



# EQUITY MARKETS:

*There's a time for surfing and a time for hedging*



**NATIXIS**  
**BEYOND BANKING**

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

Membre Partenaire du GSCGI

## SOMMAIRE

<b>3</b>	EDITORIAL	<b>La Catalogne à l'épreuve de la guerre de la communication — histoire vécue ...</b> <i>François Meylan, Directeur et fondateur de Meylan Finance, Membre du GSCGI</i>
<b>4-5</b>	SPONSOR D'OCTOBRE 2018	<b>EQUITY MARKETS: There's a time for surfing and a time for hedging</b> <i>Brice Benoliel, NATIXIS, Membre Partenaire du GSCGI</i>
<b>6-8</b>	LES MEMBRES DU GSCGI	<b>FECIF informs...</b> <i>NewsFlash 111 &amp; 109/2018, (ESMA &amp; ESAs), Next step for the PEPP saga</i> <b>CIFA informs...</b> <i>XVII<sup>th</sup> Intl Forum 2019 to be held in NYC — TRUSTING 13</i>
<b>9</b>	ASSURANCE PROFESSIONNELLE	<b>Assurance Cadre Responsabilité Civile ...</b> <i>pour les Membres du GSCGI</i>
<b>10-13</b>	JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE	<b>(1) La FINMA viole le droit d'être entendu (CDBF); (2) Devoir de diligence ou devoir de vigilance? (CDBF); (3) Guilty or not guilty? (CDBF)</b>
<b>14-17</b>	ANALYSES & PLACEMENTS	<b>(1) The Menace of Central Banks: Iran and Turkey Front And Center ...</b> <i>Prof. Steve H. Hanke; (2) September Asset Allocation Insights ...</i> <i>Fabrizio Quirighetti &amp; Adrien Picboud, SYZ Private Banking, Membre Partenaire du GSCGI</i>
<b>18-19</b>	LE COIN TECHNIQUE	<b>(1) Risk &amp; Reward of an expected fall in the Fall! ...</b> <i>B. Estier, BEST; (2) Gold is a monetary phenomenon ...</i> <i>J.F. Owczarzak, MJT; ...both Members of GSCGI</i>
<b>20-21</b>	IN GLOBO	<i>various by CFB</i>
<b>22-23</b>	GLOBAL EVENTS & AGENDA OF GSCGI'S MONTHLY CONFERENCES	<b>FECIF (Brussels, Oct. 17, 2018) — Academy &amp; Finance (Geneva, Nov. 9, 2018)</b> <b>GSCGI/GE:</b> <i>by B. Benoliel of Natixis, Membre Partenaire du GSCGI (Oct. 19, 2018)</i>
<b>24-25</b>	LA RÉUNION MENSUELLE DU GSCGI	<b>GSCGI/GE: 2018, Sep. 14 — La Suisse: premier producteur d'or physique d'investissement ...</b> <i>Paul Noel, swiss one plus SA</i>
<b>26</b>	BOOK REVIEW	<b>Misunderstanding Financial Crises: Why We Don't See Them Coming</b> <i>by Gary B. Gorton</i>
<b>27</b>	CLIN D'OEIL À L'HISTOIRE LA PAROLE EST À VOUS	<b>The U.S. is still leading the World as it tops 40% of World Stock Market Capitalization ....</b> <i>Cosima F. Barone, FINARC SA, Membre du Conseil du GSCGI</i>
<b>28</b>	SPONSOR D'OCTOBRE 2018	<b>NATIXIS — www.natixis.com</b>

**Editeur: G S C G I**

Secrétariat Général:

**NEW:**

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

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

Les informations contenues dans le présent document sont basées sur des articles obtenus auprès des auteurs, des services statistiques reconnus, des rapports ou communications des auteurs, ou d'autres sources jugées fiables. Toutefois, ces informations n'ont pas été vérifiées par le GSCGI, et le GSCGI ne fait aucune déclaration quant à leur exactitude ou leur exhaustivité. Toute déclaration de nature non factuelle ne constitue que des opinions courantes, qui sont sujettes à changement.

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

## ÉDITORIAL

### La Catalogne à l'épreuve de la guerre de la communication — histoire vécue

À l'heure d'écrire ces quelques lignes, on m'apprenait que le compte Twitter d'où avait circulé librement et où était publiée une liste 'noire' des pseudo-ennemis de la République catalane venait d'être neutralisé et fermé. Il était question de Anonymous Cataloña et votre serveur se trouvait sur ladite 'liste noire'. Inutile de vous décrire la sensation désagréable ressentie quand les gens que vous connaissez sur cette thématique vous annoncent, affligés, la nature de votre soudaine célébrité. Mon tort? Être intervenu dans les médias à plusieurs reprises pour rétablir une certaine vérité sur les événements graves survenus dans l'autonomie catalane, il y a une année, soit la tentative d'un coup d'État institutionnel les 6 et 7 septembre 2017 à la Generalitat, le gouvernement régional. La courte majorité indépendantiste avait décidé unilatéralement de rompre le principe du consensus, qu'elle n'avait plus besoin de l'autre moitié pour décider et qu'elle pouvait violer allègrement le statut régional — ce qui s'apparente en Suisse à la Constitution propre à chaque canton — et que la Constitution du pays, largement inspirée de la nôtre, n'était plus valable. De surcroît, en passant en force — sans observer la majorité qualifiée requise des deux tiers — les deux lois d'exception devant permettre la tenue d'un référendum d'autodétermination sur l'indépendance de la région. Il était également décidé que, quel que soit le taux de participation, si le OUI l'emportait, le processus d'indépendance devait être activé dans les 48 heures après le résultat du suffrage. Ainsi, dans les faits, une minorité plongeait une région prospère et culturellement riche dans une logique de scission de l'Espagne. Autant dire que, même sans violence au sens propre, la manœuvre fut violente. On ne change pas ainsi un ordre juridique. Dans aucun pays démocratique bénéficiant d'une constitution ce coup de force n'aurait été toléré. Imaginons qu'une courte majorité politique accède au pouvoir sous nos latitudes et que, élue sur un programme électoral avec pour vœu de rétablir la peine de mort, le fasse au mépris de l'ordre constitutionnel. C'est ce qui s'est pourtant passé en Catalogne à l'automne dernier. Et le dénoncer publiquement vous attire encore une animosité certaine. Pourquoi? En premier lieu parce que le légalisme n'a pas la cote en termes de communication. L'émotionnel le supplante allègrement. Et quelques images de la Guardia Civil frappant à la matraque sur quelques 'inoffensifs' votants, le tout dans une campagne de l'image savamment orchestrée, suffisent pour forger un ressenti immuable dans le collectif grégaire.

Plus que jamais, l'individu démontre une incapacité déconcertante à penser par lui-même et à se faire sa propre opinion. C'est probablement l'instinct grégaire. Le besoin de faire comme la meute pour avoir l'impression d'exister.

C'est aussi voulu par notre société consumériste. Vous n'existez qu'en faisant partie du panel. Et le traitement souvent dual et moutonnier des médias n'arrange rien. Aussi, c'est le propre de la guerre de la communication. Jouer sur l'image, sur la mise en scène et sur l'émotion. Elle a pour mission de disqualifier l'adversaire. De l'instaurer comme le 'méchant' à abattre, avant même la présentation d'une seule argumentation étayée valablement. Or, pour jouer dans cette sale guerre de la propagande et de la désinformation il faut être présent sur le terrain médiatique. Il faut, sans relâche, exercer des actions de lobbying.



Et il faut croire, pour en revenir au cas catalan, que l'Espagne, toute moderne qu'elle soit aujourd'hui, a failli. Elle a cru, à tort, que l'ordre constitutionnel et sa qualité de membre de l'Union européenne (UE) la préserverait et qu'elle serait à l'abri des campagnes de déstabilisation notamment par le biais des réseaux sociaux. Elle s'est trompée. Elle n'a pas, par exemple, pris de contre mesure à l'égard du puissant lobbyiste, l'Assemblée nationale catalane (ANC), qui s'en donne à cœur joie depuis 2012, entre autres et surtout en Suisse, à sympathiser tant avec nos journalistes qu'avec nos politiques. À l'ère de l'émotion, on peut en mesurer l'impact d'image. Avant même d'avoir commencé la guerre, la patrie de Cervantes a déjà perdu, du moins, sur l'autel de l'image. C'est ce qui compte aujourd'hui. Plus concrètement, quels sont les messages véhiculés, ces dernières années, par les indépendantistes catalans qui, rappelons-le, demeurent minoritaires? Le premier est qu'ils représentent et qu'ils s'expriment au nom de tous les Catalans. Rien n'est plus faux. Le second est qu'ils sont pacifistes. Là aussi, il y a mensonge. Il suffit de voir la violence de leurs dernières contre-manifestations à Barcelone, au cours desquelles ils n'ont pas hésité à frapper ni à utiliser des catapultes dissimulées dans des écrans de fumées contre les forces de l'ordre. L'intimidation de leurs contradicteurs et adversaires est aussi au menu. Votre serveur en a fait l'expérience. Pour autant, nos médias se gardent bien de nous le dire.

Voici ce qui arrive en cas d'absence sur la scène médiatique et de l'influence. Autant rappeler que ce qui est valable pour l'Espagne l'est aussi pour notre corporation. Plus que jamais, nous devons communiquer et être présents dans les cercles où les décisions sont prises, y compris sur les réseaux sociaux. C'est ce que s'efforce de faire le GSCGI pour faire entendre la voix des GFI.

**François Meylan**

Directeur et fondateur de Meylan Finance  
Membre du GSCGI

## EQUITY MARKETS: THERE'S A TIME FOR SURFING AND...



Structurons ensemble des  
**solutions d'avenir**



### EQUITY MARKETS: There's a time for surfing and a time for hedging — *an introduction to Equity protected investments*

Investors today are facing a unique investment environment. A challenging macro-economic environment fuelled by potential upcoming global trade wars, capital outflows in China, political risks in Europe, oil price volatility, a decade of QE (*quantitative easing*) from G7 Central Banks... All these events are creating peaks in volatility and increasing the likelihood of an extreme shock in markets.

It is hence key for an enlightened investor to be aware of the various tools and optimal hedging solutions used by advanced market participants.

In the following section, we will look into more detail at the key short/medium term risks, followed by the strategies used to reduce them while making sure the running cost of protection is not prohibitive.

#### Current situation – There's a time for riding the wave...

In the USA, several key risks persist. Following the trade agreement with Mexico and Canada, the next focus will be on the midterm elections. Several potential scenarios could shake equity markets. In the medium term, the key question is whether the economic peak is behind us or not. To analyse this question, several key factors require a very close focus:

- **Trade Wars:** Surprisingly, there has been no major impact yet on the equity market. US equity indices are setting new record highs. Implied and realised volatility is back to the levels observed at the start of January, prior to the correction triggered by the squaring of

short volatility trades. Nevertheless, according to our economists, if the situation keeps on deteriorating, US companies should start to feel the pain in 2019.

- **The potential inversion of the yield curve (2s-10s)** before the end of the year. Historically, it has rarely been positive for equities and especially the banking sector.
- **Tech Momentum:** Out of the S&P 500, the top 6 tech stocks (*FB, AMZN, AAPL, NFLX, GOOGL and MSFT*) represent more than 14% of the total market cap of the index and account for around 50% of the YTD performance. Any medium or strong reversal could have dramatic consequences.

In comparison, in Europe valuations are relatively attractive, with a steeper yield curve supported by the actions of the European Central Bank (ECB). With the European PE ratio being around 15 (*vs 21 for the USA*), there should be more potential for growth in the future.

Nevertheless, no one expects the European economy to keep on performing if in the backdrop the US equity market lags. Moreover, several potential political hotspots exist in Europe. The behaviour of the new populist Italian government will be closely scrutinized. A no-Brexit deal will clearly impact the UK and the Eurozone as a whole.

Furthermore, any EM (*emerging markets*) contagion would have a negative impact on European equities due to the likely flight to quality into US assets.

...cont'd on page 5



## EQUITY MARKETS: THERE'S A TIME FOR SURFING AND...

### ... and there's a time for hedging?

According to Natixis' research, the US equity market have clearly benefited from a combination of favourable factors — some structural, some more temporary (*tax reform, upward revision of growth forecast, share buybacks, high weight of fintech*). The current positioning and returns do not appear sustainable. Nevertheless, despite high valuations, hedging appetite seems low. The Call/Put ratios on SPX or VIX show no specific demand shifts. As Warren Buffet's famous saying goes: "*Be fearful when others are greedy...*"



Source: Bloomberg, Natixis «US Equity Market: There's a time for surfing, and there's a time for hedging»

This might finally be the time for hedging... it is hence fundamental to make sure that readers of the WealthGram magazine are fully aware of the various tools used across the investment community for hedging portfolios.

The most popular vanilla hedging strategy by asset managers and wealth managers in the derivatives space consists of buying vanilla naked put options on liquid and cheaper underlyers tracking as closely as possible the investor's portfolio. The hedge amount could be on the full or just a partial size of the portfolio. Several variations exist to reduce the cost of the vanilla hedging strategy, including buying put spreads where the amount of protection is capped or collars (*long Put / short Call*) when some upside potential is given up in exchange of a lower cost of protection.

Some sophisticated investors can also buy options on the VIX for the US and the V2X for Europe, the "fear" indices, to protect their portfolios. As the cost of carry on this type of strategy is very important, good timing is extremely important.

On the other side of the investor's spectrum — insurance companies and pension funds — hedging equity portfolios is becoming a requirement for both economic and regulatory reasons. On top of protecting against decreasing portfolio values, there is a focus on metrics like portfolio volatility, sharpe ratio, maximum drawdown.

Permanent hedging strategies may also suffer from prohibitive and unstable cost of carry.

In order to reduce the equity risk, institutional investors are implementing several solutions:

- Specific risk premia strategies (*e.g., low volatility*)
- Market neutral strategies
- Hedging equity portfolios on a tactical basis
- Hedging equity portfolios on a more systematic basis

During the Luncheon-conference on the 19th of October, we will try to analyse and find out which one or which combination is the best solution in the current climate. We will also find out that these efficient hedging solutions are not only reserved for tier-1 institutional clients...



**Brice Benoliel**

Head of Financial Engineering EMEA ex-France  
NATIXIS - Membre Partenaire du GSCGI

*Brice Benoliel joined Natixis CIB in 2016 and currently holds the position of head of Financial Engineering EMEA ex-France. He has more than 13 years' experience in the financial industry, with expertise in providing structured solution in the equity/hybrid and fund space to clients ranging from Private banks/Financial Advisors to Pension funds and Insurance companies. He started his career at RBS before joining Nomura. Brice Benoliel holds a master's degree in applied mathematics from Ecole Centrale Paris, he is also a Chartered Alternative Investment Analyst (CAIA).*

## 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

### FECIF NewsFlash 111/2018 — ESMA: Study EU market in structured retail products

**Executive Summary** — The European Securities and Markets Authority (ESMA) has carried out a study of the EU market in structured retail products, from an investor protection perspective.

**Analysis** — The research breaks down the EU market geographically into national retail markets and found a high degree of heterogeneity in the types of product sold.

The report identified that although a wide array of different structured products are available to retail investors across the EU, each national market is concentrated around a small number of common types, namely capital protection products, yield enhancement products and participation products.

The analysis was carried out both at an EU-wide level and also specifically in the French, German and Italian retail markets, and suggests that the search for yield has been a common driver of several changes in the distribution of product types.

These products are a significant vehicle for household savings, however they remain complex and the net performance warrants a closer examination.

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

\* \* \*



JIRÍ ŠINDELÁŘ  
FECIF's  
Vice-Chairman

### FECIF NewsFlash 109/2018 — ESAs: Report on automation in financial advice

**Executive Summary** — The three European Supervisory Authorities (ESAs) – EBA, EIOPA and ESMA – published the results of their monitoring exercise on automation in financial advice.

**Analysis** — The Report shows that while the phenomenon of automation in financial advice seems to be slowly growing, the overall number of firms and customers involved is still quite limited. As the identified risks have not materialised and considering the limited growth of the phenomenon, the ESAs believe that no immediate action is necessary.

Through this Report, the risks and benefits of this phenomenon, which had previously been identified by the ESAs have largely been confirmed by national competent authorities (NCAs) and remain valid.

In examining emerging business models, the ESAs found that automated services are being offered, through partnerships, by established financial intermediaries, rather than by pure FinTech firms. Additionally, some new trends are emerging such as the use of Big Data, chatbots and a broader range of products.

The ESAs concluded that given the overall importance of the topic, and the emergence of some ongoing changes to business models, a new monitoring exercise will be conducted if and when the development of the market and market risks warrant this work.

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

\* \* \*



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



\* \* \*

GSCGI  
is Member of  
FECIF's Board

...cont'd on page 7

## LES MEMBRES DU GSCGI

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

...cont'd from page 6

#### Next step for the PEPP saga

To date, many organisations have submitted detailed responses to the European Commission's (EC) draft PEPP Regulation, which was published on 29th June 2017. There is strong consensus for the merit of the PEPP, both by the Trilogue participants (*European Commission, European Parliament and the Council of Europe*) and other stakeholders. However, potential obstacles still exist and, unless pragmatic solutions are found, there is the risk that the PEPP could be launched but the take-up may be low.

Therefore, as the PEPP enters its next stage of *Trilogue* discussions, it is important that the voices of the potential PEPP providers and distributors are still heard, since these stakeholders are well-placed to highlight practical difficulties that would adversely affect the success of the PEPP. A cross-section of these stakeholders came together at the FECIF European Pensions Institute's (FEPI) inaugural meeting in June. A FEPI position paper has subsequently been produced, which provides detailed analysis, whilst a brief summary of the FEPI's views is shown below.

**Tax Incentives:** It is very important that a pragmatic alternative solution be agreed by the *Trilogue*, rather than being left until after the Regulation has been enacted. Theoretically, a fully separate tax regime – i.e. a 29th regime – applicable across all of Europe would be ideal in terms of simplicity and portability. However, it is understood that this is not likely to be accepted by Member States.

Therefore, the FEPI recommends that sub-sections can initially be limited to EET (*exempt/exempt/taxed*) and TEE (*taxed/exempt/exempt*), as these would align with the majority of Member States' local taxation rules. If desired, EEE & TTT sub-sections might also be created for alignment with other Member States, as demand arises. Obviously, the tax regime applicable to any PEPP participant is based on the participant's tax residency, as is the case for all retirement products today, backed up by the rules of existing Double Taxation Agreements.

**Default Investment Option:** Two possibilities are now on the table: (1) A nominal 'guarantee on capital', to cover at least the contributions paid (net of fees and charges) as a minimum, which can be extended by the PEPP provider to include inflation protection. (2) An 'investment strategy directed at ensuring capital protection of the saver on the basis of a risk mitigation technique' – more simply known

as a life-cycle approach. The opinion of the FEPI is that the PEPP framework should allow for both of the above, if necessary shaped at a local level, according to national rules or custom. As detailed in the FEPI position paper, the guarantee on capital should be real (*not nominal*). In addition, there is merit in using life-cycle investing as the basis for a default option for retirement planning, even for investors that may have a more cautious attitude to investment risk, depending upon the time horizon of the investor.

**Decumulation Options:** Whilst a single regime for the PEPP would be ideal in terms of simplicity and portability, it is understood that this could present issues for Member States if, for example, this resulted in the PEPP being granted a more favourable treatment than a local Personal Pension Product (PPP). Likewise, if a local PPP had more favourable treatment than the PEPP, this would serve as a deterrent for someone investing in a PEPP.

Therefore, the general consensus of the FEPI is that within the framework of the PEPP, decumulation options should be broad, covering all potential pay-out variations, allowing for PEPP providers to shape the PEPP according to local rules.

Notwithstanding the above, the more complex the product, the greater the costs of administration, which will directly impact on the investment returns to the consumer and so an appropriate balance must be found.

**Distribution & Advice:** It is arguable that PEPPs should only be sold on an advised basis, even if the saver has chosen the default investment option – whether this be a real capital guarantee or a lifecycle investment option. The impact of national pension entitlements, varying decumulation options and retirement ages, particularly if the PEPP saver has cross-border accumulated benefits, strengthens the need for the PEPP saver to receive appropriate advice, regardless of the amount being saved.

At the very least, the requirement for an appropriateness test should be a pre-requisite in all situations, as a minimum level of saver protection is always necessary. Decisions concerning pension products are numbered amongst the most important that each saver is expected to make in his/her life.

The question now is will the *Trilogue* be able to reach a consensus on the PEPP that is acceptable to all stakeholders?



## LES MEMBRES DU GSCGI

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

...cont'd from page 7

Due to the importance of the PEPP, a round table will take place at FECIF's forthcoming Annual Conference taking place on Wednesday, 17th October 2018 at the Renaissance Brussels Hotel, Belgium. This is a major event and, amongst other issues, will address two significantly important and relevant areas:

—Personal retirement planning across the EU, not least the Pan-European Pension Plan

—The rise, development, importance and future role of Fintech

The event will ask, and look to answer, numerous key questions, such as: how can we stimulate private pension provision and motivate consumers to take personal responsibility for their financial futures; can the PEPP provide a solution and is a truly pan-European pension possible; can Fintech assist in these areas and, if so, how?

Speakers and participants will be key individuals from EU regulatory bodies and consumer associations, academics and MEPs, as well as numerous major industry figures.

If you are interested in sponsoring or attending this event, please email: [fecif@skynet.be](mailto:fecif@skynet.be)

\* \* \*

### CIFA informs...

## CIFA's Annual International Forum

"By Invitation Only" / [www.cifango.org](http://www.cifango.org)





## 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

### La FINMA viole le droit d'être entendu

...article de Célian Hirsch — Centre de Droit Bancaire et Financier, <https://www.cdbf.ch/1025/>

Lorsqu'une personne visée par une mesure d'entraide administrative internationale demande à la FINMA, dans une détermination, d'avoir accès à tous les documents la concernant en se référant à l'art. 8 LPD, elle invoque valablement son droit d'accès aux données personnelles prévu par la LPD. La FINMA doit ainsi se prononcer sur cette requête, à défaut de quoi elle viole le droit d'être entendu du requérant. Le Tribunal administratif fédéral a, pour cette raison, admis le recours d'une personne visée par une mesure d'entraide administrative internationale en matière boursière et renvoyé la cause à la FINMA (*arrêt B-3450/2018 du Tribunal administratif fédéral du 24 août 2018*).

Le 4 août 2016, l'Autorité des Marchés Financiers du Québec (AMF) dépose une requête d'entraide administrative auprès de la FINMA dans le cadre d'une enquête sur un potentiel délit d'initié. Le 28 septembre 2017, l'AMF dépose une requête complémentaire. La FINMA informe la personne visée par les requêtes et lui transmet une copie du dossier, à l'exception des requêtes d'entraide qui ont, selon la FINMA, un caractère confidentiel.

Après plusieurs échanges d'écritures, la FINMA accorde l'entraide pour un premier volet. La personne visée recourt au Tribunal administratif fédéral, lequel considère notamment que le droit d'accès au dossier a été restreint de manière conforme à l'art. 42a al. 3 LFINMA (*arrêt B-6294/2017 du 10 avril 2018, consid. 4.3*). Le Tribunal administratif fédéral n'examine toutefois pas l'accès au dossier au regard de l'art. 8 LPD, cette norme n'ayant pas été invoquée devant la FINMA.

La personne visée requiert alors un accès complet au dossier et invoque cette fois-ci la LPD, laquelle est applicable aux procédures administratives de première instance (*art. 2 al. 2 let. c LPD*).

Dans sa décision d'admission concernant le deuxième volet de l'entraide, la FINMA affirme que le droit de consultation du dossier est valablement restreint aux conditions de l'art. 42a al. 3 LFINMA, tel qu'il l'a déjà été pour le premier volet.

La personne visée dépose un recours auprès du Tribunal administratif fédéral en invoquant notamment une violation du droit d'être entendu en raison du fait que la FINMA ne s'est pas prononcée sur son droit d'accès dûment invoqué. Dans sa réponse, la FINMA souligne qu'elle n'a pas reçu de demande formelle de la part de la personne visée; elle n'avait donc pas à se prononcer à ce sujet.

En premier lieu, le Tribunal administratif rappelle que l'art. 26 PA et l'art. 8 LPD constituent deux droits distincts qui peuvent être invoqués indépendamment et cumulativement. D'un point de vue procédural, lorsque le droit d'accès prévu par l'art. 8 LPD est invoqué dans une procédure, cette question doit être tranchée dans la même procédure, et non dans une procédure distincte. Le droit d'accès prévu par la LPD est, dans une certaine mesure, plus large que celui prévu par l'art. 26 PA puisque le requérant n'a pas besoin de se prévaloir d'un intérêt particulier. Il lui suffit de déposer sa demande par écrit et de justifier de son identité (*art. 1 al. 1 OLPD*).

De manière semblable au droit procédural de consulter le dossier (*art. 26 et 27 PA*), le droit d'accès prévu par la LPD peut également être restreint aux conditions prévues par l'art. 9 LPD. Bien que tant l'art. 27 PA que l'art. 9 LPD prévoient une pesée des intérêts afin de déterminer si le droit d'accès peut être valablement restreint, ces intérêts ne sont pas forcément les mêmes.

En l'espèce, la FINMA n'a pas examiné le droit d'accès de la recourante au regard de l'art. 8 LPD alors que les exigences de forme étaient remplies. En effet, la recourante n'avait pas besoin de déposer une demande formelle ni de la motiver. De plus, le droit d'accès prévu par l'art. 8 LPD étant un droit indépendant du droit d'accès au dossier, la recourante a formulé un grief pertinent qui aurait dû être examiné par la FINMA. Vu ce manquement, la FINMA a violé le droit d'être entendu de la recourante.

Le Tribunal administratif fédéral examine ensuite les documents qui lui ont été transmis par la FINMA avec l'indication «ne pas transmettre aux parties». Il constate qu'à l'exception des demandes d'entraide, ce dossier ne contient en grande majorité aucune donnée personnelle concernant la recourante. Cette dernière n'a ainsi vraisemblablement pas droit d'y avoir accès. Toutefois, le Tribunal administratif fédéral n'exclut pas qu'il puisse exister d'autres documents tombant dans le champ d'application de l'art. 8 LPD. Partant, la violation du droit d'être entendu ne peut être guérie et le recours doit être admis.

Même si la personne visée par la mesure d'entraide a gagné ce recours, nous doutons que la FINMA lui transmette intégralement la requête d'entraide. En effet, la FINMA peut encore:

1. rejeter intégralement la demande en raison de l'intérêt public prépondérant à garder secrets les éléments ayant

## JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

### La FINMA viole le droit d'être entendu

...article de Célian Hirsch — Centre de Droit Bancaire et Financier, <https://www.cdbf.ch/1025/>

trait à l'enquête en cours au Québec (*grief admis par le TAF dans son premier arrêt susmentionné au regard du droit d'accès au dossier en application de l'art. 42a al. 3 LFINMA*), ou

2. accepter la demande d'accès, mais caviarder certains passages en raison de l'existence d'un intérêt public prépondérant et en application du principe de la proportionnalité.

Les personnes visées par l'enquête ont également tenté, au Québec, d'obtenir la suspension de l'entraide administrative internationale, sans succès. **Le Tribunal administratif des marchés financiers du Québec a rejeté le 27 avril 2018 cette requête.** Le volet pénal a toutefois connu un autre sort: la **Chambre criminelle et pénale de la Cour du Québec** a ordonné en juin 2018 «l'arrêt des procédures» en raison d'une atteinte au droit des personnes visées à un procès équitable.

Pour une analyse plus approfondie de l'accès aux données d'une procédure en application de l'**art. 8 LPD**, nous renvoyons le lecteur à notre récente publication: **Célian Hirsch, L'accès aux données d'une procédure au regard de la LPD, in: Jusletter 17 septembre 2018**

**Célian Hirsch** a obtenu son Bachelor of Law à l'Université de Fribourg avec mention bilingue et droit européen (*magna cum laude*) en 2013. Il a ensuite poursuivi ses études avec un Master of Law en Business Law à l'Université de Zurich (*magna cum laude*) en 2015. Il a enfin perfectionné sa formation à l'Université de Genève en obtenant le Certificat de spécialisation en matière d'avocature en juin 2016. Après avoir effectué son stage au sein de l'étude d'avocats CMS von Erlach Poncet à Genève, Célian Hirsch a obtenu le brevet d'avocat en mars 2018. Il rédige actuellement une thèse de doctorat et travaille comme assistant auprès du Centre de droit bancaire et financier à l'Université de Genève. Célian Hirsch est également co-fondateur du site [LawInside.ch](http://LawInside.ch) et membre de la Commission de formation permanente de l'Ordre des avocats de Genève.

\* \* \*

### Devoir de diligence ou devoir de vigilance?

...article de Hristina Stoyanova — Centre de Droit Bancaire et Financier, <https://www.cdbf.ch/1024/>

La banque qui exécute des instructions transmises par messagerie électronique, conformément à la documentation contractuelle acceptée par la cliente, est tenue d'un devoir de diligence, et non d'un devoir de vigilance. C'est la conclusion à laquelle le Tribunal fédéral est parvenu dans l'**arrêt 4A\_81/2018 du 29 mai 2018** résumé et commenté ci-dessous.

En 2005, une société holding et sa filiale ouvrent des comptes courants auprès d'une banque, établie à Genève. Elles signent une décharge autorisant la banque à exécuter des ordres donnés par tout moyen convenu de télécommunication. Les conditions générales de la banque prévoient que «*tout défaut pouvant résulter de défauts de légitimation ou de falsification non décelés est à la charge du titulaire du compte*».

Entre 2005 et 2013, les clientes procèdent à de nombreuses transactions. Une adresse électronique russe est souvent utilisée pour passer des virements, alors qu'une adresse électronique *@gmail.com* est utilisée pour les communications des deux sociétés avec la banque.

Les 17 et 20 décembre 2013, la banque reçoit deux ordres de transfert de 600'000 USD et de 900'000 USD depuis l'adresse électronique *@gmail.com*.

Plusieurs incohérences figurent dans les mails transmis à la banque:

- les instructions de virement sont rédigées au nom de la société holding et les factures de paiement lui sont adressées, tandis que le numéro de compte à débiter est celui de l'autre société;
- les factures ne sont pas signées;
- le compte *@gmail.com* est utilisé pour la première fois pour passer des virements;
- certaines parties des ordres sont rédigées dans une police différente de celle habituellement utilisée.

Les deux ordres comportent toutefois la signature électronique du fondé de procuration des deux relations bancaires.

Après une confirmation du numéro de compte à débiter par l'adresse *@gmail.com*, la banque exécute les virements. Le 24 décembre 2013, la banque reçoit un appel de la part du fondé de procuration contestant la validité des paiements et invoquant le piratage de sa messagerie électronique. La banque saisit les autorités pénales coréennes et dépose plainte pénale contre l'inconnu auprès du Ministère public



## JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

### Devoir de diligence ou devoir de vigilance?

...article de Hristina Stoyanova — Centre de Droit Bancaire et Financier, <https://www.cdbf.ch/1024/>

genevois. Aucune plainte pénale n'est déposée par la cliente elle-même.

La cliente intente une action en justice en restitution des sommes transférées. La Cour de justice la déboute de ses prétentions aux motifs que la recourante ne prouve pas le piratage de sa boîte mail et son utilisation frauduleuse. Selon la Cour, la banque satisfait à ses obligations de diligence et de fidélité envers la cliente (*art. 398 al. 2 CO*) en se conformant à la documentation contractuelle qui prévoit la possibilité d'exécuter des ordres de virement par messagerie électronique. La recourante forme un recours devant le Tribunal fédéral.

Les problèmes juridiques soumis aux juges de Mon Repos sont, d'une part, de déterminer quelles sont les vérifications auxquelles la banque doit procéder afin d'exécuter un ordre de transfert et, d'autre part, d'examiner si la banque a commis une faute grave en exécutant les virements litigieux.

Le client qui demande restitution de l'avoir en compte, exerce une action en exécution du contrat qui n'est pas subordonnée à l'existence d'une faute (*ATF 132 III 449 consid. 2*). L'argent figurant sur le compte bancaire d'un client est la propriété de la banque qui subit les risques de défaut de légitimation ou de faux non décelé en cas de transfert. Toutefois, ces risques peuvent être reportés sur le client par une clause contractuelle contenue dans les conditions générales. La seule limite légale à cette clause est la commission d'une faute grave par la banque (*art. 100 et 101 al. 3 CO applicables par analogie*).

In casu, la faute grave de la banque n'a pas été retenue. En droit privé suisse, la banque a un devoir de diligence et de fidélité (*art. 398 al. 2 CO*). Elle n'a pas un devoir de vigilance constante des opérations effectuées par ses clients. Cela

signifie qu'elle doit vérifier l'authenticité des ordres selon les modalités convenues entre les parties sans procéder systématiquement à des vérifications supplémentaires. Un examen attentif ne s'impose qu'en cas d'indices sérieux de falsification. Or, le caractère sérieux des indices est sujet à interprétation.

Dans le cas d'espèce, la cliente n'a pas réussi à convaincre les juges du piratage, ni de la présence d'indices sérieux de falsification. Il est possible de considérer que sa renonciation à déposer plainte pénale et à fournir une déclaration notariée certifiant l'absence de tout lien avec le destinataire des fonds a pu influencer l'appréciation des preuves.

Dans une affaire similaire jugée par le Tribunal fédéral (*4A\_386/2016*, commenté in: *Laurent Hirsch, cdbf.ch/966*), la faute grave de la banque a bel et bien été retenue. L'une des différences de cette affaire avec l'arrêt commenté est que le client a déposé lui-même une plainte pénale à l'encontre du destinataire des fonds si bien que le piratage avait été prouvé.

Enfin, on pourrait conseiller aux clients de faire preuve de prudence et de circonspection lorsqu'ils utilisent leur messagerie électronique privée plutôt que leur accès onling banking pour passer des virements.

*Hristina Stoyanova est titulaire d'un Bachelor en Droit (2015) et d'une Maîtrise en Droit des Affaires (2016) de l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne. En 2015, elle a fait partie de la formation sélective du Magistère de droit des activités économiques à la même université. De septembre 2016 à février 2018, elle a effectué une Maîtrise en Droit à l'Université de Genève, avec une préférence pour les matières en Droit bancaire et financier et en Droit fiscal. Avant d'intégrer le Centre de droit bancaire et financier, Hristina Stoyanova a effectué des stages auprès d'une banque, dans deux Etudes d'avocats et à l'ONU.*

\* \* \*

### Guilty or not guilty?

...article de Katia Villard — Centre de Droit Bancaire et Financier, <https://www.cdbf.ch/1022/>

Dans le contexte du **conflit fiscal entre la Suisse et les États-Unis**, et du transfert massif de données outre-Atlantique qui s'en est suivi, le Tribunal pénal fédéral a acquitté A., président du Conseil d'administration de la société de gestion de fortune B. AG, d'actes exécutés sans droit pour un État étranger (*art. 271 CP*), faute d'intention

de commettre une infraction (*arrêt du Tribunal pénal fédéral SK.2017.64 du 9 mai 2018*).

En été 2012, B. AG procède à des vérifications internes qui lui apprennent qu'un certain nombre de ses clients aurait fraudé le fisc états-unien. A. mandate alors

## JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

### Guilty or not guilty?

...article de Katia Villard — Centre de Droit Bancaire et Financier, <https://www.cdbf.ch/1022/>

l'Étude d'avocats zurichoise C. pour constituer un dossier sur clé USB rassemblant les données concernant ces clients. Il effectue à l'automne une auto-dénonciation au Département fédéral de la justice des États-Unis (DoJ), sans livrer d'informations concrètes à ce stade.

En mai 2013, l'Étude C. délivre à A. une legal opinion, libellée comme suit: *«[f]or the above outlined reasons, we are of the opinion that a disclosure within the terms of the Scenario is rather unlikely to infringe art. 271 SPC (Swiss Penal Code). Disclosing the Client Data probably does not expose those acting on behalf of B. AG to the risk of being held criminally culpable (...) for having violated art. 271 SPC. However, as regards the applicability of art. 271 SPC, this is a grey area and arguments for the applicability of art. 271 SPC to the Scenario cannot be excluded so that a residual risk of violating art. 271 remains»*. A. mandate alors le Professeur d'université H. pour une expertise sur la question. Cet avis de droit confirme, à tout le moins dans son résultat, la *legal opinion*: s'il ne peut être exclu que la transmission des données «clients» détenues par B. AG. aux autorités états-uniennes sans autorisation du Conseil fédéral tombe sous le coup de l'**art. 271 CP**, un tel acte serait en tout cas couvert par le motif justificatif de l'état de nécessité licite (**art. 17 CP**) ou celui, extra-légal, de la sauvegarde d'intérêts légitimes, respectivement par le motif exculpatoire de l'état de nécessité excusable (**art. 18 al. 2 CP**).

En novembre 2013, A. se rend personnellement aux États-Unis et remet, par l'entremise de l'antenne new-yorkaise de l'Étude C., la clé USB contenant plus d'une centaine de dossiers au DoJ, en vue de la conclusion d'un «*Non Prosecution Agreement*».

Par ordonnance pénale du 19 septembre 2017, le Ministère public de la Confédération reconnaît A. coupable de l'infraction à l'**art. 271 CP**.

Statuant sur opposition à la décision précitée, le Tribunal pénal fédéral admet tout d'abord, contre une partie de la doctrine, la réalisation des éléments constitutifs objectifs de l'**art. 271 CP**. Les données litigieuses concernaient des clients, soit des tiers, étaient localisables en Suisse et protégées par l'ordre public national, en particulier le secret bancaire. Le transport, depuis la Suisse, des documents en vue de leur transmission au DoJ constitue un début d'exécution de l'infraction, de sorte que l'acte doit être considéré commis sur sol suisse. Le fait que les données ont été – plus ou moins – librement remises par A. aux États-Unis est sans pertinence, dès lors que la disposition

pénale protège la souveraineté suisse et non les intérêts privés de l'accusé. Leur remise aux autorités états-uniennes aurait dû s'effectuer par la voie de l'entraide, leur transmission directe par un privé constituant donc bien un acte de puissance publique au sens de l'**art. 271 CP**. Le raisonnement du Tribunal pénal fédéral emporte sur ce point notre conviction, l'**art. 271 CP** ayant précisément pour objectif d'éviter le contournement des règles en matière de coopération internationale.

Sous l'angle subjectif, le Tribunal pénal fédéral relève que l'auteur doit à tout le moins avoir envisagé la possibilité d'effectuer un acte de puissance publique au profit d'un État étranger. Il précise ensuite que l'**art. 271 CP** présente la particularité d'inclure dans l'intention la conscience du caractère interdit du comportement adopté. Selon le Tribunal pénal fédéral, la problématique doit ainsi se résoudre en lien avec la réalisation de l'élément subjectif et non sous l'angle de l'erreur sur l'illicéité au sens de l'**art. 21 CP**. En conséquence, la question du caractère évitable de l'erreur selon cette dernière disposition n'a pas à être examinée. En l'espèce, le Tribunal pénal fédéral pose un regard sévère sur l'impartialité de la legal opinion et la qualité de l'expertise professorale, mais arrive néanmoins à la conclusion qu'au vu de ces deux avis A. n'a pas envisagé agir de manière contraire au droit.

Sur le plan du résultat, le jugement du Tribunal pénal fédéral nous semble convaincant. Dogmatiquement parlant, nous estimons en revanche que c'est bien sur la base de l'**art. 21 CP** que l'accusé aurait dû être acquitté. En effet, l'avis de droit du Prof. H n'exclut pas le caractère interdit de la livraison par A. de données bancaires aux autorités états-uniennes, mais admet en tous les cas l'existence de motifs justificatifs, respectivement exculpatoire. Sur cette base, l'intention de A. d'effectuer un acte de puissance publique pour un État étranger ne peut donc être écartée. En revanche, l'avis de droit a pu faire naître chez A. la conviction erronée de la licéité du comportement qu'il projetait d'adopter, ce qui constitue une erreur sur l'illicéité au sens de l'**art. 21 CP**.

Un recours au Tribunal fédéral a été déposé par le Ministère public de la Confédération contre le jugement du Tribunal pénal fédéral.

*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.*

## ANALYSES & PLACEMENTS

### The Menace of Central Banks: Iran and Turkey Front And Center

...article by Prof. Steve H. Hanke, Professor of Applied Economics at the Johns Hopkins University

Currency crises, like those gripping some emerging market countries today, give rise to questions about the desirability of central banking. And why not? After all, central banks armed with discretionary powers to create money and credit are behind each and every currency crisis. They are also the engine that generates inflation. And, it is inflation that destroys wealth, undermines growth, and destabilizes societies.

The ten central banks that are currently flunking my “inflation test” are presented in the table below. These central banks are producing annual inflation rates that exceed 35%—the threshold for a failing grade. I, along with my [Johns Hopkins-Cato Institute Trouble Currencies Project](#) team, measure inflation rates, we do not project inflation rates. We employ high-frequency data, so that annual inflation rates can be measured on a daily basis.



**Steve H. Hanke**  
is a Professor of Applied Economics  
at the Johns Hopkins University  
and is one of the world's leading experts  
on troubled currencies and hyperinflation.

**Hanke Inflation Weekly**

Country	Free-Market Exchange Rate	Date of Information	Hanke Annual Measured Inflation Rate <sup>1</sup>	IMF Year-End Inflation Projection <sup>2</sup>	Hanke - IMF Differential
Venezuela	8,870,474 VEF/USD	09/14/18	49,601%	1,000,000% <sup>†</sup>	-938,330% pts.
Iran	138,200 IRR/USD	09/14/18	263%	11.2%	252% pts.
Argentina	40 ARS/USD	09/14/18	122%	19.2%	103% pts.
Turkmenistan	14.4 TMT/USD	08/09/18	128%	9.4%	118% pts.
Turkey	6.16 TYR/USD	09/14/18	84%	11.4%	73% pts.
Sudan	43 SDG/USD	09/13/18	104%	42.0%	62% pts.
Yemen	612 YER/USD	09/12/18	65%	30.0%	35% pts.
Zimbabwe*	1.94 "zollars"/USD	09/12/18	46%	7.9%	39% pts.
South Sudan	210 SSP/USD	08/30/18	37%	96.4%	-60% pts.
Liberia	161.06 LRD/USD	07/18/18	36%	11.0%	25% pts.

Computed by Steve H. Hanke, The Johns Hopkins University

<sup>1</sup> Hanke annual inflation rates are implied using PPP from free and black market exchange rate data.

<sup>2</sup> These are the International Monetary Fund's year-end inflation projections for 2018 as of the April 2018 World Economic Outlook

\* Indicates inflation calculation using Old Mutual Implied Rate and PPP.

<sup>†</sup> On July 23, 2018, the IMF revised its year-end inflation rate for Venezuela in the IMF Blog, "Outlook for the Americas: A Tougher Recovery"

There are two ways in which to rid countries from the menace of central banks. Countries can replace their domestic currencies with foreign currencies—the “dollarization” option. With official dollarization, a foreign currency has legal tender status. So, a foreign currency is not only used for contracts between private parties, but also for government accounts and the payment of taxes. At present, thirty-two countries are dollarized.

Another attractive option for countries with failing central banks is a [currency board system](#). A currency board issues notes and coins convertible on demand into a foreign anchor currency at a fixed rate of exchange. As reserves, it holds low-risk, interest-bearing bonds denominated in the anchor currency. The reserve levels (*both floors and ceilings*) are set by law and are equal to 100%, or slightly more, of its monetary liabilities. So, the domestic currency issued via a

...cont'd on page 16



## ANALYSES & PLACEMENTS

### The Menace of Central Banks: Iran and Turkey Front And Center

...article by Prof. Steve H. Hanke, Professor of Applied Economics at the Johns Hopkins University

currency board is nothing more than a clone of its anchor currency. A currency board generates profits (*seigniorage*) from the difference between the interest it earns on its reserve assets and the expense of maintaining its liabilities.

By design, a currency board, unlike a central bank, has no discretionary monetary powers and cannot engage in the fiduciary issue of money. It has an exchange rate policy (*the exchange rate is fixed*) but no monetary policy. A currency board's operations are passive and automatic. The sole function of a currency board is to exchange the domestic currency it issues for an anchor currency at a fixed rate. Consequently, the quantity of domestic currency in circulation is determined solely by market forces, namely the demand for domestic currency.

A currency board cannot issue credit. Accordingly, a currency board imposes a hard budget constraint and discipline on the government. This is an underappreciated feature of currency boards. Unlike central banks, a currency board can't be used as a means to finance government budgets.

Currency boards have existed in about 70 countries, and none have failed. The first one was installed in the British Indian Ocean colony of Mauritius in 1849. By the 1930s, currency boards were widespread among the British colonies in Africa, Asia, the Caribbean, and the Pacific Islands. They have also existed in a number of independent countries and city-states, such as Danzig and Singapore. One of the more interesting currency boards was installed in North Russia on November 11, 1918, during the civil war. Its architect was none other than John Maynard Keynes, who was a British Treasury official at the time.

Countries that have employed currency boards have delivered lower inflation rates, smaller fiscal deficits, lower debt levels relative to the gross domestic product, fewer banking crises, and higher real growth rates than comparable countries that have employed central banks.

Given the superior performance of currency boards, the obvious question is "What led to their demise and replacement by central banks after World War II?" The demise of currency boards resulted from a confluence of three factors. A choir of influential economists was singing the praises of central banking's flexibility and fine-tuning capacities. In addition to changing intellectual fashions, newly independent states were trying to shake off their ties with former imperial powers. Additionally,

the International Monetary Fund and the World Bank, anxious to obtain new clients and "jobs for the boys," lent their weight and money to the establishment of new central banks. In the end, the Bank of England provided the only institutional voice that favored currency boards.

Since their post-World War II demise, currency boards have witnessed something of a resurgence. In terms of size, the most significant currency board today is Hong Kong's. It was installed in 1983 to combat exchange rate instability. In the wake of the collapse of the Soviet Union, several countries adopted currency boards. They successfully crushed inflation and ushered in stability and growth.

It is important to stress that Argentina's Convertibility System (1991-2001) was not a currency board. Nevertheless, Kurt Schuler found that some 97% of the world's major economists misidentified Argentina's Convertibility System, asserting that it was a currency board. This misidentification has arisen because most have failed to realize that Convertibility allowed Argentina's central bank (BCRA) to engage in discretionary monetary policies, which the BCRA exercised with reckless abandon. In contrast, a currency board has absolutely no discretionary powers.

The world needs fewer central banks. Venezuela and Argentina should mothball theirs and dollarize. For other countries with failing central banks, currency boards are a proven elixir. Special cases of Iran, Russia, and Turkey are noteworthy. To produce currencies that are as good as gold—a currency not issued by a sovereign—these countries should go for gold-backed currency boards.

*"This piece was originally published on Forbes.com"*

*Prof. Steve H. Hanke is a Professor of Applied Economics and Co-Director of the Institute for Applied Economics, Global Health, and the Study of Business Enterprise at The Johns Hopkins University in Baltimore. Prof. Hanke is also a Senior Fellow at the Cato Institute in Washington, D.C.; a Distinguished Professor at the Universitas Pelita Harapan in Jakarta, Indonesia; a Senior Advisor at the Renmin University of China's International Monetary Research Institute in Beijing; a Special Counselor to the Center for Financial Stability in New York; a member of the Financial Advisory Council of the United Arab Emirates; a contributing editor at Globe Asia Magazine; and a member of the Supervisory Board for the Advanced Metallurgical Group (AMG). Prof. Hanke's most recent books are Zimbabwe: Hyperinflation to Growth (2008) and A Blueprint for a Safe, Sound Georgian Lari (2010). You can follow him on Twitter: @Steve\_Hanke*

## ANALYSES & PLACEMENTS

### September Asset Allocation Insights

#### Toutes les actions ne se valent pas

La crise de la livre turque et sa contagion limitée aux actifs vulnérables des marchés émergents (ME) n'ont pas remis en question la toile de fond économique globalement favorable. Cela vaut particulièrement pour les marchés développés et l'économie américaine: les tendances en termes de croissance, d'inflation et de politique monétaire n'ont pas changé et devraient se maintenir, à condition que la crise qui touche les marchés émergents reste limitée aux quelques pays économiquement fragiles, ce qui constitue notre scénario de base. En conséquence, malgré la déroute subie par plusieurs actifs émergents, les tensions commerciales persistantes et les craintes entourant le budget italien, nous conservons notre propension au risque et continuons de privilégier les actions américaines, largement immunisées, qui figuraient au cœur de l'accroissement de notre propension au risque en juin dernier.

Il pourrait être tentant à ce stade d'accroître la duration afin de couvrir ou d'atténuer à tout le moins le risque du portefeuille, mais les avantages en termes de décorrélation sont plutôt maigres à l'heure actuelle. Tant que les conditions globales restent inchangées (*l'hypothèse d'une forte baisse de la croissance et de l'inflation est peu probable*), il semble préférable de réduire le risque directement au niveau des portefeuilles. Sur la base des valorisations actuelles et de notre analyse économique, la trajectoire des taux reste orientée à la hausse. Nous avons dès lors conservé une légère sous-pondération sur la duration.

Les marchés se montrent problématiques cette année. Les performances des actions du NASDAQ affichent de fortes disparités, les gains de l'indice se concentrant parmi quelques titres emblématiques, tandis que les autres marchés développés sont à la peine et que plusieurs marchés émergents connaissent une phase baissière. La loi de Stein, selon laquelle «*si un phénomène ne peut continuer indéfiniment, il s'arrêtera*», s'applique à cette situation. Toute la question est donc de savoir si et à quel moment le reste des actions mondiales parviendra à rattraper son retard sur les actions américaines, ou plutôt si le NASDAQ parviendra à combler l'écart. Nos comités dédiés au cycle économique, à la valorisation des actifs et à l'équilibre des risques penchent en faveur de cette dernière hypothèse: un rééquilibrage en faveur des titres value au détriment des valeurs growth devrait intervenir d'ici la fin de l'année.

Pour ce qui est du catalyseur et du "moment" propice à un tel rééquilibrage, il ne pourra s'amorcer qu'une fois atténuées

*...article de SYZ Private Banking, Membre Partenaire du GSCGI*

les divergences en termes de croissance, d'inflation et de politique monétaire parmi les grandes économies. Une fois les investisseurs convaincus de la stabilisation de la croissance en Europe et en Chine et du plafonnement de la croissance américaine, ou dès que la Fed s'approchera de taux neutres et que la BCE et la Banque du Japon (BoJ) commenceront à durcir le ton, les titres les moins performants devraient commencer à l'emporter sur les leaders actuels de la cote. Si notre analyse est la bonne, l'appréciation du dollar US devrait prendre fin, dopant les cours et le sentiment à travers le monde au détriment de l'optimisme actuel vis-à-vis des valeurs technologiques américaines.

*Fabrizio Quirighetti*

#### Contexte économique en bref et analyse globale

La montée des tensions en Turquie a dominé l'actualité macroéconomique ces derniers temps. Sa brouille diplomatique avec les Etats-Unis consécutive à l'incarcération d'un pasteur américain est l'étincelle qui a mis le feu aux poudres. Sachant que la huitième plus grande économie émergente était déjà très fragile et confrontée à une détérioration de sa conjoncture, ce différend a fait plonger la livre turque à un nouveau plus bas historique. Dans un contexte de croissance mondiale plus faible que prévu, de ralentissement en Chine, de dépréciation du yuan et de tensions commerciales, les événements en Turquie ont remis en question la croissance des marchés émergents, notamment leur aptitude à surmonter la normalisation de la politique monétaire américaine, ponctuée par la remontée des taux et l'ascension du billet vert.

Cependant, malgré ces gros titres alarmants, l'économie mondiale continue d'afficher une expansion générale alimentée par une solide demande dans l'ensemble des pays développés. Dans ce contexte, la Turquie fait figure de cas désespéré en raison de sa prodigalité budgétaire, de sa forte dépendance vis-à-vis du financement externe et de sa politique monétaire non orthodoxe, plutôt qu'un indicateur avancé potentiel des marchés émergents. Alors que l'activité se stabilise à des niveaux honorables en Europe et dans la plupart des pays d'Asie émergente après un premier semestre décevant, en parallèle à une solide croissance, l'économie mondiale poursuit son expansion, bien qu'à un rythme moins soutenu et moins régulier que l'an dernier.

**Croissance**—La dynamique du cycle économique ralentit

## ANALYSES & PLACEMENTS

### September Asset Allocation Insights

globalement dans la plupart des grandes économies, mais la croissance reste positive en valeur absolue. Les principaux moteurs de la demande finale dans les pays développés restent solidement en place: évolution favorable du marché du travail et des salaires, et conditions de crédit accommodantes qui soutiennent l'immobilier.

**Inflation**—La dynamique de l'inflation dans l'ensemble des pays développés reste légèrement positive, l'expansion économique et l'augmentation des salaires permettant une hausse des prix à un rythme modéré, cette hausse restant toutefois bridée par des difficultés structurelles. La dynamique de l'inflation est plus disparate dans les pays émergents, où les fluctuations des taux de change décuplent souvent les tendances endogènes.

**Orientation des politiques monétaires**—Malgré le récent relèvement des taux de la Banque d'Angleterre, les politiques monétaires dans l'ensemble des pays développés restent très accommodantes. Aux Etats-Unis, la Fed entend poursuivre son cycle de rehaussement progressif des taux d'intérêt et se dirige vers une politique légèrement restrictive.

**Economies développées**—Après un deuxième trimestre relativement solide, l'économie américaine a entamé la période estivale sur un ton tout aussi ferme, toujours dopée par la bonne tenue de la consommation intérieure. Cependant, des contraintes de capacité limitent le potentiel de nouvelle accélération et, à la marge, la dynamique macroéconomique américaine semble davantage susceptible de se stabiliser voire de ralentir légèrement au cours des mois à venir, tout en conservant un niveau relativement élevé. Le resserrement en cours de la politique monétaire est contrebalancé par la relance budgétaire, qui continue de soutenir une solide expansion économique.

Après un tassement au premier semestre, la croissance dans la zone euro donne des signes de stabilisation. Le rythme de l'expansion n'est plus supérieur aux prévisions, mais les indicateurs dans leur ensemble continuent toutefois d'annoncer une stabilisation de la croissance du PIB aux alentours de 1,5% en rythme annualisé. En outre, le marché a désormais ajusté ses prévisions à ce niveau. Par conséquent, la zone euro devrait objectivement enregistrer une croissance supérieure au potentiel et conforme aux attentes d'ici fin 2018. La Banque d'Angleterre, confrontée elle aussi à une solide croissance en dépit des incertitudes liées au Brexit, et à un taux d'inflation supérieur à l'objectif, a décidé de rehausser son taux à court terme à 0,75%.

*...article de SYZ Private Banking, Membre Partenaire du GSCGI*

La dynamique de l'économie s'est également stabilisée au Japon, comme en témoigne le rebond du PIB tiré par la consommation au deuxième trimestre. La Banque du Japon a fait un premier pas très timide vers la normalisation de sa politique monétaire en relevant le niveau plafond du taux des emprunts d'Etat japonais à 10 ans dans le cadre de sa politique de contrôle de la courbe des taux. Cependant, elle reste encore bien loin de mettre fin à sa politique très accommodante.

En Australie, la dynamique économique s'essouffle sous l'effet combiné du ralentissement de l'économie chinoise et des droits de douane américains d'une part, et de la baisse des prix des matières premières de l'autre.

**Economies émergentes**—Les difficultés en Turquie rappellent le mauvais souvenir de pays émergents ébranlés et plongés dans la crise du fait de la remontée des taux de la Fed. Cependant, la situation de la Turquie reste unique à ce stade. La hausse des taux américains à court terme et l'appréciation du dollar ne font qu'ajouter à la fragilité structurelle du pays. Les politiques économiques de la Turquie vont à l'encontre des intérêts de ses créanciers alors même que le pays dépend de ces derniers pour financer son économie. La politisation de la politique de la banque centrale, l'absence de réaction significative à l'envolée de l'inflation et l'effondrement de la livre turque sont autant de difficultés de nature domestique, outre la brouille diplomatique et commerciale avec les Etats-Unis.

Par conséquent, le risque de contagion aux autres pays émergents semble limité jusqu'ici. La croissance continue de ralentir en Chine et, par voie de conséquence, dans l'ensemble de l'Asie du Sud-Est. Cependant, l'assouplissement budgétaire et monétaire en Chine devrait permettre une stabilisation, voire un rebond de l'activité d'ici la fin de l'année.

*Adrien Pichoud*

\* \* \*

*Retranscription partielle. Retrouvez l'intégralité de cette analyse mensuelle par ce lien URL:*

<https://www.syzbank.com/fr/insight/notre-point-de-vue-mensuel-sur-l'allocation-dactifs-septembre-2018>



## LE COIN TECHNIQUE

### Risk & Reward of an expected fall in the Fall!

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



Last month the focus was on Inter-market relationship between German and US Bond Yield, Commodities Index and the US Dollar Index. All of these key variables will still play a big role in the coming 4 weeks. Today the focus is on the risk and reward of the scenarios proposed along a red & a green path. The red

path, which envisioned a top at end of August is off the map. It is replaced by the green path, representing the risk of a correction toward 2700-2600, namely the area of the weekly Ichimoku cloud. In September the S&P500 hit an all-time high near 2940 along positive MACD confirming an uptrend since July. However, the behaviour of our weekly Stochastic in the overbought area (above 80%) during the last month calls for a slowing down of momentum. A weekly close below 2900 may activate a weekly bearish divergence which could lead the S&P500 to follow the green path. But there is not much time for this to happen, if one gives credit to the annual seasonality of US equities, which sometimes turn positive in October. This same annual seasonality tends to influence the 4-year US presidential cycle, which also suggests the occurrence of a low in the early fall (*September-October window*) near the time of the mid-term US elections. The July-August WealthGram already explained the pitfalls of that US presidential cycle since 2002. Indeed, Cycle observations are of secondary importance versus the analysis of the Tape.

This means more weight should be put on the momentum analysis of the S&P500 index. Then a special focus should be devoted to relative strength (RS) of the Nasdaq 100 large caps, which mostly represent the leading technology sector and to the US Small Caps RS, which gives an idea of the breadth of the US market. Finally the RS of Emerging Markets can give a

hint about the perception RISK ON versus RISK OFF of investors.

These RS lines versus the S&P500 are located on the top panel of the chart. Outperformance of the leading large caps of the Nasdaq100 has stopped rising since July. Small Caps are underperforming the S&P500 also since July, calling for some narrowing breadth of the US equity market. Finally the declining trend of the Emerging Markets RS since April, represented by the RS EEM ETF versus S&P500, gives the impression that some investors have already re-allocated from risky Emerging Markets into the currently perceived less risky US equity market. As short term FEAR is represented by the VIX index (12.41% on Sept 27 as on July 24) it seems that the level of fear remained low during the summer. I suspect it could be too much complacency. Some market participants may not expect the S&P500 to rise similarly to the period from September 2017 to January 2018. Thus, during the coming month of October, any sudden decline in the S&P500 below 2850 together with a rise of the VIX above 15% should be warning signals that the S&P500 may follow our green path!

As a 4-year picture is worth 1000 words, look when and what type of correction occurred in 2014 (4 years ago and also a mid-term presidential year) and in 2015 compared to the S&P500 behaviour in 2016 and 2017. These observations may help to decide "when to hedge or what to hedge" when managing a global asset portfolio in 2018.

#### Graph:

Charts of S&P 500 in weekly candles with Ichimoku cloud and VIX represented in orange dotted line behind the S&P 500 candles. On the upper panel is displayed the rising Relative Strength (RS) of small caps Russell 2000 versus S&P 500 in green dash line, the RS of emerging markets versus S&P 500 in orange solid line and the RS of Nasdaq100 versus S&P 500 in red dotted line. On lower panel, MACD is positive, though rising slowly while the weekly STO is rising again in an overbought area with risk of displaying a bearish divergence if the S&P 500 reverses below 2850. The red path is probably off track. To replace it, the green path is a less bearish possible version, which will be subject to changes depending on what happens after October 15, if an expected four-year cycle low re-emerges or not.

Source: Stockcharts.com / Red and Green Paths are provided by BEST.



This information is being provided to you solely for your information, as an example of theoretical technical analysis and coaching, and does not constitute a recommendation to purchase or sell any security. Neither this document and its contents, nor any copy of it, may be altered in any way. This document is not directed to, or intended for distribution to, or use by any person or entity of any jurisdiction where such distribution, publication or use would be unlawful.

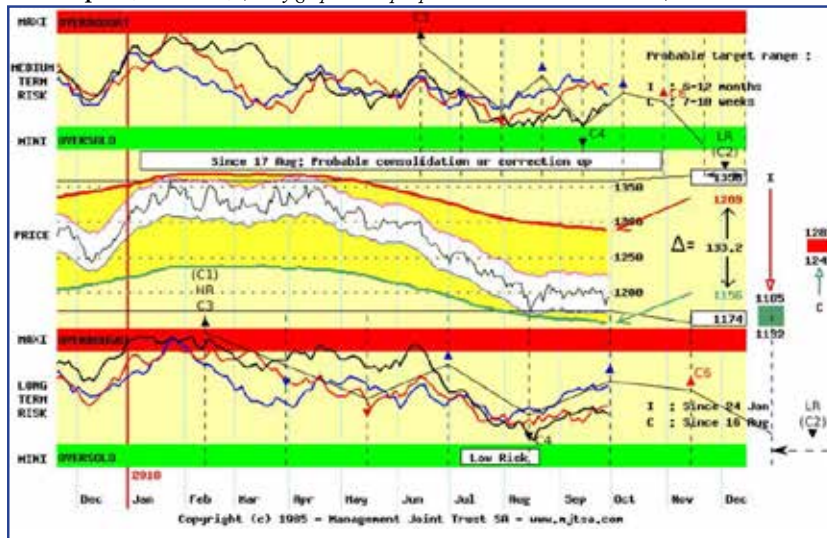
## LE COIN TECHNIQUE

### Gold is a monetary phenomenon

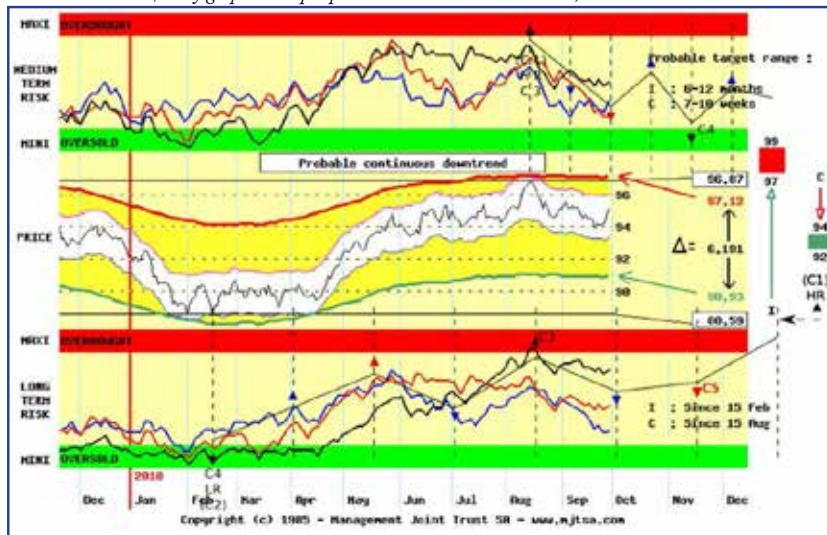
...article by Jean-Francois Owczarczak - CEO, Management Joint Trust SA - jfo@mjt.ch

Last month we suggested that by late September, risk assets should move lower into November. We believe this is still the case, and that the strong rallies we recently saw on some equity markets (*in Europe especially*) could start to reverse down soon. Gold may then look like a tempting alternative. Yet, paradoxically, it is probably still too early to consider it. Indeed, we believe that for now, it is rather, and mostly influenced by the strength of the US Dollar.

Gold Spot (USD/oz) (Daily graph or the perspective over the next 2-3 months)



Dollar Index (Daily graph or the perspective over the next 2-3 months)



**CONCLUDING REMARKS:** We believe that for now, Gold is very much a monetary phenomenon. It is widely suffering for strengthening Dollar, along with many other assets such as Emerging Markets, China or Industrial metals. This downtrend did take a pause during September, yet the bounce is rather unconvincing for now, and we believe that Gold should probably resume lower over the next few months as the

US Dollar continues to rise. More generally, looking back to 2008, and the start of the last strong Gold rally, Gold really started to move up only after the Lehman crisis, once the TARP program and widespread QE were finally put in place. Today, the FED is still tightening, while other Central Banks are tapering. We believe that Gold will continue to suffer as long as they continue to do so.



Since early this year, Gold has reversed down quite aggressively. The downtrend has been mostly Dollar driven, although the strong recovery on risk assets since late March has also not helped (risk-ON). On both oscillator series (lower and upper rectangles), we expect the downtrend on Gold to continue for now. We believe that despite the defensive shift we expect, this downtrend should resume lower, probably from now into November (upper rectangle), and possibly even towards next year (lower rectangle). On the target front, the rebound since mid August is quite weak. It clearly failed to reach our C Corrective targets to the upside between 1'241 and 1'281. Going forward, the next downside move we expect could still generate some unpleasant surprises. Indeed, our I Impulsive targets to the downside suggest that Gold could reach down to 1'130 USD/oz. Historically, these levels are quite crucial and will hopefully hold, as below these, we see little support until Gold reaches down to the symbolic 1'000 mark.

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.

As mentioned above, Gold's weakness since the beginning of the year has mostly been a function of the stronger US Dollar. We believe this could still be the case going forward as the US Dollar continues to rise. Indeed, over the next few months, we believe that rising short term interest rates (also a negative factor for Gold) as well as sustained flight to safety flows to the US (defensive shift), should continue to support the Dollar. Both our oscillators series (lower and upper rectangles) are suggesting that the Dollar could resume higher, first over the next few weeks, and then again from November into early 2019. On the target front, our C Corrective targets to the downside should continue to offer support around the 94-92 range (right-hand scale), while our I Impulsive targets to the upside suggest that the Dollar Index could reach new highs and even approach the 100 mark over the next few months.



## «Pink» et «Rosa»: les deux plans secrets qui ont permis de sauver UBS en 2008

[...] Il y a dix ans, la plus grande banque suisse était au bord du gouffre. Les autorités exécutent alors un plan élaboré depuis des mois pour éviter la catastrophe. Retour sur des heures dramatiques, où la Banque nationale a littéralement sauvé le pays. [...]

[...] L'épilogue attendra quelques années plus tard: la Confédération encaissera un gain de 1,24 milliard, tandis que la revente des titres du Stab Fund permettra à la BNS d'enregistrer un profit de 5,36 milliards de francs. [...]

[...] La Suisse s'est en outre dotée d'un arsenal législatif pour encadrer les banques «trop grandes pour faire faillite». [...]

*Read more: <https://www.letemps.ch/economie/pink-rosa-deux-plans-secrets-ont-permis-sauver-ubs-2008>*

Source: *Le Temps* - Sep. 26, 2018

CFB

## Can Bitcoin Replace Gold as the Crisis Investment?

[...] Bitcoin is sometimes called digital gold, and for good reason. It's relatively scarce, recognized across borders, and can be held anonymously. And unlike physical gold, which needs to be kept in a safe, Bitcoin codes can be kept on a computer or even a piece of paper. [...]

[...] This makes Bitcoin a potential threat to gold bulls, one that has clearly caught the attention of the industry. [...]

[...] The World Gold Council, an industry group representing gold miners, issued a report this year arguing that "cryptocurrencies are no substitute for gold" and won't eliminate the need for the metal even if they do become a mainstream financial asset. [...]

[...] Gold, the report notes, has the blessing of regulators, is less volatile than Bitcoin, and is a well-understood part of a balanced investment portfolio. [...]

[...] One commodity analyst isn't convinced that crypto will soon steal gold's crown. Christopher Louney at RBC Capital Markets... [...]

*Read more: <https://www.barrons.com/articles/can-bitcoin-replace-gold-as-the-crisis-investment-1537577713>*

Source: *Barron's* - Oct. 1, 2018

CFB

## Policymakers share blame for the shadow banking boom

[...] Ten years after the world was rocked by an unprecedented banking crisis, policymakers are sounding the alarm about the spread of risk out of the now more regulated banks and into the "shadows" where asset managers, insurers and others carry out banklike business. [...]

[...] First came Mario Draghi, ECB president ... Next came François Villeroy de Galhau, the Banque de France governor ... Finally, last week, Peter Praet, the ECB's chief economist [...]

[...] Yet, it is policymakers themselves who must take at least some of the blame for creating these shadowy risks — and on three counts ... First, their regulatory crackdown on banks ... displaced many of the risks to non-banks ... Second, those risks have been inflating fast ... Third, policymakers have done little to curb mounting non-bank risk despite years of evidence. [...]

*Read on: <https://www.ft.com/content/82b2cee4-c4db-11e8-8670-c5353379f7e2>*

Source: *Financial Times* - Oct. 1, 2018

CFB

## Why the Euro Won't Replace the Dollar

[...] Europe has a dream that the euro will overtake the U.S. dollar as the world's reserve currency. It's an old dream, but it's based on a misconception. [...]

[...] In his last State of the Union speech as president of the European Commission, Jean-Claude Juncker pledged "to strengthen the international role of the euro." [...]

[...] Yet the dollar's preponderance in foreign reserves and in international trade comes from specific properties of the U.S. financial system that most European governments do not want to emulate. [...]

[...] Global use of the euro is incompatible with the other priorities of European governments, particularly sovereign debt reduction. [...]

[...] European complaints about the dollar are not new. [...]

*Read more: <https://www.barrons.com/articles/why-the-euro-wont-replace-the-dollar-1536945404>*

Source: *Barron's* - Sep. 14, 2018

CFB



## Swiss Paradox: Booming Economy, Negative Interest Rates

[...] At a time when most rich countries are following the U.S. Federal Reserve in moving away from crisis-era policies, Switzerland stands apart. Its central bank on Thursday (*Sep. 20*) left its key policy rate at minus 0.75% despite what a government report has called a “booming” economy. [...]

[...] In Norway, which like Switzerland isn't part of the euro but depends on the eurozone for exports, the central bank raised its policy rate for the first time in seven years Thursday, to 0.75% from 0.5%. [...]

[...] Analysts expect Sweden's central bank, another non-euro member in Europe—to raise rates in December. [...]

[...] While decisions by the Fed and ECB tend to dominate financial markets, those by the Swiss and other smaller central banks can also reverberate through bond and currency markets. In Switzerland's case, it is home to global companies such as Nestlé SA and Swatch Group AG that are sensitive to exchange rates. [...]

*Read on: <https://www.wsj.com/articles/norway-raises-key-interest-rate-for-first-time-in-seven-years-1537432742>*

*Source: The Wall Street Journal, Sep. 20, 2018*

CFB

## The economic cost of fraying trust in Europe

[...] The EU is often rightly described as an international legal order. But its formidable legalism makes it easy to lose sight of another, equally profound aspect of the European project: the decades-long cultivation of trust between its members. [...]

[...] Quite apart from challenges to the rule of law, the withering of that trust threatens to debilitate Europe — politically, of course, but economically as well. [...]

[...] Trust makes for better laws. [...]

[...] One substitute for lost trust is more detailed legislation. But laws and contracts cannot cover all the cracks of undefinable events as well as trust can. [...]

*Read on: <https://www.ft.com/content/3942f998-ba66-11e8-94b2-17176bf93f5>*

*Source: Financial Times - Sep. 18, 2018*

CFB

## BlackRock and State Street weigh in on debate over regulating ETFs

[...] ETFs and the cost of investing in them have come under scrutiny from regulators worldwide... [...]

[...] The body approved its first ETF in 1992. The US has become the biggest market for the products, accounting for more than 70 per cent of the \$5tn assets invested in them globally, according to data provider ETFIGI. [...]

[...] The US industry has been covered by a patchwork of rules that the SEC is trying to combine into one set of regulations. [...]

[...] Investment giants point out flaws in SEC's proposal for US rules to govern fast-growing products ... the Securities and Exchange Commission calls for greater disclosure of transaction costs, but providers including BlackRock and State Street Global Advisors (SSGA) disagree with the regulator over how these should be calculated and who should be the responsible party. [...]

[...] The SEC proposed in June that ETF providers disclose the median bid-ask spread for each product's most recent fiscal year as well as ... Bid-ask spreads are typically not disclosed by ETF providers. [...]

*Read more: <https://www.ft.com/content/83a0ffe8-e6ed-35b5-8fb6-9444d8a280ac>*

*Source: Financial Times - Sep. 29, 2018*

CFB

## China is reshaping the international order

[...] The world has never been unipolar and power is shifting east. [...]

[...] No country looms larger on the horizon of the 21st century than China. Having benefited hugely from globalisation, China does not stand in truculent opposition to the current international system. [...]

[...] Although it has resisted pressure to embrace western democracy, it is precisely the openness of the international order that has enabled the country's rise over the past four decades. [...]

*Read on: <https://www.ft.com/content/7f454bb6-b733-11e8-a1d8-15c2dd1280ff>*

*Source: Financial Times - Sep. 16, 2018*

CFB

## GLOBAL EVENTS



**CONFERENCE 2018**  
BRUSSELS // BELGIUM

**17**  
OCTOBER

IN COLLABORATION WITH "ECN EVENT", 18th of OCTOBER 2018



**PROGRAMME:**

11h30 – 12h15 **WELCOME & REGISTRATION**  
12h30 – 14h00 **LUNCH**  
14h15 – 14h45 **WELCOME SPEECH**  
*David Charlet, Chairman - FECIF now & FECIF's actions*  
14h45 – 15h45 **ROUND TABLE 1 - MiFID II, IDD, PRIIPs: Revolution or evolution?**  
*Moderator: Paul Stanfield (Secretary general)*  
15h45 – 16h15 **FECIF's White Book and Survey results**  
*Jiri Sindelar, Deputy chairman*  
16h15 – 16h30 **COFFEE BREAK**  
16h30 – 17h00 **KEYNOTE PRESENTATION - New finance for a new Europe**  
17h00 – 18h00 **ROUND TABLE 2 - Pensions in Europe: Is the PEPP a problem or a solution?**  
*Moderator: Vincent Derudder (Honorary Chairman of FECIF)*  
18h00 – 18h30 **WITNESSES POINTS OF VIEW - Fintech & Crowdfunding**  
18h30 – 19h00 **CONCLUSION & FECIF's WISHES - David Charlet, Chairman**  
19h00 – 21h00 **COCKTAIL RECEPTION / NETWORKING**

**REGISTRATION:** **FECIF Event:** By Invitation. For more info: [fecif@skynet.be](mailto:fecif@skynet.be)  
**ECN Event:** [www.eurocrowd.org/ecn-crowdcon-2018](http://www.eurocrowd.org/ecn-crowdcon-2018)

Venue: **RENAISSANCE HOTEL**  
Rue du Parnasse 19, BRUSSELS

### ACADEMY & FINANCE

## LSFin et LEFin : comment vous préparer ?

GÉRANTS INDÉPENDANTS, TRUSTEES, FAMILY OFFICES, CONSEILLERS EN PLACEMENT, GÉRANTS DE FONDS, BANQUES

Conditions d'autorisation, réglementation des produits, règles de conduite, exigences organisationnelles, audit : les dispositions légales, les précisions des ordonnances

GENÈVE, VENDREDI 9 NOVEMBRE 2018, HÔTEL LE RICHEMOND

## AGENDA OF GSCGI's MONTHLY CONFERENCES

### INVITATION / REGISTRATION

### Luncheon-conference 19 October 2018

We take great pleasure in inviting you, your colleagues and friends to our forthcoming conference in Geneva, organized in cooperation with **NATIXIS, Partner Member Partenaire of GSCGI/SAIFA**:



www.natixis.com

Brice Benoliel, head of Financial Engineering EMEA ex-France at Natixis, will address the audience about the following topic of interest to independent asset managers, fund managers, financial analysts and investors:

### EQUITY MARKETS:

**there's a time for surfing and a time for hedging!**



**Brice Benoliel** joined Natixis CIB in 2016 and currently holds the position of head of Financial Engineering EMEA ex-France.

He has more than 13 years' experience in the financial industry, with expertise in providing structured solution in the equity/hybrid and fund space to clients ranging from Private banks/Financial Advisors to Pension funds and Insurance companies.

He started his career at RBS before joining Nomura.

Brice Benoliel holds a master's degree in applied mathematics from Ecole Centrale Paris, he is also a Chartered Alternative Investment Analyst (CAIA).

### PROGRAM

**Date** Friday, 19 October 2018

**Venue** Hôtel Métropole, Quai Général-Guisan 34, Geneva, Switzerland

**12:00pm** Registration and welcome cocktails

**12:30pm** Conference, followed by Q&A session

**13:00pm** Luncheon begins being served

**14:00pm** End of conference

**This luncheon is  
graciously offered by  
NATIXIS**

**Please register by Wednesday, 17 Oct. 2018 -- email to: [secretariat@gscgi.ch](mailto:secretariat@gscgi.ch)**

\*\*\*

19 Octobre 2018/Geneva: **Brice Benoliel, NATIXIS, Membre Partenaire du GSCGI**

23 Novembre 2018/Geneva: *Orateur: tba, IG Bank, Membre Partenaire du GSCGI*

\*\*\*

*Réservez ces dates!*

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

*Non-Membres bienvenus — Inscrivez-vous!*



## LA REUNION MENSUELLE DU GSCGI

2018, Sep. 14 — La Suisse: premier producteur d'or physique d'investissement

...article de Paul Noel



**PAUL NOEL**

Expert en métaux précieux et  
technologie phigital

**SWISS ONE PLUS SA**

Paul Noel est au bénéfice d'une expérience bancaire très riche et variée. Après dix années au service de Lombard Odier, où il fut notamment en charge des développements informatiques en lien avec le Private Banking, Paul Noel a été très actif aussi dans la mise sur pied de l'entité «Global Custody» de l'ancien banquier privé genevois qu'il quitta en 2010. Etabli à son propre compte, il travailla ensuite pendant une année comme Consultant auprès de la Banque Privée Edmond de Rothschild à Genève avant de fonder plusieurs entreprises dans le domaine des métaux précieux et de la technologie phigital. Il dirige *swiss one plus SA*. De nationalité belge et suisse, Paul Noel est titulaire d'un master en économie, orienté analyse quantitative, de l'Université de Namur. Expert aussi en finance, il est au bénéfice de la certification CIWM. Il réside à Genève.

**swiss1<sup>+</sup>**

Lors de cette 5<sup>ème</sup> Réunion Mensuelle de 2018, organisée par le Groupement le 14 septembre au Métropole, l'orateur **MONSIEUR PAUL NOEL** a présenté le thème de l'or physique d'investissement. Son discours a été pratiquement le récit de son formidable parcours dans ce monde très particulier, ce qui a fasciné tout le parterre. Voici son compte-rendu de cette conférence informative et fascinante.

### Une industrie pragmatique devenue leader mondial

Genève était un endroit important pour l'industrie de l'or. Au 18<sup>ème</sup> siècle, des orpailleurs ont extrait de l'or du Rhône et de l'Arve. L'endroit alternatif «l'usine» était anciennement l'Usine de Dégrossissage d'Or de Genève qui fournissait les orfèvres, bijoutiers et horlogers.

Aujourd'hui, quatre de nos principales raffineries de métaux précieux (*Argor-Heraeus, Métalor, PAMP et Valcambi*) composent le top 5 des producteurs d'or d'investissement. Nous avons dans notre pays le meilleur savoir-faire dans le domaine de la métallurgie des métaux précieux depuis de longues années et ce grâce à un outil industriel très performant incluant des laboratoires d'essais à la pointe de la technologie. Historiquement, son développement est associé à la vision de son actionnariat bancaire. Les raffineurs Suisses ont inventé le lingot standard d'or bancaire avec un poids de 1 kg et une pureté minimale de 999.9 millièmes. Sur les places étrangères où se traite l'or physique, on parle de «Swiss ingots» pour désigner les lingots des raffineurs Suisses ayant un poinçon de fondeur/essayeur et portant la signature, sur le certificat d'authenticité du lingot, du juré/essayeur diplômé de l'État Fédéral.

L'industrie des métaux précieux en Suisse représente 1500 emplois directs et 1000 emplois indirects, 300 millions CHF de création de valeur ajoutée par an, ainsi que 40 millions d'impôts annuels. Jusqu'en 2014, les autorités fédérales suisses ont exclu les métaux précieux de leurs statistiques sur le commerce extérieur. En 2002, les importations sont de 1209 tonnes. En 2011, cela a plus que doublé à 2600 tonnes. En 2016, un quart de nos exportations sont des lingots d'or, soit 80.5 milliards CHF (*2000 tonnes, 4/5 de la production mondiale*). C'est un peu plus que les exportations de nos 250 entreprises pharmaceutiques. Les raffineries en Suisse traitent 2/3 de l'or mondial avec une capacité totale entre 3000 et 4000 tonnes par an grâce à un système de travail flexible en place et une gestion des stocks avec des flux à grande vitesse.

La Suisse a établi une régulation exemplaire, ce qui constitue un avantage compétitif et un modèle. Une loi de 1880 régit le secteur des métaux précieux et définit la profession de juré/essayeur pour adresser le risque de l'aléa moral. En effet, les jurés essayeurs sont personnellement responsables et rapportent directement au bureau du Contrôle des Métaux Précieux à Berne. Ils ont une formation en chimie, physique et droit, ainsi qu'un apprentissage obligatoire de 2 ans.

### Un mode de formation des prix particulier

Le fixing est le mode de fixation du prix de référence sur le marché de l'or à Londres. Il a été établi par NM Rothschild en 1919 avec 4 autres maisons avec comme principe que ce prix soit «*an undisputed price*» et qu'il corresponde à «*the price at which all supplies can be absorbed*». Ce n'est pas tout à fait un prix de la demande, ni un prix de l'offre, car la quantité totale pouvant être offerte est de 170'000 tonnes, soit la quantité totale extraite sur notre planète, alors que la moyenne de la production annuelle est de 2'500 tonnes. Le premier producteur d'or est la Chine. C'est aussi à la Chine que sont destinées nos

## LA REUNION MENSUELLE DU GSCGI

2018, Sep. 14 — La Suisse: premier producteur d'or physique d'investissement

...article de Paul Noel

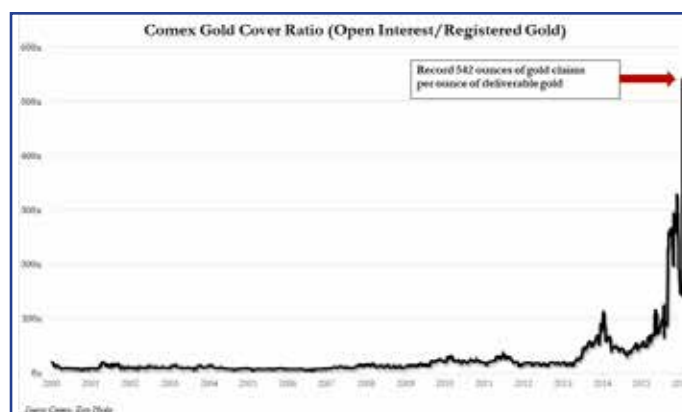
plus importantes exportations de lingots. Les statistiques d'importation d'or des douanes de Hong Kong fournissent des données très claires à ce sujet.

### Or physique versus or papier

Que représente tout l'or physique du monde? Un cube en dessous de la tour Eiffel ou 3 piscines olympiques.

Quant à l'or papier, il est composé de titres ayant une contrepartie tangible ou de titres construits de façon synthétique de façon à fournir une performance équivalente en utilisant les dérivés.

Le rapport entre l'or papier et l'or physique est estimé à 280 aujourd'hui dans le monde. Sur le marché particulier du COMEX la situation est selon le site [zerohedge.com](http://zerohedge.com) nettement plus critique ... voir l'infographie en haut à droite.



### En gestion de patrimoine

L'or n'est pas un actif mais une monnaie, par conséquent il doit être considéré dans le cadre d'une allocation monétaire.

Les critères de choix des produits en or physique (*lingots ou pièces*) sont la liquidité, la fiscalité et l'authenticité! Concrètement: poids standards, pureté maximale, poinçon essayeur/juré Suisse, certificat d'authenticité.

Quand acheter de l'or physique? Quand c'est possible. Quand s'en passer? Lorsque les taux de rendement des actifs sont positifs déduction faite de l'inflation. L'or constitue l'élément tangible pour lequel la banque vous offrira le plus haut taux de collatéral.

Dans quel contexte investir? Une allocation monétaire définie par un objectif de richesse minimum à garantir sur une ou deux générations par rapport à un panier de devises construit en adéquation avec une réalité économique.

Le risque en finance a une caractéristique unique, c'est qu'il se gère de façon symétrique en faisant une allocation d'actifs et une allocation monétaire.

Et en période de taux d'intérêts négatifs? Il n'y a pas d'exemple passé dans l'histoire économique, mais nous savons que si le niveau d'endettement est très élevé, une dépréciation des monnaies dans lesquelles sont exprimées les dettes constitue une façon de les réduire sans faire défaut. De ce point de vue, un 'reset' du système monétaire pourrait constituer une issue à un endettement global qui a augmenté de 40% depuis la dernière crise financière de 2008.

### Fiscalités

Sur le plan fiscal, l'or bancaire n'est pas soumis à la TVA, ni au droit de douane, ce qui facilite grandement sa mobilité (*importation et exportation*). Cette faible fiscalité existe aussi dans de nombreux pays du monde, ce qui fait de l'or un investissement privilégié. Sa liquidité est facilitée par sa reconnaissance universelle, sa rareté sur notre planète le rend attractif et sa valeur et son prix sont connus d'une partie importante de la population. Ses caractéristiques physiques telles que son indestructibilité, son inaltération au cours du temps lui donnent cet aspect précieux et éternel. Les lingots représentent le format le plus produit, mais pour une bonne divisibilité, il existe les pièces d'investissement dont le standard est l'once (31.1035 gr.). Au cours de l'histoire, les hommes ont marqué d'une empreinte des rounds de métaux précieux pour pouvoir les reconnaître et les comparer afin de les identifier et de les authentifier lors de leurs échanges commerciaux.

**La Suisse est aussi une place de choix pour le stockage de l'or bancaire** du fait de sa situation géographique et de ses infrastructures hautement sécurisées. Notre pays offre toutes les garanties politiques et juridiques de par sa constitution en matière de propriété privée. Enfin, ces 5 dernières années un nombre très important de brevets a été déposé parce les scientifiques ont découvert que, au niveau nano-technologique, l'or était un matériau très prometteur pour l'aérospatiale, la médecine et le traitement de l'air et de l'eau.

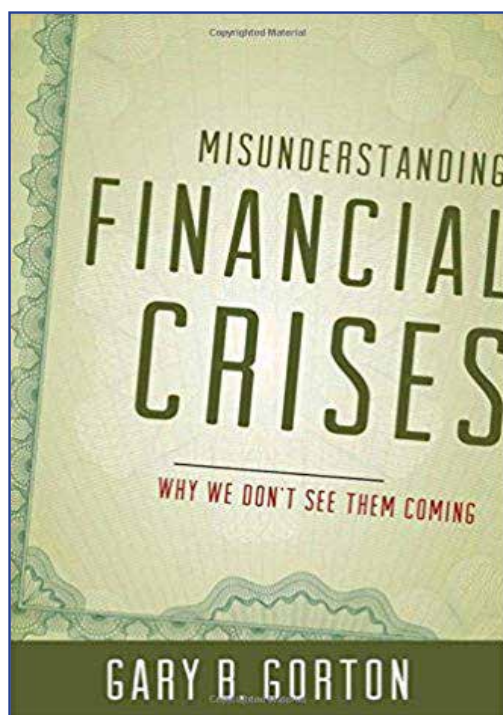
\*\*\*

Sources: Olivier Cadot, Dyai Conde «*The precious metals industry in Switzerland's economy*» HEC Lausanne 2013.  
Association suisse des fabricants et commerçants de métaux précieux ([www.asfcmp.ch](http://www.asfcmp.ch))

## BOOK REVIEW

### Misunderstanding Financial Crises: Why We Don't See Them Coming

by Gary B. Gorton



#### What Really Happened

The effusion of books about the 2007-08 financial crisis has mostly run its course. Much the best economics book on the fall calendar therefore is a slender account about the circumstances that led to that near meltdown in September 2008, and an explanation of why they were not apparent until the last moment. *Misunderstanding Financial Crises: Why We Don't See Them Coming* (Oxford University Press), by Gary Gorton, of Yale University's School of Management, mentions hardly any of the firms involved in the 2008 smash-up; it spends little time explaining the overnight repurchase agreements that were at the center of the bank funding crisis.

Instead, the new book can be viewed as an answer to the question famously posed to their advisers, in slightly different ways, by both George W. Bush and Queen Elizabeth: *why was there no warning of a calamity that was warded off only at such great expense?* The answer is that, lulled by nearly 75 years without one, economists had become convinced that banking panics had become a thing of the past...

Read on: <http://www.economicprincipals.com/issues/2012.10.07/1424.html>

\*\*\*

#### Was the Financial Crisis Foreseeable?

Gorton does an excellent job of setting out the history of banks and banking in the United States. His focus throughout the book is on bank debt. He splits U.S. banking history into five eras. The first (1837-1863) precedes the National Banking Acts passed during the Civil War, the period called the **Free Banking Period** ... During the **National Banking Era** (1863-1913) national bank notes substituted for specie as the currency people wanted, and demand deposits were what people wanted converted when there was a bank run ... **The Federal Reserve Era** (1913-1933) did not change matters much, but did have a positive effect on banking. Federal Reserve Banks were now the lenders of last resort in case of bank runs. In 1933, Franklin D. Roosevelt was sworn into office as a severe nationwide crisis was underway. His actions were unprecedented, as all banks were closed and the U.S. was taken off the gold standard ... Deposit insurance and many other banking and financial regulations followed **New Era legislation**. President Barack Obama was sworn into office much the same way as was Roosevelt (*i.e., during a severe nationwide banking and financial crisis*). However, for the first time in U.S. history individuals were not the ones committing runs on banks. Since the early 1980s, the **"shadow banking system"** developed, and this was where banking problems arose ...

Read on: <https://www.questia.com/library/journal/1P3-3341961671/misunderstanding-financial-crises-why-we-don-t-see>

\*\*\*

#### Misunderstanding Financial Crises...

*"Crises are about cash and not capital,"* he writes. *"High capital ratios cannot prevent runs."* In case that is insufficiently clear, Mr. Gorton goes on, *"There is almost no evidence that links capital to bank failures."*

Among the episodes that Mr. Gorton recovers from the past are the 1857 case *Livingston v. Bank of New York*, in which a New York court found *"the mere fact of suspension of specie payments"* was not sufficient to force a bank into liquidation. Another is the 1934 case *Home Building & Loan Association v. Blaisdell*, in which the Supreme Court upheld the Depression-era Minnesota Mortgage Moratorium Act.

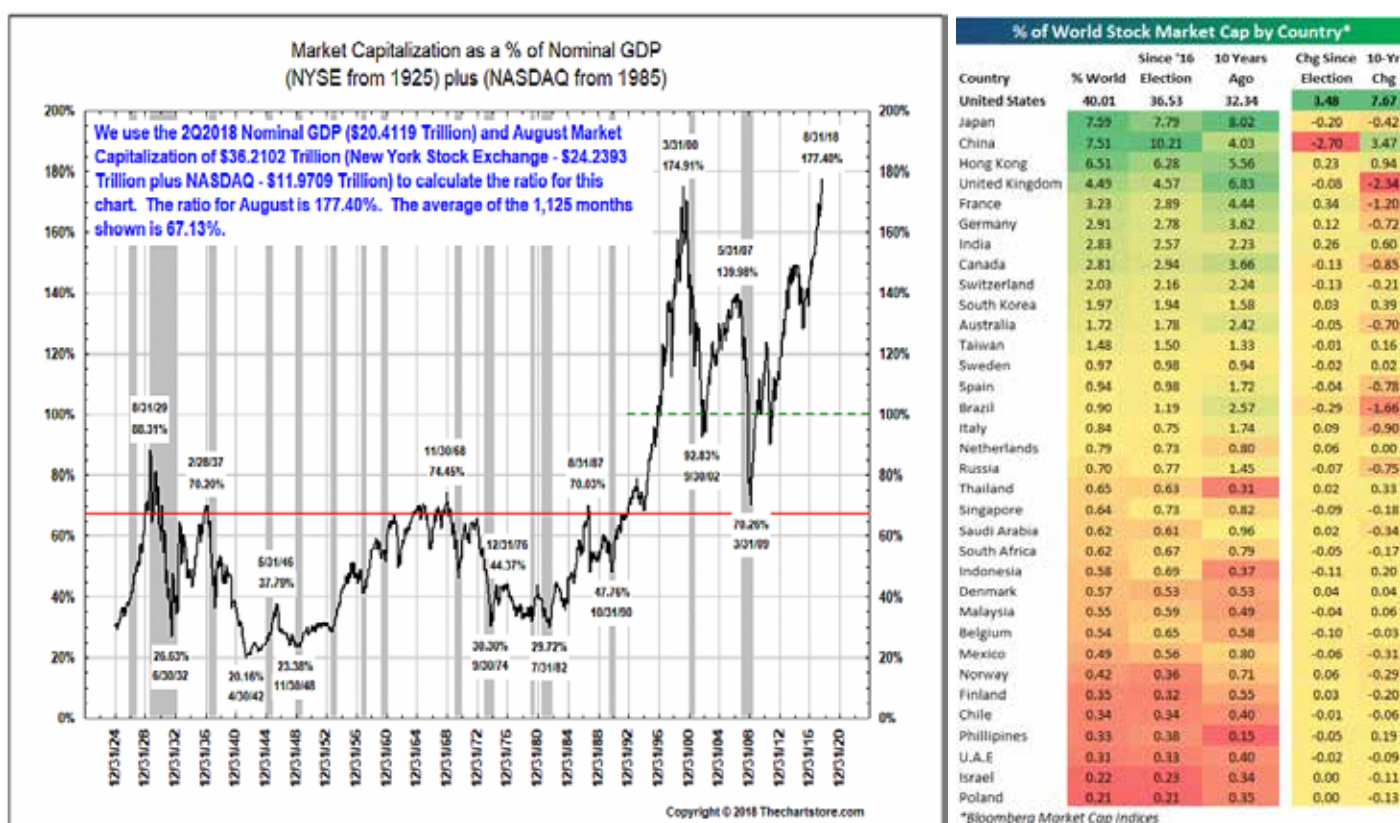
Read more: <https://www.futureofcapitalism.com/4684/misunderstanding-financial-crises>

\*\*\*



## CLIN D'OEIL À L'HISTOIRE

The U.S. is still leading the World as it tops 40% of World Stock Market Capitalization



The divergence between the U.S. stock market's performance and the rest of world's market places has been especially acute recently. Strong earnings are believed to have fueled U.S. stocks' big outperformance throughout this bull market. Will that fuel start running low next year?

Nevertheless, the U.S. market performance has been impressive in at least two accounts: (1) its capitalization did top the 40% mark as a percentage of global market cap, and (2) its cap climbed to a historic high at the end of August 2018 ... as evidenced in the above graph.

Historical Graph: courtesy of [www.thechartstore.com](http://www.thechartstore.com)

Table: courtesy of <https://seekingalpha.com/article/4202768-u-s-percent-world-stock-market-cap-tops-40-percent>



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

## LA PAROLE EST A VOUS

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

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

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

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

## LE SPONSOR D'OCTOBRE 2018

**NATIXIS** — [www.natixis.com](http://www.natixis.com) — Membre Partenaire du GSCGI



## Redesigning the future with innovative solutions

EQUITY & FIXED INCOME MARKETS

### YOUR SALES CONTACTS:

**Bolyvann Ngauv**

Head of Solutions Sales Switzerland  
[bolyvann.ngauv@natixis.com](mailto:bolyvann.ngauv@natixis.com)

**Barbara Duval**

Solutions Sales Switzerland  
[barbara.duval@natixis.com](mailto:barbara.duval@natixis.com)

**Jean Charles Karouni**

Solutions Sales Switzerland  
[jeancharles.karouni@natixis.com](mailto:jeancharles.karouni@natixis.com)

[www.cib.natixis.com](http://www.cib.natixis.com)



 GROUPE BPCE