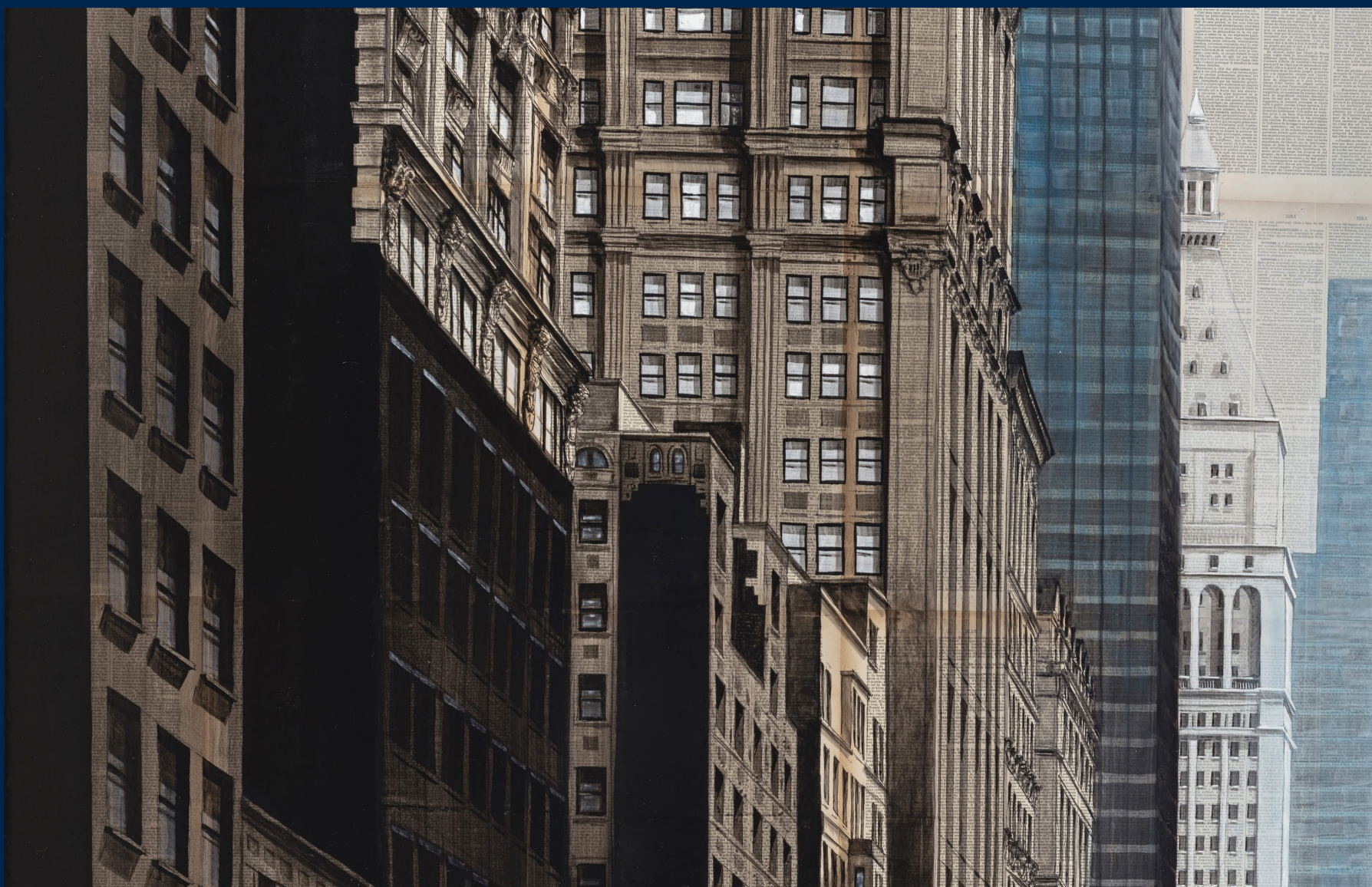


Gestion Privée

4^{ÈME} TRIMESTRE 2025 – RÉDIGÉE EN DATE DU 20 OCTOBRE 2025

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



Guillaume Chansarel

Œuvre intitulée « *Gothica* », 2018

Encre et acrylique sur pages imprimées de livres anciens, marouflées sur toile, 81 × 100 cm

© Galerie Artistics, Paris. Artistics.com

Économie p.2

Aux États-Unis, la Fed a repris ses baisses de taux. Les marchés actions, faisant fi du « *shutdown* » de l'administration américaine, ont été prompts à intégrer les bonnes nouvelles, portant les valorisations à des niveaux élevés.

Patrimoine p.3

Le projet de loi de finances pour 2026 a été présenté en conseil des ministres le 14 octobre. Deux mesures retiennent notamment l'attention dans le texte présenté par le gouvernement.

Entre Nous p.4

Lors de son Forum ESG du premier semestre, Lazard Frères Gestion a eu le plaisir d'accueillir Benoit Bazin, PDG de Saint-Gobain. L'occasion de revenir en détails sur la stratégie de l'entreprise.

LAZARD
FRÈRES GESTION
Gestion Privée

Économie

L'économie mondiale a fait preuve d'une résistance inattendue ces derniers mois, mais la hausse des droits de douane et la dégradation du marché du travail aux États-Unis fragilisent l'économie américaine. Ce contexte amène désormais la Fed à reprendre ses baisses de taux, alors que la BCE maintient le statu quo face à une embellie qui se confirme en Europe. Les marchés actions ont été prompts à intégrer les bonnes nouvelles, portant les valorisations à des niveaux élevés. Malheureusement, l'incertitude politique reste présente en France.

ALIGNEMENT DE LA CROISSANCE AUX ÉTATS-UNIS ET EN EUROPE

L'économie mondiale a fait preuve d'une résistance inattendue face au choc protectionniste américain. La demande intérieure aux États-Unis a été solide depuis le deuxième trimestre, grâce à la consommation des ménages et à l'investissement en IA. Les enquêtes d'activité se sont redressées en Europe, tandis que la croissance s'est stabilisée en Chine. Cependant, les hausses de droits de douane devraient participer à freiner l'économie américaine au cours des prochains mois, alors que le marché du travail envoie des signaux inquiétants, les créations d'emplois marquant le pas depuis l'été. S'il y a peu de raisons de s'attendre à une accélération de la croissance aux États-Unis, la demande domestique européenne devrait bénéficier de la relance budgétaire en Allemagne et de l'accélération des décaissements liés au plan européen NextGen EU. Une convergence de la croissance américaine et européenne vers 1,5% semble ainsi se dessiner, un niveau plus faible que la norme aux États-Unis mais légèrement supérieur au potentiel en Europe. La croissance chinoise devrait s'établir autour de 5%.

REPRISE DES BAISSSES DE TAUX DE LA FED, STATU QUO DE LA BCE

En septembre, la Fed a procédé à sa première baisse de taux depuis neuf mois (-25 points de base à 4,00-4,25%), estimant que les risques sur l'emploi l'emportaient désormais sur ceux liés à l'inflation. Les attentes de taux courts semblent désormais bien intégrer les fondamentaux américains. En revanche, la partie longue de la courbe pourrait être davantage sous pression à cause du déficit et de l'inflation. De son côté, la BCE semble décidée à maintenir le taux de dépôt autour de 2%, l'inflation étant revenue à sa cible et l'économie ne montrant pas d'inflexion à la baisse.

DES MARCHÉS ACTIONS TRÈS OPTIMISTES

Les marchés actions ont été prompts à intégrer les baisses de taux directeurs sans intégrer les risques économiques qui les accompagnent historiquement. La croissance bénéficiaire reste bonne aux États-Unis grâce à la domination des valeurs technologiques, mais cette concentration renforce le risque d'ajustement. Sur les niveaux de valorisation actuels, notre positionnement déjà prudent reste d'autant plus valable. Au niveau de l'allocation géographique, nous privilégions les actions européennes et japonaises au détriment des actions américaines, compte tenu de la dynamique des différentes zones.

FRANCE : L'INCERTITUDE POLITIQUE S'INSTALLE

La chute du gouvernement Bayrou en septembre, suivie de la chute du gouvernement « Lecornu I » en octobre, ont alimenté la crise politique française découlant de la dissolution de l'Assemblée nationale à l'été 2024. L'activité économique s'en est déjà ressentie, comme en témoignent la baisse de l'investissement des entreprises et la prudence accrue des consommateurs, avec un taux d'épargne qui a continué de grimper au printemps à près de 19%. Une incertitude prolongée en France viendrait fragiliser une activité déjà faible, avec une croissance pour cette année prévue à 0,8% par l'INSEE. Sur la question des finances

publiques, la trajectoire budgétaire de la France pose des questions légitimes. En effet, alors que la plupart des pays de l'Union Européenne ont continué à réduire leur déficit sur 2023 et 2024, la France a au contraire vu son déficit se dégrader à 5,8% du PIB. Les mesures d'économie commençaient à porter leurs fruits, mais la situation actuelle risque de retarder la consolidation nécessaire. Sur les marchés, la réaction a été plus modérée qu'à l'été dernier, le risque politique étant déjà en partie reflété dans les niveaux de valorisation.

France Écart entre les taux à 10 ans français et allemand

En points de base



Source : Bloomberg.

Repères boursiers

Indicateurs	30/09/2025	Variation au T3 2025	Variation en 2025
CAC 40	7 896	+3,0%	+7,0%
Eurostoxx	584	+3,9%	+15,5%
S&P 500 (en euro)	5 689	+7,8%	+0,1%
MSCI World All Countries (en euro)	838	+7,3%	+3,0%
Topix (en euro)	18,1	+7,4%	+5,9%
Euro/dollar	1,17	-0,4%	+13,3%
Pétrole (Brent en euro)	58	+/-0%	-19,4%
Taux €STR (monétaire)	1,92%	0 point de base	-100 points de base
Taux allemand à 10 ans	2,71%	-10 points de base	+34 points de base

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

Patrimoine



Stéphane Jacquin

Associé-Gérant,
Responsable de l'ingénierie patrimoniale

PROJET DE LOI DE FINANCES POUR 2026

Le projet de loi de finances pour 2026 a été présenté en conseil des ministres le 14 octobre.

Vous trouverez ci-après une description des deux principales mesures figurant dans le texte présenté par le gouvernement.

CONDITIONS D'ADOPTION

Avant d'examiner le détail de ces deux mesures, rappelons que pour que les dispositions du projet de loi de finances entrent en vigueur l'an prochain, il convient en principe qu'elles soient votées par le Parlement avant la fin de l'année 2025 puis qu'elles ne soient pas censurées par le Conseil constitutionnel si celui-ci venait à être saisi sur tout ou partie d'entre elles.

Soulignons toutefois qu'en l'absence de vote au Parlement après 70 jours de débats, le gouvernement a la possibilité, conformément à l'article 47 de la Constitution, de mettre en vigueur les dispositions du projet par ordonnance. Pour utiliser cette disposition qui n'a, a priori, encore jamais été utilisée, les débats doivent avoir lieu et donc les travaux du Parlement ne doivent pas être interrompus par une dissolution de l'Assemblée nationale.

Si une dissolution devait avoir lieu, les délais prévus par la Constitution pour l'examen du projet de loi de finances par le Parlement ne pourraient pas être respectés. La loi de finances ne pourrait donc pas être adoptée avant le 31 décembre 2025.

Dans ce cas, et toujours conformément à l'article 47 de la Constitution, le gouvernement devrait avoir recours à une loi spéciale l'autorisant à percevoir les impôts existants et lui permettant d'ouvrir, par décret, les crédits indispensables pour poursuivre l'exécution des services publics sans pouvoir excéder le montant des crédits ouverts par la dernière loi de finances. Rappelons que ce dispositif avait été utilisé l'an dernier suite à la censure du gouvernement Barnier et dans l'attente du vote de la loi de finances qui n'était intervenue que le 14 février 2025.

PROROGATION DE LA CONTRIBUTION DIFFÉRENTIELLE SUR LES HAUTS REVENUS (CDHR)

Le texte prévoit de proroger, en 2026, la CDHR créée par la loi de finances pour 2025.

Rappelons que la CDHR vise les personnes seules disposant d'un revenu supérieur à 250 000 € et les couples soumis à une imposition commune disposant d'un revenu supérieur à 500 000 €.

Cette contribution est destinée à faire en sorte que les contribuables concernés aient un taux d'imposition effectif à l'impôt sur le revenu d'au moins 20%. La CDHR touche en particulier les contribuables disposant de revenus importants soumis à la flat-tax (dividendes, intérêts, plus-values sur valeurs mobilières, produits extériorisés à raison de rachats sur des contrats d'assurance-vie). La CDHR a pour effet, pour les contribuables concernés, de porter le taux effectif d'imposition de ces revenus à 37,2% en y incluant les prélèvements sociaux de 17,2%.

Ce taux s'appliquerait donc à nouveau aux dividendes, intérêts, produits de rachats d'assurance-vie et plus-values sur valeurs mobilières réalisés en 2026. Le mode de recouvrement, consistant en un versement d'un acompte égal à 95% de la CDHR dû dès décembre, demeurerait inchangé.

TAXE SUR LES ACTIFS AFFECTÉS À UNE ACTIVITÉ NON OPÉRATIONNELLE DES SOCIÉTÉS HOLDINGS

Le projet présenté par le Gouvernement prévoit d'instaurer une taxe de 2% sur les actifs détenus par les sociétés holdings et non affectés à une activité opérationnelle. Seraient concernées par cette taxe, les sociétés soumises à l'impôt sur les sociétés qui remplissent les conditions suivantes :

- La valeur vénale de l'ensemble des actifs détenus par la société est supérieure ou égale à 5M€.

- La société est détenue par une personne physique. Le texte considère qu'une société est détenue par une personne physique dès lors que cette dernière détient seule ou avec des membres de sa famille (conjoint, partenaire, ascendants, descendants, frères et sœurs) 33,33% des droits de vote ou des droits financiers ou que la personne physique y exerce en fait le pouvoir de décision.
- La société perçoit des revenus passifs représentant plus de 50% de ses produits d'exploitation et de ses produits financiers. Constituent notamment des revenus passifs, les dividendes, les intérêts, les redevances de concessions de licences d'exploitation ou de brevets, les droits d'auteurs, les loyers et les produits de cession des biens générateurs de ces revenus.
- La société n'est pas contrôlée par une société elle-même soumise à la taxe. En effet, si une société détient des filiales remplissant elles-mêmes les conditions précédentes, seule la société de tête serait redevable de la taxe.

L'assiette de la taxe serait notamment constituée :

- De la valeur vénale des biens meubles corporels et des immeubles figurant à l'actif de la société et non affectés à une activité opérationnelle (activité industrielle, commerciale artisanale, agricole ou libérale) exercée par la holding elle-même ou par l'une de ses filiales.
- Des disponibilités et des titres, autres que les titres de participation, figurant au bilan.

L'assiette de la taxe serait notamment réduite :

- Des sommes non encore remployées dans une activité opérationnelle résultant d'une augmentation de capital réalisée au cours des 24 mois précédant la date de clôture de l'exercice au titre duquel la taxe est due.
- Des sommes non encore remployées dans une activité opérationnelle résultant de la cession de titres de participation réalisée au cours des deux derniers exercices clos.
- De la valeur des titres de PME européennes opérationnelles figurant au bilan avant le 1er janvier 2026 ou souscrits après cette date.
- De la valeur des parts de FPCR ou de FPCI.
- Des dettes contractées pour l'acquisition des immeubles entrant dans l'assiette de la taxe sous les mêmes règles et sous les mêmes limites qu'en matière d'impôt sur la fortune immobilière (IFI). Ainsi, les emprunts in fine devraient faire l'objet d'un amortissement théorique.
- Du plus élevé des montants suivants : 15% de la valeur vénale des biens détenus à la clôture ; deux fois le montant moyen du résultat comptable constaté au titre des 3 derniers exercices ; montant des dettes à un an au plus détenues à la clôture ; ou moyenne des actifs immobilisés acquis au cours des 3 dernières années affectés à l'exercice de l'activité.

La taxe serait due par la société elle-même lorsqu'elle a son siège en France. Dans ce cas, elle serait recouvrée selon les mêmes règles qu'en matière d'impôt sur les sociétés. Les sociétés redevables devraient joindre à leur déclaration de résultat une annexe détaillant l'assiette de calcul de la taxe. L'imposition serait due pour la première fois au titre des exercices clos à compter du 31 décembre 2025.

Pour les sociétés ayant leur siège à l'étranger, la taxe serait due par les associés ou actionnaires personnes physiques qui résident en France. Dans ce cas, la taxe devrait être déclarée par la personne physique en même temps que l'impôt sur le revenu. La taxe s'appliquerait pour la première fois au titre des exercices clos à compter du 31 décembre 2026.

Enfin, précisons que le texte du projet prévoit que la valeur des immeubles qui figurent au bilan de sociétés qui auront été soumises à la taxe de 2% n'aura plus à être prise en compte indirectement dans la base imposable à l'IFI de leurs associés afin d'éviter une double imposition.



Entre Nous

SAINT-GOBAIN : LA STRATÉGIE DU LEADER MONDIAL DE LA CONSTRUCTION DURABLE

À l’occasion de son Forum ESG du premier semestre 2025, Lazard Frères Gestion a eu le plaisir d’accueillir Benoit Bazin, Président-Directeur Général de Saint-Gobain. L’occasion de revenir sur la stratégie de l’entreprise, notamment en matière de développement durable, désormais lié aux enjeux de souveraineté énergétique.

Plus ancienne entreprise du CAC 40, Saint-Gobain trouve ses origines en 1665 avec la création de la « Manufacture Royale des Glaces » fondée par Colbert. L’entreprise a su traverser les époques et les bouleversements historiques tout en conservant sa place parmi les fleurons de l’industrie française.

360 ans après sa création, l’entreprise n’a pas abandonné ses activités initiales de vitrage (de nos jours : automobile et bâtiment) et s’est étendue avec succès sur de nombreux autres métiers, principalement liés à la conception, la production, la transformation et la distribution de matériaux de construction.

À l’occasion de son Forum ESG organisé en mai 2025, Lazard Frères Gestion a invité Benoit Bazin, PDG de Saint-Gobain depuis juin 2024, pour parler de ces sujets. Ingénieur polytechnicien, ancien élève des Ponts et Chaussées et du MIT, diplômé d’économie de l’IEP de Paris, Benoit Bazin a rejoint Saint-Gobain en 1999. Après avoir exercé des responsabilités stratégiques à la tête de différentes directions opérationnelles majeures en France et aux États-Unis, il a été nommé directeur financier du Groupe entre 2005 et 2009. Il est devenu Directeur Général Délégué de Saint-Gobain en 2019, puis Directeur Général en 2021 et Président-Directeur Général en 2024.

RÉPONDRE AUX DÉFIS DU DÉVELOPPEMENT DURABLE DANS TOUTES SES DIMENSIONS

« J’ai souhaité positionner Saint-Gobain comme leader mondial de la construction durable car il ne peut y avoir de performance économique et financière durable sans prise en compte des défis environnementaux et sociétaux » expliquait Benoit Bazin à l’occasion de cet événement. Une conviction en cohérence avec la raison d’être du groupe : « *Making the world a better home* ».

De fait, le secteur de la construction est aujourd’hui confronté à des défis majeurs, à la croisée des grands enjeux de notre temps. Un défi environnemental tout d’abord. « Les bâtiments représentent 40% des émissions de CO₂ sur la planète : un tiers provient de leur construction et deux tiers de leur consommation énergétique. Aucun pays ne pourra tenir ses engagements en matière de neutralité carbone s’il ne traite pas ce sujet fondamental » rappelait M. Bazin. Un sujet étroitement lié à une autre problématique : celle de la souveraineté énergétique. « En traitant le sujet de la consommation des bâtiments, on peut réduire de manière considérable nos besoins en énergies ».

Le secteur fait également face à un défi social. « En Inde par exemple, seul 30% de la population vit actuellement dans les villes, mais ce sera 70% dans 20-30 ans. Il y a également le sujet du pouvoir d’achat, sujet bien connu en France, qui est fortement affecté par le coût du logement, conséquence directe de sa rareté », soulignait le directeur de Saint-Gobain. Deux problématiques qui, bien que différentes, débouchent sur une même conclusion : la nécessité de construire plus de logements, mais surtout construire mieux dans un espace urbain déjà dense.

CONSTRUCTION LÉGÈRE, INNOVATION TECHNOLOGIQUE ET RÉNOVATION

Face à ces défis, Saint-Gobain propose plusieurs approches :

- La construction légère. En privilégiant certaines techniques du bâtiment, il est possible de diviser par plus de deux le poids des matériaux et donc le carbone embarqué dans les bâtiments.
- Un savoir-faire reconnu dans les matériaux, en accordant au recyclage de ces derniers et à l’économie circulaire une place centrale. « Nous avons également été les premiers au monde à faire du verre bas-carbone, et même du verre zéro-carbone », soulignait notamment le directeur du Groupe.
- Enfin, une expertise dans le domaine de la rénovation énergétique pour améliorer les performances des bâtiments anciens. « Les solutions Saint-Gobain permettent d’abaisser la consommation énergétique des bâtiments anciens jusqu’à 70%, avec un retour sur investissement de seulement 4 à 5 ans pour les propriétaires », mentionnait Benoit Bazin lors de son intervention.

Autre particularité : le groupe Saint-Gobain est organisé depuis 2019 autour de directions locales par pays. Une stratégie offrant « une proximité avec les clients et les canaux de vente locaux », tout en permettant de s’adapter aux besoins spécifiques de chaque marché et de chaque projet.

Parmi les exemples emblématiques de projets sur lesquels la société a travaillé se trouve le village olympique de Paris 2024, qui intégrait « 14 solutions Saint-Gobain ». L’entreprise a fourni des façades, sols et cloisons démontables ayant permis de transformer aisément l’éphémère village olympique en bureaux et appartements pour répondre aux besoins de l’Île-de-France. Autre exemple : en Inde, Saint-Gobain est fière de mettre en avant ses solutions de vitres à teinte évolutive selon l’intensité du soleil, permettant de limiter de manière significative les besoins de climatisation.

Reste à relever le défi de créer à grande échelle des villes entièrement neutres en carbone. « Les solutions techniques existent déjà pour créer des maisons neutres voire négatives en rejets carbone. La difficulté est désormais plutôt de parvenir à coordonner l’ensemble de la chaîne de valeur, de l’architecte aux banques qui financent ces projets, pour déployer ce type de solutions, et ceci sur des millions de chantiers » expliquait Benoit Bazin.

UNE STRATÉGIE QUI SE REFLÈTE DANS LES RÉSULTATS FINANCIERS

Les résultats financiers sont également au rendez-vous : « Tous nos objectifs stratégiques à horizon 2025 ont été atteints voire dépassés. Sur la période 2023-2024, Saint-Gobain a par ailleurs connu la meilleure performance du CAC 40 » rappelait Benoit Bazin. On notera que depuis le 31 décembre 2018, le cours de bourse de la société a globalement triplé pour passer de 30 à 90 euros en dépassant de nouveaux plus hauts historiques en début d’année 2025.

D’un point de vue comptable, la société a connu une progression de son chiffre d’affaires à 46,6 milliards d’euros en 2024 contre 41,8 milliards en 2018, mais surtout une amélioration de son résultat net par action, qui a doublé au cours des dernières années. Le dividende versé par le groupe est passé de 1,30 euro par action en 2018 à 2,20 euros en 2025.

« Et puis nous nous sommes encore plus internationalisés », précisait M. Bazin en conclusion de son intervention. « 60% de nos résultats venaient autrefois d’Europe

de l’Ouest, mais nous avons multiplié par 3 les résultats de nos activités en Amérique du Nord, en Asie et dans les pays émergents qui représentent désormais les deux tiers des résultats du groupe. Nous avons également effectué plus d’une centaine d’acquisitions et cessions, ce qui s’est traduit par une forte rotation du périmètre depuis 2018. Nous envisageons de poursuivre ces mouvements de cessions-acquisitions qui s’avèrent très créateurs de valeur ».

Depuis cette intervention, Benoit Bazin a présenté le 6 octobre 2025 son nouveau plan stratégique, « *Lead & Grow* », élevant la trajectoire de croissance de Saint-Gobain pour les cinq années à venir.



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 photo : Shutterstock.

PARIS

25, rue de Courcelles
75008 Paris
+33 1 44 13 04 61

LYON

29, place Bellecour
69002 Lyon
+33 4 72 69 95 80

BRUXELLES

Blue Tower
326, avenue Louise
1050 Bruxelles
+32 2 627 08 80

BORDEAUX

8, rue du Château Trompette
33000 Bordeaux
+33 5 56 44 30 00

NANTES

4, rue Racine
44000 Nantes
+33 2 28 08 28 78

LUXEMBOURG

39, boulevard Royal
L-2449 Luxembourg
Grand-Duché de Luxembourg
+352 273 00 810