

# GESTION PRIVÉE

2<sup>e</sup> trimestre 2019 – Rédigée en date du 26/04/2019

En vous faisant découvrir chaque trimestre un dessin, Lazard Frères Gestion témoigne son intérêt pour la création moderne et contemporaine.



Ikemera, O.T. Untitled, 1987 - 48.3 x 34.5  
Collection privée, Paris  
© André Morin

## ÉCONOMIE

L'apaisement des craintes de récession aux États-Unis et le ton plus accommodant des banques centrales ont permis un rebond spectaculaire des marchés actions au premier trimestre 2019, après un quatrième trimestre 2018 catastrophique. La Fed a adopté le principe d'une pause dans son cycle de resserrement monétaire et la BCE a reporté à 2020 une éventuelle remontée de ses taux d'intérêt, faisant chuter les rendements obligataires aux États-Unis et en Europe. En Chine, les autorités continuent de soutenir la croissance pour éviter qu'elle ne tombe davantage.

p.2

## PATRIMOINE

L'actualité des derniers mois a été marquée par le grand débat national voulu par le Président de la République pour tenter de sortir de la crise dite des « gilets jaunes ».

Ce grand débat a été organisé par l'exécutif autour de 4 thèmes :

- la transition écologique ;
- la fiscalité et les dépenses publiques ;
- la démocratie et la citoyenneté ;
- l'organisation de l'État et des services publics.

p.3

## ENTRE NOUS

Lazard Frères Gestion se place en première position en Europe pour ses performances en 2018, mais aussi pour la régularité de ses performances sur sept ans dans sa catégorie (entre 71 et 100 fonds notés). Récompensée pour la 9<sup>e</sup> année consécutive par le Trophée Fundclass, la société se distingue par la solidité des méthodes de gestion utilisées et par la stabilité des équipes.

p.4

## APAISEMENT DES CRAINTES DE RÉCESSION AUX ÉTATS-UNIS

Les statistiques publiées au T1 2019 ont permis d'apaiser les craintes de récession aux États-Unis. La composante nouvelles commandes de l'ISM manufacturier\* a rebondi, la confiance des constructeurs de maisons s'est redressée et les inscriptions hebdomadaires au chômage sont reparties à la baisse. Les enquêtes ISM sont cohérentes avec une croissance à peu près stable au T1 2019, après un ralentissement de +3,4 % à +2,2 % au T4 2018. Mais la déception sur les dépenses de consommation des ménages de janvier (+0,1 % après -0,6 %) pose le risque d'un ralentissement supplémentaire. Dans la zone euro, la croissance est restée faible au T4 2018, passant de +0,6 % à +0,9 %. Si l'Allemagne a évité de justesse une récession technique, l'Italie n'y a pas échappé. La croissance française s'est stabilisée malgré le mouvement des gilets jaunes. Les enquêtes PMI\*\* dans la zone euro sont marquées par une faiblesse de l'activité manufacturière, surtout en Allemagne. Par contre, le secteur des services résiste bien et le marché du travail ne montre pas de signes d'affaiblissement.

## REBOND SPECTACULAIRE DES BOURSES MONDIALES

Les marchés actions mondiaux ont enregistré un fort rebond au T1 2019, effaçant pour la plupart les pertes qu'ils avaient accusées en décembre. Dans leurs devises, le S&P 500 a progressé de 13,1 %, l'Euro Stoxx de 11,7 %, l'indice MSCI des actions émergentes en dollars de 9,6 % et le Topix de 6,5 %. Ce retour de l'appétit pour le risque des investisseurs reflète davantage la résorption des craintes de récession aux États-Unis et le virage accommodant de la Fed qu'une amélioration des perspectives bénéficiaires, lesquelles ont été révisées en baisse un peu partout. L'avancée des négociations commerciales entre la Chine et les États-Unis et le report de la date butoir du Brexit ont également participé à améliorer le sentiment. Dans ce contexte, les multiples de valorisation des marchés actions se sont normalisés depuis des niveaux très décotés, sans toutefois devenir excessifs.



## VIRAGE ACCOMMODANT DES BANQUES CENTRALES

Les banques centrales ont pris en compte les inquiétudes des marchés. La Fed a adopté le principe d'une pause dans son cycle de resserrement monétaire, en janvier, et les membres du FOMC\*\*\* ont revu à la baisse leurs prévisions de taux d'intérêt, le 20 mars. Désormais, ils n'anticipent plus aucune hausse en 2019, contre deux envisagées en décembre. En parallèle, la Fed a annoncé qu'elle cessera la réduction de son bilan en octobre 2019. La BCE a quant à elle indiqué, le 7 mars, qu'elle reportait une éventuelle remontée de ses taux d'intérêt cette année. Elle prévoit désormais de les maintenir aux niveaux actuels « au moins jusqu'à la fin de 2019 » contre « au moins jusqu'à l'été 2019 » auparavant. Elle a par ailleurs annoncé le lancement d'une nouvelle série de prêts à long terme ciblés pour les banques de la zone euro. Ces annonces de la Fed et de la BCE ont fait chuter les rendements obligataires. Le taux à 10 ans du Trésor américain a reculé de 28 points de base au T1 2019, à 2,41 %, et celui de l'État allemand de 31 points de base, pour passer en territoire négatif à -0,07 %.

## BAISSE DE L'EURO

La dégradation des perspectives de croissance dans la zone euro et les incertitudes persistantes autour du Brexit ont pesé sur la monnaie unique. L'euro a évolué dans un canal baissier compris entre 1,15 et 1,12 dollar pour terminer le T1 2019 en recul de 2,2 %.

\* L'indice ISM Manufacturier est un indicateur de confiance synthétisant les résultats des enquêtes menées auprès des directeurs d'achats des entreprises du secteur manufacturier. Une valeur supérieure à 50 indique un sentiment positif dans le secteur concerné et inversement.

\*\* Les indices PMI (*Purchasing Manager's Indices*) et ISM (*Institute for Supply Management*) sont des indicateurs de confiance qui synthétisent les résultats des enquêtes menées auprès des directeurs d'achats des entreprises. Une valeur supérieure à 50 indique un sentiment positif dans le secteur concerné (manufacturier ou service) et inversement.

\*\*\* FOMC : Politique monétaire de la réserve fédérale.

Chiffres : sources Bloomberg et Factset en date du 26/04/2019

## UN RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE CHINOISE SOUS CONTRÔLE

Remarquablement stable depuis 2016, autour de 6,7 % sur un an, la croissance chinoise est repartie à la baisse depuis trois trimestres, pour atteindre +6,4 % au T4 2018, son rythme le plus faible depuis la crise économique et financière de 2008-2009. Afin d'éviter qu'elle ne tombe en dessous de leur objectif de 6,0 %-6,5 % en 2019, les autorités chinoises ont engagé un plan de soutien monétaire et budgétaire. Sur le plan monétaire, la banque centrale chinoise a abaissé à plusieurs reprises les réserves obligatoires des banques pour relancer la croissance du crédit. Sur le plan budgétaire, le gouvernement a annoncé des baisses de taxes pour les ménages et les entreprises, pour un montant représentant environ 2 % du PIB en 2019. Par ailleurs, les collectivités locales ont accéléré leurs émissions d'obligations servant à financer leurs projets d'infrastructures. Si les statistiques chinoises restent mitigées au T1 2019, la croissance du crédit commence à se redresser et les indices PMI se sont nettement améliorés au mois de mars, suggérant que les mesures de soutien commencent à produire leurs effets. Ces dernières devraient permettre une stabilisation de la croissance chinoise dans les prochains mois, malgré la guerre commerciale avec les États-Unis, mais la relance du crédit pose toujours autant de questions sur la capacité du pays à réduire sa dépendance à la dette.

### États-Unis : inscriptions hebdomadaires au chômage en milliers, moyenne sur 4 semaines



Source : Factset

## REPÈRES BOURSIERS

Indicateurs	31/03/2019	31/12/2018	Variation au T1 2019	Variation au T4 2018
CAC 40	5 351	4 731	13,1%	-13,9%
Euro stoxx	367	328	11,7%	-13,2%
S&P 500 en euro	2 526	2 189	15,4%	-12,8%
MSCI World en euro	453	398	13,9%	-11,9%
Nikkei 225 en euro	171	158	7,7%	-13,4%
Euro/dollar	1,12	1,15	-2,2%	-1,2%
Pétrole (baril Brent en dollar)	67,5	53,2	27,0%	-35,9%
EONIA en %	-0,36	-0,36	→	↘
Taux à 10 ans allemand	-0,07	0,24	↘	↘

Source : Bloomberg, indices hors dividendes

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et s'apprécient à l'issue de la durée de placement recommandée.

## FAUT-IL CRAINdre UN ALOURDISSEMENT DE LA FISCALITÉ PATRIMONIALE ?



**Stéphane Jacquin,**  
Associé-Gérant, Responsable  
de l'ingénierie patrimoniale

L'actualité des derniers mois a été marquée par le grand débat national voulu par le Président de la République pour tenter de sortir de la crise dite des « gilets jaunes ». Ce grand débat a été organisé par l'exécutif autour de quatre thèmes :

- la transition écologique ;
- la fiscalité et les dépenses publiques ;
- la démocratie et la citoyenneté ;
- l'organisation de l'État et des services publics.

Le thème de la fiscalité a remporté un grand succès et a été l'occasion de l'expression d'un ras-le-bol fiscal, d'une « exaspération fiscale » selon les mots du Premier Ministre pour qui le pays a atteint une « tolérance fiscale zéro ».

Ce ras-le-bol fiscal apparaît justifié à la lecture des publications de l'Organisation de Coopération et de Développement Économique (OCDE). En effet, avec un ratio recettes fiscales sur Produit Intérieur Brut (PIB) de 46,2 % en 2017, la France est, parmi les 36 pays membres de l'OCDE, le pays qui a le ratio le plus élevé. Au surplus, notre pays se situe très au-dessus du ratio moyen des pays membres qui était de 34,2 % en 2017.

Pour autant, au cours du grand débat, certaines voix ont proposé l'alourdissement de la fiscalité du patrimoine (rétablissement de l'impôt sur la fortune, augmentation des droits de succession...). Dès lors, faut-il craindre un alourdissement de la fiscalité patrimoniale ?

Ces revendications pourraient avoir une certaine logique si la France, tout en ayant un niveau de pression fiscale globale élevé, taxait peu le patrimoine. Les statistiques de l'OCDE montrent

que ce n'est pas le cas. En effet, la France est également en tête du classement des 36 pays membres de l'organisation pour le ratio impôts sur le patrimoine sur PIB. Ce ratio s'établissait à 4,4 % en 2017.

Précisons que la transformation de l'impôt sur la fortune (ISF) en impôt sur la fortune immobilière (IFI) ne fera pas perdre à la France sa première place dans ce classement de l'OCDE.

En effet, les recettes de l'ISF se sont élevées, en 2017, à 5 milliards d'euros, soit 0,2 % du PIB, selon les chiffres de la Direction Générale des Finances Publiques (DGFIP) repris par l'OCDE dans son classement.

À cet égard, la perte de recettes fiscales liée à la transformation de l'ISF en IFI avait été estimée à 4 milliards d'euros. Cette perte a très probablement été surestimée à l'époque puisque les recettes attendues de l'IFI en 2019 sont, selon la loi de finances, de 1,5 milliard d'euros. Néanmoins, même avec des recettes de l'impôt sur la fortune de 1 milliard au lieu de 5 milliards, la France aurait eu en 2017 un ratio d'impôts sur le patrimoine ramené au PIB supérieur à 4,2 % et serait restée championne de cette catégorie dans le classement de l'OCDE.

Il apparaît donc logique que l'exécutif ne semble pas vouloir suivre ceux qui réclament un rétablissement de l'impôt sur la fortune ou une augmentation des droits de succession.

Ajoutons que l'augmentation des impôts sur le patrimoine n'offrirait pas véritablement de marge de manœuvre budgétaire compte tenu de leur part limitée dans les recettes fiscales totales.

Au surplus, une augmentation des impôts sur le patrimoine pourrait, en termes budgétaires, s'avérer contre-productive. Pour s'en convaincre rappelons-nous quelles furent les conséquences de l'augmentation de la taxation des revenus financiers et des plus-values financières adoptées dans la loi de finances pour 2013.

Souvenons-nous en effet que le principe d'une imposition forfaitaire des revenus financiers et des plus-values financières

fut abandonné, à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2013, puisque la loi de finances pour 2013 supprima le prélèvement forfaitaire sur les dividendes et intérêts et l'imposition forfaitaire des plus-values mobilières pour soumettre ces revenus au barème progressif de l'impôt sur le revenu.

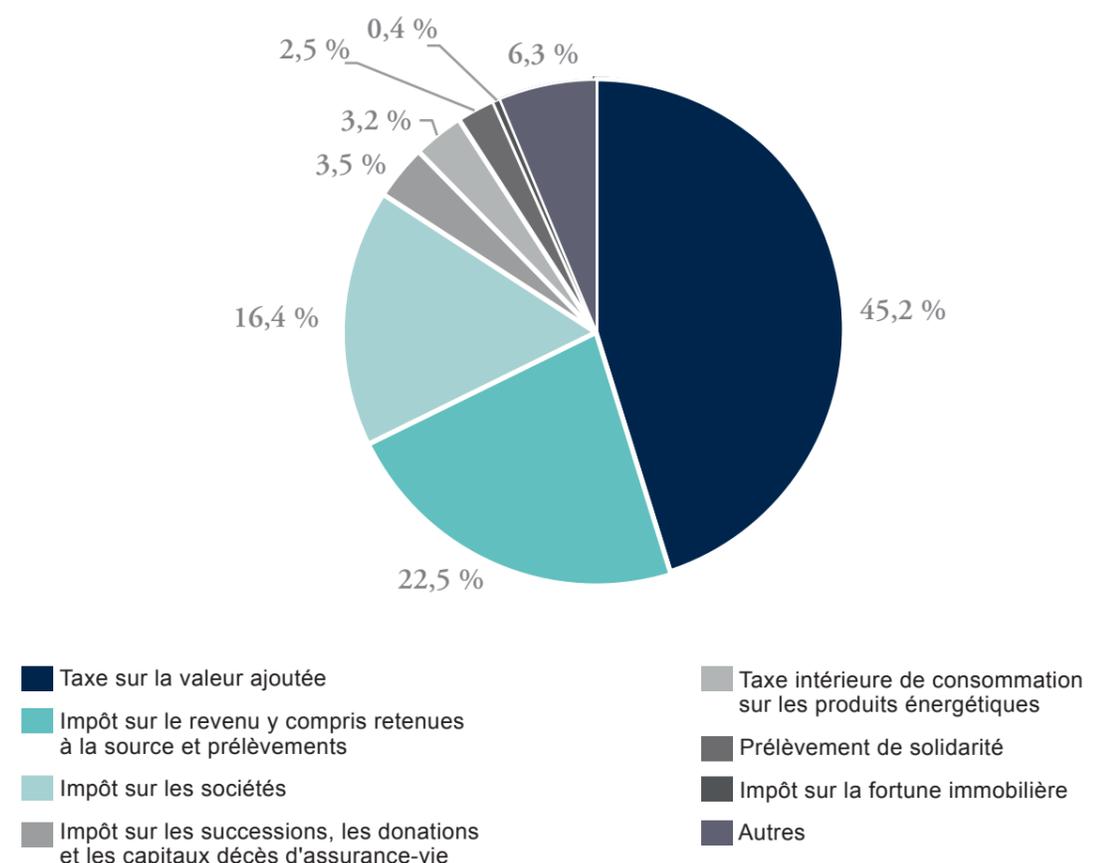
L'un des objectifs de cette réforme était d'obtenir des recettes fiscales supplémentaires. Cet objectif ne fut pas totalement atteint de l'aveu même de Christian Eckert, Secrétaire d'État chargé du budget entre 2014 et 2017, qui déclara au Sénat le 11 décembre 2014 « nous anticipons une importante moins-value sur les revenus de capitaux mobiliers, qui ont fortement chuté en 2013, ainsi que sur les plus-values mobilières (...). Le moindre dynamisme de ces revenus a fortement limité la croissance de l'impôt ».

En effet, les contribuables adaptèrent leur comportement en évitant, par exemple, d'encaisser des dividendes. Ainsi, selon les chiffres de la DGFIP, le montant total de dividendes déclaré à l'impôt sur le revenu par l'ensemble des contribuables était en baisse de plus de 1 milliard d'euros en 2013 par rapport à 2012.

La réforme mise en œuvre en 2013 constitua donc une illustration des formules « trop d'impôt tue l'impôt » ou « les hauts taux tuent les totaux » résumant les résultats des travaux de l'économiste Arthur Laffer qui montrent qu'au-delà d'un certain seuil de prélèvement fiscal toute nouvelle augmentation des taux entraîne une baisse des recettes fiscales.

Au total, gageons qu'il n'y aura pas de retour en arrière sur les allègements de la fiscalité patrimoniale entrés en vigueur à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2018 qu'il s'agisse de la limitation de l'impôt sur la fortune aux seuls actifs immobiliers ou du rétablissement d'une imposition forfaitaire sur les revenus financiers et les plus-values financières (flat tax de 30 %). De même, un alourdissement de la fiscalité des transmissions apparaît peu probable.

### Part des différents impôts dans les recettes fiscales brutes



Source : Loi de finances pour 2019

## EUROPEAN FUNDS TROPHY 2019

LAZARD FRÈRES GESTION  
SE DISTINGUE AU NIVEAU EUROPÉEN

Lazard Frères Gestion se place en première position en Europe pour ses performances en 2018, mais aussi pour la régularité de ses performances sur sept ans dans sa catégorie (entre 71 et 100 fonds notés). Récompensée pour la 9<sup>e</sup> année consécutive par le Trophée Fundclass, la société se distingue par la solidité des méthodes de gestion utilisées et par la stabilité des équipes.

Lazard Frères Gestion a également remporté le prix de la meilleure société de gestion européenne et le prix de la meilleure société de gestion française sur quatre ans. Ces trophées récompensent

le travail collectif des analystes financiers et des gestionnaires de portefeuilles, qui mettent leur indépendance de jugement au service de la performance de nos clients, au travers d'un processus rigoureux.

Ce prix organisé par Fundclass, mesure la performance sur quatre ans corrigée du risque des Sicav et Fonds communs de placement. Le classement repose sur la méthodologie APT, mise en œuvre par la société Aptimum.



EXTRAIT DE L'ARTICLE DE JÉRÔME PORIER PARU DANS *LE MONDE*, LE 8 MARS 2019 ET DANS LEMONDE.FR, LE 14 MARS 2019.

### SOLIDITÉ DES MÉTHODES DE GESTION ET STABILITÉ DES ÉQUIPES EXPLIQUENT LA RÉGULARITÉ DES PERFORMANCES SUR LE LONG TERME DE LA SOCIÉTÉ ET SON TROPHÉE FUNDCLASS 2019.

Coup double pour Lazard Frères Gestion : dans le palmarès établi par Fundclass, la société se place, dans sa catégorie (entre 71 et 100 fonds notés), en première position en Europe pour ses performances en 2018, mais aussi pour la régularité de ses performances sur sept ans. Lazard Frères Gestion est un spécialiste reconnu des actions, en particulier des actions européennes et américaines, voire émergentes.

Le groupe Lazard, la maison-mère, gère 250 milliards d'euros à travers le monde. En France, Lazard Frères Gestion gère 23 milliards d'euros, dont 13 milliards d'euros sous gestion pour ses fonds ouverts, aux trois quarts destinés aux investisseurs institutionnels (caisses de retraite, assureurs...).

Le reste est distribué auprès du grand public par le biais des réseaux bancaires et, surtout, celui des conseillers en gestion de patrimoine indépendants (CGPI).

« Nous ne voulons pas faire des coups. Nous essayons de prendre la marée, pas la vague ! »

François de Saint-Pierre, Lazard Frères Gestion

« Notre approche est double : nous cherchons d'abord à savoir où en sont les cycles économiques et boursiers, afin d'évaluer le juste prix des différentes classes d'actifs, puis nous sélectionnons les entreprises les plus performantes, sans nous préoccuper des secteurs auxquels elles appartiennent. Nous ne suivons pas du tout les indices », affirme François de Saint-Pierre, associé gérant chez Lazard Frères Gestion. La régularité des performances sur le long terme s'explique par la solidité des méthodes de gestion utilisées et par la stabilité des équipes. « Nous n'avons enregistré aucun départ depuis dix ans, précise François de Saint-Pierre. Les gérants apprécient notre philosophie : nous ne voulons pas faire des coups. Nous essayons de prendre la marée, pas la vague ! ».

## Le Monde

### EFFORTS DE TRANSPARENCE

La société de gestion se distingue aussi par ses efforts de communication de données et de transparence. « [...] Nous mettons un point d'honneur à être toujours capables d'expliquer nos performances. À l'heure où beaucoup de modèles de gestion surfent sur la volatilité, notre méthode repose uniquement sur l'analyse fondamentale », insiste François de Saint-Pierre.

Les anticipations de Lazard Frères Gestion à l'horizon des douze prochains mois sont plutôt optimistes. « Les actifs risqués, actions comme obligations émises par les entreprises, étaient valorisés en fin d'année 2018 selon un scénario d'entrée en récession aux États-Unis. Si, comme nous le pensons, ce scénario ne se concrétise pas dans les prochains mois, ils devraient poursuivre leur rebond. Mais il faudra savoir rester flexible dans les prochains trimestres, à l'approche du retournement cyclique. Il ne faut pas attendre un fort rebond de la croissance dans la mesure où le cycle est mature », écrivent les experts de la société de gestion dans leur dernière note de conjoncture, publiée en février. En outre, les inquiétudes sur la croissance chinoise risquent de continuer à peser sur les marchés d'actions, même si le gouvernement chinois s'efforce de stabiliser l'activité économique, et de nouvelles mesures de relance sont probables.

Source : European Funds Trophy, Europerformance – Edhec, <https://www.european-funds-trophy.eu>  
Les méthodologies sont disponibles auprès des organisateurs.  
La référence à un classement, un prix ou une notation ne préjuge pas des performances futures.

#### Avertissement aux lecteurs

Cette lettre, de nature non contractuelle, vous est remise à titre d'information. Elle ne constitue ni une recommandation ni une offre d'achat ou de vente. Les instruments ou valeurs figurant dans cette lettre sont soumis aux fluctuations du marché et aucune garantie ne saurait être donnée sur leurs performances ou leurs évolutions futures. Les données statistiques historiques de source publique sont fournies à titre indicatif. Par ailleurs, certains instruments ou valeurs figurant dans cette lettre peuvent présenter des risques particuliers et ne sont pas adaptés à tous les investisseurs.

Il appartient donc à tout lecteur de cette lettre de mesurer de façon indépendante les risques attachés à ces instruments ou valeurs avant tout investissement. Les informations contenues dans cette lettre n'ont pas fait l'objet d'un examen ou d'une certification par le commissaire aux comptes de l'OPC ou des OPC concernés. Toute personne désirant investir dans les instruments ou valeurs mentionnés dans cette lettre est tenue de consulter le DICI visé par l'AMF remis à tout souscripteur ou disponible sur le site Internet [www.lazardfreresgestion.fr](http://www.lazardfreresgestion.fr).

Lazard Frères Gestion — Société par Actions Simplifiée — 25 rue de Courcelles 75008 Paris — 352 213 599 R.C.S. Paris — SIRET 352 213 599 00025  
Contact : Marie Lambert — Tél. : 01 44 13 04 61 — Fax : 01 44 13 04 07 — [www.lazardfreresgestion.fr](http://www.lazardfreresgestion.fr)

Illustration : Stéphane Manel — Crédit photos : Istock — TERRE DE SIENNE

Suivez les experts de Lazard Frères Gestion sur [LinkedIn](#), sur [twitter](#) et sur notre blog : [www.lazardfreresgestion-tribune.fr](http://www.lazardfreresgestion-tribune.fr)