LA LETTRE DE LA

GESTION PRIVÉE

4e trimestre 2023 – Rédigée en date du 20 octobre 2023

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

Jonathan Shearer
***After the rain, Buachaille Etive Mor,* 2019**
Huile sur toile, 87 cm x 133 cm
© Galerie Artistics, Paris. Artistics.com

ÉCONOMIE

Les publications économiques du troisième trimestre sont restées contrastées aux États-Unis, en Europe et en Chine. L'inflation se résorbe, mais les taux américains et européens sont au plus haut depuis plus d'une décennie. Dans un tel environnement économique et financier, la prudence reste de mise.

p.2

PATRIMOINE

Donner une somme d'argent avec réserve d'usufruit n'emporte aucun dessaisissement pour le donateur qui reste en possession de la somme donnée. Le comité de l'abus de droit fiscal a considéré qu'une telle donation n'était pas abusive car elle faisait naître une créance dans le patrimoine du donataire.

p.3

ENTRE NOUS

Lazard Frères Gestion a mis en place un processus renforcé d'investissement responsable, axé autour de trois piliers : exclure, investir et s'engager. Dans la continuité de cette démarche, nous accompagnons nos clients à travers le lancement de mandats responsables.

p.4

LAZARD
FRÈRES GESTION
Gestion Privée

01. ÉCONOMIE

Les publications économiques étaient mitigées au troisième trimestre, avec de bonnes surprises concernant l'activité aux États-Unis, mais des déceptions en Europe et en Chine. L'inflation continue de se résorber mais la bonne résistance de la croissance américaine et le message plus restrictif de la Fed ont amené les investisseurs à anticiper des taux directeurs durablement élevés aux États-Unis. Cela a déclenché une envolée des taux américains et européens qui ont atteint leurs niveaux les plus élevés depuis plus d'une décennie. Dans ce contexte, les marchés actions et les obligations d'État ont enregistré des performances négatives sur le trimestre et l'euro s'est déprécié face au dollar. L'environnement économique actuel justifie selon nous le maintien d'une allocation d'actifs prudente.

CONJONCTURE CONTRASTÉE ET RECUL DE L'INFLATION

L'économie américaine a fait preuve d'une bonne résistance. Le PIB a augmenté de 2,1 % en rythme annualisé au deuxième trimestre et les données de consommation et d'emploi montrent que la croissance est restée bien orientée au troisième trimestre. A contrario, la conjoncture s'est rapidement dégradée dans la zone euro. Les enquêtes d'activité sont désormais cohérentes avec une contraction du PIB au troisième trimestre, après une hausse de 0,5 % en rythme annualisé au deuxième trimestre. Les publications économiques ont également déçu en Chine, amenant les autorités à prendre de nouvelles mesures de soutien. L'activité montre des premiers signes de stabilisation mais la situation sur le marché de l'immobilier reste précaire. Sur le front de l'inflation, les nouvelles étaient plus positives aux États-Unis et dans la zone euro. Les prix à la consommation continuent d'augmenter à un rythme soutenu (+ 3,7 % et + 5,2 % respectivement par rapport à l'été dernier) mais la tendance est à la baisse et la demande de travail des entreprises diminue, permettant un tassement de la croissance des salaires.

BAISSE DES MARCHÉS ACTIONS

Après une forte hausse au premier semestre, les marchés actions américains et européens ont enregistré des performances négatives au troisième trimestre. Ils ont été pénalisés par l'augmentation des incertitudes économiques en Chine, les mauvaises publications économiques en Europe et l'envolée des taux d'intérêt à long terme. Les marchés actions émergents se sont également inscrits en baisse tandis que les marchés actions japonais ont progressé. L'Euro Stoxx (en euro) a baissé de 4,4 %, le S&P 500 (en dollar) de 3,7 % et l'indice MSCI des marchés émergents (en dollar) de 3,7 %. Le Topix (en yen) a augmenté de 1,5 %. La baisse des marchés actions américains et européens a entraîné une contraction des multiples de valorisation, les prévisions de résultats étant toujours en cours de révision à la hausse.

ENVOLÉE DES TAUX D'INTÉRÊT

Le taux d'intérêt à 10 ans du Trésor américain est passé de 3,84 % à 4,57 % et celui de l'État allemand de 2,39 % à 2,84 %, entraînant une performance négative des obligations d'État sur le trimestre. Ces niveaux n'avaient pas été atteints depuis 2007 aux États-Unis et depuis 2011 en Allemagne. Le mouvement s'explique notamment par la résistance de l'économie américaine et le message plus restrictif de la Fed lors de sa réunion de septembre, suggérant que le taux directeur pourrait être durablement plus élevé.

Les membres de la Fed anticipent encore une hausse de 0,25 % d'ici à la fin de l'année, à 5,50 %-5,75 %, et ne prévoient plus qu'une baisse de 0,50 % en 2024, moitié moins qu'auparavant. La BCE a laissé entendre que la hausse de 0,25 % de ses taux directeurs en septembre était peut-être la dernière, la question portant désormais sur la durée de leur maintien à ces niveaux (4,50 % sur le taux de refinancement et 4,00 % sur le taux de dépôt).

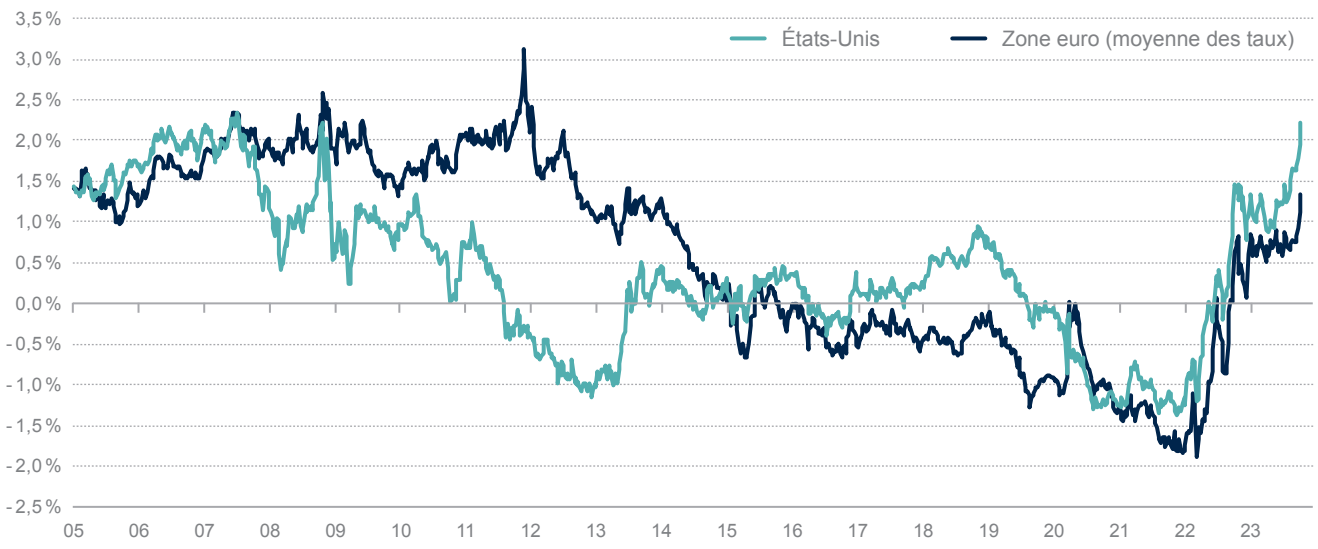
DÉPRÉCIATION DE L'EURO

L'euro s'est déprécié de 3,1 % face au dollar pour revenir sur les plus bas de cette année à 1,06, après avoir touché un point haut à 1,12 mi-juillet. Il a été pénalisé par la dégradation de la conjoncture européenne et la hausse plus forte des taux d'intérêt américains.

UN ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE JUSTIFIANT SELON NOUS UNE ALLOCATION D'ACTIFS PRUDENTE

L'économie américaine fait preuve de résistance mais le scénario le plus probable reste selon nous celui d'un basculement prochain en récession, les conditions d'une expansion économique durable ne nous semblant pas réunies. La hausse des taux d'intérêt n'a pas fini de produire ses effets sur l'économie : le taux de chômage commence à s'orienter à la hausse et les ménages américains ont déjà beaucoup puisé dans leur épargne. Dans ce scénario, les marchés actions et le crédit offensif pourraient se retrouver sous pression et les taux d'intérêt à long terme devraient baisser, justifiant une surexposition aux obligations, en privilégiant la qualité, et donc une sous-exposition aux actifs risqués. Le deuxième scénario, dans lequel la banque centrale américaine serait contrainte d'augmenter davantage ses taux pour juguler l'inflation, serait négatif à court terme pour les obligations mais la sous-exposition aux actions pourrait s'avérer bénéfique. À terme, le basculement de l'économie en récession ferait baisser les taux. Le troisième scénario, qui écarte la possibilité d'une récession, nous semble très peu probable.

Taux d'intérêt réels* dans la zone euro et aux États-Unis



Source: Bloomberg
*Taux nominaux des obligations à dix ans - swap d'inflation à dix ans

REPÈRES BOURSIERS

Indicateurs	30/09/2023	Variation au T3 2023	Variation YTD
CAC 40	7 135	- 3,6 %	10,2 %
Eurostoxx	441	- 4,4 %	7,5 %
S&P 500 **(converti en euro)**	4 054	- 0,6 %	13,1 %
MSCI World All Countries **(en euro)**	621	- 0,7 %	9,9 %
Nikkei 225 **(converti en euro)**	202	- 4,3 %	8,4 %
Euro/dollar	1,06	- 3,1 %	- 1,2 %
Pétrole (Brent en euro)	91	32,6 %	19,9 %
Taux €STR (monétaire)	3,88 %	↗	↗
Taux allemand à 10 ans	2,84 %	↗	↗

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 30 septembre 2023.

02. PATRIMOINE

DONATION D'UNE SOMME D'ARGENT AVEC RÉSERVE D'USUFRUIT ET ABUS DE DROIT

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

L'article 578 du Code civil définit l'usufruit comme le droit de jouir d'un bien dont un autre a la propriété. L'usufruitier d'un bien immobilier peut donc l'occuper ou le louer pour percevoir un loyer. L'usufruitier d'un portefeuille de valeurs mobilières encaisse les dividendes des actions et les coupons des obligations. Certains biens ne produisent pas de revenus. C'est, par exemple, le cas d'une somme d'argent. Afin d'éviter que l'usufruitier d'une somme d'argent ne soit privé de tout droit, l'article 587 du Code civil prévoit que l'usufruitier peut s'en servir mais à charge de rendre au nu-propriétaire une somme équivalente à la fin de l'usufruit, c'est-à-dire pour un usufruit viager, au décès de l'usufruitier.

Au plan pratique, l'usufruitier d'une somme d'argent peut donc l'appréhender et la consommer comme s'il en était propriétaire. On parle alors de quasi-usufruit. L'obligation de restitution qui découle de cette appréhension fait naître, dans le patrimoine de l'usufruitier, une dette et donc une créance dans le patrimoine du nu-propriétaire que celui-ci fera valoir au moment du décès de l'usufruitier.

Faire donation d'une somme d'argent avec réserve d'usufruit n'emporte dès lors aucun dessaisissement immédiat pour le donateur qui reste en possession de la somme d'argent donnée.

Aussi, il est permis de s'interroger sur la validité d'une telle donation puisque l'article 894 du Code civil définit la donation comme *« un acte par lequel le donateur se dépouille actuellement et irrévocablement de la chose donnée en faveur du donataire qui l'accepte »*.

C'est sur ce fondement que l'administration fiscale a contesté la donation d'une somme d'argent avec réserve d'usufruit consentie par une mère à ses deux fils.

Dans cette affaire, la mère avait consenti, le 30 décembre 2010, une donation d'une somme de 3 200 000 € à ses deux fils, soit 1 600 000 € pour chacun d'eux. La mère s'était réservé l'usufruit de la somme donnée sa vie durant. Suite à son décès, survenu le 30 octobre 2015, une somme de 3 200 000 € a été inscrite en passif de la déclaration de succession au titre de la dette de restitution envers ses deux enfants et seuls héritiers.

L'administration fiscale a rejeté cette déduction sur le fondement de l'abus de droit prévu à l'article L64 du Livre des Procédures fiscales (LPF). Elle a considéré que la donation était fictive au motif qu'il n'y avait pas eu dessaisissement de la donatrice et que, par suite, cette dernière n'était pas animée d'une intention libérale.

Le litige a donc été soumis au comité de l'abus de droit fiscal. Le comité, dans son avis rendu le 11 mai dernier, a relevé que l'article 587 du Code civil faisait de l'existence de la dette de restitution la conséquence de la constitution du quasi-usufruit et a considéré qu'une donation de somme d'argent avec réserve d'usufruit n'était pas nécessairement fictive.

En revanche, le comité de l'abus de droit a relevé, au vu des éléments produits par les héritiers, que la mère détenait au jour de la donation des liquidités à hauteur de 2 952 150 €. Le comité en a déduit que la donation devait être considérée comme fictive à hauteur de la somme de 247 850 € correspondant à la différence entre la somme donnée avec réserve d'usufruit (3 200 000 €) et le montant des liquidités dont disposait la donatrice au jour de la donation (2 952 150 €). Il n'est pas possible de donner ce que l'on ne détient pas. Le comité en a déduit que la donation ne pouvait conduire à hauteur de cette somme de 247 850 € à la constatation d'une dette déductible de l'actif successoral.

Le comité a estimé enfin qu'en application de l'article 587 du Code civil, la dette de restitution, qui implique de remettre au nu-propriétaire, à l'expiration de l'usufruit, *« soit des choses de même quantité et qualité, soit leur valeur estimée à la date de la restitution »* a vocation, lorsque l'usufruit s'éteint par le décès de l'usufruitier, à être acquittée par l'ensemble de l'actif successoral. Le comité a relevé à cet égard que des donations consenties aux petits-enfants en mai 2013 avaient laissé subsister dans le patrimoine de la donatrice des avoirs suffisants pour assurer le remboursement de la dette de 3 200 000 € et que ces donations n'avaient pas porté atteinte à l'obligation de conserver la substance de la somme d'argent donnée le 30 décembre 2010.

Le comité a estimé en conséquence que, dans les circonstances de l'espèce, l'administration était seulement fondée à mettre en œuvre la procédure de l'abus de droit pour réduire de 247 850 € le montant de la dette déductible de l'actif successoral au titre du quasi-usufruit instauré par la donation du 30 décembre 2010.

Cet avis du comité de l'abus de droit fiscal semble donc valider les donations de somme d'argent avec réserve d'usufruit pour autant que le donateur possède, au jour de la donation, les liquidités correspondantes.

Précisons néanmoins que la procédure d'abus de droit permet à l'administration fiscale de contester un acte sur le fondement de la fictivité – c'est la voie utilisée dans cette affaire – mais également sur le fondement de la fraude à la loi. Cette seconde branche de l'abus de droit lui permet de remettre en cause un acte qui n'est pas fictif mais qui a été inspiré par un motif exclusivement voire simplement principalement fiscal (articles L64 et L64 A du LPF).

Il n'est pas possible d'affirmer aujourd'hui que le comité aurait eu une position identique en présence d'une contestation d'une donation de somme d'argent avec réserve d'usufruit sur le fondement du but principalement ou exclusivement fiscal.

Par ailleurs, on ne peut exclure qu'une juridiction, appelée à se prononcer sur une donation de somme d'argent avec réserve d'usufruit, puisse avoir une approche différente de celle retenue par le comité de l'abus de droit.

Cela étant, relevons que sur une opération portant non pas sur une donation de somme d'argent avec réserve d'usufruit, mais sur donation de titres avec réserve d'usufruit suivie de la cession des titres donnés et de la mise en place d'un quasi-usufruit sur le prix de vente, le Conseil d'État a considéré, dans un arrêt du 10 février 2017, qu'il n'y avait pas abus de droit. Dans cette affaire, le Conseil d'État a considéré que le quasi-usufruit sur le prix de vente ne remettait pas en cause l'intention libérale du donateur qui restait redevable à l'égard des donataires, d'une créance de restitution équivalente au produit de la cession.

03. ENTRE NOUS

LANCEMENT DE NOS NOUVEAUX MANDATS RESPONSABLES

DES CONVICTIONS À LA HAUTEUR DES ENJEUX DE DEMAIN

Fidèle à ses valeurs, Lazard Frères Gestion a toujours placé l'investissement de long terme au cœur de ses priorités. Nous considérons en effet l'investissement comme un catalyseur de progrès non seulement économique, mais également social et humain. Cette conviction nous impose d'apporter des réponses à la hauteur des défis qui jalonnent notre monde actuel.

Au cours des dernières années, la récurrence d'événements météorologiques extrêmes a bouleversé les équilibres sociaux, économiques et financiers (hausse des dommages couverts par le secteur assuranciel, détérioration de l'activité économique locale, etc.). Ce contexte inédit a mis en exergue l'impératif d'examiner les enjeux de durabilité sous un nouvel angle pour mieux appréhender les intrications complexes qui en émanent. Ainsi, l'interdépendance croissante entre les volets environnementaux, sociaux et de gouvernance exige une approche systémique et concertée pour évaluer, anticiper et gérer les risques.

Afin de relever ces défis majeurs, nous accordons, depuis plusieurs années déjà, une importance particulière aux enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) en allouant le capital qui nous est confié aux entreprises porteuses de projets responsables et durables. Signataire des PRI[1] depuis 2015, Lazard Frères Gestion a progressivement mis en place un processus renforcé d'investissement responsable qui s'articule autour de trois actions : exclure, investir et s'engager.

EXCLURE

Nous mettons en place, en premier lieu, un mécanisme d'exclusions normatives et sectorielles ciblant les entreprises impliquées dans la production et la diffusion d'armes prohibées par les conventions internationales, ainsi que celles liées à l'industrie du tabac et du charbon. En tant que signataires du Pacte Mondial des Nations Unies, nous plaçons également sur notre liste d'exclusion les sociétés qui enfreignent ce dernier. Il convient de rappeler que ces exclusions s'appliquent à l'ensemble des mandats de la gestion privée.

INVESTIR

La prise en compte par les entreprises des enjeux environnementaux, sociaux, économiques et financiers, ainsi que leurs interactions avec les différentes « parties prenantes », déterminent plus que jamais leur inscription pérenne dans le paysage économique.

Grâce à notre grille d'analyse interne et aux différentes données fournies par nos partenaires spécialisés, nous avons construit un modèle ESG propriétaire exigeant. Pour chaque titre, nous réalisons une évaluation des piliers E, S et G sur la base d'une analyse qualitative et quantitative s'appuyant sur plus de 90 indicateurs, puis nous lui attribuons une note qui est directement intégrée dans nos modèles de valorisation.

L'analyse ESG prend en effet en considération des paramètres qui nous paraissent indispensables à la solidité, à la stabilité et à la pérennité financière des entreprises. Elle nous permet d'identifier des enjeux majeurs négligés ou sous-estimés par l'analyse financière, de détecter des risques potentiellement dommageables pour l'entreprise et ses investisseurs, en particulier en matière de climat, et de repérer de futures opportunités.

S'ENGAGER

Enfin, nous menons une politique d'engagement proactive qui se traduit par un dialogue constructif et continu avec les entreprises dans lesquelles nous investissons. Notre objectif est de les inciter à améliorer leurs pratiques ESG notamment en matière de transparence, d'intégration des objectifs de développement durable (ODD), et de mise en place de bonnes pratiques de gouvernance afin de favoriser un développement durable et pérenne.

Dans la continuité de son engagement, Lazard Frères Gestion a fait le choix d'accompagner sa clientèle privée dans cette démarche d'investissement responsable. Ainsi, la société a introduit cette année, les **mandats responsables** classés « Article 8 » selon la nomenclature SFDR[2]. Ces mandats sont non seulement assortis à des contraintes ESG exigeantes tant sur les titres vifs que sur les OPC qui les composent, mais font également l'objet d'un reporting extra-financier exhaustif.

Lazard Frères Gestion est convaincue que les entreprises intégrant les enjeux ESG dans leur stratégie offrent une garantie supplémentaire de résilience et de performance sur la durée. Avec le lancement des **mandats responsables,** Lazard Frères Gestion poursuit son engagement en faveur d'un avenir plus durable et favorise ainsi un cercle vertueux, qui se veut bénéfique tant pour les entreprises que pour les investisseurs et la société dans son ensemble.

(1) PRI : *Principles for Responsible Investment* (ou Principes pour l'Investissement Responsable) sont un ensemble de six principes volontaires établis par les Nations Unies pour promouvoir et intégrer des pratiques d'investissement responsable. En adhérant aux PRI, les investisseurs s'engagent à intégrer ces principes dans leur démarche d'investissement et à contribuer à un système financier plus durable et responsable.

(2) SFDR : La réglementation SFDR *(Sustainable Finance Disclosure Regulation)* est un ensemble de règles et de normes adoptées par l'Union européenne (UE) pour promouvoir la transparence en matière d'investissement durable et responsable.

E — ENJEUX ENVIRONNEMENTAUX

Toute entreprise désireuse d'assurer sa pérennité économique se doit de protéger le capital naturel en recherchant en permanence la limitation des effets négatifs et l'optimisation des impacts positifs de ses activités, produits et services sur l'environnement et le climat.

L'analyse environnementale d'une entreprise consiste en une appréhension précise de ses activités, produits et services susceptibles d'avoir un impact significatif, positif ou négatif, sur l'environnement.

S — ENJEUX SOCIAUX

Le capital humain est, avec le capital financier, l'un des deux moteurs essentiels de l'entreprise. Valoriser ce capital humain sur toute la chaîne de valeur, en prendre soin et le développer doit faire partie de la stratégie des entreprises.

Le suivi et l'analyse de multiples indicateurs permettent d'apprécier la politique de l'entreprise en matière sociale et d'identifier de potentiels risques.

G — ENJEUX DE GOUVERNANCE

Les bonnes pratiques en matière de gouvernance sont des éléments de maîtrise du risque qui favorisent la création de valeur et contribuent à un alignement global des intérêts de l'ensemble des parties prenantes.

L'analyse de la bonne gouvernance est réalisée grâce à des indicateurs quantitatifs et qualitatifs qui permettent d'évaluer objectivement son architecture et sa qualité.

Pour en savoir plus :

Avertissement aux lecteurs

Ceci est une communication publicitaire. 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 X (ex-Twitter) et sur notre blog :
www.latribune.lazardfreresgestion.fr