

GESTION PRIVÉE

1^{er} trimestre 2021 – Rédigée en date du 27/01/2021

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



Etel Adnan
 Sans titre, 2015
 Aquarelle sur papier
 28 x 35 cm
 Courtesy Galerie Lelong & Co, Paris / New York
 © André Morin
 collection privée, Paris

ÉCONOMIE

L'activité économique reste soumise aux évolutions des mesures de restrictions sanitaires et donc de l'épidémie de Covid-19. Cela n'a pas empêché les actifs risqués d'afficher d'excellentes performances au quatrième trimestre 2020, dans la perspective d'une reprise de l'activité en 2021. L'arrivée des vaccins et les nouvelles mesures de soutien s'annoncent massives.

p.2

PATRIMOINE

L'épidémie de Covid-19 a provoqué une dégradation de l'environnement macroéconomique suivie d'une baisse des recettes fiscales. Elle a nécessité des mesures massives de soutien qui impactent très négativement les finances publiques.

Face à ce dérapage de la situation budgétaire, certaines voix commencent à évoquer un relèvement de la fiscalité et notamment une contribution des plus fortunés ; contribution qui pourrait, par exemple, prendre la forme d'un retour de l'impôt sur la fortune.

p.3

ENTRE NOUS

Investir, c'est se projeter dans l'avenir. Or, cet avenir a été bouleversé par la pandémie qui a marqué l'année 2020. Que penser de cet événement ? Que nous apprend-il sur l'époque que nous vivons ? C'est à ces questions qu'a répondu le philosophe André Comte-Sponville lors d'une conférence animée le 14 décembre 2020 par Sophie de Nadaillac et François de Saint-Pierre.

p.4

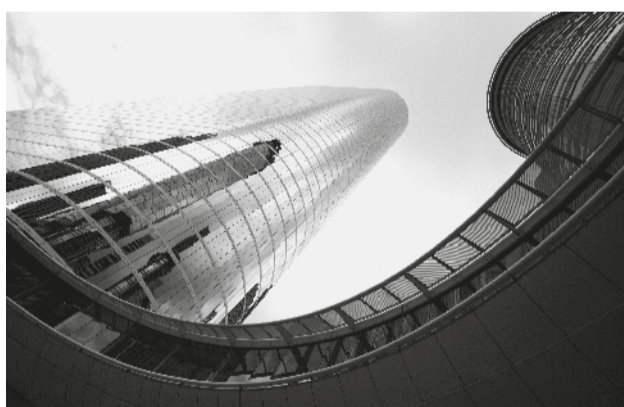
L'activité économique reste soumise aux évolutions des mesures de restrictions sanitaires et donc de l'épidémie de Covid-19. Cela n'a pas empêché les actifs risqués d'afficher d'excellentes performances* au quatrième trimestre 2020, dans la perspective d'une reprise de l'activité en 2021. L'arrivée des vaccins et les nouvelles mesures de soutien s'annoncent massives.

UNE ÉCONOMIE TRIBUTAIRE DE LA SITUATION ÉPIDÉMIQUE

L'assouplissement des mesures de restrictions sanitaires a permis un fort rebond de la croissance mondiale au troisième trimestre, après une chute historique au deuxième trimestre. La reprise de l'économie s'est faite plus rapidement que ce qui était attendu mais le PIB est resté inférieur à son niveau d'avant-crise dans les principaux pays développés. Face à une résurgence de l'épidémie à l'automne, des mesures de confinement ont été remises en place un peu partout en Europe, entraînant une nouvelle chute de l'activité au quatrième trimestre. L'impact économique a cependant été moins fort qu'au printemps car certains secteurs qui avaient été mis à l'arrêt, comme l'industrie et la construction, sont restés en activité cet automne. La situation sanitaire aux États-Unis s'est également dégradée mais les mesures de restriction ont été prises localement, avec en conséquence un moindre impact sur l'activité. Le ralentissement des créations d'emplois et de la consommation sur la fin de l'année 2020 indique toutefois un essoufflement de la reprise américaine dans un contexte où plusieurs dispositifs de soutien sont arrivés à échéance. Contrairement à ce que l'on peut observer dans les pays développés, la reprise de l'économie chinoise ne montre aucun signe d'affaiblissement.

DES MARCHÉS ACTIONS TOURNÉS VERS L'AVENIR

Les marchés actions ont enregistré des performances exceptionnelles au quatrième trimestre, portés par les bonnes nouvelles sur les vaccins contre la Covid-19, l'annonce d'un nouveau plan de relance massif aux États-Unis et l'accord sur le Brexit. L'amélioration des perspectives économiques a pris le pas sur le renforcement des mesures de confinement en Europe, ce qui a déclenché une rotation sectorielle vers les valeurs les plus exposées à la reprise de l'activité. Dividendes réinvestis, l'Eurostoxx en euros a rebondi de + 12,6 %, le S&P 500 en dollars de + 12,1 %, le Topix en yen de + 11,2 % et l'indice MSCI en dollars des actions émergentes de + 19,7 %.



BONNE PERFORMANCE DU CRÉDIT OBLIGATAIRE

Les marges de crédit des émetteurs obligataires privés se sont nettement resserrées sur le trimestre, permettant une bonne performance des compartiments les plus risqués tels que le crédit à haut rendement ou financier. Elles sont désormais proches de leurs plus bas des dernières années. Sur le marché des obligations d'État, le taux à 10 ans américain a poursuivi sa tendance haussière pour s'établir à 0,91 %, une tension de 25 points de base sur le trimestre, tandis que le taux à 10 ans allemand s'est replié de 5 points de base à - 0,57 %. Côté banques centrales, la BCE a annoncé une augmentation de 500 milliards d'euros de l'enveloppe consacrée à son programme d'achats d'urgence face à la pandémie, à 1850 milliards d'euros, une extension de sa durée jusqu'en mars 2022 et un ajustement des termes de son programme de prêts à long terme à taux négatif.

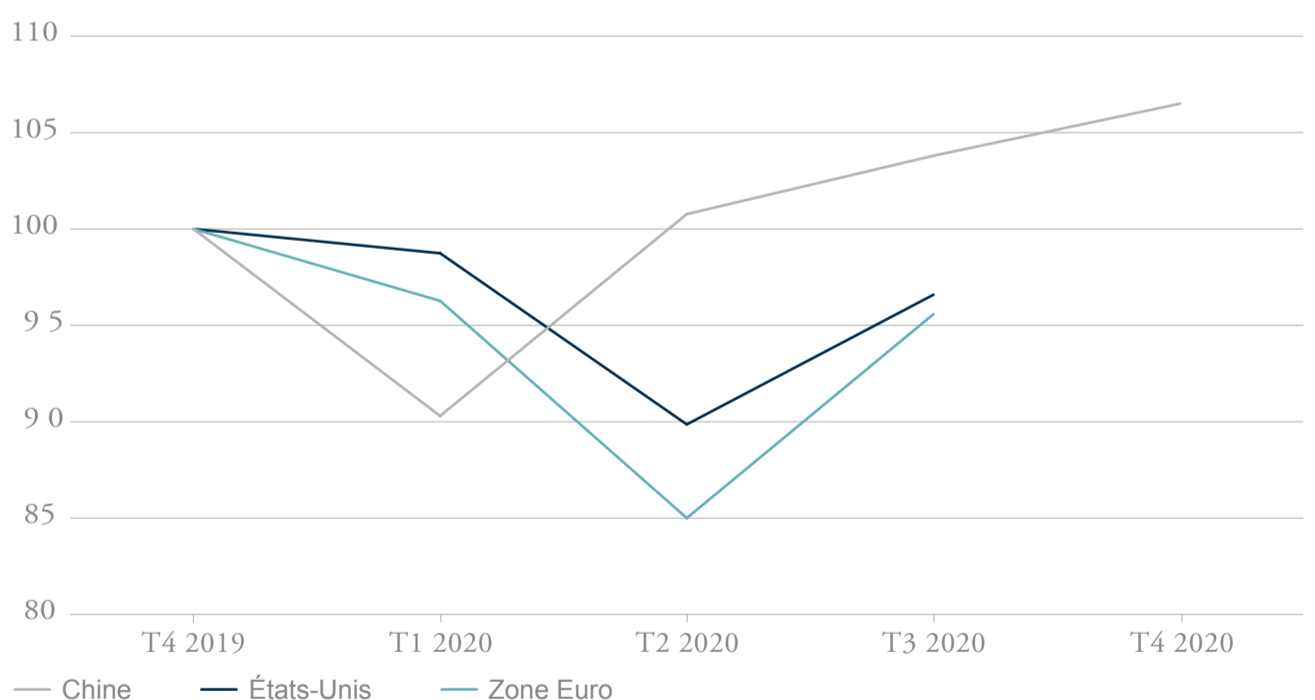
POURSUITE DE L'APPRÉCIATION DE L'EURO

Le mouvement d'appréciation de l'euro s'est poursuivi au quatrième trimestre. L'euro s'est apprécié de 4,2 % vis-à-vis du dollar, passant de 1,17 à 1,22, réduisant d'autant la valeur des actifs libellés en devise étrangère pour un investisseur européen non couvert du risque de change.

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES 2021

À court terme, l'activité restera soumise aux évolutions de l'épidémie de Covid-19. Le regain hivernal dans les pays occidentaux pèse sur le PIB alors que dans le reste du monde, et notamment en Chine, la dynamique est plus favorable. Cette situation chaotique va probablement durer encore quelques mois. Ensuite, la hausse des températures devrait limiter la propagation du virus. Surtout, les campagnes de vaccination devraient gagner en ampleur. Une accélération de la croissance est donc envisageable durant la seconde moitié de l'année. Le troisième trimestre a montré qu'une fois les restrictions levées, l'activité redémarre fortement. Pendant ce temps, l'enjeu principal restera la préservation des bilans des agents économiques privés de façon à maintenir la capacité de rebond. Cela passera par le maintien de transferts importants. Aux États-Unis, la majorité démocrate au Congrès va permettre la mise en œuvre de nouvelles mesures de relance qui s'annoncent massives et la politique monétaire restera en appui. Dans ce contexte, les actifs risqués devraient continuer de surperformer les actifs sans risque. Si le resserrement déjà important des spreads sur les catégories les plus risquées de crédit est susceptible d'amener une performance proche du portage pour celles-ci, la prime de risque des marchés actions reste élevée et devrait leur permettre d'offrir de bonnes performances.

PIB en volume, base 100 au T4 2019



Source : Bloomberg

REPÈRES BOURSIERS

Indicateurs	31/12/2020	30/09/2020	Variation au T4 2020	Variation en 2020
CAC 40	5 551,4	4 803,4	15,6 %	- 7,1 %
Euro Stoxx	397,6	353,8	12,4 %	- 1,6 %
S&P 500 en euro	3 072,4	2 869,0	7,1 %	6,8 %
MSCI World en euro	528,6	482,1	9,6 %	5,0 %
Nikkei 225 en euro	216,3	187,4	15,4 %	11,6 %
Euro/dollar	1,22	1,17	4,2 %	8,9 %
Pétrole (baril Brent en dollar)	51,2	41,0	25,0 %	- 13,5 %
EONIA en %	- 0,50	- 0,49	↘	↘
Taux à 10 ans allemand	- 0,57	- 0,52	↘	↘

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. Les données chiffrées de cet article proviennent de Bloomberg et Factset en date du 27 janvier 2021

02. PATRIMOINE

VERS UN RETOUR DE L'ISF ?



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

L'épidémie de Covid-19 a provoqué une dégradation de l'environnement macroéconomique. La baisse des recettes fiscales et les mesures massives de soutien qui en résultent impactent très négativement les finances publiques.

Ainsi, les dépenses de l'État avaient été budgétées, dans la loi de finances pour 2020, à 400 milliards d'euros et les recettes à 307 milliards. Le déficit du budget de l'État aurait donc dû s'élever, en 2020, à 93 milliards. Après révision, il ressort des documents de la direction du Budget que le déficit 2020 devrait, en fait, être de 195 milliards en raison de la hausse des dépenses et de la baisse des recettes. L'impact de la pandémie sur le budget de l'État a donc été de 100 milliards en 2020. Il résulte du projet de loi de finances pour 2021 que le déficit pour cette année devrait s'élever à 153 milliards d'euros.

Face à ce dérapage de la situation budgétaire, certaines voix commencent à évoquer un relèvement de la fiscalité et notamment une contribution des plus fortunés ; contribution qui pourrait, par exemple, prendre la forme d'un retour de l'impôt sur la fortune.

Le gouvernement a écarté toute hausse de la fiscalité et réaffirme régulièrement par les voix de Bruno Le Maire et d'Olivier Dussopt, respectivement Ministre de l'Économie et des Finances et Ministre délégué chargé des Comptes publics, « la volonté du Gouvernement de baisser durablement les impôts pesant sur les ménages et les entreprises ». Leur objectif est le retour à la croissance économique et ils pointent l'effet contracyclique des hausses d'impôt.

Pour autant, il est à craindre que l'augmentation de la fiscalité, spécialement celle pesant sur les plus fortunés, constituera une piste proposée par certains une fois tournée la page de la crise sanitaire. L'amélioration de la situation des finances publiques et les moyens pour y parvenir constitueront, à n'en pas douter, un des thèmes des campagnes pour les élections présidentielles et législatives de l'an prochain. Dès lors faut-il craindre un retour de l'ISF ?

En premier lieu, soulignons que l'impôt sur la fortune n'a pas été supprimé en 2017 mais qu'il a été limité aux seuls actifs immobiliers. Cette réduction de l'assiette de l'impôt a eu pour effet d'entraîner une baisse de recettes de 3,5 milliards d'euros environ. En effet, les recettes de l'impôt sur la fortune étaient proches de 5 milliards d'euros en 2017, dernière année d'application de l'ISF, alors que les recettes de l'IFI en 2019 se sont élevées à 1,5 milliard d'euros.

Il apparaît donc qu'un retour de l'ISF dans sa version antérieure n'aurait que peu d'impact sur l'amélioration de la situation budgétaire puisque la perte de recettes liée à sa limitation aux seuls actifs immobiliers représente 1,1 % des recettes du budget de l'État.

À ceux qui pourraient être tentés de proposer plus globalement un alourdissement de la fiscalité du patrimoine, soulignons que la France se place déjà à la deuxième place parmi les 37 pays membres de l'Organisation de Coopération et de Développement Économique (OCDE) pour le ratio recettes fiscales sur Produit Intérieur Brut (PIB) et occupe également la deuxième place du classement pour le ratio d'impôts sur le patrimoine rapporté au PIB. Ces ratios étaient respectivement de 45,4 % et 4,0 % pour la France en 2019.

Ajoutons qu'un retour à une assiette plus large de l'impôt sur la fortune, ou plus globalement un alourdissement de la fiscalité du patrimoine, pourrait ne pas avoir l'effet escompté en matière de recettes fiscales. En effet, les derniers changements intervenus en matière de fiscalité du capital tendent à montrer que, pour obtenir une augmentation des recettes fiscales, il faille baisser la fiscalité et non l'augmenter.

Ainsi, France Stratégie dans un rapport publié en octobre 2020 relève que le passage de l'ISF à l'IFI a entraîné « une baisse du nombre d'expatriations et une hausse du nombre d'impatriations fiscales de ménages français fortunés ». Cette étude, basée sur les chiffres de la Direction Générale des Finances Publiques (DGFIP), relève notamment qu'en 2018 le nombre de retours de redevables de l'impôt sur la fortune excède le nombre de départs.

Souvenons-nous également que l'alourdissement de la fiscalité patrimoniale à partir de 2013 n'avait pas eu les effets escomptés en termes de recettes fiscales.

Dans son rapport d'octobre dernier, France Stratégie revient sur cette période et relève que la suppression du prélèvement libérateur sur les dividendes et leur imposition au barème de l'impôt sur le revenu par la loi de finances pour 2013 « aurait dû entraîner mécaniquement une augmentation des recettes fiscales de 400 millions d'euros à comportements inchangés » mais qu'elle s'est au contraire « probablement traduite par une perte de recettes fiscales du fait de la contraction d'assiette qu'elle a engendrée ».

Ce constat avait déjà été fait par Christian Eckert, Secrétaire d'État chargé du budget entre 2014 et 2017, qui avait déclaré 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 ».

Les changements dans la fiscalité du capital en France semblent donc illustrer parfaitement les conclusions des travaux de l'économiste Arthur Laffer qui montrent qu'au-delà d'un certain seuil de prélèvement fiscal toute nouvelle augmentation entraîne une baisse des recettes. Ces travaux sont parfois résumés par les formules « trop d'impôts tuent l'impôt » ou « les hauts taux tuent les totaux ».

En bonne logique, notre deuxième place dans le classement de l'OCDE et les impacts constatés des réformes de 2012 et 2017 devraient donc nous protéger d'un alourdissement de la fiscalité du patrimoine.



LES LEÇONS D'UNE PANDÉMIE

Avec André Comte-Sponville

Investir, c'est se projeter dans l'avenir. Or cet avenir a été bouleversé par la pandémie qui a marqué l'année 2020. Que penser de cet événement ? Que nous apprend-il sur l'époque que nous vivons ? C'est à ces questions qu'a répondu le philosophe **André Comte-Sponville** lors d'une conférence animée le 14 décembre 2020 par **Sophie de Nadaillac** et **François de Saint-Pierre**. Extraits résumés*.

André Comte-Sponville est l'un des philosophes français les plus lus et traduits dans le monde. Il se définit comme matérialiste (à la façon d'Épicure), rationaliste (à la façon de Spinoza) et humaniste (à la façon de Montaigne), mais aussi comme « athée non dogmatique ». Son livre le plus célèbre : *Petit traité des grandes vertus* (1995), auxquels s'ajoutent plus récemment *Le capitalisme est-il moral ?* (2004) et *Dictionnaire amoureux de Montaigne* (2020).

QUELLES LEÇONS FAUT-IL TIRER DE CETTE PANDÉMIE ?

Il faudrait plutôt parler des leçons d'une panique, car la peur a été disproportionnée par rapport à la dangerosité réelle de cette maladie. La peur de la pandémie a sans doute fait plus de ravages que la pandémie elle-même. De fait, la Covid-19 est d'une gravité relativement faible par rapport à d'autres maux. Son taux de létalité reste très bas, tandis que l'on compte chaque année en France 150 000 décès dus à un cancer et 225 000 nouveaux cas d'Alzheimer aux conséquences très lourdes. Pour autant, cette maladie constitue un problème important à l'échelle nationale et mondiale : si rien n'avait été fait, nous aurions eu environ 300 000 morts de la Covid-19 en France, ce qui n'était pas acceptable. Le choix du confinement n'est donc pas condamnable, mais ses conséquences et le cadre de pensée qui l'accompagne méritent d'être questionnés.

QUELS SUJETS DOIVENT JUSTEMENT ÊTRE QUESTIONNÉS ?

L'un des sujets préoccupants tient au fait que la situation pèse principalement sur les jeunes générations. Moi qui ai 68 ans, j'étais gêné que des mesures prises pour protéger les personnes de ma génération pèsent sur nos enfants. Ce sont eux qui devront rembourser les milliards que nous empruntons, et qui subiront la crise économique que nous avons engendrée. On a donné la priorité aux octogénaires, alors que dans le monde actuel, les plus vulnérables, ce sont les jeunes ! Ils peuvent craindre le chômage et devront faire face aux conséquences du réchauffement climatique. Cela m'effraie que l'on prenne des mesures au nom de la fraternité générationnelle en sacrifiant en réalité nos enfants. Il y a urgence à faire l'inverse pour donner à nos jeunes gens l'envie de vivre.

* Extraits choisis et résumés par Lazard Frères Gestion.

L'ÉTAT EST-IL ALLÉ TROP LOIN EN DÉCIDANT D'UN CONFINEMENT GÉNÉRALISÉ ?

Si j'avais été à la place d'Emmanuel Macron, j'aurais certainement dû faire les mêmes choix que lui. Car face à la panique de la population, la France serait devenue ingouvernable sans confinement, beaucoup auraient crié au scandale sanitaire. Ce qui m'a agacé en revanche, c'est que l'État décide de tout. Fallait-il fermer les jardins publics ? Fallait-il fixer un rayon d'un kilomètre pour les déplacements ? C'était humiliant, oppressant. En France, les gens attendent trop de l'État, et l'État s'accorde en conséquence trop de prérogatives. Dans les pays scandinaves, en Allemagne ou en Suisse, les libertés ont été davantage préservées pour des résultats globalement équivalents. Le second confinement, où les écoles sont restées ouvertes, s'est révélé tout aussi efficace que le premier. Ne critiquons pas inutilement le gouvernement, qui a cherché à faire de son mieux, mais cela montre effectivement que l'on est allé un peu trop loin lors du premier confinement.

FAUT-IL CONSIDÉRER QUE L'ON A DONNÉ TROP D'IMPORTANCE À LA SANTÉ ?

Nous sommes entrés dans une époque de « panmédicalisme » où la santé a été érigée en valeur suprême. Or ça n'a pas de sens, la santé n'est pas une valeur. La santé est un simple bien : c'est quelque chose que l'on peut désirer ou envier, au même titre que la richesse, mais ce n'est pas quelque chose d'estimable ou d'admirable comme le serait une valeur. C'est sans doute le plus grand des biens individuels, mais ce n'est pas le plus grand des biens collectifs : on ne peut pas soumettre toute la politique d'un pays au seul critère de la santé. Je préfère attraper la Covid dans une démocratie que ne pas l'attraper dans une dictature, car je mets la justice, l'amour et la liberté au-dessus de la santé. Soyons clairs : ne pas attraper la Covid n'est pas un but suffisant dans l'existence. On peut fonder une civilisation sur des valeurs de liberté ou d'amour, mais pas sur la santé.

FAUT-IL Y VOIR UNE FORME DE PRISE DE POUVOIR DES MÉDECINS, OU DE LA MÉDECINE ?

Thucydide dit : « tout être tente d'affirmer sa puissance ». Et les médecins, cette année, ont affirmé leur puissance. Depuis un an, on vit au rythme des décisions de l'État, avec contrôle policier, sous l'ordre des médecins. Nous ne sommes pas encore dans un « ordre médical », mais nous glissons sur une pente dangereuse. Je ne suis qu'un lanceur d'alerte, et cette alerte consiste à dire : « Attention, la santé n'est pas au-dessus de tout, et pas au-dessus de la liberté ! ». Il faut également avoir en tête que sacrifier l'activité économique au service de la santé n'est pas non plus un bon choix. La médecine a besoin d'une économie en bonne santé pour être financée et fonctionner correctement. Ce n'est pas en ruinant notre pays que l'on va sauver les hôpitaux.

D'OÙ VIENT DE NOS JOURS CETTE VOLONTÉ DE METTRE LA SANTÉ AVANT TOUTE CHOSE ?

Cela vient du fait que l'on prend la mort au sérieux. On considère de nos jours qu'après cela, il n'y a plus rien. Lors des siècles précédents, notamment à l'époque de Montaigne où sévissait la peste noire, on voyait une vie après la mort. Il était donc « moins grave » de mourir, puisqu'il était question de vivre quelque chose de bien plus important après. De nos jours, nous n'acceptons plus d'être mortels. Moins on croit au Salut, plus on donne d'importance à la santé. On peut y voir un effet de la déchristianisation. N'oublions pas également que l'on est dans une société vieillissante. Cela donne à la santé une place très importante, selon moi très exagérée.

QUE PEUT-ON ESPÉRER POUR 2021, OUTRE UNE VACCINATION EFFICACE ET UN RETOUR À LA NORMALE ?

Je souhaite des débats politiques hors de la haine et hors de l'émotion, qui ont été fortes et recherchées cette année en attisant la passion et la colère. On ne peut pas réfléchir dans ces conditions. Il faut prendre du recul. C'est sans doute trop demander, mais il faut désormais espérer un peu de bienveillance collective.

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.

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

Illustration : Stéphane Manel — Crédit photos : Florian Kleinfenn, Istock — TERRE DE SIENNE

Suivez les experts de Lazard Frères Gestion sur [LinkedIn](#), sur [twitter](#) et sur notre blog :

www.lazardfreresgestion-tribune.fr