

GESTION PRIVÉE

1^{er} trimestre 2020 – Rédigée en date du 31/01/2020

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



© Marc Domage

Jérôme Zonder
Caroline, 2018

Poudre de fusain et poudre de graphite sur papiers découpés et tissus sur toile
150 x 150 cm

Courtesy de l'artiste et Galerie Nathalie Obadia, Paris/Bruxelles

ÉCONOMIE

Les signes de redémarrage de la croissance mondiale ainsi que la réduction des incertitudes concernant la guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis et le Brexit ont entraîné une forte hausse des marchés actions, une tension des taux d'intérêt et une appréciation de l'euro par rapport à certaines monnaies refuges. Si le redémarrage progressif de la croissance se confirme, les questions de la durée de cette nouvelle phase d'expansion et du potentiel de hausse des marchés se posent.

p.2

PATRIMOINE

Acquérir un bien immobilier de jouissance peut se faire de différentes façons. Les choix qui s'offrent au particulier d'interposer ou non une société, de payer comptant ou de recourir à un crédit bancaire, d'associer ses enfants à l'acquisition ou de reporter la transmission seront opérés en fonction de ses objectifs et l'usage qu'il fera de son bien. La fiscalité applicable dépendra des stratégies ainsi mises en œuvre.

p.3

ENTRE NOUS

« Insensé (e) » : qui n'est pas conforme au bon sens, écrit le Littré. C'est assurément le qualificatif parfait pour la politique monétaire de la BCE qui a installé son taux référence en territoire négatif depuis le 10 septembre 2014... Cinq ans déjà ! Ces taux d'intérêt négatifs constituent-ils un remède pire que le mal ?

p.4

DÉBUT D'AMÉLIORATION DU SECTEUR MANUFACTURIER

La faiblesse du secteur manufacturier a été un frein important à la croissance mondiale depuis un an et demi, dans un contexte d'escalade des tensions commerciales et d'incertitudes autour du Brexit. Les enquêtes de confiance font toutefois état d'une amélioration depuis l'été. En effet, le PMI⁽¹⁾ global est repassé en territoire d'amélioration pour s'établir à 50,1 en décembre contre 49,3 à son point bas de juillet (cf. graphique). Si la dégradation de l'ISM⁽¹⁾ manufacturier aux États-Unis montre que le mouvement n'est pas totalement enclenché, la croissance américaine reste bonne, à +2,1 % au quatrième trimestre. La bonne tenue du marché du travail soutient la consommation et l'investissement résidentiel rebondit. Dans la zone euro, la croissance reste faible, le PIB progressant de 0,4 % au quatrième trimestre. D'autre part, en Chine et dans les autres pays émergents, la croissance se stabilise et les enquêtes de confiance s'améliorent.

FORTE HAUSSE DES MARCHÉS ACTIONS



Les marchés actions ont enregistré une excellente performance au quatrième trimestre, portés par les signes de redémarrage de la croissance mondiale et la réduction des incertitudes relatives à la guerre commerciale et au Brexit. La Chine et les États-Unis sont finalement parvenus à un accord partiel et les Conservateurs britanniques ont remporté une majorité confortable aux élections législatives, permettant l'approbation de l'accord de retrait négocié par Boris Johnson. Dans leur devise et dividendes réinvestis, le S&P 500 a progressé de 9,1 %, l'Euro Stoxx de 5,5 %, le Topix de 8,6 % et l'indice MSCI des actions émergentes en dollar de 11,8 % sur le trimestre.

(1) L'ISM, aussi appelé indice PMI, est un indicateur de confiance qui synthétise 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 services). Publié chaque mois par l'Institute for Supply Management, cet indice est séparé en deux grandes familles : l'ISM manufacturier, reflétant la santé du secteur aux États-Unis, et l'ISM services, plus spécifique aux activités tertiaires.

(2) FOMC : Le Federal Open Market Committee (Comité fédéral d'open market en français) est un organe de la Fed chargé du contrôle de toutes les opérations d'open market (achat et vente de titres d'État notamment) aux États-Unis.

FIN DES BAISSSES DE TAUX DE PRÉCAUTION AUX ÉTATS-UNIS

La diminution de l'aversion pour le risque s'est traduite par une remontée des taux souverains. Le taux à 10 ans allemand s'est tendu de 39 points de base, à -0,18 %, et le taux à 10 ans du Trésor américain de 25 points de base, à 1,92 %. Après trois baisses de taux consécutives, la Réserve Fédérale a laissé sa cible de taux d'intérêt inchangée, à 1,50 %-1,75 % en décembre. Cela n'était pas une surprise dans la mesure où elle avait indiqué, lors de sa précédente réunion d'octobre, que les taux d'intérêt étaient désormais à un niveau approprié. Les nouvelles prévisions des membres du FOMC⁽²⁾ n'indiquent aucun mouvement de taux en 2020 et une hausse chaque année en 2021 et en 2022. Pour sa première conférence de presse à la tête de la BCE, Christine Lagarde s'est inscrite dans la continuité de Mario Draghi, tout du moins sur le fond. Sur la forme, la nouvelle Présidente a joué la carte de l'apaisement à l'égard du Conseil des gouverneurs, suggérant une approche plus collégiale à l'avenir.

APPRÉCIATION DE L'EURO FACE AUX MONNAIES REFUGES

Avec le retour de l'appétit pour le risque, l'euro s'est apprécié par rapport à certaines monnaies refuges comme le dollar américain (+2,9 %) et le yen (+3,4 %). En revanche, pondéré des échanges commerciaux, l'euro est globalement stable au quatrième trimestre. L'appréciation de l'euro face au dollar et au yen a été contrebalancée par sa dépréciation par rapport à la livre sterling (-4,6 %), la devise britannique profitant de la perspective d'un Brexit avec accord.

PERSPECTIVES 2020 : POURSUITE DE L'EXPANSION ET BONNES PERFORMANCES DES ACTIFS RISQUÉS

L'accord commercial entre la Chine et les États-Unis, même s'il convient de rester attentif à sa mise en œuvre, devrait contribuer à une poursuite de l'amélioration de la conjoncture dans le secteur manufacturier, principale zone de faiblesse de l'économie mondiale. En parallèle, la demande finale devrait se maintenir à un bon niveau grâce à des fondamentaux bien orientés. Cela permettra certainement une amélioration de la croissance dans les prochains mois, d'autant que l'assouplissement monétaire des banques centrales apportera un soutien supplémentaire. Si le redémarrage progressif de la croissance se confirme, la question de la durée de cette nouvelle phase d'expansion, la plus longue de l'histoire des États-Unis, se pose. La réponse est sans doute à chercher du côté de la politique monétaire américaine. Tant que l'inflation n'appelle pas de reprise des hausses de taux, comme aujourd'hui, une dynamique récessionniste a peu de chances de se déclencher. Ainsi, l'expansion actuelle pourrait encore durer dix-huit à vingt-quatre mois, voire plus.

Ce scénario de reprise progressive de la croissance et la volonté de patience des banques centrales constituent un environnement favorable aux actifs risqués. Après les très bonnes performances de l'année 2019, celles-ci devraient être bonnes mais plus mesurées, compte tenu des niveaux de valorisation atteints. Le contexte actuel pourrait néanmoins générer, de nouveau, une certaine euphorie chez les investisseurs. Dans les années 1990, les baisses préventives avaient contribué à l'envolée des actions, en donnant l'impression d'une Fed toujours présente pour les soutenir.

PMI manufacturier global



Source : JP Morgan

REPÈRES BOURSIERS

Indicateurs	30/09/2019	31/12/2019	Variation au T4 2019	Variation en 2019
CAC 40	5 677,79	5 978,06	5,3 %	26,4 %
Euro Stoxx	384,20	403,94	5,1 %	23,0 %
S&P 500 en euro	2 730,20	2 877,18	5,4 %	31,4 %
MSCI World en euro	477,53	503,38	5,4 %	26,5 %
Nikkei 225 en euro	184,50	193,79	5,0 %	22,3 %
Euro/dollar	1,09	1,12	2,9 %	-2,2 %
Pétrole (baril Brent en dollar)	59,85	59,15	-1,2 %	11,2 %
EONIA en %	-0,45	-0,45	→	→
Taux à 10 ans allemand	-0,57	-0,19	→	→

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.

**Sources : Les données chiffrées de cet article proviennent de Bloomberg et Facset en date du 17 janvier 2020

STRATÉGIES D'ACQUISITION D'UN BIEN IMMOBILIER DE JOUISSANCE



Karine Lecocq,
Ingénierie patrimoniale

Acquérir un bien immobilier de jouissance peut se faire de différentes façons. Les choix qui s'offrent au particulier d'interposer ou non une société, de payer comptant ou de recourir à un crédit bancaire, d'associer ses enfants à l'acquisition ou de reporter la transmission seront opérés en fonction de ses objectifs et l'usage qu'il fera de son bien immobilier. La fiscalité applicable dépendra des stratégies ainsi mises en œuvre.

SI LE PARTICULIER
ACQUIERT SON BIEN
AU TRAVERS D'UNE SOCIÉTÉ
SOUmise À L'IMPÔT
SUR LES SOCIÉTÉS (IS),
IL NE POURRA L'OCCUPER
QUE MOYENNANT
PAIEMENT D'UN LOYER
DE MARCHÉ.

Le bien immobilier de jouissance est celui occupé à titre de résidence principale ou secondaire, qu'il soit détenu en direct par son propriétaire ou au travers d'une société. S'il s'agit d'une société civile soumise au régime des sociétés de personnes (imposée à l'IR au niveau de ses associés), les règles d'imposition liées à son utilisation et sa revente seront sensiblement les mêmes qu'une détention en direct, hormis celles sur l'IFI.

OCCUPATION DU BIEN ET REVENTE

Tout contribuable peut occuper gracieusement son bien sans avoir à verser un loyer, y compris s'il le détient au travers d'une société civile à l'IR, dès lors que les statuts le prévoient expressément.

En cas de revente de la résidence principale, la plus-value immobilière est exonérée si le bien est occupé à ce titre par son propriétaire ou l'associé de la société civile dont le bien a été mis à sa disposition. À cet égard, il n'est pas toujours judicieux d'associer ses enfants à l'achat de sa résidence principale ou à terme de leur transmettre car seuls ceux qui occupent le bien à titre de résidence principale au moment de la cession sont exonérés. Ainsi, les enfants qui ne vivraient plus avec leurs parents au jour de la vente pourraient être imposés sur leur propre quote-part de plus-values.

La plus-value liée à la cession de la résidence secondaire, détenue directement ou via une société civile à l'IR, est soumise aux règles des plus-values immobilières des particuliers, susceptible de bénéficier d'abattements pour durée de détention après la 5^e année, permettant une exonération d'IR au-delà de 22 ans et de prélèvements sociaux après 30 ans de détention.

À l'inverse, si le particulier acquiert son bien au travers d'une société soumise à l'impôt sur les sociétés (IS), il ne pourra l'occuper que moyennant paiement d'un loyer de marché. En effet, d'une part, ce mode de détention ne permet pas à l'associé de jouir du bien gracieusement car la société à l'IS gère son patrimoine propre, qui ne se confond pas avec celui des associés. Elle doit l'employer dans une recherche de profit. À cet égard, l'absence de loyer, ou un loyer faible selon les pratiques de marché, pourrait constituer un acte anormal de gestion pour la société et un abus de bien social pour les actionnaires occupants.

D'autre part, la revente du bien par la société à l'IS ne bénéficie pas du régime des plus-values immobilières des particuliers. Les plus-values sont réintégrées, sans abattement, dans le bénéfice imposable à l'IS. La plus-value immobilière est alors déterminée par différence entre le prix de cession du bien et sa valeur nette comptable (prix d'acquisition déduction faite des amortissements pratiqués). Ainsi, la plus-value fiscale du bien ne cesse de croître avec les amortissements pratiqués.

Compte tenu de ces contraintes importantes, le choix d'utiliser une société à l'IS pour acquérir un bien de jouissance nous semble devoir être évité.

Le recours à une société civile à l'IR présente l'avantage d'être fiscalement neutre pour son associé, occupant gracieux, par rapport à une acquisition en direct, hormis le sujet IFI développé *infra*. Ce mode de détention permet également d'associer ses enfants tout en conservant un contrôle sur l'organisation de la gestion, aménagée selon une rédaction *ad hoc* des statuts. L'achat du bien peut être réalisé au moyen de capitaux démembrés, apportés à la société, ou les parts de la société peuvent elles-mêmes faire l'objet d'une donation en pleine ou en nue-propiété.

Précisons toutefois que si, à terme, le bien était mis en location, il conviendrait de se limiter à la location nue. En effet, si la société civile à l'IR, ayant une activité civile par nature, donnait ses biens en location meublée, même occasionnellement, elle se livrerait à une activité commerciale susceptible de la soumettre de plein droit à l'IS. Dans ce contexte, un achat de



résidence secondaire en vue d'une jouissance familiale, combinée à sa mise en location meublée saisonnière, devrait être réalisé en direct par le contribuable et non au travers d'une société.

Le sujet de l'immobilier patrimonial de rapport, consistant à acheter de l'immobilier en vue de sa mise en location nue ou meublée, fera l'objet d'une autre étude dans un prochain numéro de cette *Lettre*.

IMPÔT SUR LA FORTUNE IMMOBILIÈRE

En matière d'IFI, les biens de jouissance non liés à une activité professionnelle détenus en direct sont imposables nets des crédits bancaires liés à leur acquisition et d'un abattement de 30 % sur la valeur de la résidence principale. Toutefois, la dette déductible liée à la résidence principale ne peut excéder la valeur imposable du bien après abattement de 30 %. Par ailleurs, si le total des dettes contractées en direct par le contribuable excède 60 % de son patrimoine brut lui-même supérieur à 5 millions d'euros, la quote-part de dette supérieure à ce seuil est rabotée de 50 %, sauf à démontrer des objectifs non principalement fiscaux.

Lorsque ce même type de bien est détenu via une société (IR ou IS), la méthode de calcul de la base taxable à l'IFI diffère car c'est la fraction des titres de la société représentative des actifs immobiliers imposables à l'IFI qui est déclarée et non le bien lui-même. La fraction imposable des titres est déterminée en appliquant un coefficient immobilier comme suit :

$$\frac{\text{Valeur des actifs immobiliers imposables}}{\text{Actif brut de la société}} \times \text{Valeur des titres}$$

Coefficient

Contrairement à la résidence principale détenue en direct, il n'existe pas d'abattement de 30 % pour le bien détenu par une société et occupé à ce titre par ses associés. À cet égard, il est plus avantageux d'acquérir sa résidence principale en direct.

TAUX D'INTÉRÊT NÉGATIFS : UN REMÈDE PIRE QUE LE MAL ?

François de Saint-Pierre, Associé-Gérant chez Lazard Frères Gestion

« **I**nsensé (e) » : qui n'est pas conforme au bon sens, écrit le Littré. C'est assurément le qualificatif parfait pour la politique monétaire de la BCE qui a installé son taux référence en territoire négatif depuis le 10 septembre 2014... Cinq ans déjà !

TAUX D'INTÉRÊT, CROISSANCE ET RISQUE

Ces taux d'intérêt négatifs sont contraires au bon sens car ils sont la négation de la croissance : le principe du taux d'intérêt est que demain vaudra plus qu'aujourd'hui parce que celui qui emprunte fera mieux avec cet argent que celui qui le garderait sans rien en faire. De la Parabole des talents à l'esprit des Lumières, c'est bien la philosophie du progrès qui soutient l'existence des taux d'intérêt.

Ainsi, en prêtant son argent, le créancier prend le risque de ne pas être remboursé. Le taux d'intérêt rémunère ce risque, tout en tenant également compte de l'inflation. Installer et maintenir des taux négatifs, c'est nier la croissance, le risque et l'inflation.

UNE CROISSANCE FAIBLE MALGRÉ DES FINANCEMENTS ABONDANTS

Certes, la croissance de la zone euro est faible, mais est-ce en raison de difficultés de financements ? La croissance annuelle des crédits s'établit à plus de 3,5 % et la masse monétaire progresse beaucoup plus vite, autour de 5 % sur un an, que le PIB (+1,2 %) en 2019. Cette faible croissance économique doit plutôt être analysée comme le résultat de nos faibles gains de productivité (cf. graphique 1). Eux-mêmes renvoient au manque d'investissements, à la contraction durable du secteur manufacturier et à une innovation insuffisante qui renvoie à son tour au recul éducatif. En outre, les réglementations toujours plus nombreuses et les besoins d'une sécurité toujours plus élevée dévorent les gains réalisés, anéantis par une coûteuse complexité.

Zone euro : croissance de la productivité réelle du travail par heure travaillée (Graphique 1)



Source : Eurostat

RISQUER DE DÉTRUIRE DE LA VALEUR

L'inflation est faible elle aussi, autour de 1,2 %, mais reste proche de sa moyenne depuis la création de l'euro dans les grands pays « core ». La déflation, qui se traduit par la baisse du niveau général des prix et des revenus, n'est pas une menace. L'objectif d'une inflation cible à 2 % semble être devenu un dogme qui dissimule l'inflation d'actifs – immobilier, obligations, private equity, actions cotées, or, art contemporain... – qui, eux, connaissent des hausses de prix que les fondamentaux n'expliquent pas toujours. Car tout est achetable à crédit, puisqu'il est possible de financer gratuitement ce qui ne rapporte rien...

Les taux négatifs permettent, en outre, de maintenir ou de développer des projets et des entreprises sans rentabilité en leur accordant la possibilité de se (re)financer à un coût qui n'a rien à voir avec une exigence normale de profitabilité ni donc avec le risque qui l'accompagne ! Ce sont ces fameux « business models disruptifs » qui ne créent pas de valeur mais qui détruisent – sans doute aussi en pesant artificiellement sur les prix – celle produite par les acteurs ayant des contraintes financières normales.

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 : Marc Damage, Istock — TERRE DE SIENNE

UNE ALLOCATION INEFFICIENTE DE L'ÉPARGNE

Les taux négatifs viennent ainsi bouleverser la hiérarchie efficiente des valeurs. Demain valant moins qu'aujourd'hui, l'épargne de précaution augmente en Allemagne comme en France – alors que le chômage baisse et se trouve à son plus bas niveau dans la zone euro depuis 2007 – sans pour autant venir financer aucun projet de prospérité. Le livret A atteint des niveaux records à près de 300 milliards d'encours (cf. graphique 2) malgré une rémunération ne couvrant pas la moitié de l'inflation.

Enfin, cette politique facilite le recours aux déficits issus de dépenses publiques excessives qui pèsent sur la création de valeur collective. L'État impécunieux est rémunéré en lieu et place de l'épargnant précautionneux !

Livrets A de la clientèle non financière résidente encours en milliards d'euros (Graphique 2)



Source : Banque de France

Par ailleurs, les jeunes et primo-accédants voient la propriété immobilière inaccessible et les loyers monter. Une autre conséquence maintes fois commentée est la fragilisation des assureurs et l'affaiblissement des banques européennes (650 000 suppressions d'emplois en 10 ans) face à leurs concurrentes américaines, notamment.

RETROUVER LA RAISON POUR REDONNER CONFIANCE

Il est donc temps de mettre un terme à cette manipulation monétaire qui s'ajoute aux manipulations budgétaires encore amples et nombreuses dans la zone euro car la politique de taux négatifs porte en elle la déflation et la stagnation qu'elle prétend combattre. Madame Lagarde doit remettre le bon sens à la direction de la BCE pour que l'Europe retrouve confiance dans l'avenir et la croissance sans craindre la « mauvaise humeur » des marchés. Plus sera retardé le retour du bon sens, plus les effets délétères des taux négatifs feront de dégâts.

Suivez les experts de Lazard Frères Gestion sur [LinkedIn](https://www.linkedin.com), sur [twitter](https://twitter.com) et sur notre blog :

www.lazardfreresgestion-tribune.fr