

GESTION PRIVÉE

2^e trimestre 2023 – Rédigée en date du 24 avril 2023

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



Ramon Enrich, AICNENIMNI, 2023
Acrylique sur toile
© Galerie Artistics, Paris. Artistics.com

ÉCONOMIE

Les marchés actions ont connu une progression notable au premier trimestre malgré les difficultés traversées en mars par le secteur bancaire. Pour autant, les données relatives à l'économie américaine laissent envisager une entrée en récession dans un avenir proche.

p.2

PATRIMOINE

Nous abordons deux sujets distincts ce trimestre : d'une part la nouvelle obligation déclarative pour les propriétaires d'immobilier d'habitation, d'autre part les dispositions pouvant être prises pour protéger son conjoint en cas de décès.

p.3

ENTRE NOUS

L'actuelle conjoncture économique, marquée par une forte inflation liée aux prix de l'énergie, rappelle à certains égards la situation traversée par les pays occidentaux dans les années 1970. Quels enseignements peuvent être tirés de la comparaison entre ces deux époques ?

p.4

Les statistiques économiques brossent un portrait plus fragile de la conjoncture américaine avec davantage de signes d'un basculement prochain en récession. Les marchés actions ont bien débuté l'année avant d'être rattrapés par les craintes d'un durcissement monétaire plus fort que prévu et des tensions dans le système financier. Ce contexte a entraîné une forte volatilité sur les marchés obligataires. Quelles sont les conséquences de ces événements sur notre scénario économique et financier ?

DAVANTAGE DE SIGNES DE RETOURNEMENT DE L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE

Aux États-Unis, les statistiques économiques ont surpris à la hausse en début d'année, mais les dernières publications brossent un portrait plus ambigu de la conjoncture. Du côté des points positifs, on peut noter la vigueur de la consommation des ménages et la stabilisation de l'activité dans le secteur immobilier. Du côté des points négatifs, la confiance des entreprises s'oriente à la baisse et le marché du travail montre des signes d'affaiblissement. On observe notamment une nette remontée des inscriptions hebdomadaires au chômage. L'ampleur de la hausse par rapport aux points bas de l'automne dernier est similaire à ce que l'on a pu observer quelques mois avant les récessions précédentes. A contrario, les enquêtes auprès des entreprises témoignent d'une nette amélioration de la conjoncture dans la zone euro et en Chine au premier trimestre. S'agissant de l'inflation, les effets de base liés aux prix de l'énergie atténuent mécaniquement la hausse des glissements annuels aux États-Unis et dans la zone euro. Cependant, les pressions sous-jacentes restent fortes, les prix à la consommation hors énergie et alimentation affichant des hausses respectives de + 5,6 % et de + 5,7 % en mars.

POURSUITE DE LA HAUSSE DES MARCHÉS ACTIONS

Les marchés actions ont démarré l'année sur les chapeaux de roues, soutenus par la bonne résistance de la croissance européenne, la réouverture anticipée de l'économie chinoise et le ralentissement de l'inflation dans les pays occidentaux. L'euphorie est retombée en février quand les publications économiques très solides ont amené les investisseurs à anticiper davantage de hausses de taux par la Fed et la BCE. En mars, les problèmes de certaines banques américaines et les déboires de Crédit Suisse ont été la source de beaucoup de volatilité. Les valeurs financières ont particulièrement souffert. Sur l'ensemble du premier trimestre, les performances sont bonnes, l'Euro Stoxx (en euros) a augmenté de + 11,5 %, le S&P 500 (en dollars) de + 7,0 %, le Topix (en yens) de + 5,9 % et l'indice MSCI des actions émergentes (en dollars) de + 3,5 %.

FORTE VOLATILITÉ SUR LES MARCHÉS OBLIGATAIRES

Depuis le début de l'année, les investisseurs ont basculé d'un scénario à l'autre en matière d'évolution des politiques monétaires, entraînant beaucoup de volatilité sur les taux d'intérêt. Après avoir commencé l'année en attendant une baisse des taux de la Fed à 4,50 % fin 2023, les investisseurs tablaient début mars sur une poursuite des hausses à 5,50 %. Les tensions dans le système bancaire ont entraîné une réévaluation brutale des attentes à 3,70 % et le marché s'est dernièrement aligné sur son scénario de début d'année, c'est-à-dire une baisse d'environ 25 points de base par rapport au niveau actuel de 4,75 %-5,00 %. Dans la zone euro, le marché attend encore une hausse de 75 points de base des taux directeurs, ce qui porterait le taux de dépôt à 3,75 %. Sur l'ensemble du premier trimestre, le taux à 10 ans du Trésor américain baisse de 41 points de base à 3,47 % et le taux à 10 ans de l'État allemand de 28 points de base à 2,29 %.

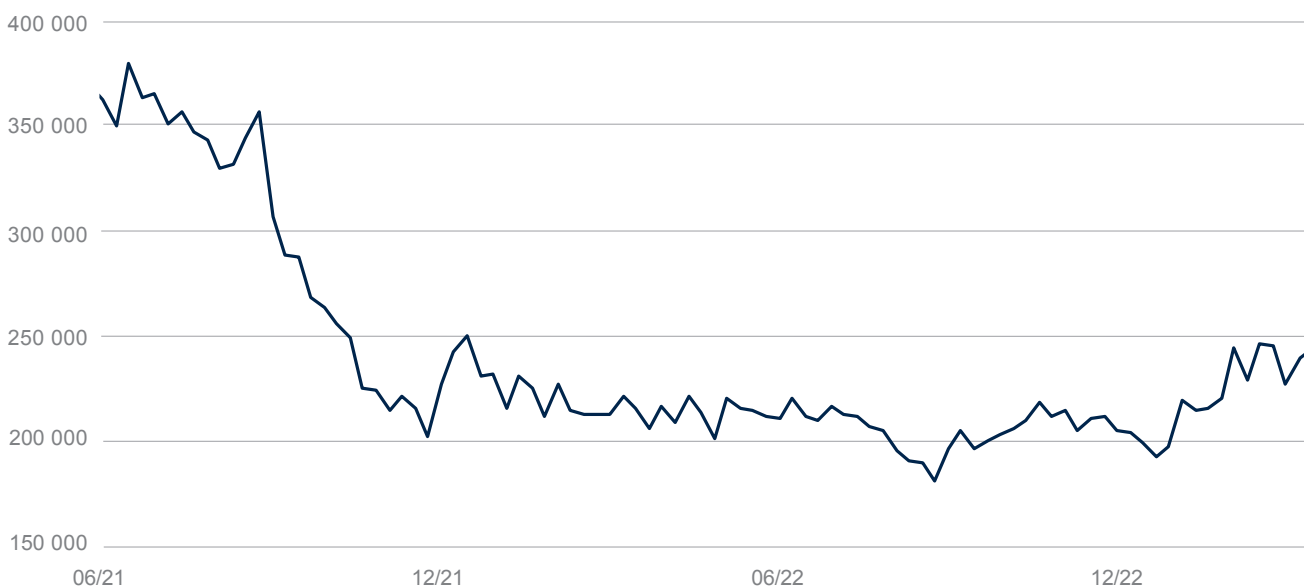
LÉGÈRE APPRÉCIATION DE L'EURO FACE AU DOLLAR

L'euro a fluctué dans une fourchette comprise entre 1,05 et 1,09 dollar pour terminer le trimestre proche du plus haut à 1,08 dollar, soit une hausse de 1,3 % face au dollar sur l'ensemble du premier trimestre.

QUELLES SONT LES CONSÉQUENCES DES RÉCENTS ÉVÈNEMENTS DE MARCHÉ SUR NOTRE SCÉNARIO ?

Les impacts des récents événements ayant touché les institutions financières, notamment les banques SVB et Crédit Suisse, restent encore très incertains. Il semble trop tôt pour déterminer dans quelle mesure les conditions de financement vont se durcir et impacter l'économie, d'autant plus que la bonne situation des ménages et des entreprises pourrait réduire l'effet de ces tensions sur l'activité. Avant même ces événements, le durcissement des conditions d'octroi de crédit aux États-Unis atteignait un niveau cohérent avec un scénario de récession. Pour les banques centrales, cette situation ajoute une nouvelle complexité. Lors de leur dernière réunion, la Fed et la BCE ont donc basculé dans une phase de navigation à vue. Selon nous, les économies occidentales devront passer par une récession pour supprimer les pressions inflationnistes. La prudence reste donc de mise sur les marchés actions, les points bas n'étant généralement atteints qu'après l'entrée en récession, d'autant que les signes d'un basculement de l'économie américaine semblent se multiplier. Même si les banques centrales maintiennent une politique restrictive pour s'assurer d'une convergence de l'inflation vers leur cible, le potentiel de hausse supplémentaire des taux d'intérêt semble désormais plus limité.

États-Unis : inscriptions hebdomadaires au chômage



Source : Bloomberg

REPÈRES BOURSIERS

Indicateurs	31/03/2023	Variation au T1 2023	Variation en 2022
CAC 40	7 322	13,1 %	- 9,5 %
Eurostoxx	457	11,5 %	- 14,4 %
S&P 500 (converti en euros)	3 781	5,5 %	- 14,4 %
MSCI World All countries (en euros)	595	5,3 %	- 14,7 %
Nikkei 225 (converti en euros)	194	4,5 %	- 15,8 %
Euro/dollar	1,08	1,3 %	- 5,8 %
Pétrole (Brent en euros)	73	- 7,6 %	16,6 %
ESTR	2,88 %	↗	↗
Taux 10 ans allemand	2,29 %	↘	↗

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 mars 2023.

02. PATRIMOINE



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

NOUVELLE OBLIGATION DÉCLARATIVE POUR LES PROPRIÉTAIRES D'IMMOBILIER D'HABITATION

Avant le 1^{er} juillet 2023, toutes les personnes propriétaires ou usufruitières de locaux d'habitation vont devoir déclarer, pour chaque local, par qui et à quel titre il est occupé.

Cette nouvelle obligation déclarative fait suite à la suppression de la taxe d'habitation sur les résidences principales. Elle est destinée à permettre à l'administration d'appliquer la taxe d'habitation aux résidences secondaires ainsi que la taxe, le cas échéant, applicable aux logements vacants.

Cette déclaration d'occupation doit être faite obligatoirement en ligne sur le site impots.gouv.fr dans l'espace du contribuable. Une nouvelle rubrique intitulée « Gérer mes biens immobiliers » a été créée à cet effet. Il n'existe pas de déclaration « papier ». Les contribuables qui rencontreraient des difficultés pour déclarer en ligne doivent se rapprocher du service des impôts dont dépend le bien immobilier pour lequel une déclaration est attendue.

Figurent en principe sous l'onglet « biens immobiliers » tous les biens dont le contribuable est propriétaire ou usufruitier. Chaque bien, y compris un local annexe tel qu'une cave ou un parking, apparaît en principe distinctement. Les données d'occupation au 1^{er} janvier 2023 connues de l'administration sont pré-renseignées. Le contribuable doit les corriger si elles sont erronées ou les compléter si elles ne sont pas renseignées.

Il est à noter que le nombre de pièces indiqué pour chaque bien peut être sensiblement différent du nombre de pièces usuellement comptées. En effet, sont comptés tous les espaces cloisonnés y compris les cuisines et les salles de bains. De même, la surface indiquée est la surface mur à mur et non la surface « Carrez ». Si une information est manquante ou erronée (bien n'appartenant pas au contribuable, erreur sur le numéro du lot de copropriété...) le contribuable peut s'adresser à l'administration via la messagerie sécurisée sur son espace impots.gouv.fr.

Cette nouvelle obligation incombe aux personnes physiques comme aux personnes morales. Les sociétés et notamment les sociétés civiles immobilières sont donc concernées. Elles doivent faire leur déclaration dans leur espace professionnel sur le site impots.gouv.fr. Les sociétés civiles qui n'auraient pas encore créé leur espace professionnel doivent le faire pour s'acquitter de cette formalité.

Le non-respect de cette nouvelle obligation est passible d'une amende de 150 € par local. La déclaration devra être renouvelée chaque année, avant le 1^{er} juillet, en cas de changement de situation d'occupation (acquisition d'un nouveau bien, changement de locataire...).

PROTÉGER SON CONJOINT EN CAS DE DÉCÈS

En cas de décès, les droits du conjoint survivant sont très différents selon que les conjoints étaient mariés, liés par un PACS ou en union libre.

Lorsque les conjoints sont mariés, la loi accorde une protection à l'époux survivant. En effet, en cas de décès et en présence d'enfants, l'époux survivant recueille soit l'usufruit de la totalité de la succession soit un quart en pleine propriété. Dans l'hypothèse où tous les enfants ne sont pas communs aux deux époux, l'option de la totalité du patrimoine du défunt en usufruit disparaît et la loi accorde au survivant le quart en pleine propriété.

Si le défunt n'avait pas d'enfant, la part accordée par la loi à l'époux survivant dépend des autres héritiers avec lesquels il est en concours ; père, mère, frère, sœur. En présence des parents du défunt, la loi accorde à l'époux survivant la moitié de la succession, l'autre moitié revenant aux parents. En l'absence des parents mais en présence de frères et sœurs, l'époux survivant recueille la totalité de la succession à l'exception des éventuels biens que le défunt avait reçu de ses parents par donation ou succession et qui figurent encore dans son patrimoine. Ces biens reviennent pour moitié aux frères et sœurs.

Cette vocation successorale de l'époux survivant peut être accrue par des dispositions testamentaires. En effet, en présence d'enfants, qu'ils soient communs ou non, il est possible, par un testament ou une donation au dernier vivant, de laisser à son conjoint soit la totalité de son patrimoine en usufruit, soit la quotité disponible en pleine propriété, soit un quart du patrimoine en pleine propriété et les trois autres quarts en usufruit. La quotité disponible dépend du nombre d'enfants. Elle est de la moitié de la succession en présence d'un enfant, du tiers de la succession en présence de deux enfants et du quart en présence de trois enfants ou plus. En l'absence d'enfant, des dispositions testamentaires peuvent permettre de laisser à l'époux survivant la totalité de la succession quels que soient les autres héritiers avec lesquels il est en concours. Ajoutons que les époux peuvent, par une adaptation de leur régime matrimonial, accroître encore la protection du conjoint survivant puisqu'il est possible, par exemple, d'adopter un régime de communauté universelle avec clause d'attribution intégrale de la communauté pour faire en sorte que, lors du premier décès, le conjoint, même en présence d'enfant, recueille la totalité du patrimoine.

Un mécanisme protecteur des enfants qui ne seraient pas issus des deux époux est néanmoins prévu par la loi.

Enfin, précisons que les successions entre époux sont totalement exonérées de droits de succession. Le conjoint survivant marié hérite donc sans fiscalité. La loi civile et la loi fiscale sont donc protectrices pour le conjoint survivant marié.

La situation est assez différente pour les partenaires de PACS. En effet, si les partenaires de PACS sont, comme les époux, exonérés de droits de succession sur le plan fiscal, le Code civil ne prévoit en revanche rien au bénéfice du partenaire survivant hormis la jouissance gratuite pendant un an de la résidence principale. Si le partenaire défunt n'avait pas pris de dispositions testamentaires particulières, le partenaire survivant n'hérite de rien.

Il est donc important, pour protéger son conjoint, de prendre des dispositions testamentaires. Toutefois, il n'est pas possible d'accorder au partenaire de PACS survivant autant de droits qu'il peut en être attribué à l'époux survivant.

Ainsi, en présence d'enfants, le partenaire survivant ne pourra pas recueillir plus que la quotité disponible en pleine propriété (égale à la moitié de la succession en présence d'un enfant, au tiers en présence de deux enfants et au quart en présence de trois enfants ou plus). À la différence de l'époux survivant, le partenaire survivant ne peut en principe pas recevoir l'usufruit de la totalité de la succession. Il est certes possible de léguer par testament à son partenaire l'usufruit de la totalité de son patrimoine, mais pour que cette disposition puisse s'appliquer, il faudra que les enfants acceptent de renoncer à l'usufruit de leur part de réserve. En effet, la loi prévoit que les enfants doivent recevoir leur part de réserve en pleine propriété. La loi permet de déroger à ce principe au bénéfice de l'époux survivant et non au bénéfice du partenaire survivant.

Enfin, la situation du conjoint survivant non marié et non pacsé est très inconfortable puisqu'il ne bénéficie d'aucune protection particulière. Au plan civil, il n'a aucun droit dans la succession. Il ne bénéficie même pas, à la différence du partenaire de PACS, de la jouissance de la résidence principale pendant les douze mois suivant le décès. Au plan fiscal, le conjoint survivant non marié et non pacsé est également mal traité puisqu'il est considéré comme un tiers. Toute disposition testamentaire prise en sa faveur est donc taxée à 60 %. Pour protéger son conjoint, en l'absence de mariage et de PACS, il convient donc de rechercher d'autres voies que celle d'un legs par testament. La souscription d'un contrat d'assurance-vie apparaît beaucoup plus adaptée. En effet, les capitaux reçus par le conjoint non marié et non pacsé via un contrat d'assurance seront exonérés dans la limite d'un abattement de 152 500 euros puis seront taxés à 20 % pour la part comprise entre 152 500 euros et 852 500 euros et seront taxés à 31,25 % au-delà de ce montant (régime fiscal applicable aux capitaux décès dus au titre de contrats souscrits et de primes versées depuis le 13 octobre 1998 par un souscripteur-assuré âgé de moins de 70 ans à la date du versement).



INFLATION : VERS UNE SORTIE DU SCÉNARIO « ANNÉES 1970 » ?

L'envolée de l'inflation depuis 2022, aussi bien en Europe qu'aux États-Unis, a pu rappeler la forte hausse des prix observée dans les années 1970. Et malgré le repli des prix de l'énergie depuis l'été dernier, le chapitre inflationniste n'est sans doute pas encore terminé.

Prendre de la hauteur vis-à-vis de l'actualité permet de s'extraire du bruit de court terme et d'élargir son spectre d'analyse. Il y a deux ans, nous évoquions déjà le risque d'un retour de l'inflation à des niveaux élevés, avec la possibilité d'un scénario du type « années 1970 ». Bien que la conjoncture économique ait profondément évolué en cinquante ans et que la hausse des prix reste moindre, la comparaison entre les deux époques s'avère intéressante.

JUSQU'OUÙ PEUT-ON COMPARER LES ANNÉES 1970 ET 2020 ?

En 1973, le premier choc pétrolier avait marqué la fin des « Trente Glorieuses », avec le retour de l'inflation à des niveaux élevés dans la plupart des pays occidentaux. La fin de la convertibilité du dollar en or, décidée en 1971, avait également participé au mouvement inflationniste en supprimant au préalable le plafond d'émission monétaire aux États-Unis.

Un parallèle peut ainsi être tracé entre les années 1971-1973 et 2020-2022. En 2020, la crise du Covid-19 s'est traduite par une relance sans précédent de la part des banques centrales et

des gouvernements, ayant fait gonfler la masse monétaire en circulation. Dans cet environnement favorable au retour de l'inflation, la crise énergétique liée au conflit russo-ukrainien a servi de catalyseur, tout comme le choc pétrolier de 1973, générant momentanément une inflation d'environ 10 % sur 12 mois glissants, aussi bien aux États-Unis qu'en Europe.

La comparaison entre les deux époques reste limitée : la mondialisation, la digitalisation ou encore l'immédiateté des échanges sont autant d'éléments qui ont fait évoluer l'économie en profondeur au cours des dernières décennies, en contribuant notamment au tassement de l'inflation. Nul doute que ces facteurs continuent de jouer aujourd'hui un puissant rôle « désinflationniste ». On notera cependant que la mondialisation a plutôt tendance à connaître un retour en arrière depuis quelques années. Surtout, un nouveau défi apparaît désormais avec l'épuisement à venir de certaines ressources naturelles, auquel s'ajoute le choix raisonné d'opter pour des sources d'énergie plus durables mais aussi plus onéreuses, constituant un nouveau facteur inflationniste de long terme.

LE RISQUE D'UNE « FAUSSE SORTIE » DE L'INFLATION

À court terme, les perspectives d'inflation restent clairement orientées à la baisse grâce à la modération des prix de l'énergie. Les prix du gaz sont revenus autour de 40 euros/MWh en mars-avril sur le marché européen, contre plus de 300 euros/MWh l'été dernier. De même, les prix du pétrole sont revenus autour de 70-80 dollars/baril, contre plus de 100 dollars il y a un an.

Au point d'évacuer le sujet de l'inflation en 2023 ? Rien n'est moins sûr. Car bien que l'inflation brute soit vouée à redescendre cette année, l'inflation sous-jacente (hors énergie et produits frais) reste quant à elle élevée. En zone euro, elle continue même de croître, ayant atteint 5,7 % en mars, tandis qu'aux États-Unis, elle se situait à 5,6 % à la même date. Dans un contexte toujours marqué par le fort dynamisme du marché de l'emploi, le maintien de l'inflation sous-jacente à un niveau élevé fait donc partie des scénarios à envisager.

À ce sujet, on notera qu'après un premier pic en 1973-1974, l'inflation avait également connu un recul au cours des années suivantes dans les pays occidentaux, tout en restant sur un plateau élevé. La vague inflationniste n'était pas terminée : le second choc pétrolier de 1979 avait ramené l'inflation à ses plus hauts niveaux, avant la désescalade des années 1980. Bien que l'histoire ne se répète jamais, il reste utile de conserver cet exemple à l'esprit.

POUR LES BANQUES CENTRALES, LE DÉFI DE LA JUSTE MESURE

Pour les banques centrales, l'équation n'est pas simple à résoudre, car si cette situation les pousse naturellement à durcir leur politique monétaire pour éviter la surchauffe, les craintes de mars 2023 relatives au secteur bancaire les incitent désormais à prendre davantage en compte les conséquences négatives d'une remontée des taux trop brutale.

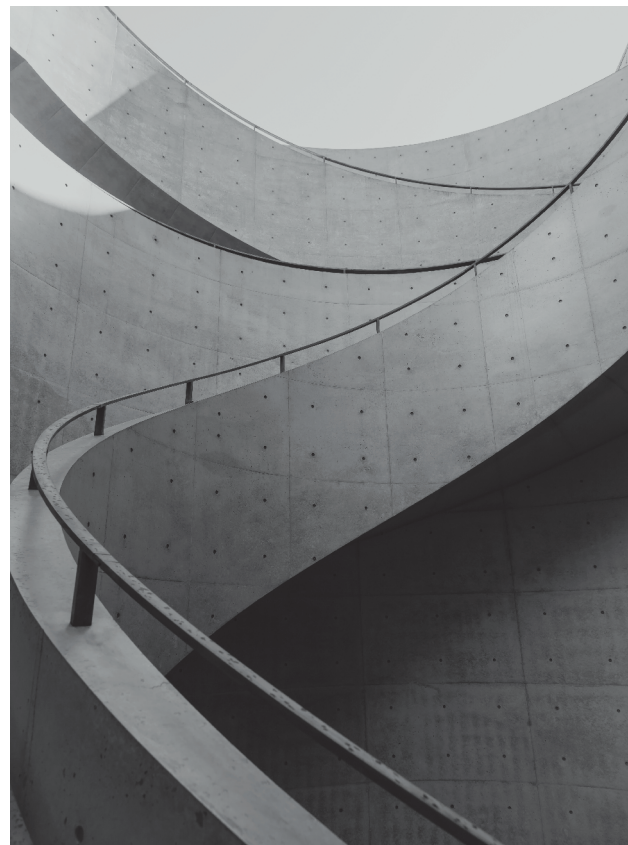
Dans les années 1970, l'ampleur des mouvements de taux n'était pas le problème prioritaire. Entre février 1972 et juillet 1974, la Fed avait opté pour un puissant durcissement monétaire, faisant passer son taux directeur de 3,3 % à 12,9 %. Face à la récession, la banque centrale américaine avait ensuite assoupli sa politique monétaire en revenant progressivement vers un taux à 4,6 % en 1977. Le combat contre l'inflation avait ensuite repris de plus belle, avec un taux directeur ayant atteint jusqu'à 19 % en 1981, bien que l'inflation n'ait quant à elle pas dépassé le seuil de 15 %.

Nul doute que les taux de la Fed ne rejoindront pas de tels niveaux dans le cycle actuel. Pour autant, il reste probable que la lutte contre l'inflation reste une priorité au cours des prochains mois, surtout si les craintes relatives au système bancaire s'avèrent passagères. N'oublions pas que la mission principale des banques centrales reste d'assurer la stabilité des prix.

UNE RÉCESSION INÉLUCTABLE ?

Soulignons enfin que les deux principaux pics inflationnistes de 1973-1974 et 1979-1980 avaient été suivis d'une récession, notamment aux États-Unis (en France, seul le premier choc pétrolier avait provoqué une récession en 1974). De la même manière, divers signaux pointent vers un scénario de récession dès 2023 au sein des grandes économies occidentales, notamment depuis la publication, en avril, de données traduisant une légère dégradation du marché de l'emploi américain. La croissance des pays occidentaux risque également de se tasser à mesure que les effets de la hausse des taux se feront ressentir dans l'économie. Les émetteurs les plus endettés voient leur risque de défaut augmenter dans ces conditions, au risque d'impacter à leur tour le marché du travail.

En somme, malgré une profonde évolution des économies au cours des cinquante dernières années, l'histoire montre que les mêmes causes produisent souvent les mêmes effets. Ce qui renforce notre vigilance dans nos choix d'investissements.



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 : 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.latribune.lazardfreresgestion.fr