

Gestion Privée

3^{ÈME} TRIMESTRE 2025 – RÉDIGÉE EN DATE DU 18 JUILLET 2025

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



Calo Carratalá

Œuvre intitulée « 10/02/2023, 19h12 », 2024

Crayon gras sur carton, collé sur châssis en bois, 80 × 139 × 4 cm

© Galerie Artistics, Paris. Artistics.com

Économie p.2

Les perspectives économiques restent fortement influencées par les décisions américaines en matière de politique commerciale. Malgré l'incertitude, la conjoncture reste bien orientée en Europe.

Patrimoine p.3

La donation avec réserve d'usufruit est fréquemment utilisée par les parents ou grands-parents pour organiser la transmission de leur patrimoine. Il leur est alors possible d'opter pour une réserve d'usufruit temporaire, plutôt que viagère.

Entre Nous p.4

Le 5 juin dernier, Lazard Frères Gestion organisait à Paris un événement dédié à l'intelligence artificielle. Une occasion d'aborder le sujet sous différents angles : origines, limites, avancées, enjeux environnementaux et souveraineté.

Économie

Au lendemain du « *Liberation Day* » du 2 avril 2025, la chute du dollar, qui vient de boucler son pire semestre depuis 1973, n'était probablement pas sur la feuille de route de Stephen Miran, conseiller économique à la Maison Blanche, dont on sait qu'il n'a pas été étranger à la doctrine commerciale de la nouvelle administration américaine. Outre la faiblesse surprise du billet vert (qui a au moins pour mérite de rendre les exportations américaines plus compétitives), la volatilité sur le marché des bons du Trésor américain a traduit une certaine défiance des investisseurs à l'égard du premier emprunteur mondial. Cette défiance semble avoir précédé l'annonce par Scott Bessent, Secrétaire du Trésor, d'une trêve de 90 jours le 9 avril, seulement 7 jours après le début de cette nouvelle offensive commerciale.

VOLTE-FACE DES MARCHÉS ACTIONS, POURSUITE DE LA BAISSÉ DU DOLLAR

Cet épisode de panique, aussi extrême que prompt à s'inverser, a laissé place à un rebond historique des actifs risqués internationaux.

Sur le trimestre, les marchés américains, emmenés par le S&P500 (+10,6% en devise locale) sont finalement parvenus à s'affranchir des plus hauts de début d'année. Cette performance doit être nuancée lorsqu'elle est translatée en euro (+1,5%), la devise unique s'adjugeant près de 13% depuis le début de l'année face au dollar. Les indices boursiers européens progressent (+3,5% pour l'Eurostoxx au second trimestre, +8% pour le DAX). Seul le CAC40, affecté par les déboires du secteur du luxe, ne parvient à maintenir son niveau (-1,6%) sur le trimestre. Les marchés émergents clôturent également un excellent trimestre boursier. Le marché du crédit, particulièrement résistant en avril, a continué de bénéficier des bonnes tendances de début d'année.

Pour autant, les conséquences économiques des droits de douane, au plus haut depuis l'entre-deux guerres, et les événements géopolitiques adverses, ajoutent aux risques pesant sur une économie mondiale dont il ne faut pas oublier qu'elle semblait déjà, dès le début de l'année, se diriger vers un ralentissement global en 2025. La valorisation élevée des marchés actions, supérieure aux moyennes de long terme, notamment aux États-Unis, crée un risque pour les investisseurs en cas de scénario négatif.

L'EMPLOI EN PREMIÈRE LIGNE AUX ÉTATS-UNIS

L'envolée des importations par anticipation des hausses de droits de douane a d'abord provoqué une contraction mécanique du PIB américain au premier trimestre. Au cours des prochains mois, l'entrée en vigueur des nouveaux droits de douane pourrait également se traduire par un bond notable de l'inflation. Ce risque s'ajoute au ralentissement de la consommation et du marché immobilier. La dégradation du marché de l'emploi, pour l'instant résilient, déterminera le basculement entre un simple ralentissement et une véritable contraction économique. Jusqu'à présent, les données n'ont pas incité la Fed à intervenir pour soutenir l'économie, comme l'appelle de ses vœux insistants le Président Donald Trump. Au moins a-t-il pu ratifier le 4 juillet son *Big Beautiful Deal* dont les implications en matière de déficit et d'endettement interrogent les vigies des marchés obligataires.

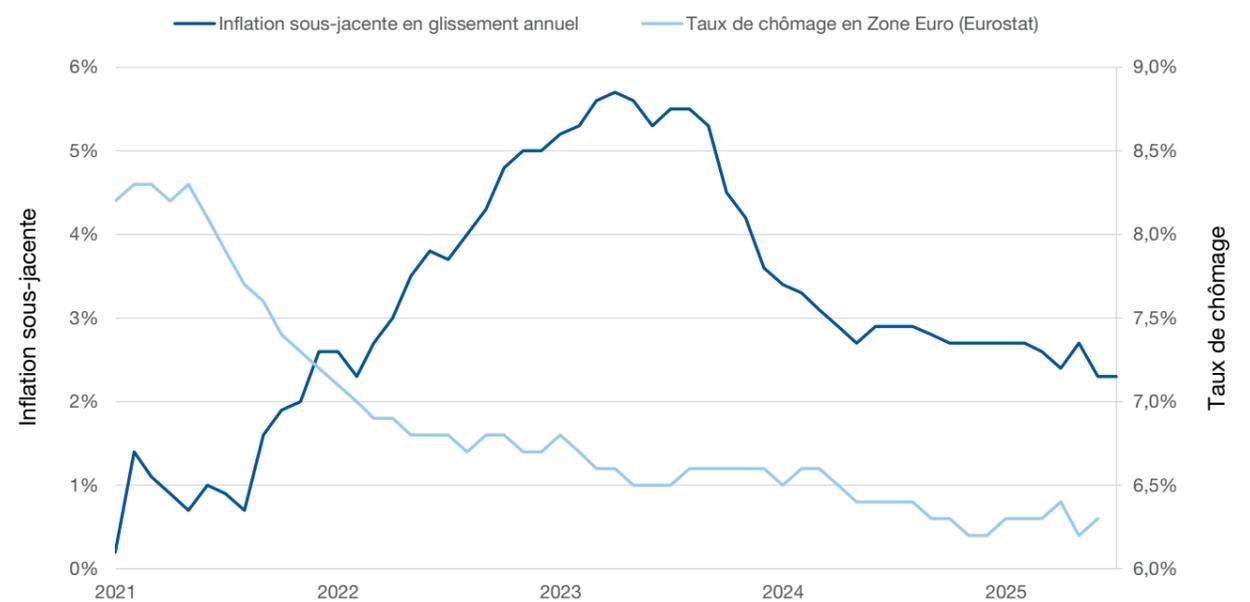
L'ÉCONOMIE EUROPÉENNE RÉSISTE, LA CHINE ÉCHAPPE AU PIRE

En zone euro, la croissance du PIB a été solide au premier trimestre (+0,6%). Les données de consommation sont restées bien orientées et le climat des affaires a plutôt bien résisté face aux incertitudes commerciales. En revanche, après leur bond momentané lié à l'anticipation des hausses de droits de douane, les exportations se sont repliées par contrecoup. Les prochains mois semblent incertains, faute d'avancées concrètes dans les pourparlers entre l'Union européenne et les États-Unis. Mais la normalisation de l'inflation autour de 2%, sans hausse notable du chômage, semble indiquer que l'économie européenne se dirige vers un cercle vertueux. La BCE dispose ainsi d'une certaine marge de manœuvre pour baisser ses taux en cas de détérioration inattendue de la conjoncture.

En Chine, la croissance du PIB s'est stabilisée au premier trimestre. La demande domestique, pénalisée par le ralentissement du marché immobilier, a repris son souffle grâce à des mesures de soutien temporaire des autorités. Les exportations vis-à-vis des États-Unis se sont effondrées, mais la demande du reste du monde a compensé une partie conséquente du manque à gagner. D'un point de vue commercial, le scénario du pire est évité, mais les défis persistants du marché immobilier et d'une demande domestique moins dynamique pourraient mettre en exergue la faiblesse d'un modèle encore très dépendant du commerce extérieur.

Zone euro

Chômage et inflation : un cercle vertueux en Europe ?



Source : Bloomberg.

Repères boursiers

Indicateurs	30/06/2025	Variation au T2 2025	Variation en 2025
CAC 40	7 666	-1,6%	+3,9%
Eurostoxx	562	+3,5%	+11,2%
S&P 500 (en euro)	5 275	+1,6%	-7,2%
MSCI World All Countries (en euro)	780	+2,0%	-4,0%
Topix (en euro)	16,8	+2,5%	-1,4%
Euro/dollar	1,18	+9,0%	+13,8%
Pétrole (Brent en euro)	58	-19,1%	-19,3%
Taux €STR (monétaire)	1,92%	-50 points de base	-100 points de base
Taux allemand à 10 ans	2,61%	-13 points de base	+24 points de base

Source : Bloomberg, indices hors dividendes. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.



Votre application mobile Lazard Frères Gestion
a évolué depuis le 17 juin !

Si vous ne l'avez pas encore fait, téléchargez
dès maintenant la nouvelle version de l'application
mobile pour accéder à vos comptes et contrats.



Patrimoine



Stéphane Jacquin

Associé-Gérant,
Responsable de l'ingénierie patrimoniale



DONATION AVEC RÉSERVE D'USUFRUIT VIAGÈRE OU TEMPORAIRE ?

La donation avec réserve d'usufruit est très fréquemment utilisée par les parents ou les grands-parents pour organiser la transmission de leur patrimoine.

Les raisons qui conduisent le donateur à se réserver l'usufruit des biens donnés peuvent être multiples.

Le donateur peut évidemment souhaiter conserver les revenus ou la jouissance des biens transmis sa vie durant. C'est en particulier le cas lorsque la donation porte sur un bien immobilier. Le donateur souhaite continuer à occuper le bien - une résidence secondaire par exemple - ou à en percevoir les revenus s'il est loué.

Mais la réserve d'usufruit peut également être motivée par la volonté de conserver un contrôle sur le patrimoine transmis. C'est souvent un objectif des parents ou des grands-parents donateurs en présence de donataires jeunes. La réserve d'usufruit constitue pour le donateur l'assurance que le donataire ne pourra pas vendre les biens donnés et consommer le produit de la vente sans son accord. Rappelons en effet que pour vendre un bien dont la propriété est démembrée, usufruitier et nu-proprétaire doivent se mettre d'accord. Une réserve d'usufruit combinée à la constitution d'une société civile pour détenir les actifs dont la transmission est organisée, peut même permettre au donateur de conserver un contrôle total sur le patrimoine transmis.

La réserve d'usufruit est enfin souvent motivée par la recherche d'une économie fiscale par rapport à une transmission en pleine propriété. En effet, lors de la donation, seule la nue-proprété est taxée et lors de l'extinction de l'usufruit, c'est-à-dire le plus souvent lors du décès de l'usufruitier, l'usufruit rejoint la nue-proprété en franchise de droits de succession. Plus la donation avec réserve d'usufruit est consentie jeune et plus cette économie est importante.

La valeur de l'usufruit viager réservé par le donateur au moment de la donation est fixée par l'article 669 I du Code Général des Impôts (CGI) :

Âge de l'usufruitier	Valeur de l'usufruit	Valeur de la nue-proprété
Moins de 21 ans	90%	10%
Moins de 31 ans	80%	20%
Moins de 41 ans	70%	30%
Moins de 51 ans	60%	40%
Moins de 61 ans	50%	50%
Moins de 71 ans	40%	60%
Moins de 81 ans	30%	70%
Moins de 91 ans	20%	80%
Plus de 91 ans	10%	90%

Ainsi, la nue-proprété d'un bien évalué en toute propriété à 1 000 000 € sera évaluée à 500 000 € si le donateur qui se réserve l'usufruit sa vie durant a 56 ans au moment de la donation.

Dans une telle situation, consentir une donation avec réserve d'usufruit aura permis de n'être taxé que sur la moitié de la valeur du bien puisqu'au décès de l'usufruitier, l'usufruit s'éteindra et le nu-proprétaire deviendra plein propriétaire sans avoir de droits de succession à acquitter.

En revanche, l'inconvénient est que l'enfant donataire ne pourra jouir du bien et en disposer qu'après le décès de l'usufruitier. La donation avec réserve d'usufruit permet donc au donateur de maîtriser la transmission de son patrimoine et d'en réduire le coût mais elle présente une utilité limitée pour le donataire.

Face à cette situation et en raison de l'allongement de la durée de la vie humaine, il arrive parfois que le donateur qui avait souhaité, au moment de la donation, se réserver

l'usufruit des biens donnés souhaite, ultérieurement, renoncer à son usufruit pour que les biens donnés puissent être utiles au donataire et qu'il puisse en jouir ou en disposer sans attendre son décès.

Malheureusement, une renonciation à usufruit est assimilée à une donation et est taxée comme telle. Un parent qui souhaite abandonner l'usufruit sur un bien qu'il avait donné en nue-proprété à son enfant quelques années auparavant est donc contraint de payer à nouveau des droits de donation sur la valeur de l'usufruit abandonné déterminée en fonction de son âge à cette date.

Reprenons notre exemple et supposons que 15 ans se soient écoulés depuis la donation de la nue-proprété. Le parent donateur est désormais âgé de 71 ans. Son usufruit est donc valorisé à 30% de la valeur du bien en pleine propriété en application du barème de l'article 669 I du CGI. Des droits de donation devront être payés sur cette base en cas d'abandon d'usufruit. Au total, dans notre exemple, des droits auront donc été payés sur 50% de la valeur du bien au moment de la donation de la nue-proprété puis sur 30% de la valeur du bien, 15 ans plus tard, au moment de l'abandon de l'usufruit. Aussi, une partie de l'avantage fiscal qui était recherché au moment de la donation de la nue-proprété n'aura pas été obtenu.

La vente du bien dont la nue-proprété avait été transmise et la répartition du produit de la vente entre usufruitier et nu-proprétaire, chacun récupérant une quote-part du prix en pleine propriété, peut constituer une alternative à un abandon de l'usufruit. Toutefois, cette solution n'est pas non plus idéale en termes de transmission. En effet, elle conduit à ce que de la pleine propriété soit récupérée par les parents ou grands-parents et générera donc, à terme, un supplément de droits de succession.

Afin d'éviter cet écueil, il peut être envisagé, lors de la donation de la nue-proprété, une réserve d'usufruit pour une durée fixe et non pour une durée viagère.

Un usufruit constitué pour une durée fixe est évalué, en application de l'article 669 II du CGI, à 23% de la pleine propriété par période de 10 ans sans fraction. Cela signifie qu'un usufruit d'une durée de 3 ans et un usufruit d'une durée de 9 ans ont fiscalement une même valeur de 23%. De même, un usufruit d'une durée de 12 ans et un usufruit d'une durée de 18 ans auront tous les deux une valeur fiscale de 46% (2 périodes de 10 ans sans prorata).

Précisons toutefois que la valeur d'un usufruit fixe ne peut jamais dépasser celle de l'usufruitier viager qui constitue une évaluation maximale. Ainsi, alors qu'un usufruit d'une durée fixe de 12 ans est, en principe, évalué à 46% de la valeur de la pleine propriété, son évaluation sera plafonnée à 30% si le donateur qui se réserve cet usufruit à durée fixe est âgé de 73 ans. En effet, en application du barème de l'article 669 I du CGI, l'usufruit viager d'une personne ayant entre 71 ans et 81 ans est évalué à 30%.

Si, dans notre exemple, plutôt que de se réserver un usufruit viager, le donateur âgé de 56 ans s'était réservé un usufruit pour une durée fixe de 15 ans, l'usufruit réservé aurait été évalué à 46% de la pleine propriété. La nue-proprété transmise aurait donc été évaluée par différence à 54% de la pleine propriété, soit dans notre exemple à 540 000 €. Les droits dus lors de la donation de la nue-proprété auraient été à peine plus élevés qu'avec la réserve d'usufruit viagère et le donataire aurait récupéré à l'expiration du terme des 15 ans la pleine propriété du bien en franchise de droits.

Au moment de consentir une donation, les parents ou les grands-parents qui n'ont pas pour objectif de conserver la jouissance des biens transmis leur vie durant, mais qui souhaitent réduire le coût fiscal de la transmission et/ou conserver un contrôle sur le patrimoine transmis parce que les donataires sont encore jeunes doivent donc s'interroger sur l'opportunité de prévoir une réserve d'usufruit à durée fixe plutôt que viagère.

Opter pour un usufruit à durée fixe peut permettre de réduire le coût de la transmission tout en permettant au donataire de pouvoir disposer des actifs transmis avant le décès du donateur.

Entre Nous

INTELLIGENCE ARTIFICIELLE : ENTRE PROMESSES ET RÉALITÉ

Le 5 juin dernier, Lazard Frères Gestion organisait à Paris un événement dédié à l'intelligence artificielle en présence de Xavier Lazarus, cofondateur et président d'Elaiia, et d'Anne Bouverot, dirigeante d'entreprise et envoyée spéciale du président de la République pour l'Intelligence artificielle.

Les deux experts ont livré leur vision du sujet en l'abordant sous plusieurs angles complémentaires : origines, limites, avancées récentes, enjeux environnementaux et souveraineté numérique notamment.

AUX ORIGINES DE L'IA

En 2022, l'Intelligence est apparue comme une nouveauté aux yeux du monde entier. Pourtant, ce domaine de recherche est apparu depuis plus de 60 ans, pour ne pas dire depuis plusieurs siècles. On peut ainsi faire remonter les prémises de l'IA à l'invention par Blaise Pascal, en 1642, de la première machine à calculer (la célèbre « pascaline »). Au XXème siècle, le mathématicien Alan Turing avait quant à lui théorisé que l'intelligence artificielle deviendrait mature dès lors que les réponses qu'elle serait en mesure de générer ne pourraient plus être clairement distinguées d'une réponse fournie par l'Homme. C'est précisément ce saut qualitatif qui a été franchi en 2022 par ChatGPT et, peu de temps après, par d'autres modèles d'IA.

L'un des éléments fondamentaux ayant permis de réaliser ce saut qualitatif est la discrète invention des « Transformers » par Google en 2017. Concrètement, il s'agit de fonctions mathématiques intégrées dans le cadre d'un réseau complexe – les fameux réseaux de neurones – permettant d'entraîner des modèles de grande taille sur des phrases, transformées en nombres sans perdre leur sens initial. Dès lors, les modèles de langage correctement entraînés peuvent répondre à une question en amorçant une phrase, puis en rajoutant à la suite les mots les plus probables pour créer une réponse cohérente avec les milliards d'informations digérées par le modèle. La mise au point des « Transformers » a fait l'objet de publications dans des revues scientifiques, rendant libre d'usage cette innovation fondamentale grâce à laquelle OpenAI est parvenue à mettre au point ChatGPT. D'autres modèles d'IA ont été développés en parallèle sur des technologies similaires, donnant lieu en quelques années à la naissance de DeepSeek en Chine, Mistral AI en France et bien d'autres modèles aux États-Unis.

LIMITES CONCEPTUELLES

La limite de l'intelligence artificielle reste qu'elle ne raisonne pas réellement, bien qu'elle simule à merveille le raisonnement humain. D'où un risque d'erreur, correspondant aux fameuses « hallucinations » de l'IA. Mathématiquement, ces hallucinations proviennent du fait qu'un modèle d'IA va en permanence chercher à prédire les résultats les plus probables pour formuler ses réponses. Or, les résultats les plus probables ne sont pas toujours les bons.

Cette limite de l'IA générative pose notamment un problème dans le secteur de la finance. Ainsi, à la question « Une IA générative peut-elle remplacer l'humain pour formuler des décisions d'investissement ? », la réponse reste actuellement « non ». Le contrôle des risques mis en place dans le secteur financier ne permettrait pas de réaliser une opération sur les marchés à partir d'une simple argumentation générée par IA, elle-même soumise à un risque d'hallucination.

D'autres secteurs, en revanche, se prêtent davantage à l'automatisation de l'IA. Les métiers de la Justice par exemple, qui nécessitent d'importantes recherches au sein d'un large corpus de textes pour identifier des cas de jurisprudences, peuvent fortement bénéficier de ses capacités. Dans le domaine informatique, la génération de code source se prête également aux capacités de l'IA, du fait que ce code repose sur un langage mathématique normé.

TRAVAIL ET PRODUCTIVITÉ

Le monde du travail est d'ailleurs l'un des domaines où l'intelligence artificielle a provoqué les changements les plus profonds au cours des deux dernières années. D'un point

de vue macroéconomique, l'apport de l'IA s'avère particulièrement bénéfique en permettant des gains de temps et de productivité. D'un point de vue microéconomique en revanche, l'IA suscite fréquemment des craintes individuelles : « Mon travail va-t-il être remplacé par une IA ? Vais-je perdre mon emploi ? ». Les premières recherches menées en France montrent pourtant que les sociétés qui se sont emparées des sujets d'IA depuis deux ans ont eu tendance à créer davantage d'emplois qu'elles n'en ont détruits, notamment du fait qu'elles ont gagné en compétitivité et ont pu accélérer leur développement.

ENVIRONNEMENT ET ÉNERGIE

Ces évolutions posent toutefois des questions en matière d'empreinte environnementale. Les modèles d'IA générative tels qu'ils existent de nos jours nécessitent d'importantes capacités de calculs et une forte consommation électrique. Au point qu'un réflexe éthique à adopter, avant d'interroger ChatGPT, est de se demander si la réponse recherchée ne pourrait pas se trouver tout aussi rapidement sur Google, voir idéalement en réfléchissant par soi-même.

Les acteurs de l'IA et du cloud, dont les besoins énergétiques ne cessent de croître, doivent par ailleurs tenir leurs objectifs en matière de réduction d'empreinte carbone. D'où leur intérêt pour l'installation d'infrastructures en France, qui dispose d'une forte proportion d'énergie nucléaire décarbonée dans son mix énergétique. Cette particularité explique notamment les 109 milliards d'euros de promesses d'investissements dans le domaine des datacenters annoncées à l'occasion du Sommet de l'IA des 10 et 11 février, dont plus de 20 milliards ont été confirmés à l'occasion du sommet Choose France du 19 mai.

SOUVERAINETÉ NUMÉRIQUE

La volonté française de prendre le sujet de l'IA à bras-le-corps est également liée aux enjeux en matière de souveraineté numérique. Force est de reconnaître que dans certains domaines, les États-Unis et la Chine disposent d'une longueur d'avance technologique désormais irrattrapable pour l'Europe, qui aura du mal à concurrencer des outils comme ChatGPT. L'apparition de DeepSeek en janvier a toutefois montré que des acteurs inattendus pouvaient surgir et rebattre en peu de temps les cartes du marché de l'IA.

L'une des pistes envisagées en Europe consisterait à développer une autre approche en matière d'intelligence artificielle, via le recours à des modèles spécialisés pour répondre aux besoins spécifiques de chaque industrie, ou générant des réponses légèrement plus incertaines sans dégrader significativement l'expérience des utilisateurs. À la clé : une approche plus sobre en matière de consommation énergétique, mais aussi plus efficace dans certains domaines face aux modèles américains ou chinois ayant quant à eux une vocation universelle.

Le sommet des 10 et 11 février qui s'est tenu à Paris a d'ailleurs été l'occasion d'annoncer l'initiative « EU AI Champions » regroupant 60 entreprises européennes de toutes tailles, pour travailler ensemble sur les enjeux de l'intelligence artificielle. Le but : encourager le partage des connaissances et la création de partenariats, enjeu clé pour parvenir à faire émerger des technologies et potentiellement un socle commun européen dans le domaine de l'IA.

La France conserve par ailleurs un atout dans ce domaine en raison de son excellente capacité à former des chercheurs et des mathématiciens. D'importantes recherches fondamentales ont ainsi lieu en France pour imaginer d'autres manières de construire une intelligence artificielle. L'une d'entre elles, faisant l'objet de recherches à l'ENS,

consiste à comprendre et reproduire mathématiquement la manière dont un bébé parvient à percevoir le monde et à apprendre un langage, sans savoir lire ou écrire. Cette intelligence pourrait notamment provenir de son rapport à l'image et à la physique des objets : un objet lâché tombe, un verre posé sur une table ne passe pas au travers, etc. Un domaine de recherche prometteur venant nous rappeler que l'intelligence artificielle n'en est encore qu'à ses prémises et n'a pas fini de nous surprendre.



Les analyses et/ou descriptions contenues dans ce document ne sauraient être interprétées comme des conseils ou recommandations de la part de Lazard Frères Gestion SAS.

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, notamment un risque de perte en capital, 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.

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 : Alice Dorigo — Tél. : 01 44 13 04 61 — www.lazardfreresgestion.fr
Illustration : Stéphane Manel – Crédit photos : Adobe Stock.

PARIS

25, rue de Courcelles
75008 Paris

+33 1 44 13 04 61

BORDEAUX

8, rue du Château Trompette
33000 Bordeaux

+33 5 56 44 30 00

LYON

29, place Bellecour
69002 Lyon

+33 4 72 69 95 80

NANTES

4, rue Racine
44000 Nantes

+33 2 28 08 28 78

BRUXELLES

Blue Tower
326, avenue Louise
1050 Bruxelles

+32 2 627 08 80

LUXEMBOURG

39, boulevard Royal
L-2449 Luxembourg
Grand-Duché de
Luxembourg

+352 273 00 810