



Banque Cantonale de Genève je connais mon banquier

Philosophie d'investissement de la BCGE

Banque Cantonale de Genève je connais mon banquier

Banque Cantonale de Genève je connais mon banquier

Un choix doctrinal: au cœur d'une gestion de fortune efficiente et disciplinée

Banque Cantonale de Genève je connais mon banquier

5^e édition

Banque Cantonale de Genève je connais mon banquier

Banque Cantonale de Genève je connais mon banquier

Banque Cantonale de Genève je connais mon banquier

Banque Cantonale de Genève je connais mon banquier

Banque Cantonale de Genève je connais mon banquier

Banque Cantonale de Genève je connais mon banquier

Banque Cantonale de Genève je connais mon banquier

Banque Cantonale de Genève je connais mon banquier

Banque Cantonale de Genève je connais mon banquier

Banque Cantonale de Genève je connais mon banquier

Banque Cantonale de Genève je connais mon banquier

Banque Cantonale de Genève je connais mon banquier



Pour illustrer ce document, nous avons été séduits par les visions satellitaires d'une terre nocturne et industrielle. Activités humaine et économique, projets et entreprises. C'est là, dans ces îlots lumineux, que se créent la valeur et la richesse économiques et donc les performances d'actifs que les meilleurs portefeuilles cherchent à sélectionner et à acquérir.

Découvrir, comprendre notre univers:
une démarche riche d'enseignements pour
appréhender l'univers de l'investissement et
pour conquérir les meilleures valeurs.

Un clin d'œil est adressé ici à quelques esprits
hors du commun qui ont inspiré notre philosophie
d'investissement et nos méthodes de placement.



Introduction

Quelles valeurs choisir dans la nébuleuse des placements financiers? Comment composer un portefeuille d'actifs en préservant le capital et en visant un rendement honorable? Des connaissances générales de la finance ne suffisent plus pour structurer un portefeuille performant. Il faut une expertise de pointe pour découvrir, analyser, sélectionner et assembler les meilleures valeurs de l'univers de placement.

Depuis plusieurs années, la BCGE perfectionne sa philosophie d'investissement à l'intention de ses clients privés et institutionnels. La 4^e édition enrichie fait l'objet de la présente brochure. C'est une philosophie exceptionnelle de qualité et d'originalité. Elle trouve son fondement dans l'histoire des marchés financiers et dans une vue d'ensemble de l'économie mondiale. Si elle intègre les progrès de la finance quantitative, c'est avec une grande finesse d'utilisation et loin de l'aveuglement technocratique qui mène de nombreux investisseurs à des pertes substantielles générées par des concepts et des produits basés sur des hypothèses fragiles. La philosophie de placement de la BCGE est construite sur huit thèses:

- 1** La finance est un art appliqué et pas seulement une technique quantitative
- 2** La performance est produite par l'économie réelle et ses entreprises
- 3** Une bonne allocation d'actifs résulte de choix critiques et éliminatoires
- 4** Les meilleures valeurs de placement se découvrent grâce à l'architecture ouverte
- 5** La diversification à haute dose accroît le rendement et réduit le risque
- 6** La simplicité structurelle d'un portefeuille accroît sa robustesse
- 7** L'investisseur se doit d'affirmer ses objectifs, son horizon temporel et sa vision du risque
- 8** C'est la philosophie d'investissement qui détermine la performance d'un portefeuille, pas la taille de la banque ou le talent individuel de ses gérants



Première puissance économique du monde, l'Europe est, malgré ses inégalités, la région la plus riche et développée du monde. Les entrepreneurs européens sont actifs dans tous les secteurs d'activités: industrie, agroalimentaire, services.



"Et pourtant, elle tourne!"

Galileo Galilei (1564-1642)

Galilée, professeur de mathématiques à l'université de Padoue, il pense que les lois physiques doivent être établies sur des expériences, ce qui permettra aux sciences de progresser. Pour vérifier des lois physiques, en 1609, il se fabrique une lunette; grâce à elle, il pourra observer le ciel et vérifier les théories de Copernic, qui contredisent la vieille astronomie de Ptolémée héritée de l'Antiquité.

Sommaire

La finance: un art appliqué et pas seulement une technique quantitative _____ 6

- Les marchés financiers sont par nature imprévisibles dans leurs changements
- Les marchés sont ballottés par la psychologie des masses
- Un foisonnement désordonné d'hypothèses tient lieu d'explication
- Une gestion méthodique, réaliste et constante
- Choisir une philosophie de placement et s'y tenir
- Opter pour un mode d'exécution sécurisé: le mandat

La performance: bâtie sur l'économie réelle _____ 8

- Que nous enseigne l'économie réelle?
- Les actions: la classe d'actifs la plus performante

Une philosophie de placement qui résulte de choix éliminatoires _____ 12

- Une sélection et une hiérarchisation de principes directeurs
- Les "lois" certaines
- Les principes empiriques
- Le domaine des intuitions

Les meilleures valeurs se découvrent avec l'architecture ouverte _____ 17

- L'architecture ouverte, son rôle technique et sa composante déontologique

Diversifier à haute dose pour accroître le rendement et réduire le risque _____ 18

- Diversifier les positions de titres
- Diversifier les styles

Viser la simplicité et se méfier des modes _____ 20

- Il vaut mieux obéir à ses convictions qu'aux effets de mode
- La simplicité et la cohérence sont des générateurs de performance

Une philosophie adaptée aux besoins de l'investisseur privé, comme de l'institutionnel _____ 22

- La performance commence par la préservation du capital
- Le but d'un placement: un facteur souvent négligé
- La réflexion sur le risque: introspection obligatoire
- L'horizon temporel d'un placement: un facteur clé

C'est la doctrine choisie qui détermine la performance sur le long terme _____ 26

Lexique _____ www.bcge.ch/lexique-philosophie-investissement

La finance: un art appliqué et pas seulement une technique quantitative

Les marchés financiers sont par nature imprévisibles dans leurs changements¹

Les investisseurs sont fréquemment désorientés par les soubresauts des places boursières et de leurs indices. L'irrégularité et l'imprévisibilité des performances sont sources d'interrogation. Elles confrontent les capitalistes, petits et grands, à une crise des valeurs traditionnelles et à une perte des repères usuels. Certains se retirent complètement des marchés, d'autres optent pour des stratégies de couverture et de défense très coûteuses.

Les marchés sont ballottés par la psychologie des masses

Les marchés des capitaux et les marchés d'actions, pour citer deux exemples, sont aujourd'hui mondialisés. Ceci signifie que les acteurs offrants (emprunteurs et émetteurs) et les investisseurs, "connectés", sont en mesure d'agir et de réagir à grande échelle, depuis n'importe où, à la moindre information ou rumeur. Cette capacité technique amplifie les vieux phénomènes de rallye ou de panique collective et accorde ainsi aux mouvements de foule spéculatifs et aux comportements grégaires une large influence sur la fixation des valeurs au jour le jour. La spéculation a, bien sûr, un rôle reconnu et utile dans le système économique, puisqu'elle contribue à alimenter les marchés en liquidité. L'énergie spéculative et l'attrait pour le jeu et le pari sur les marchés est un facteur à prendre en compte. Il a d'ailleurs tendance à s'amplifier avec les moyens modernes tels que la bourse en ligne, le *trading* automatisé² et une culture croissante du *gambling*³.

Une philosophie d'investissement sérieuse doit tirer parti de ces réalités en gardant les yeux rivés sur les faits économiques fondamentaux. L'investisseur à la recherche de fantaisie et d'émotions fortes peut interrompre ici la lecture de ce document.

Un foisonnement désordonné d'hypothèses tient lieu d'explication

D'innombrables discours, souvent contradictoires, et une offre de produits hermétiques achèvent de placer l'investisseur dans la confusion et le scepticisme. Qu'il s'agisse d'articles de la presse financière, de prospectus de l'industrie bancaire ou parfois de contributions académiques, on constate un foisonnement désordonné d'hypothèses qui ne peut satisfaire le besoin d'explication, de vue d'ensemble de tout investisseur.

Comprendre les marchés et inscrire ses investissements dans une démarche intelligible est une aspiration légitime et un devoir de l'investisseur, qu'il soit privé ou institutionnel.

¹ Jean-Baptiste Alphonse Bachelier, *Théorie de la spéculation* dans *Annales scientifiques de l'École normale supérieure*, vol. 3, n° 17, 1900, pages 21 à 86.
² "As high-frequency trading comes to dominate daily activity in securities worldwide, regulators and traditional investors alike fear some of the interlopers may bring dangerous distortions." Jeremy Grant, *Up against a bandsaw*, in *Financial Times*, 3 septembre 2010, page 7.
³ En 2009, le marché légal mondial du pari totalisait USD 335 milliards, dont deux tiers provenaient des casinos et loteries, in *Online gambling. You bet*, in *The Economist*, 10 juillet 2010, page 14.

Une gestion méthodique, réaliste et constante

La gestion d'un portefeuille ne peut d'évidence se baser sur une conduite opportuniste au jour le jour, ni sur l'influence versatile des modes boursières. La philosophie de placement de la BCGE se fonde sur un processus qui trace des lignes d'orientation et d'action cohérentes et durables. Une gestion de portefeuille se doit d'être méthodique, réaliste et constante.

Méthodique, au sens où elle s'exécute au travers d'un processus structuré, documenté⁴.

Réaliste, puisque les enjeux prioritaires tels que la préservation du capital ou le maintien d'un niveau optimal de liquidité, interdisent la fantaisie spéculative et imposent une vision sceptique des marchés d'investissement.

Constante, parce que les véritables résultats s'obtiennent sur la durée, grâce à une discipline élevée et au maintien d'un cap précis.

Choisir une philosophie de placement et s'y tenir

Nos clients attendent un style de gestion transparent et compréhensible.

Ils souhaitent que leur banque affirme ses choix et sa position sur la thématique du placement et de la gestion de patrimoine.

Nous avons constaté que lorsque notre philosophie suscite l'adhésion, celle-ci engendre une communauté de vues, voire une complicité intellectuelle, entre investisseurs et gérants.

Nos clients s'attendent aussi à ce que l'exécution du mandat soit fidèle aux orientations indiquées dans chaque acte délégué et que l'objectif choisi soit conservé sur le long terme.

"Dire ce que l'on fait et faire ce que l'on dit."

Opter pour un mode d'exécution sécurisé: le mandat

Une gestion classique et pérenne, telle que préconisée par notre institut, a pour première finalité de préserver au mieux un capital, quelle que soit l'ampleur des turbulences du marché. La philosophie résumée ici sert de cadre à la gestion stratégique des portefeuilles qui nous sont confiés. Cette gestion est mise en œuvre par le biais exclusif du mandat discrétionnaire et d'une gestion centralisée. Nous considérons que la responsabilité de gérer ne peut pas être partagée entre un client et sa banque. La responsabilité de gestion est confiée à la banque, laquelle s'appuie sur des processus opérationnels stables et rigoureux. Un investisseur qui ne dispose pas d'une infrastructure⁵ et de temps en suffisance n'a que de faibles chances d'obtenir une performance de qualité.

"Il est bien plus naturel à la peur de consulter que de décider."

Mémoires, Cardinal de Retz

⁴ Parmi les exigences des investisseurs privés fortunés qui ressortent de plusieurs études: "adoption of an institution-like investment approach that follows a structured process, looks for financial solutions rather than products to buy and takes an unemotional approach to investing", Merrill Lynch, *World Wealth Report 2004*, CapGemini, page 14.

⁵ "Anyone without the time or skill to do the necessary research should keep out of the stock market", David Schwartz, historien du marché boursier, *Past signs point to dark future*, in *Financial Times*, 27 juillet 2002, page 20.

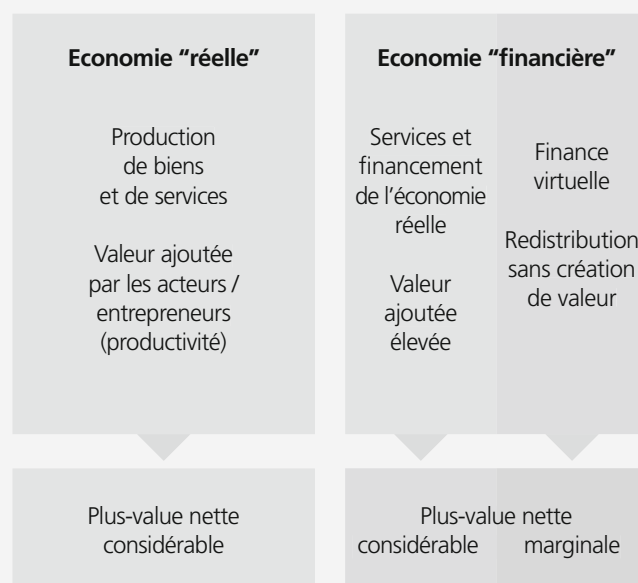
La performance: bâtie sur l'économie réelle

Que nous enseigne l'économie réelle?

Les techniques financières et les institutions qui les mettent en œuvre ont acquis aujourd'hui une puissance considérable⁶. L'économie "financière" (bourse, marchés financiers) qui vivait en symbiose avec l'économie dite "réelle" a aujourd'hui une influence parfois prépondérante à court terme sur celle-ci. Il n'est pas un domaine de l'économie tangible qui ne soit influencé temporairement par les menées de la sphère financière. Le prix des matières premières, la valeur des compagnies ou le marché immobilier sont connectés à la finance dont le volet spéculatif s'est mondialisé.

Cette nouvelle réalité "incide" sur le métier de la gestion des actifs financiers, mais elle n'en modifie pas les règles les plus importantes. Les fondements restent intacts, car la psychologie des acteurs est un facteur intemporel. En outre, si puissants que soient les courants financiers et si considérables leurs effets sur la valorisation des actifs, il n'est pas certain que leur impact soit durable. Un retour à la valeur économique véritable des biens "attaqués" finit par s'imposer sur le long terme. "L'économie réelle influence les marchés et non l'inverse⁷." Il faut donc assimiler les comportements parfois irrationnels des marchés, car à court terme, et s'en protéger. Ainsi, l'effort principal de la gestion d'actifs mobiliers doit porter sur la captation de la valeur ajoutée par les meilleurs acteurs de l'économie réelle; une sélection impitoyable des entreprises les plus productives et les plus solides, de toutes tailles, cotées en bourse ou accessibles au travers du *private equity*, où qu'elles soient dans le monde. C'est donc sur l'économie réelle et non sur l'économie casino que nous nous fondons pour créer de la performance⁸.

Economie "réelle" – Economie "financière"



L'économie financière peut être subdivisée en deux volets, l'un fortement productif et utile à l'économie globale, l'autre sorte de jeu à somme nulle (le casino) où s'échangent des risques, des pertes et des profits. Ce second volet n'est certes pas inutile, puisqu'il fournit la liquidité à l'économie, contribution modeste, toutefois, compte tenu des moyens engagés et de l'attention dont jouit cette activité.

"L'argent ne pousse pas sur les arbres."

Proverbe québécois

⁶ "Sans les taux directeurs très bas offerts par les instituts d'émission, les *hedge funds* ne disposeraient pas de cette puissance de feu que dénoncent [...] les instituts d'émission." Pierre-Antoine Delhommais, *Et si les banquiers centraux partaient en vacances...*, dans *Le Monde*, 23 juillet 2006, page 2.

⁷ Propos de Clive Granger, Prix Nobel d'économie 2003, recueillis par T. Thöni, *Le Temps*, 18 août 2006.

⁸ "[...] la sélection et la pondération des catégories de placement ne doivent pas reposer sur une optimisation stratégique, mais bien sur des principes économiques." R. Banz, B. Eberle Hæringer, T. Häfliger, Indices Pictet LPP 2005, *La nouvelle famille d'indices pour les caisses de pension suisses*, novembre 2005.



“La simplicité est la sophistication ultime.”

Leonardo da Vinci (1452-1519)

Peintre, inventeur, ingénieur, scientifique, humaniste, philosophe, homme d'esprit universel, qui fascine encore cinq cents ans plus tard. Au passage du 15^e siècle au 16^e, il illustre et incarne la Renaissance, avec ses avancées dans le domaine artistique, mais aussi dans les sciences et, avant tout, dans l'approche scientifique.

Les États-Unis sont un territoire vaste et riche, dont l'économie est l'une des plus compétitives du monde. Pourvu de nombreuses ressources naturelles, les secteurs de son économie les plus dynamiques sont l'électronique, l'aérospatiale et les biotechnologies.





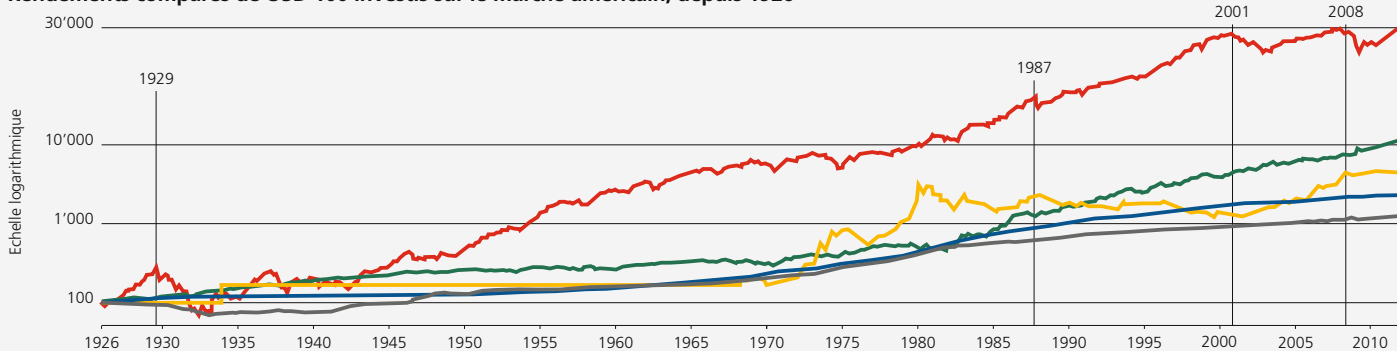
L'agriculture reste le secteur d'activité le plus important de l'Amérique du Sud, les ressources minières et pétrolières, bien que substantielles, sont inégalement réparties selon les pays. Le Brésil est la première puissance économique, suivie de loin par l'Argentine, la Colombie et le Venezuela. L'ouest est moins développé, mais exporte de plus en plus de matières premières vers l'Asie.

Les actions: la classe d'actifs la plus performante

Les gains de productivité gigantesques générés par les nouvelles technologies, l'amélioration des méthodes de management et des processus de production s'accumulent dans la valeur (*shareholder value creation*) des meilleures entreprises mondiales⁹. Par conséquent, nous privilégions les actions d'entreprises dans le monde entier (*world equity* à travers des fonds de placement spécialisés dans chaque zone géographique ou dans des industries spécifiques). Nous rejetons par contre les stratégies financières purement spéculatives, telles qu'elles sont menées par certains *hedge funds* ou des approches "tactiques" sur des valeurs inertes (*commodities*, par exemple), car ne générant pas par elles-mêmes de la valeur ajoutée. Nous vérifions que les gérants des fonds que nous sélectionnons adhèrent à cette approche fondamentale et disposent d'une infrastructure d'analyse primaire suffisante pour sélectionner le top 1'000 des meilleures (de grande ou de petite taille) entreprises mondiales. Enfin, nous nous assurons que les positions soient construites et conservées patiemment¹⁰ en vue de capter l'augmentation de valeur intrinsèque de chaque compagnie.

Quelle est la classe d'actifs historiquement la plus performante?

Rendements comparés de USD 100 investis sur le marché américain, depuis 1926



Rendement annuel

■ Actions 9.5%

■ Marché monétaire 3.8%

■ Obligations du trésor 5.5%

■ Or 4.6%

■ Inflation 3.0%

Source: Ned Davis Research

Une perspective historique permet de tirer de nombreux enseignements:

- Les actions présentent un rendement supérieur aux autres classes d'actifs sur une très longue période
- Les obligations présentent un rapport de risque / rendement global acceptable, sans plus d'attraits
- L'or est très volatil pour une performance historique décevante. Il peut intéresser les spéculateurs
- Les grandes crises boursières de 1929 (dépression), 1987 (lundi noir), 2001 (11 septembre) et 2008 (*subprime*) sont à relativiser pour l'investisseur qui dispose d'un horizon d'investissement à long terme, car leurs incidences sont modestes sur la progression de l'indice

On peut naturellement objecter que l'histoire ne se répète pas nécessairement et que ce qui a été vrai de 1926 à aujourd'hui n'est pas anticipatif des évolutions futures. Il n'est en effet pas question de construire une thèse d'investissement par la seule étude empirique de séries statistiques, comme le fait parfois la finance quantitative. Dans notre esprit, la supériorité historique de la performance des actions sur les autres classes d'actifs est certes attestée par l'observation historique, mais son explication réside plus encore dans l'observation et la compréhension de l'économie par une banque commerciale qui en a l'expérience. Ce sont les meilleures entreprises sur un plan mondial qui créent la véritable plus-value économique.

9 "The stock market, after all, is supposed to mirror the economy, indeed, outperform it", Daniel Fisher, *The great stock illusion*, in *Forbes Global*, 2 juillet 2002, pages 65 à 66.

10 "La patience est la plus grande vertu pour avoir du succès à long terme", Philippe Rey, dans *L'Agefi*, 11-13 août 2006.

Une philosophie de placement qui résulte de choix éliminatoires

Une sélection et une hiérarchisation de principes directeurs

Contrairement aux apparences, gérer un portefeuille est une discipline complexe. La gestion n'est pas une science exacte. Et comme toutes les sciences humaines, elle est un champ de luttes d'idées entre diverses écoles. Dans notre vision, la gestion est un art, un art appliqué reposant à la fois sur des méthodes scientifiques éprouvées et des choix doctrinaux.

La gestion d'un portefeuille d'actifs financiers se construit à l'aide de principes directeurs¹¹ choisis et priorités¹².

C'est sur cet ordre de préférence que chaque maison se distingue et caractérise sa gestion. Cette philosophie centrale inspire la gestion de tous les portefeuilles confiés, qu'il s'agisse d'actifs privés ou institutionnels.

Nous retenons trois catégories de principes: les principes certains, quasi mathématiques, les principes semi-certains (conclusions empiriques disponibles) et les principes basés sur l'intuition ("sentiments" sur les marchés).

Les "lois" certaines

Dans le processus de hiérarchisation des principes directeurs et ensuite de prise en compte de ceux-ci dans la construction du portefeuille modèle, nous favorisons d'évidence les lois certaines ou indiscutables, par exemple:

- La supériorité de l'architecture ouverte sur les produits maison (page 17)
- L'avantage d'une diversification élevée (page 18)
- La nécessité d'une allocation stratégique équilibrée et adaptée à la tolérance au risque de l'investisseur
- L'impératif de simplicité, qui autorise une gestion synthétique, alors qu'une complication élevée la paralyse¹³ (page 20)

Architecture principale de la doctrine d'investissement

Principes certains

- Allocation stratégique bien équilibrée
- Diversification très élevée
- Architecture ouverte
- Simplicité pour plus de robustesse du portefeuille
- Budgétisation du risque
- Les performances passées ne prédisent pas les performances futures

Principes empiriques

- Privilégier les facteurs fondamentaux dans l'analyse financière (examen de la qualité des entreprises, vision approfondie de l'économie réelle)
- Rendement supérieur des actions à long terme
- Difficulté de générer une performance élevée sans risque

Principes intuitifs et sans validité reconnue

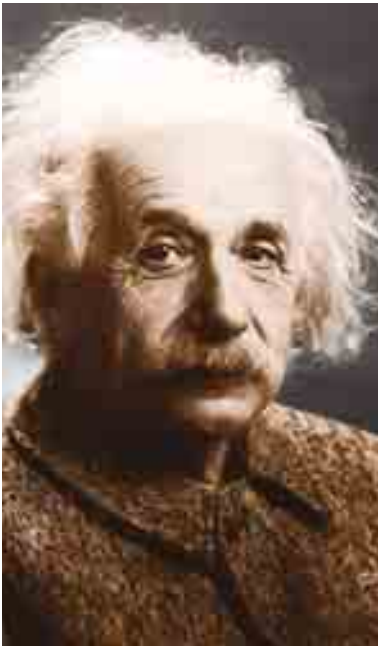
- Paris à court terme et coups de cœur¹⁴
- *Market timing*
- Stratégie de *hedging* avec effet de levier et autres produits dérivés

¹¹ "Defining and believing in a set of investing rules lies at the heart of successful investing", Tim Hale, *Smarter Investing*, FT Prentice Hall, 2006, page 46.

¹² Le fondement élémentaire de notre approche est l'optimisation du portefeuille à la lumière des concepts modernes tels que la décorrélation structurelle. Comme la plupart des spécialistes s'accordent sur les règles fondamentales de la bonne gestion, la finesse de l'art consiste à les hiérarchiser et à les pondérer afin de structurer le portefeuille avec cohérence et cohésion. La décorrélation structurelle diffère de la décorrélation purement statistique dont le principal défaut est l'instabilité à travers le temps. Elle envisage la performance d'un actif financier selon son essence même et reflète le fait que cette performance diffère de celles des autres actifs financiers pour des raisons intrinsèques: deux actifs sont structurellement décorrélés en raison de leur nature même et non pas sur la base de simples considérations statistiques (pages 17 et 18).

¹³ "La pensée consciente ne peut se focaliser que sur un nombre limité d'éléments." Etude de l'université d'Amsterdam, citée par *National Geographic*, rubrique: Psychologie, juillet 2006.

¹⁴ Investir dans les matières premières ou les métaux, dont l'or, découle dans une grande majorité des cas d'un pari spéculatif irrationnel. Les chances de réussite sont en règle générale inférieures à 50%.



“La personnalité créatrice doit penser et juger par elle-même, car le progrès de la société dépend exclusivement de son indépendance.”

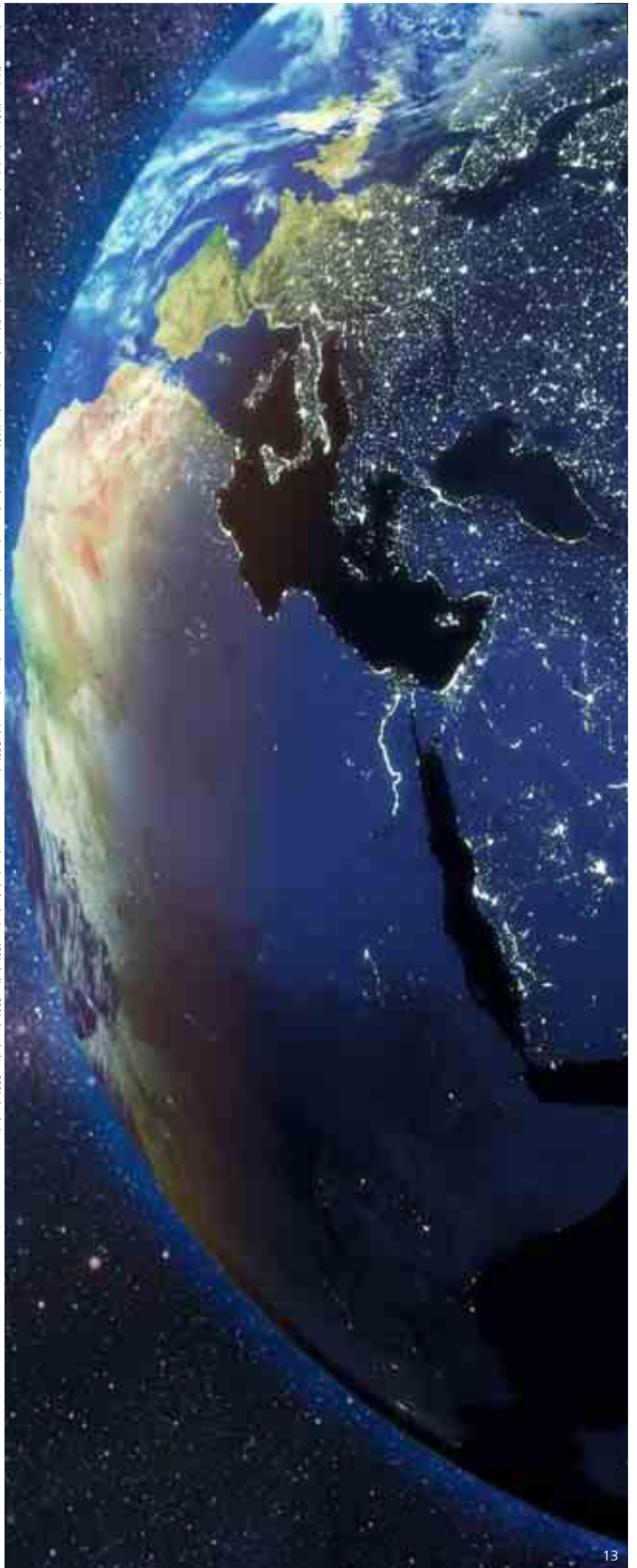
Albert Einstein (1879-1955)

Le génie du 20^e siècle, voire du millénaire. Père de la physique moderne.

Au début de ses travaux scientifiques, Einstein se rendit compte des insuffisances de la mécanique newtonienne et sa théorie de la relativité restreinte découle d'une tentative de concilier les lois de la mécanique avec les lois du champ électromagnétique. Il traite des problèmes classiques de la mécanique statistique et les problèmes dans lesquels ils ont été fusionnés avec la théorie quantique: ce qui a conduit à une explication du mouvement *brownien* des molécules. Il a étudié les propriétés thermiques de la lumière avec une densité de rayonnement faible et ses observations ont jeté les bases de la théorie de photon de lumière.

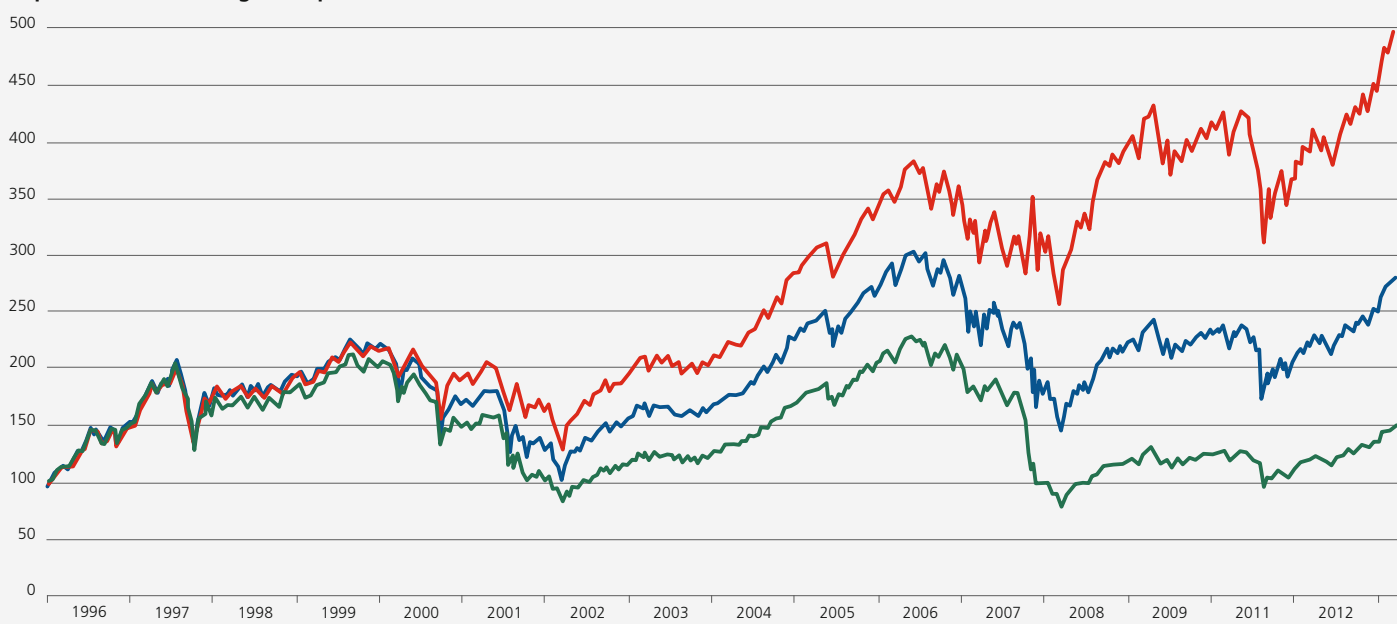
En 1905, il démontre la célèbre formule $E=mc^2$, induisant une équivalence entre la matière et l'énergie.

Jonction entre l'Asie et l'Afrique, la péninsule arabique joue un rôle géopolitique de premier ordre. L'Afrique, paradoxalement le continent le plus pauvre du monde, possède 30% des ressources en minerais de la planète: 40% de l'or, 60% du cobalt et 90% du platine.





Impact du *market timing* sur la performance du Swiss Performance Index (SPI)



■ SPI ■ SPI sans les 10 meilleurs jours ■ SPI sans les 10 pires jours

Sources: Bloomberg / Etudes financières BCGE

Les principes empiriques

Dans un deuxième temps, nous intégrons dans le modèle les principes empiriques, par exemple:

- Le postulat du rendement supérieur des actions à long terme
- Le lien de causalité direct entre la qualité des entreprises et institutions et la performance de leurs titres
- Ou encore la difficulté de dégager une surperformance, face aux indices, sur la durée, dans la gestion obligataire

Le domaine des intuitions

Enfin, nous sommes sceptiques à l'égard des principes d'organisation d'un portefeuille qui découlent du sentiment, de la croyance ou de l'acte de foi. Le *market timing* (voir graphique ci-joint) ou les paris à court terme, qu'il s'agisse de titres, de devises ou de taux, en sont autant d'exemples.

Il n'est pas possible de créer durablement et sérieusement de la valeur en achetant une position et en la revendant sur un horizon de quelques jours. C'est une spéculation aléatoire. C'est pourtant un schéma opérationnel aussi simpliste qui constitue l'un des dogmes principaux du "boursicotage", qui reste aujourd'hui encore un comportement très répandu en matière de placement.

A ce choix architectural à trois étages se superposent les contrôles quantitatifs et l'ingénierie financière, qui assurent une tenue des budgets de risque et le contrôle de qualité.

"Il n'y a pas de vérités moyennes."

Journal d'un curé de campagne,
Georges Bernanos



Le continent asiatique comprend plus de 4 milliards de personnes, soit 60% de la population mondiale. Les pays d'Asie ont des économies très différentes, certaines sont très développées, d'autres émergentes, ou en développement rapide. L'Asie abrite 6 des 25 plus grandes puissances économiques mondiales (8 si l'on compte la Russie et la Turquie) la Chine, le Japon, l'Inde, la Corée du Sud, l'Indonésie et Taïwan.



“La science est la seule activité humaine qui est vraiment progressive. Le corps de la connaissance positive est transmis de génération en génération.”

Edwin Powell Hubble (1889-1953)

Premier explorateur du monde des galaxies, en observant un décalage vers le rouge du spectre de plusieurs galaxies, il a montré que celles-ci s'éloignaient les unes des autres à une vitesse proportionnelle à leur distance (loi de Hubble). C'est ce qu'on appelle aussi l'expansion de l'univers. Et il a établi un système permettant de classer les galaxies. Ce système est toujours utilisé aujourd'hui.

Les meilleures valeurs se découvrent avec l'architecture ouverte

L'architecture ouverte, son rôle technique et sa composante déontologique

Une fois l'allocation stratégique déterminée et la ligne de conduite sur la part des actions (*equity*) par rapport à celles des réducteurs de risque que sont les actifs à revenus fixes (obligations) et la liquidité (placements monétaires) arrêtée, il convient alors de munitionner le compartiment actions. C'est un travail considérable de recherche et de filtrage, tant le nombre d'opportunités de placement est élevé¹⁵.

Nous avons opté pour l'architecture ouverte. En d'autres termes, nous confions, par le biais d'instruments collectifs de placement, la sélection de ces actifs aux meilleures signatures sur le plan mondial. Les maisons que nous sélectionnons disposent d'infrastructures suffisantes pour procéder à une analyse financière approfondie et constante de chaque société et elles connaissent très bien les zones géographiques et monétaires d'intervention.

Cette approche permet à nos clients d'accéder à une expérience au plus haut niveau des divers marchés d'actions de taille petite et moyenne aux USA ou des meilleures grandes capitalisations en Asie par exemple.

Notre position de sélectionneur indépendant permet de faire des choix exclusivement basés sur la qualité des gestionnaires et ses multiples paramètres (*expérience, track record, stabilité du style, analyse bottom-up, etc.*).

Aux avantages puissants de l'architecture ouverte, nous ajoutons une vérification de la cohérence et de la compatibilité des styles des diverses maisons qui vont être rassemblés en un véritable fonds de fonds. Tout le contraire d'une gamme maison monoculturelle.

L'architecture ouverte accroît substantiellement les espérances de réussite des choix de titres. Elle constitue aussi un engagement déontologique plutôt rarissime d'indépendance et d'objectivité.

¹⁵ L'univers des fonds de placement à filtrer est considérable: plus de 12'000 fonds sont accessibles aux investisseurs européens, selon les bases de données utilisées par les professionnels.

Diversifier à haute dose pour accroître le rendement et réduire le risque

Diversifier les positions de titres

Alors qu'ils sont démontrés scientifiquement, les effets de réduction de risques et d'amélioration de la performance par la diversification du portefeuille ne sont pas toujours obtenus dans la pratique avec l'intensité souhaitable.

L'attachement de certains investisseurs aux valeurs de leur marché national (*home country bias*)¹⁶, un manque de rigueur dans le *rebalancing* lorsqu'une valeur se distingue par sa performance ou, autre exemple, des opérations de *market timing* à l'instinct, mènent beaucoup de portefeuilles à des expositions concentrées sur certaines catégories de risques.

Seule une gestion centralisée, appliquant un ajustement constant du portefeuille à la grille d'allocation, permet de maximiser le taux de diversification. A cela, il faut ajouter le recours à des fonds de placement, car ceux-ci sont des multiplicateurs forts de la diversification à un coût acceptable.

Dans l'application de ce principe "certain" qu'est la diversification, nous accueillons avec circonspection les affirmations péremptoires de certains spécialistes sur les "lois" de corrélation¹⁷. La finance quantitative, qui dans nombre de situations prédit et conseille sur le futur, base ses pronostics sur l'étude de séries statistiques historiques. C'est mieux que rien. Mais ce ne sont donc que des modèles statistiques qui ont permis d'affirmer que certaines classes d'actifs étaient ou n'étaient pas corrélées, et ceci à perpétuité. De plus, une forte corrélation n'implique pas nécessairement un lien de causalité.

Si ces approches sont éprouvées dans le domaine spatial ou la météorologie, la finance – art et science appliqués avec une interférence humaine forte – est beaucoup plus complexe à modéliser. Un problème central est que "la relation entre les différents actifs se transforme dans la durée"¹⁸. C'est un peu comme si les règles du jeu étaient changées en cours de partie. Ce qui fragilise les alchimies probabilistes.

¹⁶ Quelques exemples de "pertes massives de valeurs nationales": Swissair (2001, Suisse), UBS (2008, Suisse), GM (2009, USA), Lehman (2008, USA), BP (2010, Angleterre), etc. Voir à ce propos J.K. Galbraith, *A short history of financial euphoria*, Penguin books, 1990.

¹⁷ Voir la définition de la décorrélation structurelle, note 12 en page 12.

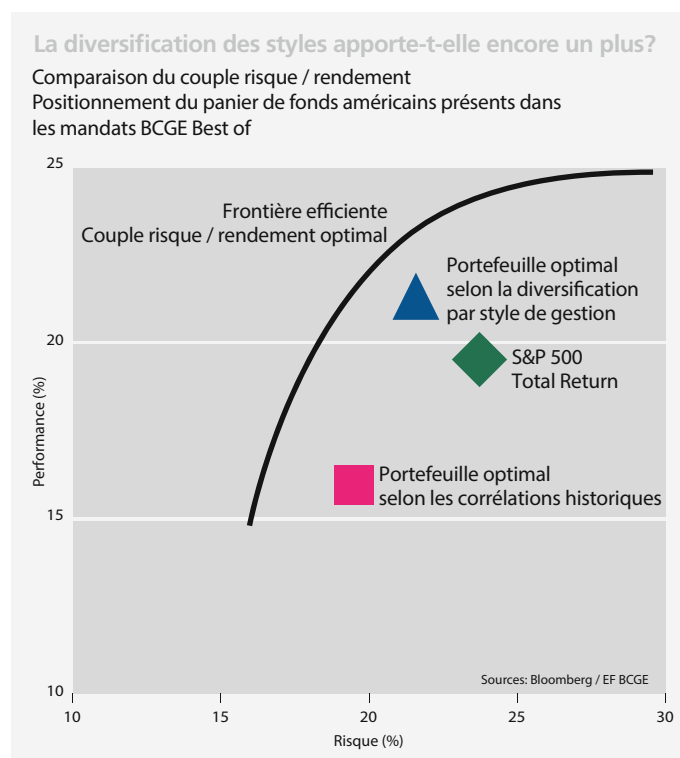
¹⁸ "The problem is that the relationship between asset changes over time" (version originale), E. Chancellor, *Diversification, the diversification pitfall*, in *Breaking views*, point de vue considéré le 17 avril 2006, 17:03. Edward.Chancellor@breakingviews.com.

Conséquence de tout cela, nous nous assurons, avant de payer le coût de la diversification entre classes d'actifs, qu'elle est bien nécessaire et qu'on se situe effectivement dans des domaines trop corrélés sur un horizon lointain. La décorrélation, l'élément qui intéresse le plus les investisseurs quand ils exploitent les principes de corrélation souffre également d'une relative asymétrie. Les fortes décorrélations observées quand les marchés progressent s'évanouissent quand ils reculent massivement, au moment même où l'on en aurait le plus besoin.

Nous cherchons donc à optimiser la diversification au niveau de l'allocation stratégique générale et à la maximiser à l'intérieur de chaque classe d'actifs. Une gestion rigoureuse de ce paramètre offre de nombreuses opportunités de surperformance face aux indices, notamment lors de baisses des marchés.

Diversifier les styles

Une gestion de type architecture ouverte recherche les meilleurs gérants de fonds sur le plan mondial. Assembler des visions et des approches différentes solidifie le mix final d'un portefeuille¹⁹.



“Diversifier, c’est ma devise.”

Le Pâté d’Anguille, Jean de La Fontaine

¹⁹ Sur une base empirique, il a été démontré que la diversification d'un portefeuille de fonds de placement basée sur les styles de gestion pratiqués par les gérants de ces fonds offre une manière performante de contourner le problème de l'instabilité des corrélations historiques. En effet, une fois le style de gestion d'un gérant identifié, on peut mieux appréhender les risques liés aux sources de performances de sa gestion. Ce travail fondamentalement qualitatif permet de construire un portefeuille de fonds de placement en s'assurant de la complémentarité des sources de performance. La crise "systémique" de 2008 à présent a mis à nu les faiblesses de l'optimisation quantitative que certains fonds avaient adoptée, voir *Quant Fund Assets Plunge After Strategies Underperform, Nomura Report Says, in Bloomberg*, 9 novembre 2010. Les paniers de fonds de la BCGE ont par contre démontré, dans cette même période, qu'un mélange intelligent de sources de performance différentes tire un profit plus élevé de la non-efficacité du marché dans son ensemble. La logique est la suivante: si les styles de gestion sont stables, leurs relations de complémentarité sont plus stables que les corrélations historiques!

Viser la simplicité et se méfier des modes

Il vaut mieux obéir à ses convictions qu'aux effets de mode

La bourse est influencée par la sociologie de la mode, de l'arithmomancie et de la finance dite "comportementale". A rythmes réguliers, de nouvelles croyances envahissent articles spécialisés et notes de recommandations. Inflation à jamais disparue, croissance ininterrompue, invasion de l'e-commerce, *carry trade*, performance garantie, sans parler des désillusions dans les *hedge funds*²⁰, les dérivés exotiques et les produits structurés! Autant de manifestations envoûtantes qui tentent de dicter une consommation compulsive aux investisseurs privés et institutionnels.

Même de prestigieux indices, devant refléter les performances des caisses de pension, célèbrent la montée en puissance, en portions malheureusement trop élevées, du *private equity*, des fonds immobiliers et des *hedge funds*. Même les matières premières (*commodities*) se pressent au portillon. Il est naturel que les indices s'adaptent aux usages coutumiers des marchés, dont ils sont les miroirs serviles. Le problème aujourd'hui, c'est qu'ils servent aussi de modèles d'inspiration et que d'instrument de mesure, ils deviennent instrument de conduite. Il s'ensuit un effet d'entraînement collectif et grégaire vers des classes d'actifs sur lesquelles on ne dispose que d'un historique d'observation court et au sujet desquelles nous émettons les plus grandes réserves.

Dans le cas particulier des *hedge funds*, c'est encore plus préoccupant, car le concept recouvre un éventail de stratégies très diverses, si ce n'est contradictoires. L'action de "hedger", protéger contre un risque, ou à l'inverse accentuer une composante de performance, est une opération tout à fait saine et intéressante, à condition qu'elle s'exécute dans un cadre stratégique allocatif précis, dans un objectif ciblé, dans un horizon temps défini et basée sur des hypothèses vérifiées. C'est tout le contraire lorsque, dans un "panier", on mélange allègrement diverses approches, sous prétexte que ce sont là des produits issus de boutiques financières dans l'air du temps. Lorsque les plus-values momentanées sur une inefficience de marché, vite arbitrées dans le monde connecté d'aujourd'hui, sont épuisées, les investisseurs pionniers d'un *hedge fund* sont déjà sortis et ont fait monter à leur place l'investisseur de 2^e rang, qui remarquera, après quelques années, que l'herbe n'est pas si verte et que les services du jardinier ne sont pas offerts. Enfin, beaucoup de produits ne sont pas limpides et les risques de contrepartie²¹ et d'illiquidité qui leur sont attachés difficilement détectables pour les non-spécialistes. Ce risque a nourri de mémorables faillites.

²⁰ "Hedge funds show increasing signs that they're not invincible", Chris Hughes et A. Gangahar, in *Financial Times*, 13 juillet 2006, page 20.

²¹ "Certains de ces instruments sont menacés par un risque de contrepartie à ne pas négliger", J.-L. Ruiz, *Les ETF sont-ils des instruments appropriés à la gestion de portefeuille?*, dans *Le Temps*, 17 mai 2010, page 15.

La simplicité et la cohérence sont des générateurs de performance

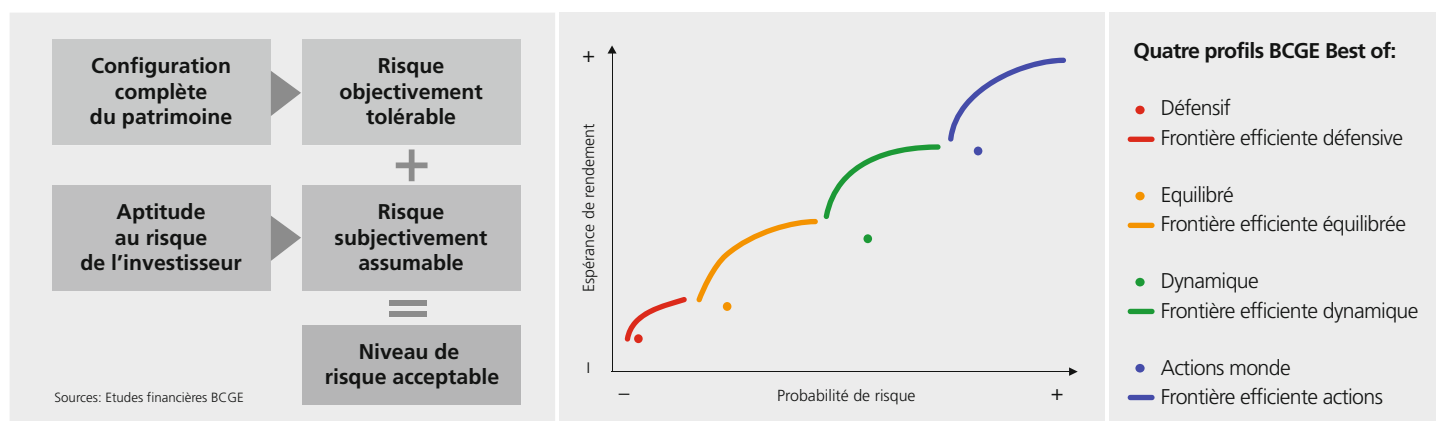
Beaucoup de produits financiers deviennent rapidement obsolètes ou inappropriés, parce que mal conçus ou mal prescrits. Ainsi, face à l'avalanche de solutions et de stratégies "packagées", une philosophie épurée et compréhensible s'impose. Elle est exigeante par essence, car ultrasélective, très diversifiée et orientée sur un cap stable et à long terme.

En cas d'absolue nécessité, certains produits structurés sont mis en œuvre, mais ils restent subordonnés à une ligne stratégique constante et simple. Ils s'avèrent utiles, ici pour neutraliser une composante du risque, là pour accroître une espérance de rendement à risque égal.

Capter la plus-value au travers d'un équilibre parfait entre la composante actions (un choix d'environ 1'000 entreprises au monde), les liquidités et les valeurs à revenu fixe (*fixed income*) est déjà un exercice qui requiert une grande sophistication. Trop de classes d'actifs confuses et sans contenu historique nuisent à l'impératif de simplicité et à la performance sur le long terme. "Les lois inutiles affaiblissent les lois nécessaires", écrivait Montesquieu: un *portfolio manager* de génie...

La question de la protection du portefeuille contre les risques est aussi fort complexe. En pratique, nos gérants qui pressentent l'émergence d'un risque (par exemple une baisse ou une hausse de forte ampleur d'une devise) se réservent l'option de protéger par un *hedge* ce risque pendant 6 à 12 mois. Il n'y a là qu'un coût modéré de couverture. Si l'on admet qu'un pronostic à court terme est au mieux à 50%, une telle stratégie est limitée, car nul ne sait vraiment si le risque va se manifester pendant la période considérée ou quelques jours après que le *hedge* protecteur ait été levé. Il faudrait donc protéger le risque sur toute la période, de ce jour à l'horizon de placement (s'il est connu). Or, un tel exercice est stérile, car beaucoup trop coûteux et imparfait, puisqu'il n'est pas imaginable de couvrir tous les risques (défaut, taux, devise, *equity*, etc.). Ce constat explique beaucoup de déceptions dans le domaine des produits structurés et incite à une gestion plus simple, qui tente de minimiser les risques en amont par la qualité de l'allocation stratégique (*hedge* naturel) et le degré de diversification: les défenses naturelles du portefeuille. Cette approche épurée constitue un dispositif robuste, qui résiste somme toute bien aux épreuves et aux retournements dont seul le marché a le secret.

Une philosophie adaptée aux besoins de l'investisseur privé, comme de l'institutionnel



Le profil du patrimoine (la totalité de ses composantes: immobilier, titres, participations, droits, etc. d'une personne ou d'une institution) et l'analyse du niveau de risque tolérable déterminent le positionnement sur la frontière efficiente définie par le rapport rentabilité / risque. On conclut généralement à l'existence de quatre grandes catégories de portefeuilles. Le défensif, qui favorise la préservation du capital, l'équilibré, qui introduit une plus grande part d'actions, le dynamique, qui présente déjà un rapport performance / risque plus exposé et enfin le portefeuille actions à pratiquement 100%, qui est idéal sur le plan de la performance, mais qui entraîne une exposition au risque plus élevée. Enfin, pour des investisseurs qualifiés, un accès aux meilleures entreprises mondiales non cotées sur une bourse est également recommandé au travers du *private equity*. Ce segment présente des rendements attractifs pour autant que l'on sélectionne des fonds très professionnels et véritables contributeurs en fonds propres d'entreprises en forte croissance.

La performance commence par la préservation du capital

L'étude historique des rendements montre bien qu'un capital doit être d'abord protégé de multiples formes d'érosion avant de produire une rente. Qu'il s'agisse de l'inflation, du vol, de l'embargo, du risque de contrepartie ou de la perte de valeur de sa devise de référence, un capital est fort vulnérable. Ainsi, avant de se préoccuper de la rentabilité, il convient de lui assurer une stratégie de conservation.

Le but d'un placement: un facteur souvent négligé

Le cadre doctrinal de la gestion a été posé dans les pages précédentes, il conviendra de le décliner en intégrant les particularités de chaque investisseur.

Le détenteur d'un patrimoine doit établir sa capacité personnelle à accepter, voire à supporter, des risques. Elle diffère passablement d'un individu ou d'une institution à l'autre. Il est essentiel de vérifier si l'on est prêt à prendre des risques et de quelle amplitude.

Il s'agit de définir quel est l'objectif général des placements. La stratégie d'investissement diffère considérablement en fonction des buts qui peuvent être:

- La diversification d'un patrimoine
- La prévoyance individuelle pour s'assurer une "deuxième vie active"
- La prévoyance collective, dans le cas d'une caisse de pension
- Le plaisir de placer une partie de son capital à la recherche de rendements supérieurs
- Ou encore la préparation d'une succession

On cherchera à être encore plus précis en choisissant les options suivantes:

- Préserver un capital avec un minimum de risque
- Obtenir une meilleure performance en prenant peu de risque
- Améliorer la performance en prenant un risque modéré
- Obtenir la meilleure performance possible avec un risque accru

Les institutionnels définissent leurs objectifs de placement dans un cadre plus contraignant que l'investisseur privé, qu'il s'agisse de normes légales réglementaires ou de normes internes. Notre philosophie de placement convient à tous les types d'investisseurs et nombreux sont les investisseurs institutionnels qui apprécient son originalité.

"Ce n'est pas acheter qui instruit,
mais vendre."

Proverbe russe

Les économies de l'Australie et de la Nouvelle-Zélande sont les poids lourds économiques de l'Océanie. L'Australie est le premier producteur de charbon, de fer et d'uranium, trois produits dont la demande explose depuis le début des années 2000. La Nouvelle-Zélande est le premier exportateur mondial de viande d'agneau et de cervidés et le deuxième exportateur mondial de viande de mouton.





La réflexion sur le risque: introspection obligatoire

L'investisseur se doit d'établir une vision objective de la composition de son patrimoine et de sa destination future. Ce cadre patrimonial une fois esquissé, on dispose d'une première indication sur son profil de risque. Sa distribution initiale dans les classes d'actifs plus ou moins risquées, son taux de diversification et son degré de liquidité permettent un premier diagnostic.

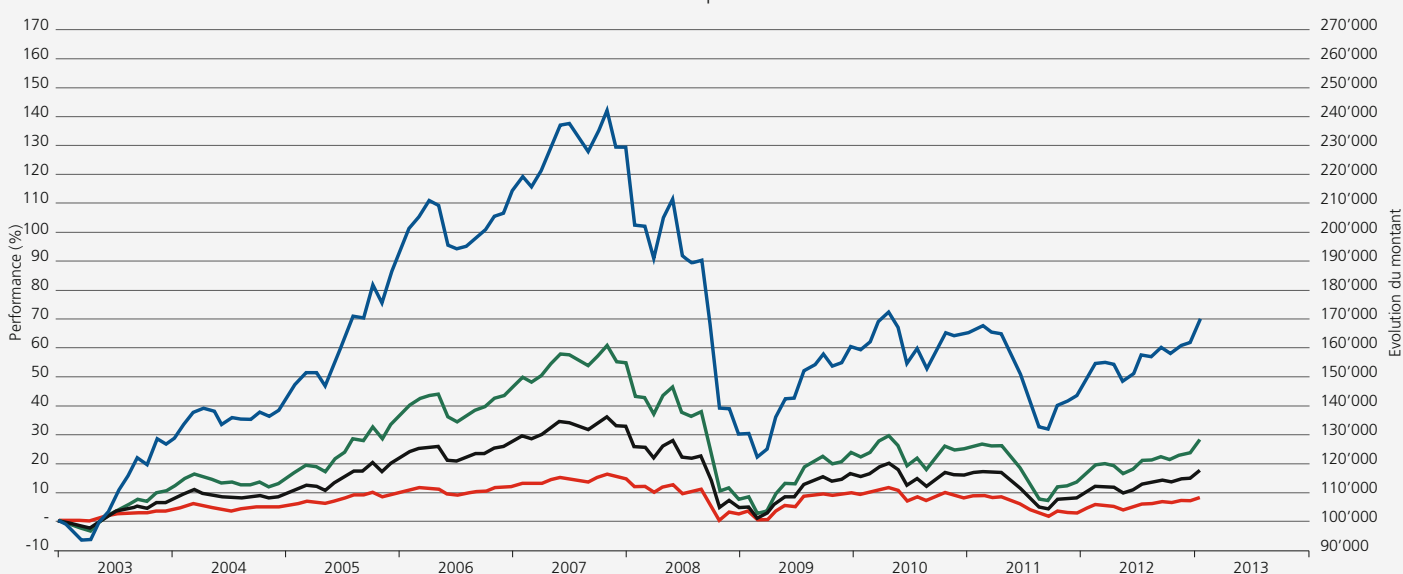
Une question plus subjective est la capacité à supporter des pertes. Sur 100, combien acceptez-vous de perdre en un an? 1%, 5%, 30% ou rien? Ces questions, il faut se les poser, sans détour, en toute franchise. On peut compléter l'autoanalyse par un entretien structuré avec son banquier, qui cherchera à tester la solidité des convictions de son client et qui conseillera la prudence en cas de doute ou d'indétermination.

L'horizon temporel d'un placement: un facteur clé

Le choix du profil de risque est déterminant pour l'allocation stratégique des actifs. Il est même primordial²² si l'on admet que l'orientation judicieuse de l'allocation stratégique des actifs contribue très largement à la performance d'un portefeuille²³.

Performance BCGE Best of exprimée en CHF

Du 31.12.2002 au 28.02.2013 – Investissement initial 100'000 CHF/ frais compris



	Performance cumulée	Annualisée	Volatilité annuelle	Sources: BCGE
■ Défensif	7.7%	0.7%	4.2%	
■ Equilibré	17.0%	1.6%	7.0%	
■ Dynamique	27.7%	2.5%	10.0%	
■ World Equity ²⁴	69.5%	5.4%	14.9%	

²² "If the time available to devote to your investments is limited, then asset allocation is where you should devote it. Someone else can pick the individual stocks and bonds...", Douglas Sease & John Prestbo, *Barron's guide to making investment decisions*, New York Institute of Finance, 1999, page 55.

²³ La plupart des experts estiment que l'allocation stratégique contribue pour plus de 70% à la performance globale d'un portefeuille, le choix des titres n'étant que secondaire. Une publicité récente de Blackrock sur une pleine page du *Temps* le confirme avec autorité: "La performance de votre portefeuille se fonde à 80% sur vos choix d'allocation d'actifs."

²⁴ Lancé en août 2006, avant cette date: performance proforma.

C'est la doctrine choisie qui détermine la performance sur le long terme

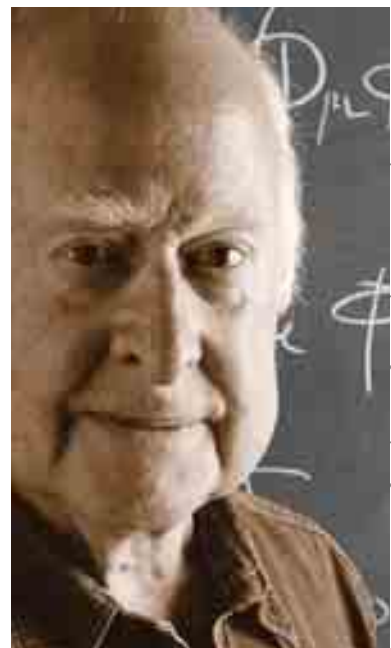
La BCGE a fait un choix affirmé et qui génère en matière de placement. Ce style inspire l'ensemble des opérations de gestion pour la clientèle et pour la banque elle-même. Cette méthode empreinte de classicisme, de prudence et de rigueur constitue paradoxalement une stratégie différenciatrice et innovante dans la gestion de fortune d'aujourd'hui. Ces dernières années, de nombreux incidents de marché ont permis de tester ce concept directeur. Son excellente résilience et l'adhésion de nombreux clients investisseurs nous confortent dans ce choix. Sa transparence et sa simplicité séduisent précisément les investisseurs les plus exigeants, lassés du couple "compliqué-décevant".

Ses composantes: indépendance et architecture ouverte, solidifient sa crédibilité. Son enracinement dans l'économie réelle, et non la finance virtuelle, est aussi un choix fort et naturel de la part d'une banque universelle qui vit en osmose avec ceux qui entreprennent. Ses performances sont à la hauteur depuis des années.

C'est bien la philosophie d'investissement et non la taille d'une banque qui détermine la qualité des performances d'un portefeuille. Notre philosophie de placement est un choix stratégique qui distingue et personnalise notre maison, et qui en fait un point de repère pérenne dans une industrie financière parfois arrogante et souvent confuse.



Blaise Goetschin
Président de la direction générale



© 2011-2012 The University of Edinburgh, Peter Higgs. All Rights Reserved

"Il s'agit de comprendre! Comprendre le monde!"

Peter Higgs (1929-)

Du plus grand au plus petit, le boson de Higgs est une particule élémentaire dont l'existence a été proposée en 1964 par Gerry Guralnik, C.R. Hagen, et Tom Kibble; Robert Brout et François Englert (et nommé "boson scalaire massif" par ceux-ci) ainsi que par Peter Higgs pour expliquer la brisure de l'interaction unifiée électrofaible en deux interactions par l'intermédiaire du mécanisme de Higgs. Il serait aussi le quantum du champ de Higgs.

Les actions non cotées en bourse (private equity): le complément à l'unité

Pour des investisseurs avertis, un accès aux meilleures entreprises mondiales non cotées en bourse est également recommandé au travers d'une classe d'actifs usuellement dénommée: private equity. Ce segment présente des rendements attractifs pour autant que l'on sélectionne des gérants professionnels. Ceux-ci devront être en mesure de sélectionner les meilleures sociétés et de s'adosser à leur forte croissance organique ou par acquisitions.

Le private equity investit en fonds propres (capital-actions ou instruments similaires) au sein des entreprises non cotées. Il se décompose généralement en 4 segments, chacun correspondant à un stade de développement de l'entreprise: le *venture capital* désigne l'investissement dans les entreprises nouvellement créées avec un fort potentiel de développement; le *growth capital*, le financement du développement et de l'expansion des entreprises en croissance; le *buyout* regroupe les opérations liées aux rachats d'entreprises dans le cadre de transactions avec ou sans effet de levier; le *distressed vise* l'acquisition, l'injection de ressources financières et le redressement d'entreprises en difficulté.

En fonction de l'horizon temporel de l'investisseur, l'allocation en private equity devrait être significative dans un portefeuille actions. A titre de comparaison, les grands investisseurs anglo-saxons allouent entre 10 et 30% de leur portefeuille au private equity. C'est loin d'être le cas en Europe, et particulièrement en Suisse où les caisses de pension allouent moins de 2% à ce segment. Nous préférons sur ce point l'approche anglo-saxonne tout en recommandant à chaque investisseur d'examiner attentivement cette question avec son banquier au moment d'arrêter la stratégie d'allocation. Un portefeuille professionnel, fort de ce complément à l'unité que représente le private equity, sera alors véritablement global et presque parfait...

Le bon comportement éthique et écologique des entreprises et institutions en portefeuille améliore la performance

Même s'il n'est pas prouvé scientifiquement que les actions ou obligations d'entreprises ou d'institutions qui ont une conduite exemplaire dans les domaines de l'environnement (E), de l'impact sur la société (S) et de la gouvernance (G), ont une meilleure performance de marché, nous privilégions celles-ci. Sur le long terme, nos observations de banque commerciale dans de nombreuses industries ont montré qu'une meilleure gestion du rapport entre l'entreprise et ses parties prenantes (stakeholders) réduirait les incidents réputationnels, les sanctions ou, au contraire, améliorerait la motivation des collaborateurs ou des clients. La banque s'efforce donc d'effectuer la meilleure sélection, tout en restant idéologiquement et politiquement neutre et sans discriminer inutilement certains secteurs ou certaines entreprises.

Le dialogue avec les investisseurs privés et institutionnels se construit sur les axes suivants :

Choix par l'investisseur lui-même de ses critères de sélection

Face à la multitude de contraintes ou de restrictions que l'on peut appliquer à une entreprise en vue de sélectionner ou non ses actions dans son portefeuille, il faut exercer des choix. Ceux-ci appartiennent en premier lieu au client investisseur qui formule ses priorités et imprime ses contraintes sur le portefeuille. Le gestionnaire, ainsi mandaté, met en œuvre les sélections appropriées.

Le filtrage ESG a pour finalité une performance financière supérieure

Les champs d'application de l'approche ESG sont de nature très diverse et peuvent s'étendre de l'impact investing jusqu'à la philanthropie qui implique, par définition, l'absence de performance financière. De son côté, notre approche "Performance responsable" englobe les seules méthodes d'investissement qui visent à améliorer les performances financières grâce au filtrage ESG additionnel.

Plutôt inciter que sévir et voter avec ses pieds

L'activisme actionnarial présente un bilan plutôt mitigé. En tout état de cause, dans le domaine de l'ESG, il devrait concentrer ses efforts dans le registre de l'incitation plutôt que dans celui de la contrainte et l'affrontement. En cas de désaccord avec les dirigeants d'une société, il faut vendre celle-ci, ou ne pas l'acheter : c'est ce que nous appelons "voter avec ses pieds". C'est la meilleure façon d'exprimer une insatisfaction, qu'elle soit de nature financière ou déontologique, à l'égard d'une entreprise cotée.

Examiner une entreprise dans sa totalité

La gestion active consiste à sélectionner sévèrement les actions d'un portefeuille. Analyser séparément le volet financier du volet gouvernance ou stratégie a peu de pertinence. L'expert analyste doit construire une recommandation d'achat, de conservation ou de vente du titre sur la base d'une multitude de critères et dans des contextes sensiblement différents d'une société à l'autre. Différents filtres et modèles de *scoring* seront engagés comme aide à la décision. C'est un jugement d'ensemble qui est attendu de l'expert.



L'Antarctique est le 4^e continent le plus grand. Le traité sur l'Antarctique a été signé en 1959 par douze États et a été complété en 1991. Il interdit l'exploitation des ressources naturelles, sauf celles qui sont menées à des fins scientifiques.



Contact:

département Communication et relations investisseurs
communication@bcge.ch

Les notes biographiques sont largement inspirées de www.galileogalilei.org, www.leonardoda-vinci.org, www.nobelprize.org, www.edwinhubble.com et www2.ph.ed.ac.uk/peter-higgs.

Tous droits réservés

Toute traduction, reproduction, représentation ou adaptation intégrale ou partielle de cette publication, par quelque procédé que ce soit, et toutes formes d'enregistrement sont strictement interdites sans l'autorisation expresse et écrite de la Banque Cantonale de Genève, excepté dans les cas prévus par la loi.

