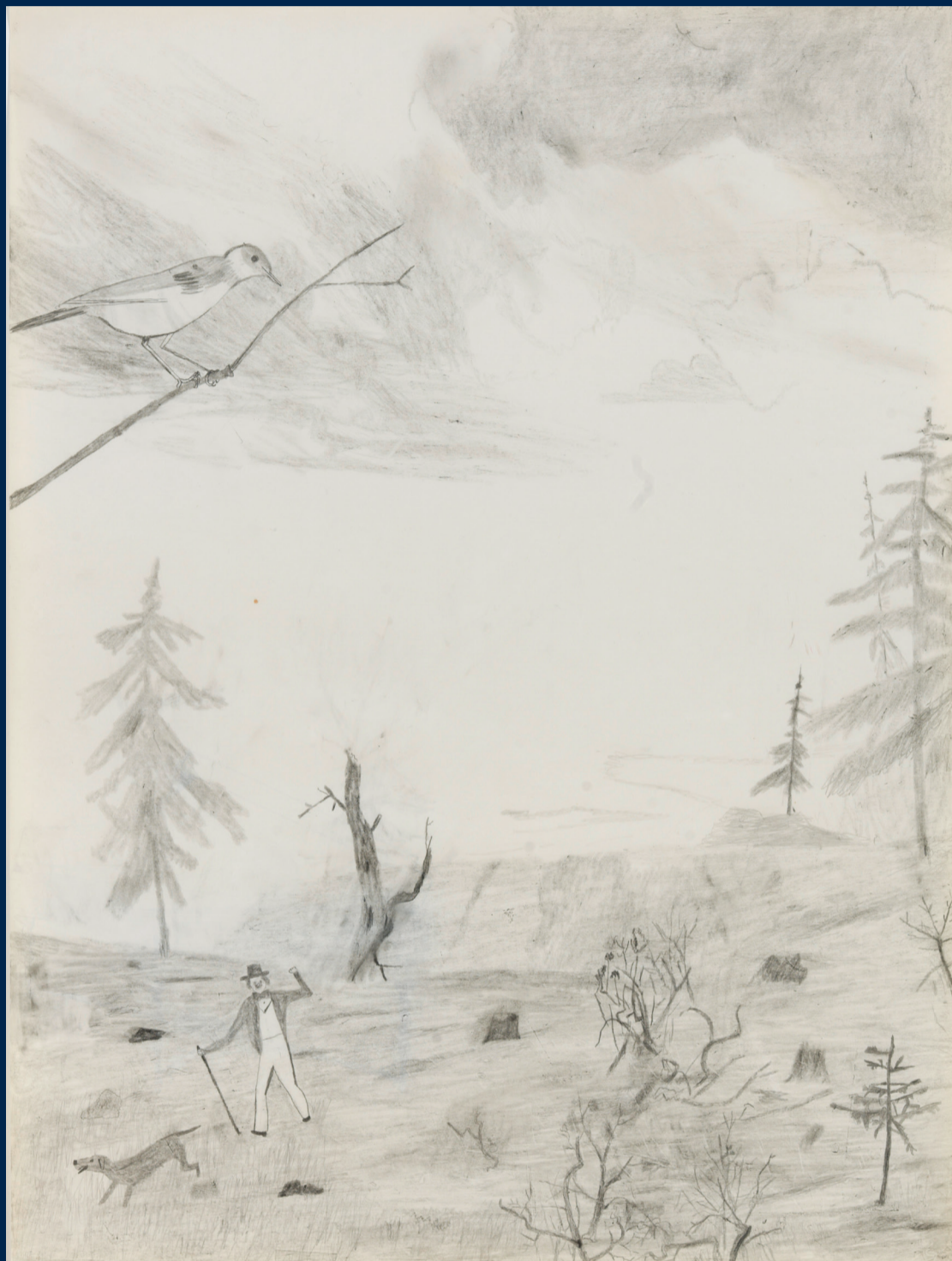


GESTION PRIVÉE

2^e trimestre 2021 – Rédigée en date du 21/04/2021

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



Jockum Nordström, Utmarken (2012)

60 x 45 cm

© André Morin

Collection privée, Paris

ÉCONOMIE

Le régime de confinement continue de freiner la croissance en Europe, tandis que la reprise de l'économie américaine se poursuit dans un contexte de relance budgétaire et de levée progressive des restrictions sanitaires.

L'amélioration des perspectives économiques soutient les marchés actions et se traduit par une pentification de la courbe des taux. Le fort rebond attendu de la demande fait craindre une poussée inflationniste, mais les banques centrales maintiennent des discours accommodants. Que doit-on attendre de l'inflation dans les prochains mois ?

p.2

PATRIMOINE

Le 9 mars 2021, 40 députés ont déposé une proposition de loi visant à baisser très significativement la fiscalité des donations et des successions. Les députés signataires de cette proposition sont tous issus de l'opposition.

Il est donc peu probable qu'elle aboutisse. Pour autant, il n'est pas exclu qu'un allègement de la fiscalité des transmissions puisse être voté dans les prochains mois.

p.3

ENTRE NOUS

Il n'est pas toujours facile de décrypter les cours de Bourse, tant les facteurs qui les influencent sont nombreux.

Les marchés actions sont par conséquent volatils, et cette volatilité peut effrayer les investisseurs, au point de les paralyser. L'année boursière 2020 en a été la parfaite illustration. Entre la mi-février et la mi-mars, le CAC 40 a perdu près de 39 %, avant de regagner plus de 50 % de la mi-mars à fin décembre. Rares sont les investisseurs qui ont su naviguer dans ces eaux tumultueuses en maîtrisant ces deux courants inverses. À plus d'un titre, ces mouvements sidérants ont pu paraître exagérés, voire incompréhensibles.

p.4

Le régime de confinement continue de freiner la croissance en Europe, tandis que la reprise de l'économie américaine se poursuit dans un contexte de relance budgétaire et de levée progressive des restrictions sanitaires. L'amélioration des perspectives économiques soutient les marchés actions et se traduit par une pentification de la courbe des taux. Le fort rebond attendu de la demande fait craindre une poussée inflationniste, mais les banques centrales maintiennent des discours accommodants. Que doit-on attendre de l'inflation dans les prochains mois ?

REPRISE À PLUSIEURS VITESSES



Après le fort rebond du troisième trimestre, la croissance mondiale a ralenti au quatrième trimestre. Dans la zone euro, le PIB a baissé de 2,6 % en rythme annualisé (- 4,9 % sur un an) sous l'effet des restrictions sanitaires. L'impact du régime de confinement sur l'activité continue de se faire sentir au premier trimestre, principalement sur la consommation et les services. À l'inverse, l'activité dans le secteur manufacturier poursuit son accélération. Le taux de chômage est stable à 8,3 %. Aux États-Unis, la croissance a ralenti à + 4,3 % en rythme annualisé (- 2,4 % sur un an). La météo a pesé sur l'activité en début d'année, mais les aides d'État envoyées aux ménages ont soutenu la consommation. Les créations d'emplois ont rebondi dans un contexte de reflux de l'épidémie et de levée progressive des restrictions sanitaires, permettant une baisse du taux de chômage à 6,0 %. En Chine, la croissance a accéléré à + 6,5 % sur un an et les statistiques de janvier-février montrent une poursuite de la reprise. Les autorités ont annoncé viser une croissance supérieure à 6 % cette année, un objectif très prudent au regard des prévisions du consensus (autour de 8,5 %).

POURSUITE DE LA HAUSSE DES MARCHÉS ACTIONS

Les marchés actions ont poursuivi leur progression, à la faveur des valeurs les plus exposées à un rebond de l'activité. La montée en puissance de la vaccination en Europe va permettre une levée des restrictions sanitaires qui pèsent sur la croissance et les États-Unis ont pris de nouvelles mesures de relance. Le Congrès américain a voté un plan de soutien de 1 900 milliards de dollars américains et Joe Biden a présenté un plan d'investissement de 2 200 milliards de dollars américains qui devrait s'étaler sur huit ans. Ce dernier serait en partie financé par la hausse de l'impôt sur les sociétés qui passerait de 21 % à 28 %. La forte reprise économique attendue fait craindre une poussée inflationniste, mais les banques centrales maintiennent des discours accommodants. Au premier trimestre 2021, dividendes réinvestis, l'Eurostoxx en euros a progressé de + 8,9 %, le S&P 500 en dollars de + 6,2 %, le Topix en yen de + 9,3 % et l'indice MSCI en dollars des actions émergentes de + 2,3 %.

REPÈRES BOURSIERS

Indicateurs	31/12/2020	31/03/2021	Variation au T1 2021	Variation en 2020
CAC 40	5 551,4	6 067,2	9,3 %	- 7,1 %
Euro Stoxx (hors dividendes réinvestis)	397,6	432,1	8,7 %	- 1,6 %
S&P 500 en euro	3 072,4	3 381,2	10,0 %	6,8 %
MSCI World en euro	528,6	573,0	8,4 %	5,0 %
Nikkei 225 en euro	216,3	224,5	3,8 %	11,6 %
Euro/dollar	1,22	1,17	- 4,0 %	8,9 %
Pétrole (baril Brent en dollar)	51,2	62,4	22,0 %	- 13,5 %
EONIA en %	- 0,50	- 0,49	➤	➤
Taux à 10 ans allemand	- 0,57	- 0,29	➤	➤

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 7 avril 2021.

FORTE TENSION DES TAUX D'INTÉRÊT

L'amélioration des perspectives de croissance et d'inflation a entraîné une forte tension des taux d'intérêt américains, le taux à 10 ans du Trésor passant de 0,91 % à 1,74 %. La tension est plus modérée en Europe puisque le taux à 10 ans de l'État allemand est passé de - 0,57 % à - 0,29 %. Pour éviter un durcissement trop précoce des conditions de financement, la BCE a annoncé qu'elle allait augmenter de manière significative le rythme auquel elle investit l'enveloppe de 1850 milliards d'euros dédiée à son programme d'achats d'urgence contre la pandémie, tout en excluant un contrôle de la courbe des taux. La Fed a maintenu un discours accommodant. Les membres du comité de politique monétaire ne prévoient aucune remontée des taux avant la fin de 2023 et Jérôme Powell a indiqué qu'une réduction des achats d'actifs n'était pas à l'ordre du jour.

DÉPRÉCIATION DE L'EURO

L'euro s'est déprécié de 2,5 % par rapport à un panier de devises composé de ses douze principaux partenaires commerciaux. Le mouvement s'explique principalement par une dépréciation de 4,0 % contre dollar et de 4,8 % contre la livre sterling. L'euro s'est apprécié de 2,9 % contre le yen.

INFLATION : D'ABORD UNE ACCÉLÉRATION MÉCANIQUE

Après avoir passé plusieurs années à porter sur la déflation, les inquiétudes vont-elles désormais se porter sur l'inflation ? Le sujet occupe effectivement de plus en plus les esprits, la crainte étant que les banques centrales soient contraintes de durcir leur politique monétaire plus rapidement que prévu. Pour le moment, l'inflation reste modérée aux États-Unis et en Europe, à respectivement + 1,6 % et + 0,9 % sur un an hors énergie et alimentation, en mars. Les prochains mois devraient toutefois afficher des accélérations notables du fait des effets de base liés à la baisse des prix pendant les confinements en mars et avril 2020. Aux États-Unis, dès le mois d'avril, le déflateur de la consommation hors alimentation et énergie, la mesure privilégiée par la Fed, devrait passer au-dessus de 2,0 % et se maintenir à ce niveau-là au printemps. Dans la zone euro, le point bas des prix en 2020 a été atteint en septembre : les effets de base joueront à plein à ce moment-là. Ces effets sont bien anticipés par les banques centrales et sans doute par le marché. Ils pourraient néanmoins générer des commentaires alarmistes. À l'horizon de la fin d'année et du début 2022, ce seront davantage les effets des plans de relance et de la réouverture qui joueront. Généreront-ils une inflation plus forte et plus durable que ce que les banques centrales attendent ? La question reste ouverte.

Taux à 10 ans des obligations d'État



Source : Bloomberg

LA DONATION-PARTAGE TRANSGÉNÉRATIONNELLE : UNE SOLUTION POUR RÉDUIRE LE COÛT DE LA TRANSMISSION D'UN PATRIMOINE



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

Le 9 mars 2021, 40 députés ont déposé une proposition de loi visant à abaisser très significativement la fiscalité des donations et des successions. Les députés signataires de cette proposition sont tous issus de l'opposition. Il est donc peu probable qu'elle aboutisse.

Pour autant, il n'est pas exclu qu'un allègement de la fiscalité des transmissions puisse être voté dans les prochains mois. Mais si de nouvelles mesures devaient être adoptées, leur portée serait probablement très limitée. Ainsi, si un relèvement de l'abattement sur les dons de sommes d'argent (actuellement fixé à 31 865 euros et applicable tous les 15 ans) apparaît possible, un abaissement de la tranche marginale des droits de succession en ligne directe semble, en revanche, exclu. À cet égard, rappelons que le taux marginal de taxation des donations et des successions entre parent et enfant est de 45 %.

Face à ce taux élevé, il convient de rechercher des solutions susceptibles de permettre de réduire le coût de la transmission d'un patrimoine. La donation-partage transgénérationnelle, parce qu'elle favorise les transmissions directes aux petits-enfants, en est une.

Rappelons qu'en droit français, les enfants sont héritiers réservataires, c'est-à-dire que la loi leur accorde une part de succession dont ils ne peuvent être privés. Un grand-parent qui souhaite transmettre directement à ses petits-enfants pour limiter le coût de la transmission de son patrimoine est donc,

en principe, limité par la quotité disponible (cette quotité est de la moitié du patrimoine en présence d'un enfant, d'un tiers du patrimoine en présence de deux enfants et d'un quart du patrimoine en présence de trois enfants ou plus).

Toutefois, un grand-parent peut, avec l'accord de ses enfants, s'affranchir de cette contrainte dans le cadre d'une donation-partage transgénérationnelle. En effet, dans ce cas, un grand-parent peut, avec l'accord de son enfant, donner à un petit-enfant des biens qui seront réputés remplir l'enfant de sa part de réserve.

Une donation-partage transgénérationnelle permet donc de pratiquer un saut de génération tout en respectant la contrainte de la réserve héréditaire.

Cette transmission directe aux petits-enfants peut porter sur des biens nouvellement donnés ; le grand-parent donne directement à un petit-enfant plutôt qu'à un enfant avec l'accord de ce dernier. Elle peut également porter sur des biens qui ont déjà été transmis aux enfants.

En effet, il est possible, dans une donation-partage transgénérationnelle, de réintégrer des donations antérieures afin de transmettre à ses petits-enfants des biens précédemment donnés à ses enfants, sous réserve de l'accord de ces derniers.

Au plan fiscal, le saut de génération, lorsqu'il porte sur des biens nouvellement donnés, entraîne le paiement de droits de donation qui sont calculés sur la part transmise par le grand-parent à son petit-enfant.

Ce saut de génération n'entraînera donc pas toujours un gain fiscal immédiat puisque l'abattement applicable aux donations consenties à un petit-enfant (31 865 euros) est plus faible que celui applicable aux donations consenties à un enfant (100 000 euros).

Il génère en revanche nécessairement un gain fiscal à terme puisque l'enfant n'aura pas à transmettre ultérieurement à ses propres enfants les biens que ces derniers auront directement reçus de leurs grands-parents.

Le saut de génération peut s'avérer encore plus avantageux lorsqu'il porte sur des biens réincorporés dans la donation-partage transgénérationnelle.

En effet, lorsque plus de 15 ans se sont écoulés entre la donation d'un bien à un enfant et la donation-partage transgénérationnelle, dans laquelle les biens précédemment donnés à l'enfant sont réincorporés pour être transmis aux petits-enfants, seul le droit de partage de 2,5 % est dû.

Réincorporer dans une donation-partage transgénérationnelle des biens donnés il y a plus de 15 ans à ses enfants permet donc de les transmettre à ses petits-enfants sans payer de droits de donation et pour un coût fiscal limité à 2,5 %.

Lorsque la réincorporation porte sur des biens donnés il y a moins de 15 ans, elle entraîne le paiement de droits de donation. Ainsi, si des biens donnés à un enfant à l'intérieur de ce délai sont réintégrés dans une donation-partage transgénérationnelle pour être transmis à ses propres enfants, les droits seront calculés sur cette donation entre grand-parent et petits-enfants comme s'il s'agissait de biens nouvellement donnés. Toutefois, les droits payés lors de la donation réincorporée seront imputés sur le montant des droits dus sur la donation transgénérationnelle aux petits-enfants.

Prenons l'exemple d'une grand-mère ayant consenti en février 2007, alors qu'elle était âgée de 70 ans, une donation de titres pour une valeur à l'époque de 300 000 euros à l'un de ses enfants. Ce portefeuille a aujourd'hui une valeur de 700 000 euros. Si ce portefeuille est réintégré dans une donation-partage transgénérationnelle pour être transféré aux deux petits-enfants issus de cet enfant, des droits de donation seront dus puisque la donation a moins de 15 ans. Ils s'élèveront à 123 642 euros si la grand-mère n'a jamais fait de donation à ses deux petits-enfants.

Sur cette somme pourront être imputés les droits acquittés lors de la donation de 2007, soit la somme de 33 810 euros compte tenu du tarif alors en vigueur, de sorte que le montant des droits à régler aujourd'hui sera de 89 832 euros.

Cette somme est moins élevée que celle qui serait due sur une donation du portefeuille de 700 000 euros par le fils à ses deux enfants. En effet, elle s'élèverait à 96 388 euros en supposant qu'il ne leur ait jamais consenti de donation.

Pour que les petits-enfants deviennent propriétaires du portefeuille, il est donc préférable que la donation faite au père soit réincorporée dans une donation-partage transgénérationnelle consentie par la grand-mère plutôt que le père consente une donation à ses enfants. Ajoutons qu'outre l'économie de droits, cette solution permettra au fils de récupérer le bénéfice de l'abattement et des tranches basses du barème qui avaient été utilisés lors de la donation que lui avait consentie sa mère en 2007.

Enfin, si plutôt que de consentir la donation-partage transgénérationnelle aujourd'hui, la grand-mère attend 2022 pour que la donation consentie à son fils ait plus de 15 ans, les 700 000 euros passeront aux deux petits-enfants pour un coût fiscal limité à 17 500 euros (droit de partage de 2,5 %).



INVESTIR, C'EST FAIRE DU TEMPS SON ALLIÉ

« LE TEMPS ! ÉLÉMENT SI IMPORTANT DANS TOUTES LES CHOSES DE CE MONDE. »

Jean-Baptiste Say, 1814

Il n'est pas toujours facile de décrypter les cours de Bourse, tant les facteurs qui les influencent sont nombreux. Les marchés actions sont par conséquent volatils, et cette volatilité peut effrayer les investisseurs, au point de les paralyser. L'année boursière 2020 en a été la parfaite illustration. Entre la mi-février et la mi-mars, le CAC 40 a perdu près de 39 %, avant de regagner plus de 50 % de la mi-mars à fin décembre. Rares sont les investisseurs qui ont su naviguer dans ces eaux tumultueuses en maîtrisant ces deux courants inverses. À plus d'un titre, ces mouvements sidérants ont pu paraître exagérés, voire incompréhensibles.

La situation devient plus intelligible dès lors que l'on prend du recul, et que l'on séquence l'horizon temporel des marchés financiers en trois dimensions :

- 1- Les grandes tendances de long terme (10 ans et plus) ont normalement la particularité de donner raison aux optimistes. Elles s'accompagnent d'un développement économique et social (croissance, gains de productivité) en profitant notamment des progrès scientifiques et technologiques qui jalonnent chaque décennie. Ainsi, les actifs tendent à s'apprécier en fonction de l'évolution du PIB nominal.
- 2- Le cycle conjoncturel (3 à 8 ans), plus contrasté, est impacté par de multiples facteurs, à commencer par les politiques économiques (monétaires et budgétaires), les comportements d'épargne, les flux d'investissement ou l'évolution de l'endettement. Les cycles conjoncturels génèrent des phases d'expansion et de contraction, aussi bien sur les marchés actions que sur le marché de l'emploi.
- 3- Enfin, le court terme, allant de quelques jours à quelques mois, se caractérise par des fluctuations liées à l'actualité économique, politique, sociale ou géopolitique. Ces phénomènes peuvent rendre l'investisseur versatile, car il est facile de succomber au pessimisme quand les sujets d'actualités sont négatifs.

Ces trois échelles de temps ont chacune un impact différent sur les prix des actifs. Les tendances séculaires tendent à avoir un effet persistant en exerçant discrètement une force de rappel liée aux progrès de nos sociétés. Le cycle conjoncturel génère quant à lui de larges fluctuations autour de cette tendance de long terme. Enfin, le court terme conduit à des phénomènes d'exagération en provoquant ponctuellement des épisodes de fort appétit ou de fort rejet vis-à-vis du risque lors des points hauts et bas du cycle.

Bien que chaque investisseur soit différent, tout comportement obéit schématiquement à une dialectique de « fear and greed » (panique et cupidité) dans un espace-temps qui peut s'allonger ou se raccourcir en fonction de l'interprétation des actualités.



La tendance naturelle des investisseurs est de surestimer les girations de court terme, oubliant ce faisant l'importance des tendances de long terme. Cette dimension est pourtant essentielle, car si personne ne peut prédire l'avenir avec exactitude, se projeter à long terme permet de rendre ce futur moins surprenant. De fait, la confusion vient souvent d'une trop grande prise en compte des détails et de l'immédiateté.

Cette approche du temps conduit à imaginer des scénarii futurs, à identifier les facteurs clés dont dépendra leur déroulement, pour être en mesure d'anticiper et de quantifier les évolutions les plus probables. Bien évidemment, cette approche ne saurait rester statique. Elle doit être adaptative. Cela signifie qu'il faut en permanence mettre à jour cette analyse, en gardant en tête qu'il ne faut l'amender que si une évidence, et non pas une émotion, l'exige.

C'est pour cela qu'il est primordial, pour tout investisseur, de bien calibrer et respecter son horizon d'investissement. La volatilité n'est adverse que pour l'investisseur qui ignore le cap qu'il cherche à suivre et le temps dont il dispose pour atteindre son but. À l'inverse, lorsque cette vision est clairement définie, la volatilité devient une opportunité qu'il est alors possible d'exploiter.

L'investissement requiert en somme de la méthode pour appréhender avec succès la gestion du temps. Faire face avec sérénité aux cycles économiques et à leurs fluctuations constitue une exigence fondamentale pour de bons 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

Suivez les experts de Lazard Frères Gestion sur [LinkedIn](#), sur [twitter](#) et sur notre blog :

www.lazardfreresgestion-tribune.fr