



La lettre de GESTION PRIVÉE

N° 65 | Avril 2024

Conjoncture et marchés

A quand la fin de « Boucle d'Or » ?

Le scénario idéal anticipé par les investisseurs fin 2023, combinant le pivot des banques centrales avec une économie « ni trop chaude ni trop froide », s'est poursuivi au cours de ce premier trimestre comme dans le conte pour enfants « Boucle d'Or » !

Les indices ont ainsi atteint des niveaux records. Aux États-Unis, ce sont les valeurs technologiques qui ont à nouveau porté la bourse, dopées par l'engouement autour de l'intelligence artificielle, et créant un phénomène d'ultra-concentration de marché. Rappelons que la performance du S&P au premier trimestre a été réalisée à hauteur de 60% par seulement six valeurs, dont Nvidia qui a contribué à elle seule pour 29%.

Pourtant, le recalibrage des anticipations en matière de baisse de taux pour 2024 aurait pu faire dériver les indices. De six baisses attendues fin 2023, les attentes sont passées à trois au cours du trimestre, se calant sur le scénario des banquiers centraux. L'euphorie autour de l'intelligence artificielle et la résilience de l'économie américaine ont manifestement détourné les marchés de ce risque.

En effet, le scénario central pour l'économie a beaucoup évolué, passant fin 2023 de « *hard ou soft landing* », à « *no landing* » fin mars. Dopée par une consommation toujours résiliente, l'économie américaine se porte bien. Ainsi, la banque centrale américaine a été amenée à revoir significativement en hausse ses prévisions de croissance pour 2024, passant de 1,4% à 2,1%. Grâce au cumul de l'effet richesse lié aux marchés, de la progression du salaire réel en lien avec la baisse de l'inflation et du marché de l'emploi toujours robuste, les Américains ont continué de consommer. Cette tendance n'a pas souffert du renchérissement du coût du crédit et du dégonfle-

ment de leur niveau d'épargne. En dehors des États-Unis, les premiers signes de reprise apparaissent, notamment au niveau de la production industrielle chinoise ou encore allemande.

Même si ce n'est pas encore d'actualité, le risque est que cette résilience économique soit si forte qu'elle puisse à nouveau entraîner le retour de l'inflation. D'autant qu'avec l'intensification des menaces géopolitiques, de nouvelles tensions sur le prix du pétrole sont apparues, passant de 75 \$/b en début d'année à 90 \$/b fin mars. Le pivot des banques centrales pourrait alors être retardé, voire décalé à 2025...

Dans un contexte où la visibilité et la croissance économique se confirment, les valeurs cycliques pourraient progressivement prendre le relais de celles de croissance jusqu'ici privilégiées. Ces dernières constituaient jusqu'alors un refuge face au manque de visibilité économique et profitaient des anticipations de baisses de taux.

Ainsi, nous avons déjà commencé à anticiper dans les portefeuilles cette rotation avec des prises de bénéfices sur certaines valeurs, pour des repositionnements sur des entreprises moins chères, et qui pourraient surprendre positivement lors des prochaines publications grâce à la vigueur du cycle. A titre d'exemple, certains titres du luxe, dont la croissance devrait se normaliser en 2024 après trois années exceptionnelles, ont ainsi été arbitrés en faveur de valeurs industrielles.

Vie et avis de la gestion

Le retour des petites et moyennes capitalisations

Les petites et moyennes capitalisations entament leur sixième année de sous performance par rapport à leurs grandes sœurs des grands indices. Du jamais vu pour cette classe d'actifs à part entière dont certaines étoiles du CAC 40 sont issues. Le point d'inflexion brutal entre attrait et désaffection est clairement identifiable en 2018, précisément au second trimestre, comme le montrent les statistiques de flux sortants quasi continus d'investisseurs depuis cette date. La fin 2017 et le début de 2018 traduisaient alors une valorisation absolue et relative élevée, voire jugée excessive, invitant à des prises de bénéfices après une longue série d'années positives. Une forte surperformance liée à un enthousiasme sans faille pour ces entreprises. Des sociétés souvent de croissance et en devenir, ceci dans un contexte de reprise économique important post crise financière de 2008, le tout soutenu par des liquidités surabondantes (QE) et des taux d'intérêt en baisse.

Si les plus petites entreprises sont sensibles à la croissance économique, boursièrement elles le sont encore plus aux taux qui, au-delà des sujets de financements, affectent sensiblement leurs valorisations par l'actualisation de leurs bénéfices futurs. Des bénéfices soumis depuis à un aléa plus important que par le passé depuis la crise du Covid, la situation économique fragile en Europe, les problématiques de *supply chain*, l'inflation et

bien d'autres facteurs. Mais, à l'heure de la normalisation de l'inflation, du retour à un mouvement de baisses des taux par la BCE et d'une volonté politique européenne de réindustrialisation du continent dans un contexte géopolitique incitant à réduire les dépendances stratégiques, les indicateurs semblent revenir en leur faveur. Mieux, ils le redeviennent au moment où la valorisation relative du PER et du *Price to Book* des petites versus les grandes valeurs atteignent des niveaux de décote très rarement observés. Ainsi, en 6 ans, ces valeurs seront passées d'une surcote de 50% en moyenne à une décote de 35% désormais difficilement justifiable autrement que par la pression vendeuse des investisseurs au fil de ces dernières années.

C'est justement cette dernière pièce du puzzle que nous attendions pour enclencher le mouvement de revalorisation. Or, nous observons désormais un ré-équilibre des flux entrants et sortants, et mêmes les prémices d'une tendance positive. A un moment où les grands indices sont historiquement sur-concentrés et que les marchés sont en recherche d'entreprises innovantes, bien gérées, avec une forte réserve de revalorisation, nous pensons que ce compartiment devrait enfin retrouver son attractivité. C'est précisément la stratégie suivie par notre fonds Cogefi Prospective qui investit exclusivement sur ce segment de marché.

Gamme OPC de Cogefi Gestion

				CHIFFRES-CLES AU 28/03/2024						
				Valeur liquidative	Perf. mensuelle*	Perf. 2024**	3 ans***		5 ans****	
							Perf. cumulée	Volatilité	Perf. cumulée	Volatilité
ACTIONS	COGEFI PROSPECTIVE P	FR0010762518	120,43	3,02%	4,00%	-29,90%	20,62%	19,69%	20,79%	
	FCP - Actions Europe Petites Capitalisations Eligible au PEA									
	Indicateur de référence dividendes nets réinvestis (1)			① ② ③ ④ ⑤ ⑥ ⑦	3,90%	3,31%	2,53%	16,88%	36,45%	18,78%
		COGEFI ELIXIR ISR P	FR0013140597	117,71	2,42%	8,00%	8,00%	16,48%	27,23%	17,90%
FCP - Actions Europe Grandes Capitalisations Mixte Eligible au PEA										
EURO STOXX en € dividendes nets réinvestis			① ② ③ ④ ⑤ ⑥ ⑦	4,52%	10,04%	28,82%	16,52%	58,28%	19,34%	
MIXTES	COGEFI VALEUR P	FR0007079132	46,07	5,67%	4,21%	2,97%	15,06%	21,30%	16,82%	
	FCP - Actions Europe Grandes Capitalisations Mixte Eligible au PEA									
	STOXX Europe Large 200 en € dividendes nets réinvestis			① ② ③ ④ ⑤ ⑥ ⑦	3,99%	8,58%	35,49%	14,07%	59,13%	17,23%
	COGEFI FLEX DYNAMIC P	FR0010738211	102,18	1,67%	3,22%	-5,76%	11,13%	20,74%	12,93%	
FCP - Allocation EUR Agressive										
Indicateur de référence coupons et div. nets réinvestis (2)			① ② ③ ④ ⑤ ⑥ ⑦	2,89%	6,82%	24,33%	11,50%	50,20%	13,61%	
OBLIGATIONS	COGEFI HIGH QUALITY BOND P	FR0013421443	1 000,17	0,57%	0,67%	-0,05%	1,59%	FCP créé le 02/07/2019 valeur origine 1 000 €		
	FCP - Obligations EUR Diversifiées									
	Indicateur de référence (3)			① ② ③ ④ ⑤ ⑥ ⑦	0,34%	1,10%	5,25%			
	COGEFI SHORT TERM HIGH YIELD P	FR0007389002	541,91	1,03%	1,56%	-2,10%	2,94%	3,75%	3,74%	
FCP - Allocation EUR Prudente										
Indicateur de référence (4)			① ② ③ ④ ⑤ ⑥ ⑦	-0,02%	0,96%	9,20%		10,37%		
COGEFI BONDS 2026 P	FR001400FCA4	1 042,13	NC	NC	FCP créé le 23/05/2023 valeur origine 1 000 €					
FCP - Allocation EUR Prudente			① ② ③ ④ ⑤ ⑥ ⑦							
ORIGINES R - Fonds partenaire	FR0013420767	962,18	1,13%	1,21%	-4,24%	2,58%	FCP créé le 29/07/2019 valeur origine 1 000 €			
FCP - Obligations EUR Emprunts Privés										
iBOXX-Index EUR Liquid Sovereigns Total Return			① ② ③ ④ ⑤ ⑥ ⑦	0,97%	-1,72%	-17,83%	8,68%			

Source Cogefi Gestion

- (1) STOXX Europe Total Market Small EUR div. nets réinvestis depuis le 02/05/2017, CAC Mid & Small div. nets réinvestis avant
 (2) 35% STOXX Europe Large 200 (€) div. nets réinvestis, 35% MSCI World (€) div. nets réinvestis jusqu'au 31/12/22 et
 STOXX 1800 div. nets réinvestis depuis, 30% FTSE MTS 5-7 ans coupons réinvestis
 (3) €STR capitalisé +0,6% depuis janv. 2022, Eonia Capitalisé +0,6% avant cette date
 (4) €STR 8,5 bp capitalisé +1% depuis janv. 2022, Eonia Capitalisé +1% avant cette date

*Perf. mensuelle du 29/02/24 au 28/03/24
 **Perf. 2024 du 29/12/23 au 28/03/24
 ***3 ans du 31/03/21 au 28/03/24
 ****5 ans du 29/03/19 au 28/03/24

AVERTISSEMENT - Les OPC sont investis dans des instruments financiers sélectionnés par Cogefi Gestion qui connaîtront les évolutions et aléas des marchés. **Il est rappelé que tout investissement comporte des risques de perte. Le capital investi peut ne pas être intégralement restitué. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne constituent en aucun cas une garantie de performance ou de capital à venir.** Ce document non contractuel ne constitue ni une offre de vente, ni un conseil en investissement et n'engage pas la responsabilité du groupe Cogefi. Données à caractère indicatif. Avant tout investissement, **Cogefi Gestion recommande de se rapprocher de son conseiller pour une meilleure compréhension des risques et de consulter obligatoirement le DICI des OPC** disponible auprès de Cogefi Gestion ou sur ce site internet : www.cogefi.fr. Ces fonds ne peuvent être souscrits par des « US Persons » ou assimilés.

Zoom sur vos solutions patrimoniales

Donner avec les libéralités graduelles et résiduelles

L'utilisation de ces actes présente un avantage fiscal significatif tout en permettant d'atteindre divers objectifs : assurer la transmission d'un patrimoine sur plusieurs générations, maintenir un bien dans la famille, avantager un enfant handicapé.

● Principes

Les libéralités graduelles et résiduelles ont été introduites dans le Code civil par la loi du 23 juin 2006 portant réforme des successions et des libéralités.

Prenant la forme d'un testament ou d'une donation, elles émanent d'un même auteur et bénéficient successivement à deux personnes distinctes. Les droits du second donataire (qu'il tient du donateur) s'ouvrent au décès du premier donataire. Aucun lien de parenté n'est exigé entre le donateur, le premier et le second donataire.

● Biens concernés

Il doit s'agir de biens identifiables au jour de la donation et subsistant en nature au décès du premier donataire.

La libéralité graduelle est celle par laquelle son auteur (donateur ou testateur) donne un bien à la personne gratifiée (donataire ou légataire) en la chargeant de le conserver sa vie durant en vue de le transmettre à son décès à une autre personne désignée dans l'acte.

Il s'agit d'une solution intéressante pour transmettre un bien sur plusieurs générations, organiser la transmission des biens dans une famille recomposée ou transmettre des biens à son conjoint en les conservant dans sa famille.

Par exemple : Monsieur D donne un immeuble à son fils, à charge pour lui de le conserver et de le transmettre à son décès à sa sœur.

La libéralité résiduelle consiste à donner un bien à la personne gratifiée en la chargeant de le transmettre à son décès à une autre personne désignée dans l'acte. Cette solution est fréquemment utilisée pour protéger un enfant handicapé.

Pas d'obligation pour le premier donataire de conserver le bien donné dans son patrimoine. Il doit seulement transmettre à son décès ce qui subsiste au second donataire. Il peut donc le vendre, l'échanger ou le donner, mais ne peut pas en disposer par testament ou donation au dernier vivant. Si le bien a été vendu par le premier donataire, le second donataire ne pourra pas prétendre au prix de vente ni au bien acquis en remploi.

Par exemple : Monsieur D donne un immeuble à son fils, à charge pour lui, s'il en est toujours propriétaire à son décès, de le transmettre à sa sœur.

● Un régime fiscal favorable

Lors de la donation, le premier donataire est redevable des droits de donation. L'abattement est déterminé et les droits calculés en fonction de son lien de parenté avec le donateur. Le second donataire n'est redevable d'aucun droit.

Au décès du premier donataire le second donataire est imposable (sur les biens transmis ou subsistants selon le cas) aux droits de donation. L'abattement est déterminé et les droits calculés en fonction de son lien de parenté avec le donateur. Les droits de donation dus par le second donataire sont diminués selon certaines modalités du montant des droits acquittés par le premier donataire sur les mêmes biens, y compris si les droits avaient été acquittés par le donateur.

Il est également important de souligner que ces donations présentent un avantage fiscal en terme du rappel fiscal :

- Si le second gratifié reçoit une donation du donateur dans les 15 ans suivant le décès du premier gratifié, il devrait être tenu compte de la donation graduelle ou résiduelle pour le rappel fiscal.
- A l'inverse, si le second gratifié a reçu une donation du donateur plus de 15 ans avant le décès du premier gratifié, cette donation ne devrait pas être retenue pour le rappel fiscal.

Exemple : En 2007, Monsieur D a consenti une donation simple à son petit-fils. Puis, en 2019, il a consenti une donation à son fils assortie d'une charge graduelle au profit de son petit-fils. Le fils, premier gratifié, décède en 2023, soit plus de 15 ans après la donation consentie par le grand-père à son petit-fils.

Le petit-fils devrait donc être dispensé du rappel fiscal au titre de la donation qu'il a reçue de son grand-père en 2007, quand bien même la donation graduelle a eu lieu moins de 15 ans après.

Le petit-fils devrait donc bénéficier deux fois des abattements et tranches les moins élevées du barème.

Formalités à accomplir : Lors de la seconde transmission, soit un nouvel acte est établi pour constater la réalisation de la condition, soit, s'il n'est pas dressé d'acte, il est admis que les parties présentent à l'enregistrement l'acte initial complété d'une mention indiquant la date de la seconde transmission.

Remarque : Pour les besoins de la publicité foncière, un acte notarié sera obligatoire si le bien objet de la libéralité graduelle ou résiduelle est un bien ou un droit immobilier.

IFI : l'évaluation des titres est doublement plafonnée

La principale portée de cette mesure consiste à harmoniser l'assiette imposable, que le patrimoine immobilier soit détenu directement ou via une société.

En effet, la loi de finances pour 2024 prévoit que pour la détermination de la valeur taxable à l'impôt sur la fortune immobilière (IFI) des titres de sociétés, les dettes contractées par la société qui ne sont pas afférentes à des actifs imposables ne sont pas prises en compte. Cette nouvelle règle d'exclusion des dettes qui s'applique à l'IFI dû à compter de 2024 s'accompagne d'une règle de double plafonnement qui mérite d'être précisée.

Ce double plafonnement permet de limiter la valeur imposable à l'IFI des titres de sociétés à la plus faible des deux valeurs suivantes :

- soit la valeur vénale des actions ou parts de la société ;
- soit à la valeur vénale des actifs immobiliers imposables de la société, déterminée comme si ces actifs étaient détenus directement par le redevable, et retenue en proportion de ses droits au capital de la société détentrice de ces actifs.

En pratique, la règle de plafonnement de la valeur imposable à l'IFI des titres de sociétés est double, et non pas alternative. Cela veut dire qu'un contribuable devra faire un choix en faveur du plafond le plus favorable.

Exemple :

Monsieur D est associé d'une société civile détenant un immeuble et des actifs financiers dont les valeurs sont présentées dans le tableau ci-dessous. Le passif de la société s'établit comme suit : capital social (4 M€), emprunt contracté pour l'achat de l'immeuble (3 M€) et emprunts contractés pour l'achat des actifs financiers (3 M€).

Actif		Passif	
Actif immobilier	6 M€	Capital	4 M€
Actifs financiers	4 M€	Emprunt immobilier	3 M€
		Autre emprunts	3 M€
Actif total	10 M€	Passif total	10 M€

Le ratio immobilier de la société correspondant à la valeur de l'immeuble rapportée à la valeur de l'actif total est de 0,6 (6 M€ / 10 M€).

● Calcul de la valeur imposable des parts

Compte tenu de la nouvelle règle d'exclusion des dettes afférentes à des actifs non imposables, seul l'emprunt contracté pour l'achat de l'immeuble peut être admis en déduction. L'actif net pris en compte s'établit ainsi à 7 M€ (10 M€ - 3 M€).

Compte tenu du ratio immobilier (0,6), la valeur imposable des parts est de 4,2 M€ (7 M€ × 0,6).

● Plafonnement de la valeur imposable

La valeur imposable des parts (4,2 M€) est plafonnée à la plus faible des deux valeurs vénales, des titres de la société d'une part (4 M€ = 10 M€ - 6 M€) ou de l'actif immobilier de la société évalué comme s'il était détenu directement par M. D, retenue en proportion de ses droits au capital de la société (100%) d'autre part, soit 3 M€ [(6 M€ - 3 M€) × 100%].

Conclusion : Voici le tableau résumant le principal impact de la mesure :

	Avant réforme	Plafond n°1	Plafond n°2 (à retenir)
Actif immobilier à l'IFI	2,4 M€	4 M€	3 M€



Nomination

Anna Tikhonova rejoint Cogefi en tant que Responsable de l'Ingénierie Patrimoniale

Après un début de carrière en cabinet d'avocat en tant que juriste en fiscalité individuelle senior, puis comme fiscaliste patrimonial au sein d'une étude notariale, Anna a collaboré plus de 5 années au sein de Rothschild Martin Maurel en tant que Fiscaliste Manager. Elle est diplômée d'une maîtrise en Droit des affaires et d'un Master 2 en Droit et fiscalité de l'entreprise.