETF" ...*illustré ici...*



Très vite, **MADAME SOFIA ANTROPOVA** vient au micro et nous présente le thème principal — Art of Indexing - Beta — de cette excellente conférence conduite avec beaucoup de professionnalisme. L'intérêt croissant de la part des investisseurs pour des produits indexés aux divers indices est motivé entre-autres par le vaste choix de produits de ce type disponibles sur les marchés financiers.

...cont'd on page 17

LA REUNION MENSUELLE DU GSCGI

April 11, 2014/Geneva — Art of Indexing - Beta...



...cont'd from page 16

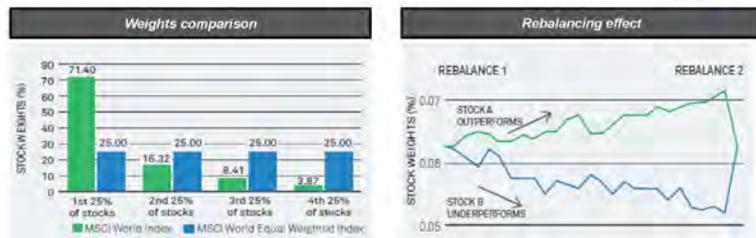
La meilleure connaissance de ces produits et leur coût décroissant ont également influencé la forte demande qu'on observe à présent au niveau global. En 2013, environ 25% des actifs ont été alloués aux "index funds" aux U.S. (contre 12% en 2004), alors qu'en Europe le taux de croissance durant la même période a pratiquement triplé (de 4% en 2004 à 11% en 2013)! Le "smart beta" s'inscrit pleinement dans cette tendance, bien que ce terme recouvre une multitude de stratégies d'investissement, dont certaines sont souvent accusées de créer des bulles au travers de produits à levier.

Mme Sofia Antropova nous présente les stratégies suivantes:

- Market capitalisation weighted
- Non market-cap weighted

Celle qui attire plus d'intérêt est cette dernière, qui se conjugue de quatre façons différentes: les stratégies (a) equally weighted, (b) fundamentally weighted, (c) factor-based et (d) minimum volatility. Madame Sofia Antropova présente leurs particularités dans les images suivantes (les membres du GSCGI trouvent la présentation complète sur www.gscgi.ch en zone "Membres"):

Are non market-cap weighted strategies really smart? Equally weighted strategies



To be assessed:

- ▶ Equal weighted strategies can provide diversification benefits but naturally result in a bias towards smaller capitalisation stocks. These stocks will generally be less liquid and therefore more expensive to trade. This issue is compounded by the significant turnover within equal weighted indices, and trading costs detract from performance of the strategy.

Outcomes when it works best: Equal weighted strategies may outperform market capitalisation weighted strategies when smaller capitalisation stocks outperform larger capitalisation stocks, and when stock volatility results in mean reversion effects for the index constituents.

Source: BlackRock, Bloomberg, as at August 2013



For professional clients / qualified investors only

Are non market-cap weighted strategies really smart? Fundamentally weighted strategies



To be assessed:

- ▶ This methodology can lead to an index that 'tilts' towards value and small capitalisation stocks compared to a market capitalisation weighted index.
- ▶ As fundamental indices de-emphasise price, they overweight smaller companies; furthermore, they tend to gravitate to securities that are being sold off by the market, hence towards value oriented names and can be heavily influenced by returns of a specific sector or a value factor.

Outcomes when it works best: This beta allows clients to enhance portfolio returns when the market is in a cycle favourable to value stocks.

Source: BlackRock, Bloomberg, as at August 2013



For professional clients / qualified investors only

"Factor strategies", que l'on peut comparer à une stratégie "long/short", se basent sur des cycles spécifiquement favorables dans l'univers des marchés financiers. Par conséquent, ces stratégies permettent, dans le cas des indices momentum, une forte participation dans un cycle de hausse, mais peuvent pénaliser l'investisseur lors d'inversion de tendance. Le vaste univers des "minimum volatility stratégies" est plus approprié pour des investisseurs moins enclins à prendre des risques et plus orientés vers le "long-term buy & hold", une technique de gestion décidément conservatrice.

Et — faut-il le rappeler? — tous les ETF associés à ces stratégies comportent un coût bien moins important pour l'investisseur qui ne souhaite pas se soumettre au processus complexe et fastidieux d'investir directement dans des actions, obligations, etc., sur les places financières mondiales.

Madame Sofia Antropova suggère que, pour des investisseurs plus sophistiqués, il est possible de combiner diverses stratégies dans un portefeuille et même de ne pas hésiter à des rotations d'une à l'autre suivant l'évolution des marchés financiers, en vue d'en optimiser la performance.

Nous encourageons nos membres à participer activement à nos présentations mensuelles qui sont très éducatives de par les sujets choisis et aussi par le haut niveau des orateurs. Madame Sofia Antropova a démontré, durant cette conférence, l'étendue de son expérience et compétence, surtout dans un domaine (celui des indices) qui est en constante mutation.

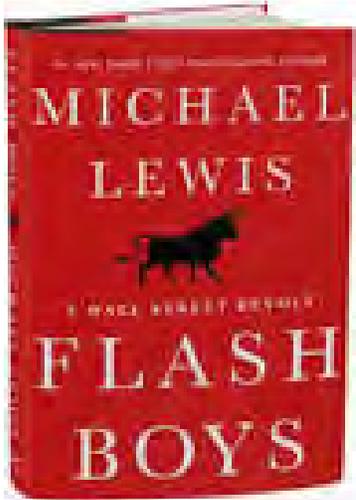
Cosima F. BARONE, Membre du Conseil du GSCGI
FINARC SA — www.finarc.ch



BOOK REVIEW

Flash Boys, by Michael Lewis

...comments by Ian McAvity — imcavity@yahoo.com



High Frequency Trading that I've always criticized as "Exchange sanctioned, legalized front running" is finally getting some hopefully disinfecting major media focus.

If you didn't catch this edition of 60 Minutes, it really is worth the listen:

<http://www.cbsnews.com/news/is-the-us-stock-market-rigged/>

Zero Hedge really did lead the charge... see this link:

<http://www.zerohedge.com/news/2014-03-31/market-rigged-michael-lewis-explains-how-hfts-screw-investors-every-day>

[how-hfts-screw-investors-every-day](http://www.zerohedge.com/news/2014-03-31/market-rigged-michael-lewis-explains-how-hfts-screw-investors-every-day)

What Michael Lewis doesn't appear to dig into is that it was the exchanges (*particularly after they incorporated, went public, stock optioned most employees and made every departmental component into 'profit centers'*) that started it with high speed data feeds being made available at outrageous subscription prices to make it a very private club. No, I haven't read his book... yet.

In effect, ICE/Euronext/etc., the modern exchange owners gobbled up and totally corrupted the basic plumbing of the markets that originally derived from the Buttonwood Tree concept of a central point where all buyers & sellers meet to discover price.

People used to criticize the "Specialists" for their inside look at order flow, but they were directly regulated to a pretty strict degree by floor governors. (*Having worked with and known our specialist for CEF for 29+ years, including the 1987 and other crashes, I have a lot more respect for their function than most. Their own capital was directly at risk in making markets under all circumstances.*)

The original crime was enabling NYSE Member firms to incorporate, which transformed internal risk management. They would argue it bettered capitalized the industry. But, when firms were owned by partners, risk management was simple... each partners' butt was on the line. Old partners got 'cashed out' by incorporating and going public. Then the capital at risk was OPM (*other people's money*)... and THAT began the long slippery slope downhill. Stock options to senior NYSE employees

and department heads turned it into an Olympic style bobsled race that ultimately resulted in high speed access for a price.

As I've said many times, elimination of Glass Steagall in Nov. 1999 and the Commodity Act reforms of 2003 that blocked derivatives regulation enabled the major money center banks to become full service casinos backed by Greenspan's TBTF legacy that was all enabled in concert with Bob Reuben, Larry Summers, other Citicrap alumni and the Wall Street Law Firms with SEC/CFTC revolving door access.

To hear Lewis cite Goldman Sachs as 'praising' the 'revelations' by the former RBC head trader, and joining his newer system strikes me as another typically brilliant PR/BS planted win by GS... .. as if they never heard of or used HFT algos themselves?

In an age of widespread corruption, I hope the NY-AG attack on HFT can blow it up and eradicate it, but I'm doubtful. As to the SEC/CFTC doing anything... don't hold your breath. After MFGlobal and the fact that Corzine still has his passport tells you to ignore them. How many criminal cases have Saint Jamie & JPM settled for how many billions without being shut down or anyone going to jail? Steve Cohen (*SAC Capital*) clearly wasn't a member of the right club, so he became their 'trophy' case for 'perp-walk' PR purposes.

Incidentally ... I heard Lewis explain that it was that Russian fellow being attacked by Goldman that did originate his interest in the story.

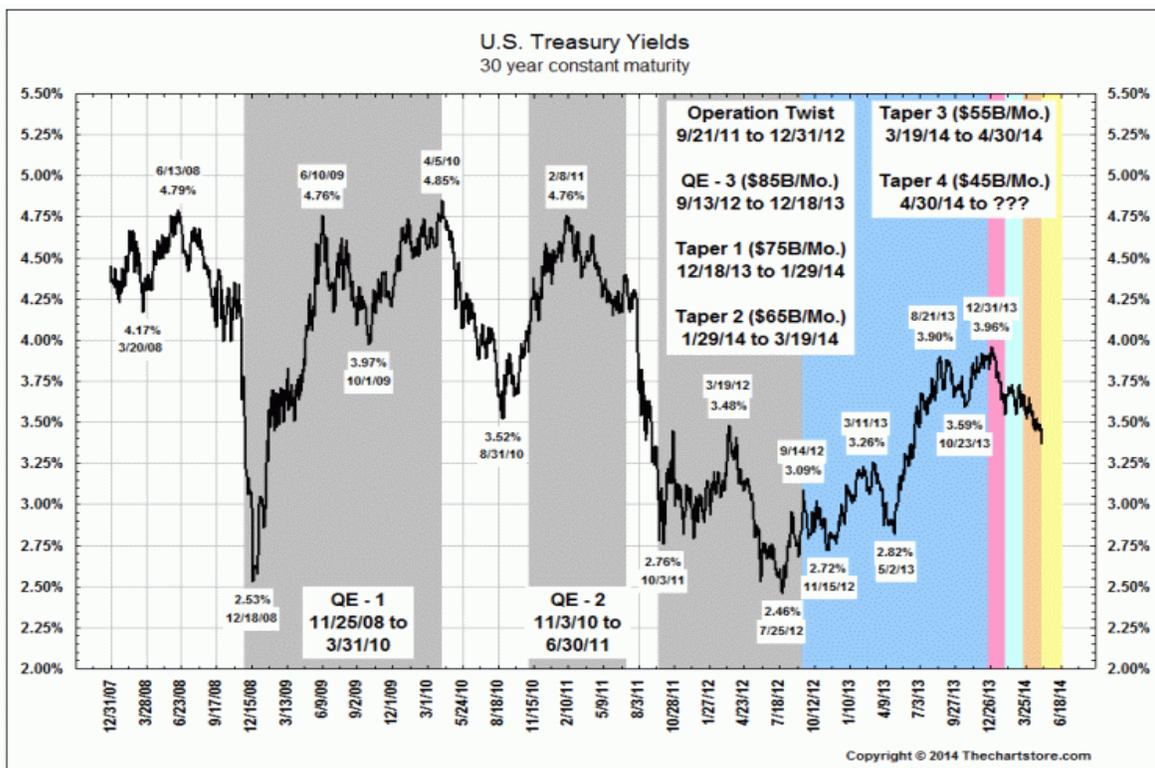
"The idea for the book came to Lewis when he started reading about the case of Sergey Aleynikov, a low-level employee of Goldman Sachs Group Inc. (NYSE:GS) charged with stealing computer code. He was intrigued when federal prosecutors denied bail for Aleynikov, citing concerns that the computer code could be used to "manipulate markets in unfair ways."

And Lewis, a former Wall Street trader who had covered the financial world for decades, was curious that even the most sophisticated observers had a hard time explaining what Aleynikov, a high-frequency trading programmer, actually did for a living... <http://www.ibtimes.com/michael-lewis-book-flash-boys-shines-light-high-frequency-trading-youre-enabling-people-screw-their>

One of the best Lewis interviews was with Charlie Rose of Bloomberg, at this link: <http://www.charlierose.com/watch/60368500>

CLIN D'OEIL À L'HISTOIRE

Taper 1, Taper 2, Taper 3, Taper 4 ...but, long maturities' yields keep falling!



Is this the result of the “new normal” (*Pimco’s Bill Gross theory*), or a world of excessive leverage and slower growth, requiring a “neutral” interest rate policy which produces by necessity lower rates than in previous business cycles?

Historical Graph:
Courtesy of The Chart Store
www.thechartstore.com



Cosima F. BARONE
FINARC SA

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

CALENDRIER DES PROCHAINES REUNIONS MENSUELLES

May. 9, 2014/Geneva — Orateur: Stephen Walker, Royal Bank of Canada, Membre Partenaire du GSCGI

June 20, 2014/Geneva — Orateur: tba..., Meliora Capital, Membre du GSCGI

Reservez ces dates!

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

LA PAROLE EST A VOUS

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

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

RÉSERVEZ SANS TARDER LE NUMÉRO QUI VOUS INTÉRESSE !

WEALTHGRAM@GSCGI.CH

LE SPONSOR DE MAI 2014

Royal Bank of Canada — <https://www.rbccm.com/> — Membre Partenaire du GSCGI



RBC Capital Markets RBC Marchés des Capitaux

Operating since 1869, Royal Bank of Canada (RBC) is a leading diversified financial services company. RBC is among the top 15 largest banks in the world, as measured by market capitalization.¹ With a strong capital base and consistent financial performance, we are amongst a small group of highly rated global banks.

Canada is one of the safest banking systems in the world, which reinforces the strength and stability of RBC. We are ranked as the largest bank by assets and market capitalisation in Canada.²

RBC provides personal and commercial banking, wealth management services, insurance, investor services and capital markets products and services on a global basis. With 79,000 employees, RBC serves more than 16 million personal, business, public sector and institutional clients through 70 offices around the globe.

RBC Capital Markets is the investment banking and capital markets arm of RBC. We are a premier investment bank that provides a focused set of products and services to corporations, institutional investors and governments around the world. With more than 7,100 professionals, we operate out of 70 offices in 15 countries across North America, the U.K., Europe, and the Asia-Pacific region. We work with clients in over 100 countries around the globe to deliver the expertise and execution required to

raise capital, access markets, mitigate risk and acquire or dispose of assets.

RBC Capital Markets' Global Investment Solutions team is a group of highly-experienced market professionals who design structured products for a diverse set of institutional and private clients. Our global expertise is integrated across asset classes and includes equities, fixed income, currencies, commodities, funds and alternative investments - we will search for the best solution.

In Switzerland, the Global Investment Solutions team provides a comprehensive "one-stop-shop" service to investors of structured products. The multi-cultural team has an ethos dedicated to providing best-in-class products, innovation, transparency and consistency.

RBC Capital Markets is the global brand name for the capital markets business of Royal Bank of Canada and its affiliates, including RBC Capital Markets, LLC (member FINRA, NYSE, and SIPC); RBC Dominion Securities, Inc. (member IIROC and CIPF), RBC Europe Limited (authorised by the Prudential Regulation Authority and regulated by the Financial Conduct Authority and Prudential Regulation Authority). *Registered trademark of Royal Bank of Canada. Used under license. © Copyright 2014. All rights reserved.

¹ Source: Bloomberg, as of November 28, 2013. See RBC 2013 Annual Report

² World Economic Forum, Global Competitiveness Report, 2008, 2009,

Due to its low risk profile and consistently strong credit ratings, RBC is well positioned as a stable counterparty.

Address: Thames Court, One Queenhithe,
London EC4V 3DQ
Rating: Moody's Aa3 (stable), S&P AA- (stable),
Fitch AA (stable) DBRS AA (stable)
Listed Products: SIX Structured Products Exchange Listing
Phone: +44 207 029 0127 / 0371
Website: www.rbccm.com

E-Mail: swiss@rbccm.com
Contact: Rémi Berthon, remi.berthon@rbccm.com
Christian Zenner, christian.zenner@rbccm.com
Stefan Hascoet, stefan.hascoet@rbccm.com
Gerald Dupuis, gerald.dupuis@rbccm.com
Aymeric Dano, aymeric.dano@rbccm.com
Adrian Tartia, adrian.tartia@rbccm.com