

GESTION PRIVÉE

1^{er} trimestre 2023 – Rédigée en date du 18 janvier 2023

Nymphes de la Prairie, ou Les Trois Nymphes, est une sculpture d'Aristide Maillol exposée pour la première fois à l'Exposition Universelle de 1937 à Paris. L'œuvre, réalisée au sommet de la production artistique du sculpteur, incarne les traits caractéristiques du maître et force l'admiration par les gestes plaisants et délicats des Grâces empruntées à la mythologie classique.

La sculpture a été restaurée cet hiver par les artisans de la Fonderie Emile Godard grâce au soutien de la Fondation Lazard Frères Gestion - Institut de France. Elle réintégrera prochainement les espaces du Musée Maillol où le grand public pourra la découvrir ou la redécouvrir.



Nymphes de la Prairie ou Les Trois Nymphes, 1930-38

Bronze, 160 x 144 x 80 cm

Paris, Fondation Dina Vierny - Musée Maillol

Crédit photographique : Jean-Louis Losi / Fondation Dina Vierny - Musée Maillol

ÉCONOMIE

Le dernier trimestre a été marqué par un rebond des marchés actions, soutenu par une modération des perspectives d'inflation. Pour autant, la Fed et la BCE ont clairement annoncé leur intention de poursuivre la remontée de leurs taux directeurs, laissant planer le risque d'une récession.

p.2

PATRIMOINE

France Stratégie a publié, en octobre dernier, certaines données actualisées relatives à la fiscalité du capital en France. L'organisme relève notamment que les prélèvements sur le capital demeurent élevés face à la moyenne européenne.

p.3

ENTRE NOUS

Lazard Frères Gestion a reçu en novembre Paul du Saillant, Directeur général délégué d'EssilorLuxottica. L'occasion de revenir sur l'histoire de l'entreprise, sa stratégie et ses actuelles innovations.

p.4

Le ralentissement de l'inflation aux États-Unis et en Europe a soutenu les marchés actions au quatrième trimestre, amenant les investisseurs à anticiper une inflexion des politiques monétaires. A contrario, les banquiers centraux ont annoncé une poursuite des hausses de taux et leur maintien à des niveaux élevés pendant une période prolongée. Les anticipations de marché se sont ajustées au discours plus dur de la BCE, mais pas à celui de la Fed, provoquant une tension des taux d'intérêt plus forte en Europe qu'aux États-Unis. La politique monétaire plus agressive de la BCE et la bonne résistance de l'économie européenne ont soutenu l'euro. Quelles sont désormais les perspectives pour l'économie et les marchés en 2023 ?

RALENTISSEMENT DE L'INFLATION AUX ÉTATS-UNIS ET EN EUROPE

Les chiffres de croissance du troisième trimestre montrent un ralentissement de l'activité dans les principaux pays européens, à l'exception de l'Allemagne. Le PIB s'est même contracté au Royaume-Uni. Dans la zone euro, la croissance a ralenti à +1,3% en rythme annualisé. A contrario, la croissance a rebondi à +3,2% en rythme annualisé aux États-Unis et a atteint +3,9% sur un an en Chine. Les statistiques du quatrième trimestre indiquent une poursuite du ralentissement économique dans la zone euro, mais à un rythme plus modéré qu'anticipé, le risque d'une crise énergétique dès cet hiver s'étant dissipé. Les signaux relatifs à la croissance américaine sont ambigus, tandis que la croissance chinoise marque le pas, les restrictions ayant été renforcées avant que la politique du zéro-Covid ne soit abandonnée en décembre. En Europe et aux États-Unis, le marché du travail reste très tendu avec des taux de chômage historiquement bas, respectivement de 6,5% et 3,5%. L'inflation se modère mais demeure élevée, se situant à +9,2% sur un an dans la zone euro et +6,5% sur un an aux États-Unis.

FORTE HAUSSE DES MARCHÉS ACTIONS

Les marchés actions ont fortement rebondi au quatrième trimestre, comblant une partie des pertes enregistrées lors des trois trimestres précédents. Ce rebond s'est essentiellement opéré aux mois d'octobre et de novembre, les investisseurs anticipant une inflexion des politiques monétaires et un rebond de la croissance chinoise. Ce mouvement s'est néanmoins inversé en décembre, à la suite du discours très dur de la BCE. Sur l'ensemble du quatrième trimestre, l'Euro Stoxx en euros a augmenté de +12,4%, le S&P 500 en dollars de +7,1%, le Topix en yen de +3,0% et l'indice MSCI des actions émergentes en dollars de +9,2%.

APPRÉCIATION DE L'EURO

L'apaisement des craintes de récession en Europe et la politique monétaire plus agressive de la BCE ont soutenu la monnaie européenne. Après avoir chuté sous la parité avec le dollar, l'euro a rebondi de +9,2% au quatrième trimestre pour s'établir à 1,07 dollar fin décembre.

REPÈRES BOURSIERS

Indicateurs	31/12/2022	Variation au T4 2022	Variation en 2022
CAC 40	6 474	12,3 %	- 9,5 %
Eurostoxx	410	12,4 %	- 14,4 %
S&P 500 (converti en euros)	3 585	- 2,1 %	- 14,4 %
MSCI World All countries (en euros)	565	0,0 %	- 14,7 %
Nikkei 225 (converti en euros)	186	1,6 %	- 15,8 %
Euro/dollar	1,07	9,2 %	- 5,8 %
Pétrole (Brent en euros)	79	- 9,8 %	16,6 %
€STR	1,89 %	➔	➔
Bund 10 ans allemand	2,57 %	➔	➔

RESSERREMENT DES POLITIQUES MONÉTAIRES

Aux États-Unis, la Fed a augmenté son taux directeur de +75 points de base en octobre et de +50 points de base en décembre, le portant à 4,25%-4,50%. Les membres de la Fed anticipent désormais un taux directeur situé entre 5,00% et 5,25% en fin d'année 2023. En Europe, la BCE a augmenté ses taux directeurs de +75 points de base en novembre et de +50 points de base en décembre, portant le taux de dépôt à 2,00%. Le discours de décembre de Christine Lagarde était très

ferme, promettant encore plusieurs hausses de taux significatives en 2023. Les anticipations de marché se sont ajustées au discours plus dur de la BCE, mais pas à celui de la Fed. Dans ce contexte, les taux longs se sont fortement tendus en Europe, le taux à 10 ans de l'État allemand passant de 2,11% à 2,57% au quatrième trimestre. Les taux longs américains sont quant à eux restés relativement stables, le taux à 10 ans du Trésor passant de 3,83% à 3,87%.

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES : UN ENVIRONNEMENT DÉFAVORABLE, MAIS DES OPPORTUNITÉS

Le passage du pic d'inflation ne signifie pas que le problème de l'inflation est résolu. Tant que les salaires ne ralentiront pas significativement, ou que les conditions d'un ralentissement de ceux-ci ne seront pas réunies, les banques centrales ne seront pas convaincues que la bataille contre l'inflation est gagnée. Or, il est difficile de réduire significativement les tensions du marché du travail sans récession. Les banques centrales devraient donc maintenir ou renforcer le biais très restrictif à leur politique monétaire pour ralentir l'activité, rendant très probable une récession dans les pays occidentaux à l'horizon d'un an. Cet environnement est défavorable pour la plupart des classes d'actifs. Toutefois, du fait de la hausse des taux et de l'écartement des spreads, les obligations offrent maintenant des niveaux de rendement attractifs. Sur le crédit,

compte tenu du risque de hausse des taux et d'écartement supplémentaire des spreads*, un investissement progressif durant l'année à venir semble pertinent. Si l'on ne peut exclure des bonnes surprises sur les résultats d'entreprises des prochains mois, compte tenu de la bonne résistance de l'économie, les marchés actions nous semblent rester sous la menace d'un durcissement supplémentaire des conditions financières et d'une récession. Outre le fait que les points bas sont généralement atteints après l'entrée en récession, les niveaux de valorisation ne sont pas particulièrement bon marché. La patience reste de mise.

*Spreads : « écarts de taux » ou « surplus de rendement » qu'offrent les titres obligataires en fonction de leur niveau de risque (par rapport aux emprunts les moins risqués).

Inflation sur un an aux États-Unis et dans la zone euro



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 de cet article proviennent de Bloomberg et FactSet en date du 31 décembre 2022.

RAPPORTS DE FRANCE STRATÉGIE SUR LES EFFETS DE LA RÉFORME DE LA FISCALITÉ DU CAPITAL



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

La réforme de la fiscalité du capital, votée en 2017, a instauré une imposition forfaitaire à 30 % des revenus financiers et des plus-values financières (flat-tax) et a remplacé l'ISF par l'IFI. Pour mesurer l'impact de ces changements, un comité d'évaluation a été mis en place en 2018 sous l'égide de France Stratégie, organisme ayant notamment pour mission d'évaluer les politiques publiques.

Les travaux du comité d'évaluation des réformes de la fiscalité du capital ont été rendus public dans trois rapports publiés en 2019, 2020 et 2021. En 2022, le comité n'a pas publié de nouveau rapport. En revanche, France Stratégie a publié, en octobre dernier, certaines données actualisées relatives à la fiscalité du capital en France et sur le positionnement du pays au sein de l'Union européenne.

Il résulte de ces publications que les dividendes déclarés à l'impôt sur le revenu au titre de l'année 2020 se sont élevés à 23,6 milliards d'euros, un montant proche de ceux déclarés aux titres des années 2019 et 2018 (respectivement 24,2 et 23,2 milliards) et en hausse de 65 % par rapport aux montants déclarés avant l'instauration de la flat-tax (14,3 milliards en 2017, 14,4 milliards en 2016).

Le comité souligne que cette augmentation du montant des dividendes déclarés à l'impôt sur le revenu ne s'est pas accompagnée d'une baisse des autres revenus déclarés par les ménages concernés. Le comité relève donc que les personnes qui peuvent choisir leur forme de rémunération (dirigeant de PME, professions libérales) ont augmenté leurs dividendes sans réduire corrélativement leurs revenus d'activité. Les craintes exprimées par certains que l'allègement de la fiscalité des dividendes puisse entraîner des arbitrages entre revenus d'activité et dividendes n'ont donc pas été vérifiées.

S'agissant des expatriations, le comité relève que depuis le passage de l'ISF à l'IFI, « on observe une baisse du nombre d'expatriations et une hausse du nombre d'impatriations de ménages soumis à l'imposition sur le patrimoine, si bien que depuis 2018 le nombre de retours de foyers taxables à l'IFI dépasse le nombre de départs (380 versus 220 en 2020) alors qu'on constatait l'inverse pour les flux de contribuables soumis à l'ISF (470 retours versus 1 020 départs en 2016) ».

Concernant le positionnement international de la France en matière de fiscalité du capital, le comité relève que les prélèvements sur le capital demeurent élevés en France. En effet, le taux des prélèvements sur le capital dans le PIB est de 10,7 % en 2020, soit 2,5 points de plus que la moyenne de la zone euro. Le comité souligne que « les prélèvements sur le capital en France exprimés en pourcentage du PIB s'établissent en 2020 au même niveau qu'en 2017, le dynamisme des assiettes taxées compensant les baisses de taux d'imposition ».

Un nouveau rapport du comité d'évaluation de la réforme de la fiscalité du patrimoine devrait être publié en octobre 2023. Gageons qu'il confirmera les données publiées en 2022 et qu'il constituera un argument pour ne pas alourdir la fiscalité du patrimoine dans les années à venir.

Il devrait même, en bonne logique, inciter à une poursuite de la baisse de la fiscalité du patrimoine puisqu'une baisse des taux a conduit à une augmentation d'assiette et de recettes.

À cet égard, la fiscalité du patrimoine illustre parfaitement les travaux de l'économiste Arthur Laffer qui montrent qu'au-delà d'un certain seuil de prélèvement fiscal, toute nouvelle augmentation d'impôt 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 ».

Rappelons à cet égard que si la réforme de la fiscalité du patrimoine de 2017 a été favorable en matière de recettes fiscales, celle de 2012, qui avait notamment supprimé le prélèvement libératoire sur les revenus financiers, avait eu un effet inverse.

En effet, France Stratégie, dans son rapport publié en octobre 2020, indiquait que la suppression du prélèvement libératoire 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 le 11 décembre 2014 devant le Sénat : « 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 ».

S'agissant du nombre de délocalisations de redevables de l'impôt sur la fortune, impôt qui avait été alourdi en 2012, France Stratégie souligne, sur la base des chiffres de la Direction Générale des Finances Publiques, qu'une forte augmentation avait été observée entre 2011 et 2013, passant de moins de 600 en 2011 à 1 200 en 2013.

Souhaitons donc que les enseignements des réformes de 2012 et 2017 soient présents à l'esprit du législateur, notamment au moment où il reverra la fiscalité des transmissions.

En effet, un élargissement et une augmentation des abattements sur les donations et les successions avaient été évoqués lors de la campagne présidentielle et devraient être mis en œuvre au cours de cette législature.

Il nous semble que l'expérience de la réforme de 2017 et le contre-exemple de celle de 2012 devraient constituer une incitation à aller plus loin. Par exemple, la création d'une réduction de droits sur les donations constituerait un encouragement à donner davantage et pourrait par conséquent avoir un impact positif sur les recettes fiscales.

Une telle mesure irait au surplus dans le sens d'une recommandation de l'OCDE qui indique, dans un rapport de 2021 relatif à l'impôt sur les successions dans les pays membres de l'Organisation, que « les donations aux jeunes générations pourraient bénéficier d'un traitement fiscal plus favorable afin d'encourager les transmissions de patrimoine anticipées et de réduire les inégalités intergénérationnelles découlant de la concentration du patrimoine entre les ménages les plus âgés ».



ESSILORLUXOTTICA : L'INNOVATION AU SERVICE DE LA VISION

Le 15 novembre 2022, Lazard Frères Gestion recevait Paul du Saillant, Directeur général délégué d'EssilorLuxottica. L'occasion de revenir sur l'histoire de l'entreprise, sa stratégie et ses actuelles innovations.

Tout commence en 1849. Treize ouvriers lunetiers parisiens s'associent alors pour fonder la « Société des Lunetiers ». Abrégée « SL », l'entreprise joue sur les sonorités en prenant quelques années plus tard le nom d'« Essel », désormais préfixe d'EssilorLuxottica.

En près de 175 ans, la coopérative a bien grandi. Les treize lunetiers de 1849 ont laissé place à une multinationale de plus de 180 000 salariés, valorisée 75 milliards d'euros en bourse fin 2022. Au point de constituer la huitième plus grande capitalisation d'Euronext Paris.

UNE HISTOIRE DE FUSIONS

Cette croissance, la société la doit en partie à ses nombreuses fusions et acquisitions. La fusion d'égal à égal entre Essilor et Luxottica en 2018 n'est ni la première, ni la dernière opération de « croissance externe » ayant marqué l'histoire du groupe. EssilorLuxottica a d'ailleurs déjà réalisé une nouvelle opération majeure en 2021 avec l'acquisition, pour 7 milliards d'euros, de GrandVision, réseau d'opticiens rassemblant 39 000 collaborateurs (Générale d'Optique, Grand Optical, Solaris...). Avant cela, rappelons qu'Essilor était elle-même issue de la fusion en 1972 d'Essel et de Silor, chacune pionnière en matière d'optique dans l'Hexagone. Sans parler de l'acquisition majeure de Ray-Ban par Luxottica en 1999.

En parallèle de ces opérations stratégiques, l'ensemble du secteur de l'optique a connu une solide croissance depuis plus d'un siècle, portée par les tendances démographiques et les progrès de la médecine. Une situation toujours d'actualité : « De nos jours, 4,5 milliards de personnes dans le monde doivent corriger leur vision, parmi lesquelles 2,7 milliards ne le font pas », explique Paul du Saillant. Le potentiel de développement du secteur reste donc considérable. D'autant plus que selon le groupe, 50 % de la population mondiale souffrira de myopie en 2050 et 40 % de presbytie.

NOUVELLES INNOVATIONS

Face à cet enjeu, l'une des forces du groupe réside dans sa capacité d'innovation. Celle-ci est ancrée de longue date dans l'ADN de la société. Dès 1959, Essel avait mis au point les premiers verres progressifs de la marque Varilux. À la même époque, Silor (alors dénommée Lissac) avait développé les premiers verres correctifs en matière plastique. De nos jours, le département de recherche et développement de l'entreprise continue de travailler sur de nouvelles technologies, notamment avec la récente élaboration des verres « Stellest », permettant de réduire la dégradation de la myopie chez l'enfant. Dans un style plus futuriste, la société

développe également des projets dans le « smart eyewear » pour créer des montures capables de prendre des photographies ou d'afficher des messages dans le champ de vision de l'utilisateur.

L'activité du groupe se trouve ainsi au carrefour du médical et de la technologie, ce qui en fait un groupe de « medtech ». « Trois quarts du groupe est medtech, un quart est dédié aux lunettes de soleil », souligne Paul du Saillant. La branche « lunettes de soleil » correspond aux activités de Luxottica, dont le portefeuille de marques comporte de prestigieuses signatures : Bulgari, Armani, Ray-Ban ou encore Dolce & Gabbana. À celles-ci s'ajoutent certaines marques distribuées par GrandVision. « Il était devenu évident qu'il fallait mettre les verres et les montures ensemble », résume Paul du Saillant, faisant ici allusion au bien-fondé des récentes opérations de fusion.

UN MODÈLE « OUVERT » ATYPIQUE

Tout en étant désormais un groupe présent sur l'ensemble de la chaîne de valeur (verres, montures et réseau d'opticiens), EssilorLuxottica fonctionne selon un modèle ouvert en interaction constante avec ses concurrents. Ainsi, GrandVision ne distribue pas uniquement des montures Luxottica et des verres Essilor. De même, les montures Luxottica sont distribuées en dehors du réseau GrandVision et les verres Essilor peuvent être intégrés à des montures n'étant ni conçues par Luxottica, ni vendues par GrandVision. « Au sein de notre secteur, nous sommes le seul groupe mondial à la fois acteur du marché, client et fournisseur de ses concurrents » résume Paul du Saillant.

Pour EssilorLuxottica, le relai de croissance le plus important est désormais le développement de l'ensemble de son secteur, plus que le gain de nouvelles parts de marché.

Dernier aspect atypique du groupe : malgré leur fusion, Essilor et Luxottica conservent leurs spécificités. « Les deux identités de l'entreprise ne se sont pas effacées, chacune garde une certaine indépendance. C'est une bonne chose et cela est normal lorsque l'on considère tout l'historique qui existe de part et d'autre ». Paul du Saillant insiste néanmoins sur l'unité du groupe : « Désormais, Essilor et Luxottica n'existent pas l'une sans l'autre ». La brève crise de gouvernance survenue en 2019 fait donc bel et bien partie du passé.

DES RÉSULTATS AU RENDEZ-VOUS

La stratégie du groupe s'est traduite, au cours des dernières années, par de solides résultats financiers. En 2021, EssilorLuxottica a réalisé un chiffre d'affaires pro forma consolidé record de 21,5 milliards d'euros, que le groupe espère voir croître à un rythme d'environ 5 % par an jusqu'en 2026. Le résultat net 2021 a quant à lui atteint 2,3 milliards d'euros, correspondant à une marge nette ajustée de plus de 10 %. Toutes les données tiennent compte de l'intégration de GrandVision. À titre de comparaison, avant les récentes opérations de fusion, Essilor avait enregistré en 2017 un chiffre d'affaires de 7,5 milliards d'euros pour un résultat net ajusté de 833 millions d'euros. Nul doute, donc, qu'EssilorLuxottica est désormais entrée dans une autre dimension.



LAZARD
FRÈRES GESTION
Gestion Privée

Votre application mobile Lazard Frères Gestion évolue !

Téléchargez dès maintenant la nouvelle version de l'application mobile pour profiter des dernières fonctionnalités comme la biométrie et visualisez en un coup d'œil les informations liées à vos comptes et contrats.

Flashez-moi pour découvrir l'application en image

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 : couverture : Jean-Louis Losi / Fondation Dina Vierny - Musée Maillol, Istock - TERRE DE SIENNE

PARIS

25, rue de Courcelles,
75008 Paris
+33 (0)1 44 13 04 61

BORDEAUX

8, rue du Château Trompette
33000 Bordeaux
+33 (0)5 56 44 30 00

LYON

29, place Bellecour
69002 Lyon
+33 (0)4 72 69 95 80

NANTES

4, rue Racine
44000 Nantes
+33 (0)2 28 08 28 78

Suivez les experts de Lazard Frères Gestion

sur [LinkedIn](#), sur [twitter](#) et sur notre blog :

www.lazardfreresgestion-tribune.fr