

Gestion Privée

3^{ÈME} TRIMESTRE 2026 – RÉDIGÉE EN DATE DU 20 JUILLET 2026

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



Nicolas Galtier

Abstraction 100.150-33 20 A & B, 2020

Technique mixte sur toile de lin (pigments, liants, colles, poudres et feuilles de métaux variés) marouflé sur bois, 150 × 200 cm

© Galerie Artistics, Paris. Artistics.com

Économie p.2

Malgré les tensions au Moyen-Orient, l'économie mondiale résiste et les marchés actions restent soutenus par la thématique de l'intelligence artificielle. Mais entre volatilité du pétrole et valorisations tendues, l'équilibre demeure fragile.

Patrimoine p.3

La donation-partage transgénérationnelle permet à un grand-parent de transmettre directement à ses petits-enfants, avec l'accord des enfants, des biens réputés remplir leur part de réserve héréditaire, tout en réduisant à terme le coût fiscal de la transmission.

Entre Nous p.4

Lazard Frères Gestion organisait en mai une nouvelle édition de son Forum ESG en présence d'Estelle Brachlianoff, directrice générale de Veolia Environnement. L'occasion de mettre en avant la notion de « sécurité écologique » au cœur de son approche, à la croisée des enjeux environnementaux, économiques et de souveraineté.

Économie

Malgré la recrudescence du conflit en Iran au début du mois de juillet, les économies font preuve de résilience et les marchés actions restent bien orientés. Les investisseurs continuent de privilégier un scénario de ralentissement maîtrisé de l'économie mondiale, soutenu par la dynamique de l'investissement dans l'IA et par l'anticipation d'une forte croissance des bénéfices. La vigilance reste néanmoins de mise.

Conflit au Moyen-Orient : un risque persistant

Après trois mois de guerre, l'issue du conflit entre Iran, Israël et États-Unis et ses répercussions sur les marchés de l'énergie restent incertaines. Les échanges de tirs à partir de la fin juin hypothèquent les avancées diplomatiques et le rétablissement du trafic pétrolier et gazier, dans un contexte où les stocks mondiaux sont désormais bas. Les variations extrêmes des prix du pétrole entre 70 et 120\$/baril rendent particulièrement incertaine l'estimation d'un prix d'équilibre à moyen terme. Le contrecoup sur l'inflation et la volte-face des banques centrales, plus ou moins prompts à annoncer un retour des hausses de taux selon les régions, demeurent des sujets de préoccupations.

Une économie mondiale résiliente

L'économie mondiale résiste mieux que prévu dans ce contexte, mais la poursuite de cette dynamique dépendra de la disponibilité du pétrole et de son prix.

Aux États-Unis, le choc d'inflation n'a pas fait basculer l'activité. Le marché de l'emploi ralentit depuis mars sans provoquer de licenciements. Plutôt que de rogner sur leur train de vie à cause de l'inflation, les ménages continuent de consommer, tirant sur leur épargne ou ayant recours au crédit, faisant mentir les enquêtes de sentiment qui restent déprimées. L'investissement dans l'intelligence artificielle (data centers, matériel informatique) reste un moteur de croissance, au point de creuser le déficit commercial du pays. Cela compense la faiblesse de l'immobilier et de l'investissement dans des secteurs plus traditionnels.

En zone euro, la consommation résiste en France comme en Allemagne, le crédit aux entreprises demeure vigoureux et les enquêtes (PMI de juin) augurent d'une croissance économique toujours positive. Les intentions de recrutements se replient, mais le taux de chômage ne remonte pas. L'Allemagne a par ailleurs lancé un programme de réformes (retraites, fiscalité, marché du travail) dont les effets sur la confiance pourraient s'avérer significatifs. La Chine affiche un tableau moins harmonieux, tout en maintenant une solide croissance de 4,5%. Le Japon reste également sur une bonne dynamique d'activité.

Fed : un nouveau Président dépendant des données

Le repli du pétrole, une inflation sous-jacente moins forte que redouté (+2,4% en juin en zone euro, +2,6% aux États-Unis) et la hausse préventive de +0,25% des taux directeurs de la BCE ont assagi les attentes des investisseurs. Au plus fort du conflit, ces derniers postulaient jusqu'à trois hausses en zone euro et au moins une aux États-Unis, une volte-face par rapport au consensus accommodant de début d'année. Aujourd'hui, malgré le retour des combats dans le détroit, les marchés continuent de considérer que le pic d'inflation a été atteint au deuxième trimestre, mais l'incertitude s'accroît.

Kevin Warsh, qui a tenu son premier rendez-vous avec les marchés en juin, a refusé de se livrer au jeu de la « *forward guidance* », prônant sans expressément la nommer une posture de « dépendance aux données ». À ce titre, il a lancé plusieurs groupes de travail, notamment pour améliorer la collecte des données d'inflation. Le nouveau Président de la Fed devra composer avec une économie américaine hétérogène : consommation tirée par les ménages les plus aisés, conditions financières bridant le financement immobilier des classes moyennes, ralentissement des créations d'emplois, fort dynamisme de l'investissement en actifs financiers... autant de contradictions qui pourraient contrarier l'orthodoxie des politiques monétaires (taux, bilan) défendue jusqu'à présent.

Un niveau de croissance des bénéfices sans précédent depuis le Covid

Les marchés ont connu un premier semestre en deux temps. La guerre en Iran a d'abord provoqué de forts replis des marchés actions et obligataires. La résolution partielle du conflit, combinée à des révisions de bénéfices très fortes, a ensuite permis aux actions mondiales d'établir de nouveaux records historiques dès le mois de mai. Les marchés émergents, notamment la Corée du Sud (où SK Hynix s'impose comme fournisseur incontournable des mémoires HBM pour l'IA) affichent les révisions les plus spectaculaires.

Globalement, les analystes tablent sur un niveau de hausse du bénéfice par action des entreprises mondiales de +28% pour les douze prochains mois sur le MSCI World All Country. Ce niveau est équivalent à celui de la sortie de Covid, alors que la croissance économique attendue sur les trois prochaines années est plus faible que la moyenne des cinq dernières années. Les marchés actions restent ainsi portés par la croissance explosive des bénéfices des grandes entreprises mondiales exposées au cycle de l'IA, même si la soutenabilité de cette dynamique interroge. La cotation de SpaceX aux États-Unis illustre la capacité des investisseurs à valoriser très chèrement les opportunités très lointaines, voire absconses, de croissance. En cas de déception sur le rendement des capitaux records investis, le risque d'ajustement est majeur. Dès la fin du semestre, les premiers signes de réallocation apparaissaient, les valeurs liées à l'IA (qui avaient porté la hausse des marchés) amorçant un recul depuis leurs derniers sommets.

Les marchés financiers continuent de voir le verre à moitié plein, ce qui se traduit par des valorisations supérieures à la normale sur les actions.

De bonnes surprises géopolitiques et économiques sont à présent indispensables pour valider ces hypothèses ou motiver de nouvelles révisions à la hausse des bénéfices. La balance est légèrement déséquilibrée et penche davantage du côté des risques que des opportunités, tant que le conflit n'est pas définitivement réglé. L'univers obligataire offre quant à lui des rendements qui traduisent des anticipations de croissance et d'inflation élevées : cette rémunération nous semble attractive et les obligations pourraient protéger les portefeuilles en cas de doute sur l'économie ou l'IA.

Graphique : les stocks de pétrole brut américain au plus bas depuis 40 ans

L'industrie pétrolière américaine tourne à pleine capacité, mais le niveau des stocks (au plus bas depuis 40 ans) indique qu'elle ne parvient pas à satisfaire à la fois la demande de raffinage domestique et l'explosion des exportations vers l'Asie, où brut et produits se négocient avec une prime liée au choc d'offre du détroit d'Ormuz (représentant 20% du commerce pétrolier maritime mondial, dont 84% vers l'Asie). Face à la fermeture du détroit, le marché puise d'abord dans les stocks physiques, plutôt que de s'équilibrer avec une baisse de la demande liée à la hausse des prix. Les stocks resteront donc un important indicateur à surveiller au cours du trimestre à venir.

États-Unis Stocks de pétrole brut | Millions de barils



Source : Bloomberg.

Repères boursiers

Indicateurs	31/06/2026	Variation au T2 2026 en euro	En devise locale
CAC 40	8 404	+7,5%	
Eurostoxx	642	+10,1%	
S&P 500	7 499	+16,2%	+14,9% en USD
MSCI World All Countries	4 826	+14,6%	+13,3% en USD
Topix	3 995	+12,8%	+14,2% en JPY
Euro/dollar	1,14	-1,1%	
Pétrole (Brent)	73 USD	-37,4%	-38,1% en USD
Taux €STR (monétaire)	2,18%	+25 points de base	
Taux allemand à 10 ans	2,86%	-14 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

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

Le débat qui s'ouvre à l'occasion de la campagne pour l'élection présidentielle de 2027 ne semble pas s'orienter vers un allègement de la fiscalité des transmissions de patrimoine. Certains semblent même souhaiter que cette fiscalité soit alourdie alors que le taux marginal de taxation des donations et des successions entre parent et enfant est déjà de 45%.

Face à cette taxation élevée qui pourrait encore être aggravée, 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 une telle donation-partage, 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 €) est plus faible que celui applicable aux donations consenties à un enfant (100 000 €).

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'un grand-père ayant consenti en mars 2012 une donation de titres pour une valeur à l'époque de 300 000 € à l'un de ses enfants. Ce portefeuille a aujourd'hui une valeur de 700 000 €. 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 € si le grand-père 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 mars 2012, soit la somme de 26 329 € compte tenu de l'abattement et du tarif alors en vigueur, de sorte que le montant des droits à régler aujourd'hui sera de 97 313 €.

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

Pour que les petits-enfants deviennent propriétaires du portefeuille, la solution de la donation-partage transgénérationnelle par le grand-père et celle de la donation-partage par le fils à ses deux enfants apparaissent donc quasi-équivalentes. Soulignons néanmoins que la solution de la donation-partage transgénérationnelle par le grand-père permettrait 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 son père en 2012.

Surtout, si plutôt que de consentir la donation-partage transgénérationnelle aujourd'hui, le grand-père attend avril 2027 pour que la donation consentie à son fils ait plus de 15 ans, les 700 000 € passeront aux deux petits-enfants sans droits de donation et supporteront uniquement le droit de partage de 2,5% soit un coût fiscal limité à 17 500 €.



Entre Nous

Veolia : la « sécurité écologique », nouvel enjeu stratégique

À l’occasion de son Forum ESG organisé en mai 2026, Lazard Frères Gestion a eu le plaisir d’accueillir Estelle Brachlianoff, Directrice générale de Veolia. L’occasion d’échanger sur la stratégie du groupe et notamment sur le concept de « sécurité écologique » désormais au cœur de son approche, à la croisée des enjeux environnementaux, économiques et de souveraineté.

Présent dans plus de 50 pays et ayant réalisé 45 milliards d’euros de chiffre d’affaires en 2025, Veolia est l’un des leaders mondiaux des services collectifs. Le groupe intervient autour de trois grands métiers : la gestion de l’eau, le traitement des déchets et la production d’énergie locale décarbonée. Son ambition : accélérer la transformation écologique des villes et des industries.



Lorsque « écologie » rime avec « autonomie »

Longtemps perçue comme relevant uniquement de la protection de l’environnement, la transition écologique apparaît aujourd’hui comme un enjeu de souveraineté dans un contexte de tensions géopolitiques croissantes. Cette réalité est particulièrement visible dans le domaine de l’énergie, où la forte dépendance de l’Europe aux ressources fossiles importées constitue une vulnérabilité majeure.

« La sécurité écologique n’est pas seulement un enjeu environnemental : c’est un enjeu de prospérité, de souveraineté et de santé publique », expliquait Estelle Brachlianoff. « Les solutions existent déjà : l’enjeu est désormais de les déployer plus vite et plus largement. »

Depuis 2024, Veolia poursuit ainsi son plan stratégique « GreenUp », visant à accélérer le développement de solutions industrielles permettant de dépolluer, décarboner et régénérer les ressources tout en produisant de l’énergie.

Une production énergétique fondée sur des cercles vertueux

Estelle Brachlianoff a ainsi cité lors de ce Forum ESG le cas de la ville de Poznań, en Pologne, où Veolia a transformé le réseau de chauffage urbain en combinant chaleur industrielle récupérée, valorisation des déchets, biomasse et géothermie, constituant autant de ressources locales. Résultat : une réduction significative des émissions de CO₂ et une moindre dépendance aux combustibles fossiles, ce réseau étant historiquement alimenté au charbon.

D’autres méthodes de production d’énergies alternatives sont mises en œuvre par Veolia. La récupération de la chaleur produite par les incinérateurs de déchets est l’une des solutions les plus connues. La chaleur des eaux usées peut également être récupérée en ayant recours à une pompe à chaleur. La méthanisation des résidus d’épuration permet quant à elle de produire du biogaz. Autant de solutions permettant de répondre à différents besoins sans risque de pénuries, en mettant à profit les ressources des territoires.

Le recyclage, un autre pilier de l’autonomie

Autre aspect du traitement des déchets, le recyclage va lui aussi au-delà des seuls enjeux environnementaux. Au cœur de ce sujet se trouve la question des matières premières stratégiques. De nombreux métaux indispensables aux technologies modernes (lithium, cobalt ou nickel, notamment utilisés dans les batteries), ne se trouvent à l’état naturel que dans un nombre limité de pays. Dans ce contexte, le recyclage des matériaux et le développement d’une économie circulaire constituent des leviers essentiels pour limiter ces dépendances.

À Metz, Veolia a ainsi inauguré une usine capable de recycler les batteries de véhicules électriques et d’appareils électroniques afin d’en récupérer des métaux critiques. Ces procédés d’hydrométallurgie permettent d’atteindre des niveaux de pureté très élevés, contribuant ainsi à sécuriser l’approvisionnement de secteurs comme l’automobile ou les hautes technologies. Plus généralement, l’activité de recyclage reste vertueuse à plus d’un titre, en donnant une seconde vie aux cartons et plastiques utilisés au quotidien, réduisant d’autant les quantités de déchets ménagers.

L’eau, une ressource précieuse et essentielle

Enfin, l’eau est également devenue une ressource stratégique majeure. Les épisodes de sécheresse se multiplient tandis que la demande mondiale continue d’augmenter. Si la France reste globalement épargnée par les pénuries, tel n’est pas le cas d’autres pays, où l’accès à l’eau peut faire l’objet de tensions. « On pourra peut-être un jour se passer du pétrole, mais on ne pourra jamais se passer d’eau », soulignait à ce sujet Estelle Brachlianoff.

Dans ce contexte, l’objectif de Veolia est de fournir aux populations une eau abondante, potable et accessible, tout en répondant aux enjeux de santé publique et de résilience industrielle. Estelle Brachlianoff a notamment abordé les solutions développées par Veolia pour détecter et traiter les PFAS, polluants complexes et persistants. L’entreprise a mis au point des technologies de pointe pour éliminer ces substances de l’eau courante et des effluents industriels, améliorant ainsi la qualité de l’eau, tout en augmentant la quantité disponible pour tous les usages.

La directrice générale de Veolia a également évoqué la réutilisation des eaux usées traitées, ainsi que le dessalement de l’eau de mer, indispensable dans certains pays. Grâce aux progrès technologiques, le groupe a considérablement réduit la consommation énergétique de ses sites ces dernières années, renforçant l’intérêt économique et environnemental de cette approche.

Au-delà du traitement, la maintenance des réseaux de distribution est un élément clé pour une gestion de l’eau plus durable et raisonnée. Estelle Brachlianoff rappelait ainsi qu’aux États-Unis, les fuites du réseau engendrent une déperdition d’environ 50% des volumes acheminés, contre 20% en France. Des chiffres qui soulignent l’importance des enjeux de modernisation des infrastructures. Pour mieux détecter les fuites et incidents sur le réseau, Veolia utilise désormais l’intelligence artificielle : évolution majeure qui témoigne également des récentes innovations technologiques dans ce domaine.



Ingénieure diplômée de l’École polytechnique et de l’École des Ponts et Chaussées, Estelle Brachlianoff a rejoint Veolia en 2005. Après avoir notamment dirigé les activités du groupe au Royaume Uni et en Irlande entre 2013 et 2018, elle est devenue Directrice générale adjointe en charge des opérations avant d’être nommée Directrice générale en juillet 2022. Elle a notamment joué un rôle déterminant dans l’intégration des activités de Suez au sein du groupe, une opération stratégique qui a renforcé la position de Veolia sur ses principaux marchés.

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 — www.lazardfreresgestion.fr

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

17 Boulevard Grande-Duchesse Charlotte
1331 Luxembourg
+352 273 00 810