

GESTION PRIVÉE

3^e trimestre 2021 – Rédigée en date du 12/07/2021

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



Anne-Marie Schneider,
Sans titre (déconditionnement), 2018
 Crayon et aquarelle, cadre bois, plexiglas
 22,9 x 30,8 cm / encadrement : 29,8 x 37,5 x 3,9 cm
 Courtesy of the artist and Michel Rein, Paris/Brussels
 © Florian Kleinfenn

ÉCONOMIE

La réouverture progressive des économies permet une nette accélération de la croissance dans les pays développés et s'accompagne d'une poussée de l'inflation aux États-Unis. Cela fait craindre un resserrement anticipé de la politique monétaire américaine, mais les banquiers centraux maintiennent un discours rassurant. Ce contexte constitue un facteur de soutien puissant pour les marchés actions.

p.2

PATRIMOINE

Au-delà de l'abattement de 100 000 €, les donations entre parent et enfant sont taxées selon un barème progressif dont les tranches vont de 5 % à 45 %. Le niveau très faible des taux d'intérêt peut constituer une opportunité pour organiser la transmission d'un patrimoine immobilier de rapport en bénéficiant de conditions fiscales plus avantageuses au niveau familial.

p.3

ENTRE NOUS

La crise du Covid-19 a fait croître la dette publique française à des niveaux records. Tandis que certains alertent sur la gravité d'un endettement insoutenable, d'autres balaient le problème d'un revers de main, arguant d'un soutien infini de la BCE ou d'un éventuel non remboursement de la « dette Covid ». Qui croire ? La dette est-elle un non-sujet ?

p.4

La réouverture progressive des économies permet une nette accélération de la croissance dans les pays développés et s'accompagne d'une poussée de l'inflation aux États-Unis. Cela fait craindre un resserrement anticipé de la politique monétaire américaine, mais les banquiers centraux maintiennent un discours rassurant, jugeant que les tensions sur les prix ne devraient être que transitoires. Ce contexte constitue un facteur de soutien puissant pour les marchés actions, qui ont atteint de nouveaux sommets, alors que la courbe des taux américaine s'est aplatie. La poursuite d'une hausse rapide des prix de l'immobilier aux États-Unis constituerait un nouveau casse-tête pour la Fed.

NETTE ACCÉLÉRATION DE LA CROISSANCE DANS LES PAYS DÉVELOPPÉS

L'amélioration de la situation sanitaire dans les principaux pays développés permet une réouverture progressive des économies et un rebond mécanique de l'activité, sur fond de soutien budgétaire important aux États-Unis. Le PIB américain a nettement rebondi au premier trimestre, porté par la consommation des ménages, pour revenir sur un niveau proche de celui qui prévalait avant-crise. La reprise de l'activité s'accompagne de fortes créations d'emplois, mais les entreprises semblent rencontrer des difficultés croissantes à recruter, d'où l'apparition de pressions haussières sur les salaires. L'inflation a accéléré plus qu'attendu sur les derniers mois pour atteindre + 5,0 % sur un an en mai, reflétant à la fois la remontée des cours des matières premières, une normalisation des prix qui avaient été déformés par la crise du Covid-19 et des perturbations dans les chaînes de production automobile. Dans la zone euro, le PIB était encore inférieur d'environ 5 % à son niveau d'avant-crise au premier trimestre. La nette amélioration des enquêtes de confiance, notamment dans les services, indique toutefois une forte accélération à venir de la croissance. L'inflation reste contenue à + 2,0 % sur un an. En Chine, la reprise se poursuit à un rythme plus modéré, le PIB étant déjà supérieur d'environ 7 % à son niveau pré-crise et les autorités réduisant leur soutien à l'activité.

NOUVEAUX PLUS HAUTS SUR LES MARCHÉS ACTIONS

Grâce à l'amélioration de la situation économique et sanitaire, les marchés actions ont atteint de nouveaux sommets en Europe et aux États-Unis. Les banquiers centraux ont beaucoup insisté sur le caractère transitoire de la poussée inflationniste, ce qui a permis d'apaiser les craintes d'un ajustement précoce de la politique monétaire américaine. Sur l'ensemble du deuxième trimestre, le S&P500 en dollars a augmenté de + 8,2 %, l'Eurostoxx en euros de + 4,6 % et l'indice MSCI des actions émergentes en dollars de + 4,4 %. Le Topix en yen a reculé de - 0,5 %. Ces bonnes performances n'ont pas empêché les multiples de valorisation de légèrement diminuer en Europe et aux États-Unis, tout en restant à des niveaux élevés, du fait des révisions en hausse des prévisions de résultats.



APLATISSEMENT DE LA COURBE DES TAUX AMÉRICAINS

Alors que le consensus s'attendait à un maintien du *statu quo* de la Fed à l'issue de sa réunion des 15 et 16 juin, un nombre croissant de participants au comité de politique monétaire a évoqué la possibilité d'une hausse des taux dans deux ans, amenant la médiane des prévisions à passer de zéro à deux hausses de taux de 25 points de base en 2023. Jérôme Powell a également indiqué que le débat sur le calendrier de la réduction des achats d'actifs était amorcé. Paradoxalement, les taux à long terme ont baissé dans les jours suivant ces annonces, tandis que les taux à plus court terme se sont ajustés à la hausse, amenant un aplatissement de la courbe des taux d'intérêt. Sur l'ensemble du deuxième trimestre, le taux à 10 ans du Trésor américain a baissé de 25 points de base pour s'établir à 1,47 %, effaçant environ un tiers de l'augmentation du trimestre précédent. Dans la zone euro, la BCE a sans surprise maintenu les principaux paramètres de sa politique monétaire. Le taux à 10 ans de l'État allemand a poursuivi sa hausse pour atteindre - 0,21 % fin juin, soit une tension de 8 points de base sur le trimestre.

REBOND DE L'EURO

L'euro s'est apprécié par rapport aux devises de ses principaux partenaires commerciaux, notamment face au dollar vis-à-vis duquel il a progressé de + 1,1 %. Il avait atteint un point haut à 1,22 dollar fin mai avant de retomber sous la barre des 1,20 en juin quand les anticipations de taux d'intérêt à court terme se sont ajustées à la hausse aux États-Unis.

FORTES TENSIONS SUR LE MARCHÉ IMMOBILIER AMÉRICAIN

Les prix de l'immobilier aux États-Unis connaissent une accélération totalement inédite. L'indice Case-Shiller des prix des maisons individuelles affiche désormais une hausse de + 14,6 % sur un an qui dépasse les points hauts de 2005. Plusieurs facteurs permettent de l'expliquer. Premièrement, les taux des prêts hypothécaires restent sur des niveaux historiquement très bas, de l'ordre de 3 % contre 4 % en moyenne sur les années précédentes. Deuxièmement, les confinements ont poussé nombre de personnes à fuir les grandes villes. Troisièmement, le nombre de maisons en vente est actuellement très bas. Quatrièmement, et sur un plan plus fondamental, cette hausse s'explique par le déficit de logements construits depuis la crise immobilière du milieu des années 2000.

Ces prix sont-ils excessifs ? Si l'on compare l'évolution des prix à celle du revenu disponible des ménages par tête, nous sommes encore très en dessous des excès de valorisation de 2005. Les enquêtes montrent toutefois que l'accélération des prix a rendu les ménages plus frileux quant à un achat immobilier. La normalisation du prix de certaines matières premières comme le bois devrait faciliter la vie des constructeurs de maisons et ainsi permettre un ajustement à la hausse de l'offre de logements dans les prochains trimestres. Les prix de l'immobilier devraient donc se normaliser dans les prochains mois. À l'inverse, un scénario de poursuite d'une hausse élevée constituerait un nouveau casse-tête pour la Fed.

Inflation hors énergie et alimentation (dernière donnée au 30 mai 2021)



REPÈRES BOURSIERS

Indicateurs	31/03/2021	31/06/2021	Variation au T2 2021	Variation en 2021
CAC 40	6 067	6 508	7,3 %	17,2 %
Euro Stoxx	432	452	4,6 %	13,7 %
S&P 500 (en euro)	3 381	3 627	7,3 %	18,0 %
MSCI World (en euro)	573	608	6,0 %	14,9 %
Nikkei 225 (en euro)	225	219	- 2,6 %	1,1 %
Euro/dollar	1,17	1,19	1,1 %	- 2,9 %
Pétrole (baril Brent en dollar)	62	75	20,4 %	79,5 %
EONIA en %	- 0,49	- 0,50	➤	➔
Taux à 10 ans allemand	- 0,29	- 0,21	➤	➔

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 6 juillet 2021.

TRANSMISSION DE L'IMMOBILIER DE RAPPORT



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

Au-delà de l'abattement de 100 000 €, les donations entre parent et enfant sont taxées selon un barème progressif dont les tranches vont de 5 % à 45 %. Sur le montant de droits ainsi obtenu, aucune réduction de droits n'est applicable.

En effet, les réductions de droits qui étaient applicables selon l'âge du donateur ont été supprimées en 2011 (seule subsiste une réduction de droits sur les donations en pleine propriété d'entreprises réalisées dans le cadre d'un pacte Dutreil). Enfin, l'abattement et les tranches basses du barème ne se renouvellent que tous les 15 ans. Les donations entre parent et enfant sont donc aujourd'hui lourdement taxées.

Aussi, le financement des frais et droits susceptibles d'être dus à raison d'une donation de biens immobiliers peut présenter des difficultés. Dans ce contexte, le niveau très faible des taux d'intérêt peut constituer une opportunité pour organiser la transmission d'un patrimoine immobilier de rapport.

Prenons l'exemple d'un père propriétaire d'un patrimoine immobilier loué à usage d'habitation d'une valeur de 4 000 000 €. Ce patrimoine génère des loyers nets de charges de 100 000 € par an (hypothèse d'un rendement annuel de 2,5 %). Compte tenu de ses autres revenus, le père est imposé sur ses revenus immobiliers dans la tranche marginale de l'impôt sur le revenu (45 %). En tenant compte des prélèvements sociaux (17,2 %) et de la quote-part de CSG déductible de l'impôt sur le revenu (6,8 points), l'imposition effective de ses revenus immobiliers ressort à 59,14 %. Son revenu immobilier net après impôts est donc de 40 860 €.

Si le père décide de donner la nue-propiété de ce patrimoine immobilier à ses deux enfants, il devra acquitter un montant de droits de donation de 585 356 € (hypothèse d'un donateur ayant entre 61 ans et 71 ans et sous réserve qu'aucune donation n'ait été consentie aux enfants au cours des 15 années précédentes).

Plutôt que de choisir cette solution, le père peut, alternativement, vendre son immobilier de rapport à une société civile constituée entre ses deux enfants. La société civile contractera un emprunt *in fine* pour acquérir l'immobilier de rapport. Le montant de l'emprunt sera de 4 300 000 € correspondant au prix de vente et aux frais de notaires estimés à 7,5 %. Ainsi, il n'est pas nécessaire que les enfants disposent d'un capital pour créer la société civile.

Nous prenons l'hypothèse que le taux du crédit *in fine*, d'une durée de 15 ans, est de 2 %. La société civile devra donc acquitter chaque année des intérêts d'emprunt de 86 000 € ($2\% \times 4\,300\,000\text{ €}$) qui seront couverts en totalité par les loyers nets de charges (100 000 €).

Le père, puisqu'il a vendu son immobilier à la société civile, encaisse le produit de la vente, soit 4 000 000 €. Il n'a pas de plus-value immobilière à acquitter s'il détient son immobilier depuis plus de 30 ans.

Sur le produit de la vente, il prélève 2 650 000 € pour souscrire un contrat de capitalisation. Ce contrat permettra de rembourser le principal de l'emprunt *in fine* dans 15 ans.

En effet, compte tenu d'une hypothèse de rentabilité annuelle de 4,5 %, il faut investir aujourd'hui 2 650 000 € pour disposer, dans 15 ans, d'un capital de 4 300 000 € net de la fiscalité applicable à raison d'un rachat sur un contrat de capitalisation (30 % incluant les prélèvements sociaux, auxquels il convient d'ajouter la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus).

Dans 15 ans, le produit du rachat du contrat de capitalisation devra être apporté à la société civile pour lui permettre de rembourser l'emprunt *in fine*. Aussi, pour que l'opération de transmission aux enfants soit effective, il convient de leur donner dès à présent le contrat de capitalisation afin qu'ils puissent, dans 15 ans, apporter à la société les sommes nécessaires au remboursement de l'emprunt.

La donation du contrat de capitalisation aux deux enfants peut être faite en pleine propriété ou avec réserve d'usufruit. Si elle est faite avec réserve d'usufruit, elle générera des droits de 302 924 €.

Après souscription du contrat de capitalisation pour 2 650 000 € et paiement des droits de donation de 302 924 €, le père conserve sur le produit de la vente de son immobilier (1 047 076 €).

Il utilise cette somme pour souscrire un contrat d'assurance-vie sur lequel il effectuera des retraits destinés à lui permettre de compenser sa perte de revenus immobiliers. En effet, rappelons qu'avant l'opération le père encaissait les loyers et disposait d'un revenu après impôts de 40 860 €. C'est donc ce montant net de fiscalité qui sera racheté annuellement et pendant 15 ans sur le contrat d'assurance-vie.

Sur la base d'une hypothèse de rendement annuel du contrat d'assurance-vie de 3 %, il restera après 15 ans sur le contrat d'assurance-vie une somme de 824 270 € compte tenu des retraits de 40 860 € nets qui auront été opérés annuellement.

Dans 15 ans, le contrat de capitalisation sera racheté pour procéder au remboursement de l'emprunt *in fine*. Nous avons supposé que le père ne donnait que la nue-propiété du contrat de capitalisation à ses enfants. Les capitaux issus du rachat du contrat de capitalisation appartiendront donc au père en usufruit et à ses deux enfants en nue-propiété. Ils apporteront les capitaux issus du rachat du contrat de capitalisation dans ces proportions à la société civile de sorte qu'ils recevront en contrepartie des parts dont le père sera usufruitier et dont ses deux enfants seront nus propriétaires. Le père, en qualité d'usufruitier des parts de la société civile, récupérera alors l'essentiel des revenus immobiliers et pourra cesser d'effectuer des rachats sur son contrat d'assurance-vie.

Au total, le schéma aura donc permis d'autofinancer la transmission de l'immeuble et d'accroître le patrimoine familial puisque 824 270 € seront conservés sur le contrat d'assurance-vie au terme des 15 ans alors qu'une donation avec réserve d'usufruit « classique » de l'immeuble aurait généré des droits de 585 356 €.

En ce qui concerne l'impôt sur la fortune immobilière, le père n'aura plus à déclarer l'immeuble pendant 15 ans puisqu'il n'en sera plus propriétaire. Les enfants, tous les deux majeurs, devront de leur côté déclarer les parts de la société civile. Pour la valorisation de celles-ci l'emprunt *in fine* devra être amorti sur sa durée de manière linéaire soit dans notre exemple à hauteur de 1/15^e chaque année. Néanmoins, l'assiette IFI des enfants sera plus faible que l'assiette qui aurait été celle de leur père si la solution d'une donation en nue-propiété classique avait été retenue. Le schéma permet donc également de réaliser une économie d'IFI au niveau familial.



ANALYSE : LA DETTE PUBLIQUE, ON S'EN MOQUE ?

Par François de Saint-Pierre, associé-gérant de Lazard Frères Gestion, et Julien-Pierre Nouen, directeur des études économiques

La crise du Covid-19 a fait croître la dette publique française à des niveaux records. Tandis que certains alertent sur la gravité d'un endettement insoutenable, d'autres balaisent le problème d'un revers de main, arguant d'un soutien infini de la BCE ou d'un éventuel non remboursement de la « dette Covid ». Qui croire ? La dette est-elle un non-sujet ?

Fin mai, le gouvernement prévenait que le déficit public français devrait atteindre 220 milliards d'euros en 2021, dépassant ainsi son niveau de l'année 2020 (182 milliards d'euros). La dette publique française (plus de 2 600 milliards d'euros) pourrait ainsi bientôt atteindre 125 à 130 % du PIB. Historiquement, seules les périodes de sortie de guerre avaient amené le pays à un tel niveau d'endettement relatif.



UN PROBLÈME ANCIEN

À l'époque, le problème avait pu être réglé par la reprise économique liée à la reconstruction du pays, éventuellement associée à une importante inflation permettant de dévaluer la dette. Aucun phénomène d'une telle ampleur ne devrait se produire cette fois-ci. Par ailleurs, aucune mesure ne semble envisagée pour réduire les déficits à l'origine de cet endettement et rejoindre l'équilibre budgétaire faisant défaut à la France depuis 1980.

Notre pays n'est certes pas le seul à voir ses finances malmenées par la crise. Pour autant, certains de nos voisins européens sont mieux disposés que nous à contenir ce problème. L'Allemagne devrait, par exemple, retrouver un ratio d'endettement de 60 % du PIB d'ici à 2030 (niveau d'avant-crise), tandis que la France devrait, à cette même date, voir sa dette dépasser 130 % de son PIB, loin des 100 % d'avant-crise.

Est-ce grave ? À en croire les marchés financiers, la réponse est non. La France emprunte toujours à des taux extrêmement bas, parfois négatifs. Le coût de la dette, c'est-à-dire les intérêts versés à ses créanciers, baissent désormais chaque année (moins de 30 milliards en 2020, contre plus de 50 milliards en 2012) malgré une dette publique de plus en plus volumineuse. Ce miracle est rendu possible par le soutien de la BCE, qui a fixé les taux courts à des niveaux négatifs depuis septembre 2014, et rachète depuis 2015 une partie des emprunts de la France dans le cadre de son plan de *quantitative easing*. Cette politique permet de diminuer drastiquement les taux d'emprunt français sur toutes les échéances. Sans cela, leurs niveaux seraient bien plus élevés.

DE MAUVAISES SOLUTIONS

Une banque centrale ayant un pouvoir illimité de création monétaire, son soutien peut, en théorie, se poursuivre à l'infini. Nul ne sait cependant si la BCE continuera à se montrer aussi généreuse à l'avenir. Son objectif de pilotage de l'inflation pourrait en effet l'obliger à réduire ses achats de titres et remonter ses taux. Parier sur un soutien infini de la BCE, c'est donc sans doute négliger l'évolution du cycle économique qui l'amènera tôt ou tard à ajuster sa politique monétaire.

Notons également qu'une hausse des taux aurait un impact certes progressif, mais très coûteux à long terme. Les simulations de la commission Arthuis montrent qu'un nouveau choc, même modéré, suffirait à mettre la France sur une trajectoire inquiétante. Il suffirait d'une faible hausse des taux pour que les intérêts de la dette deviennent le premier poste de dépenses publiques à horizon 10 ans.

Faut-il, alors, envisager qu'une partie de la dette soit effacée ? Qui dit dette, dit prêteur. Effacer une dette, c'est faire défaut à son prêteur. La France n'a pas connu ce scénario depuis 1797. De nos jours, une part importante de la dette publique est détenue par les Français eux-mêmes, notamment via leurs contrats d'assurance-vie investis en fonds en euros. Faire défaut, ce serait donc faire payer les épargnants, qui ne resteraient pas sans réagir. Quant aux créanciers étrangers, qui détiennent plus de 50 % de cette dette, leur faire défaut aurait des conséquences en termes de stabilité financière et remettrait en cause le financement de notre État-providence.

QUE FAIRE ?

Face à ce constat, la première solution envisageable est de stabiliser notre endettement public. De nombreux États d'Europe du Nord et d'Europe centrale y parviennent tout en bénéficiant de niveaux de vie souvent supérieurs au nôtre. La solution ne réside pas dans la hausse des impôts : la France est déjà, selon les classements, le premier ou le second pays d'Europe en matière de pression fiscale. Quant aux dépenses, celles-ci ne sont pas dues à des frais régaliens pléthoriques ou à de forts investissements publics, mais principalement à la hausse tendancielle du coût des retraites et du système de santé. Au regard de leur niveau et de leur efficacité, nos dépenses publiques mériteraient sans doute d'être revues.

La seconde solution qui émerge est d'augmenter le potentiel de croissance du pays. Pour ce faire, il est nécessaire d'augmenter la quantité de travail produite. Rapporté à la population totale, le nombre d'heures travaillées par personne en une année est en effet de 635 en France, contre 752 pour la moyenne de l'Union européenne. Face aux autres pays de l'Union européenne, les Français entrent tard dans la vie active, notamment par défaut de formations adaptées, et partent tôt en retraite. Les 25-54 ans, sur qui repose principalement le financement de nos dépenses publiques, se distinguent par une productivité élevée, mais en dehors de cette classe d'âge, la quantité de travail reste anormalement faible, altérant notre compétitivité globale.

Ces deux solutions peuvent s'avérer complémentaires. En somme, la révision de nos dépenses publiques mériterait de s'accompagner d'une politique d'augmentation des heures travaillées.

Sources des données : BCE, OCDE, FMI, AMECO Database (Commission européenne), INSEE, DG Trésor, rapport commission Arthuis, Bloomberg.

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