

Nos solutions High Income

Explorez de nouvelles opportunités



La configuration des marchés obligataires a sensiblement évolué au cours des derniers mois, avec une divergence croissante des taux des deux côtés de l'Atlantique. L'espoir d'une baisse rapide des taux de la Fed a désormais disparu, laissant place à l'anticipation d'un assouplissement monétaire nettement plus progressif de la banque centrale américaine en 2025. En Europe, le scénario est différent : les marchés s'attendent toujours à de multiples baisses de taux de la part de la BCE, qui devrait ramener son taux de dépôt autour de 2% en fin d'année 2025 (source : Bloomberg).

Dans ce contexte, les solutions obligataires à haut rendement nous semblent toujours particulièrement pertinentes. Ces titres offrent actuellement un portage très supérieur à l'inflation et bénéficient d'une amélioration de leurs fondamentaux selon nous. Leur « coussin de rendement » leur offre par ailleurs une certaine protection face à la réapparition du risque de remontée des taux. Nous continuons également à voir des opportunités dans le High Yield nordique, les dettes subordonnées financières et la dette émergente.

En quelques mots :

- Les rendements offerts par les titres de l'univers High Income restent actuellement supérieurs à 5% et peuvent même dépasser 8% sur certains segments.
- Les anticipations de taux de défaut sur le segment High Yield européen continuent de décroître et les rendements à terme restent très supérieurs au niveau de l'inflation.
- Le High Yield nordique continue de se démarquer par ses rendements à terme élevés et sa faible volatilité.
- Les dettes subordonnées financières restent soutenues par les excellents résultats des banques européennes.
- Les marchés émergents pourraient être pénalisés par un dollar fort et la mise en place de barrières douanières, mais l'impact de la politique américaine ne sera pas uniforme sur l'ensemble du marché. Les fondamentaux continuent par ailleurs de s'améliorer dans un certain nombre de pays.



Ron TEMPLE

Directeur de la stratégie de marché
Groupe Lazard, New York



Werner KRÄMER

Directeur de la recherche économique
Lazard Asset Management, Francfort



Julien-Pierre NOUEN

Directeur de la recherche économique
et de la gestion diversifiée
Lazard Frères Gestion, Paris

I. Quelles perspectives pour 2025 ?

Dans cette seconde analyse dédiée aux solutions High Income, nous avons interrogé nos équipes d'analyse économique et de gestion obligataire pour leur poser nos questions sur la conjoncture actuelle, les perspectives macroéconomiques et leur analyse des marchés obligataires.

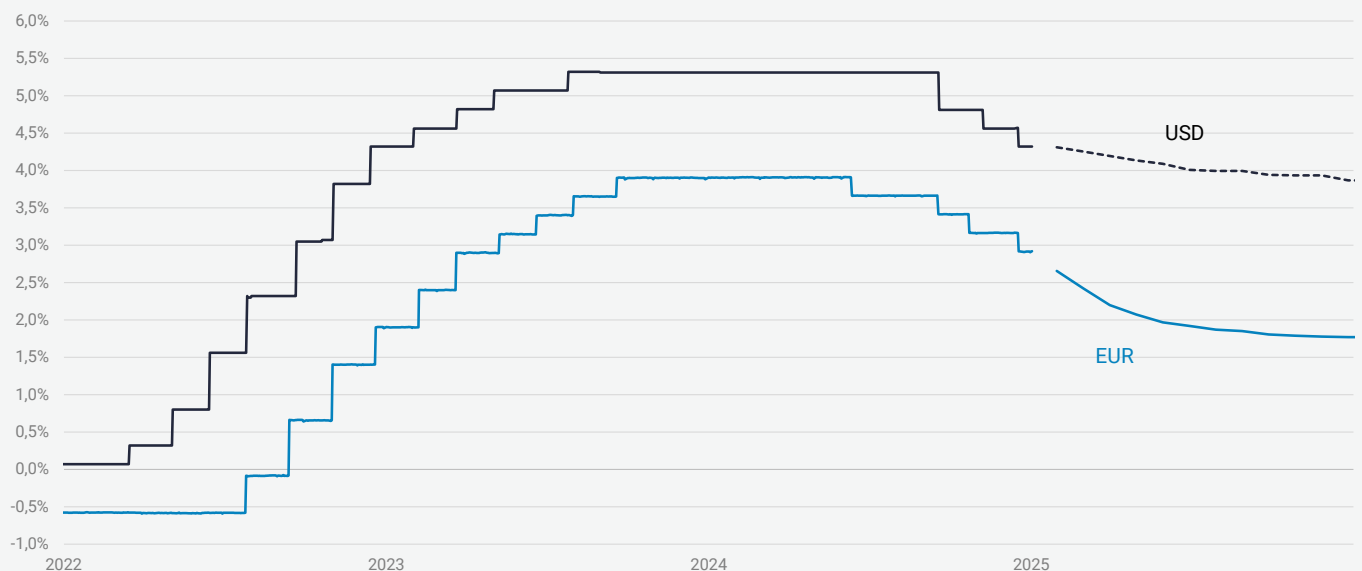
Quelle est votre analyse globale des marchés de taux actuellement ?

Ron Temple : La toile de fond est actuellement dominée par l'anticipation d'un probable rebond de l'inflation aux États-Unis. La Fed a ainsi annoncé dès le 18 décembre qu'elle ne devrait réduire ses taux qu'à deux reprises en 2025, ce qui constitue un changement majeur face aux anticipations de septembre. Avec une inflation qui devrait se maintenir au-dessus de 2,5%, nous pensons que la pression sur les taux longs devrait persister : un retour du taux à 10 ans américain au-dessus de 5% est selon nous envisageable.

Julien-Pierre Nouen : En Europe, la BCE devrait quant à elle continuer à baisser ses taux directeurs à un rythme relativement soutenu, ce qui devrait accroître le différentiel de taux face aux États-Unis (figure 1). Attention toutefois : ce phénomène devrait peser sur l'euro, ce qui aurait un effet inflationniste en Europe et pourrait finir par limiter les marges de manœuvre de la BCE, notamment en 2026.

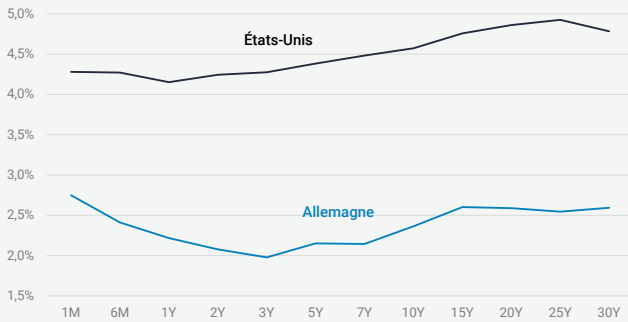
Werner Krämer : On peut également s'attendre en 2025 à une pentification des courbes pour retourner vers une configuration « classique » avec des taux courts significativement plus faibles que les taux longs, ce qui n'est toujours pas le cas aujourd'hui, notamment en Europe (figure 2).

Figure 1
Taux courts | Anticipations de marché



Source : Bloomberg. Swap OIS au 31 décembre 2024.

Figure 2
Marchés obligataires | Courbes des taux d'État



Données au 31 décembre 2024.
Source : Bloomberg.

Aux États-Unis, jusqu'où pourrait remonter l'inflation en 2025 ?

Ron Temple : L'inflation sous-jacente américaine semble s'être stabilisée autour de 3,2 à 3,3% en glissement annuel (figure 3), et le dynamisme de l'économie américaine pourrait empêcher d'atteindre la cible de la Fed à 2%. Pour ne rien arranger, plusieurs aspects du programme du nouveau gouvernement pourraient accroître l'inflation aux États-Unis. La hausse des droits de douane renchérra probablement le coût des importations : nous estimons qu'elle pourrait faire grimper l'inflation de 1%. De même, les politiques anti-immigration pourraient raviver les tensions sur le marché du travail et pourraient faire grimper l'inflation de 0,5% supplémentaires dans le cas où 1,3 million de travailleurs sans papiers seraient expulsés. Ces mesures pourraient être partiellement compensées par un dollar plus fort et une baisse du prix de l'énergie liée à l'augmentation de la production américaine de pétrole et de gaz. On notera néanmoins que la faible croissance de la demande mondiale et le pic de production aux États-Unis constituent des obstacles à une augmentation significative de la production de pétrole et de gaz.

Reste à savoir dans quelle mesure le programme annoncé par Donald Trump pourra être mis en œuvre. On peut finalement s'attendre à ce que l'inflation reste au-dessus du seuil de 3% en 2025, avec une progression de l'inflation PCE (mesure préférée par la Fed) entre 2,5% et 3,0%. Ces chiffres devraient continuer de progresser en 2026 à mesure que les décisions prises par la nouvelle administration entreraient en vigueur et produiraient leurs effets.

Est-il plus intéressant de s'exposer aux marchés obligataires européens ou aux marchés américains ?

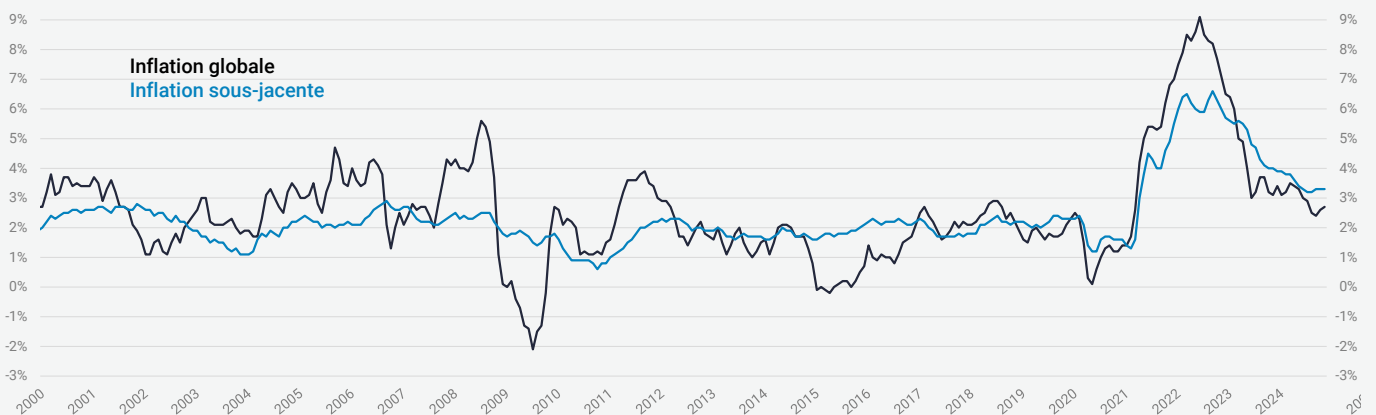
Julien-Pierre Nouen : Comme l'évoquait Ron, le risque aux États-Unis est d'assister à un retour progressif de l'inflation en 2025 et 2026, susceptible de faire remonter les taux. Ces risques sont moindres en Europe. Plus généralement, le différentiel de croissance des deux côtés de l'Atlantique, voué à s'accroître en 2025, devrait être plutôt favorable aux détenteurs de dettes européennes. Actuellement, il nous semble donc préférable de tirer parti du moteur de la baisse des taux en Europe.

“ *Le différentiel de croissance des deux côtés de l'Atlantique, voué à s'accroître en 2025, est actuellement favorable aux détenteurs de dettes européennes.* ”

Faut-il préférer l'Investment Grade ou le High Yield ?

Werner Krämer : D'expérience, l'Investment Grade performe surtout dans un environnement de baisse des taux et de craintes relatives à la croissance. C'est un segment très intéressant pour se prémunir des risques, mais actuellement l'éventualité d'une récession en 2025 paraît plutôt faible : l'Europe conserve une croissance certes modérée mais positive, et l'économie américaine bénéficie d'une solide dynamique. Actuellement, le paysage nous semble donc plutôt favorable au segment High Yield, qui conserve d'ailleurs une excellente trajectoire face à l'Investment Grade (figure 4).

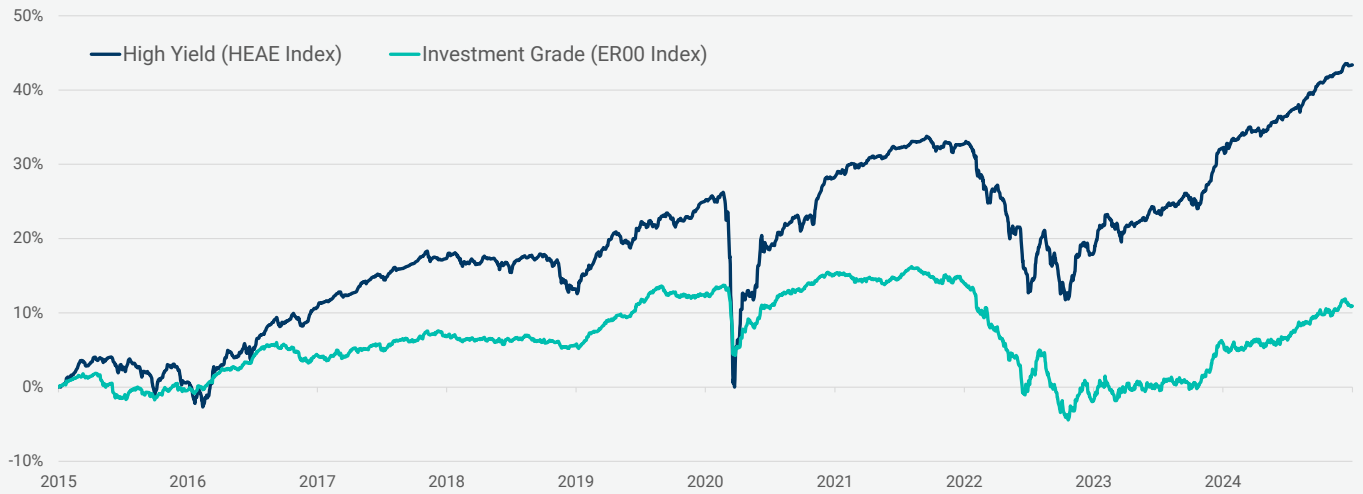
Figure 3
États-Unis | Indices des prix à la consommation



Variation annuelle.
Source : Bloomberg. Données au 31 décembre 2024.

Figure 4
Performance sur 10 ans | Euro Corporate High Yield vs. Euro Corporate Investment Grade

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.



Source : Bloomberg. Données au 31 décembre 2024.

La baisse des indices PMI de la zone euro en fin d'année 2024 n'est-elle pas un signal d'alerte pour la croissance européenne, et donc pour le segment High Yield ?

Julien-Pierre Nouen : Certaines données ont déçu en novembre, avec un PMI composite traduisant la perspective d'une contraction de l'activité, mais le chiffre a rebondi en décembre à 49,6 points (source : Bloomberg), proche de la zone neutre de 50 points. Le FMI continue de s'attendre à une légère amélioration de la croissance de la zone euro en 2025, à +1,2%, contre +0,8% en 2024. Cette prévision reste inférieure à celle du mois d'avril, où le FMI anticipait 1,5% de croissance en zone euro en 2025, mais les perspectives restent globalement positives malgré d'importantes différences entre les pays.

Les risques politiques en France et en Allemagne constituent-ils un risque à surveiller pour les marchés de taux européens ?

Werner Krämer : Alors que le déficit budgétaire élevé de la France limite les possibilités de relance budgétaire, la morosité économique de l'Allemagne a ouvert un important débat sur l'opportunité d'accroître le déficit pour investir dans les infrastructures, une question au cœur des prochaines élections. Dans ce contexte, la BCE est d'autant plus poussée à baisser ses taux directeurs, éventuellement en-dessous du taux neutre de 2% en 2025. Ce qui, pour les investisseurs obligataires, constitue finalement une perspective intéressante.

Julien-Pierre Nouen : On nous demande souvent si les risques liés à la crise politique française et à sa dette publique pourraient amener un rebond des spreads sur le segment souverain, et a fortiori sur le High Yield. Le traumatisme des années 2008-2012 reste dans les esprits. Ce que nous avons pu observer en 2024,

c'est que les effets de cette crise politique ont actuellement tendance à s'équilibrer. D'un côté, cela accentue la perspective d'une BCE plus souple, ce qui fait baisser le taux sans risque. D'un autre côté, la France a vu sa prime de risque augmenter (figure 5), ce qui a compensé l'effet de la baisse des taux.

Sur le segment High Yield, il est plus difficile de quantifier ce phénomène en raison des situations propres à chaque émetteur, mais on observe globalement le même schéma. Le bilan des courses est plutôt neutre et les investisseurs ont donc continué à tirer parti du niveau de portage, en l'occurrence assez élevé. Bien sûr, il ne faudrait pas que la France continue d'accroître son déficit budgétaire en 2025, au risque d'accroître les tensions actuelles. Il s'agit d'un sujet à surveiller, qui pourrait néanmoins se transformer en opportunité.

Figure 5
Écart de rendement entre la France et l'Allemagne | Emprunts à 10 ans



Points de base.

Source : Bloomberg. Données au 31 décembre 2024.

II. Stratégies « High Income » : actualités et perspectives 2025

Pour en savoir plus sur les perspectives des différents segments de marché « High Income », nous avons interrogé nos équipes de gestion.



Éléonore BUNEL

Directrice de la gestion obligataire
Lazard Frères Gestion, Paris



François LAVIER

Responsable du pôle Dettes Financières
Lazard Frères Gestion, Paris



Alexia LATORRE

Responsable du pôle High Yield
Lazard Frères Gestion, Paris



Daniel HERDT

Responsable de l'expertise High Yield nordique
Lazard Asset Management, Francfort



Denise SIMON

Coresponsable du pôle Dettes émergentes
Lazard Asset Management, New York



Arif JOSHI

Coresponsable du pôle Dettes émergentes
Lazard Asset Management, New York



Adam BORNELEIT

Gestionnaire-analyste au sein de l'équipe
Dettes émergentes
Lazard Asset Management, New York

Quels sont les segments de l'univers « High Income » qui ont le mieux performé en 2024 ?

Éléonore Bunel : Les dettes subordonnées financières AT1 et le High Yield Corporate européen ont bénéficié d'un parcours très solide en 2024, avec une performance respective de +14,3% et +8,5% (figure 6, source : Bloomberg). La dette émergente a quant à elle progressé de +13,9% en euro, mais cela s'explique en partie par les variations de change. Dans tous les cas, ces segments ont surperformé face à l'Investment Grade ou à la dette souveraine.

Pouvez-vous nous dresser le panorama du marché des dettes subordonnées et hybrides financières, qui constitue le meilleur performeur de l'année 2024 ?

François Lavier : Ce segment bénéficie de maturités relativement courtes avec des durations oscillant entre 3,4 et 3,8, faisant de la classe d'actifs un vrai produit de portage sans trop s'exposer aux variations parfois brutales des taux longs. En matière de rendements, les Tier 2 offrent des rendements de 3,6% en euro pour un rating Investment Grade BBB+, tandis que les AT1 offrent un rendement de 5,7% pour des instruments liquides notés BB+ (source : Bloomberg).

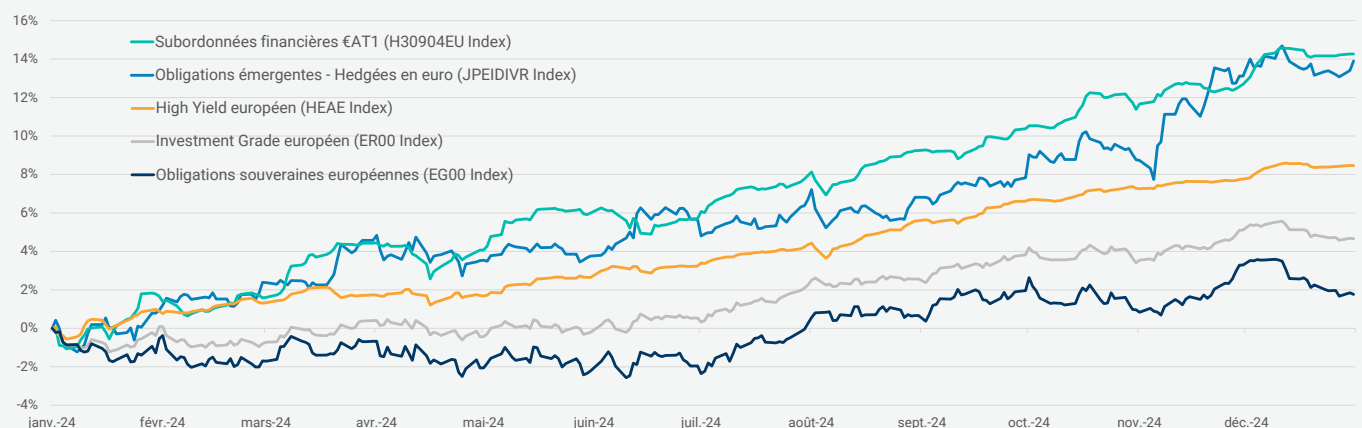
Il convient également de rappeler que les émetteurs sont quasiment tous de bonne qualité et notés Investment Grade : seuls les instruments subordonnés, donc moins bien notés, restent en catégorie High Yield pour les AT1.

Le segment des dettes subordonnées financières risque-t-il d'être négativement impacté par la baisse des taux, susceptible de dégrader le résultat des banques ?

François Lavier : Les banques européennes se sont d'ores et déjà préparées à cette baisse des taux et les modélisations montrent que cet impact négatif va être bien moindre que celui, très

Figure 6
Performance des principaux segments du marché obligataire en 2024

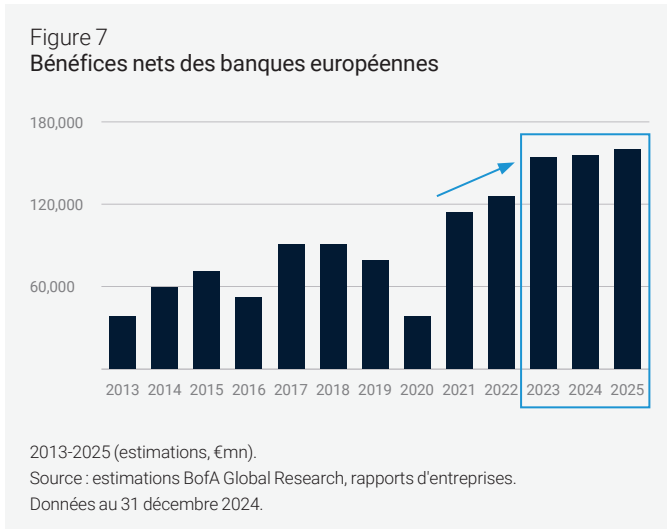
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.



Performance en euro.

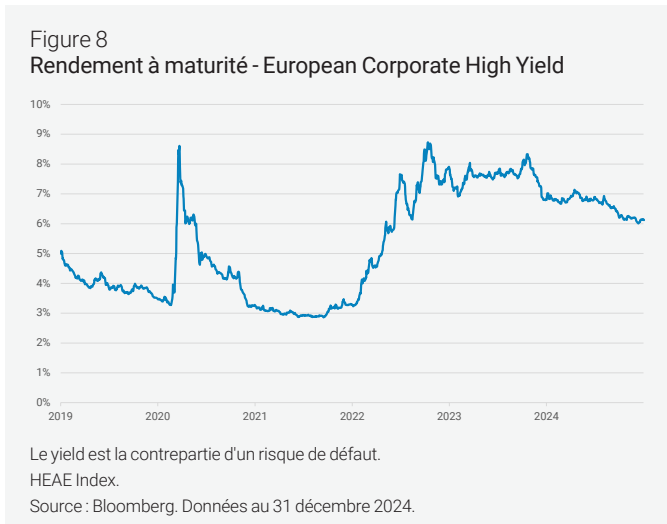
Source : Bloomberg. Données au 31 décembre 2024.

positif, de la remontée des taux en 2022. Les résultats 2024 du secteur bancaire européen devraient parvenir à dépasser les résultats déjà records de 2023, et cette tendance devrait se poursuivre en 2025 (figure 7). Les banques européennes vont profiter du réinvestissement de leurs portefeuilles obligataires et d'une reprise des volumes de prêts, contrebalançant l'effet négatif de la baisse de taux courts. Enfin, la pentification des courbes de taux est très bénéfique pour les marges du secteur.



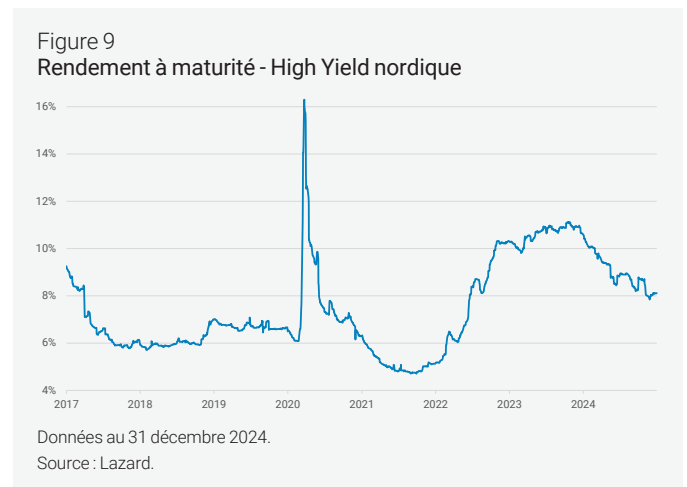
Le segment High Yield n'a-t-il pas épuisé son potentiel de hausse après avoir connu deux ans de solides performances ?

Alexia Latorre : Sur le segment High Yield européen, les spreads se sont tassés en 2024, mais le rendement à terme offert par ce segment de marché reste attractif, autour de 6% par an (figure 8). Les investisseurs qui entrent maintenant sur ce segment de marché continuent donc de bénéficier d'un solide niveau de portage, proche de sa médiane historique et très supérieur à l'inflation. À noter également que la maturité moyenne des titres en circulation est devenue faible, permettant au segment d'avoir un profil peu volatil. En parallèle, les taux de défaut à 12 mois sont toujours attendus en baisse par Moody's¹.



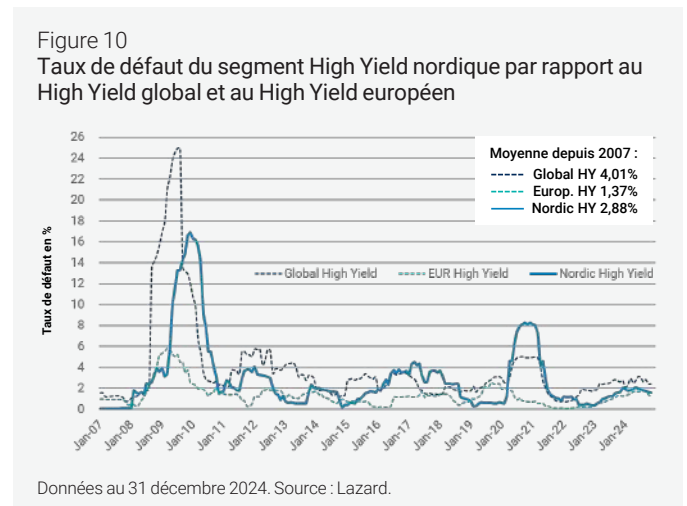
Pouvez-vous nous rappeler les caractéristiques propres au High Yield nordique, qui en font un marché « à part » sur le segment High Yield ?

Daniel Herdt : Il s'agit d'un segment de niche constitué d'émetteurs souvent non notés par les agences de notation. Les émissions sont de petite taille, impliquant un risque de liquidité légèrement plus élevé que sur les autres segments de marché. Pour cette raison, les spreads associés à ce segment de marché sont élevés, d'où le fait que le High Yield nordique offre des rendements à maturité supérieurs à 8% par an (hedgés en euro, à fin 2024, voir figure 9).



L'élément important à avoir en tête est que le taux de défaut sur ce segment de marché reste globalement équivalent à la moyenne de l'univers « Global High Yield » : son surplus de rendement n'est donc pas la contrepartie d'un risque de défaut plus élevé (figure 10).

Enfin, il s'agit d'un univers dominé par des titres à taux variables (« floaters ») et des titres de maturité courte, permettant à ce segment de marché de conserver une faible volatilité, à l'exception des périodes de « stress » sur les marchés (Covid-19 par exemple), où la faible liquidité des titres High Yield nordiques peut se traduire par des variations de prix momentanément plus amples que sur les autres segments de marché.



Le segment étant notamment composé de titres à taux variables, risque-t-on d'assister à une baisse progressive des rendements ?

Daniel Herdt : À ce stade, le rendement à terme associé à notre stratégie Nordic High Yield est encore proche de 9% par an (hedgé en euro). Le surplus de rendement offert par ce segment de marché est structurel en raison de ses caractéristiques propres. Même si les taux de base pourraient diminuer, l'espérance de rendement associée au High Yield nordique restera a priori plus élevée que sur le segment High Yield global.

Qu'en est-il des marchés obligataires émergents depuis les élections américaines ?

Denise Simon : La résilience de la croissance américaine et les orientations prudentes de la Fed en matière de politique monétaire ont contribué à une forte augmentation des taux américains et à une nouvelle hausse du dollar depuis l'élection de Donald Trump. Cette situation a pesé sur la dette émergente. Si l'on regarde les performances en euro, la réélection de Trump a néanmoins eu peu d'impacts sur la classe d'actifs, qui a bénéficié de la dépréciation de l'euro (figure 11).

La performance de la dette émergente reste globalement contrastée en 2024, le crédit souverain et le crédit corporate ayant généré de solides rendements grâce au portage et à la compression des spreads de crédit, tandis que la dette en devise locale a reculé en raison de la vigueur du dollar.

Il faut garder en tête que les situations restent très différentes d'un pays à l'autre. L'impact de la politique américaine ne sera pas le même partout et pourra générer des opportunités en fonction du degré d'ouverture économique, de la politique monétaire et des fondamentaux propres à chaque pays émergent.

Sur les marchés émergents, risque-t-on un nouveau « Taper Tantrum » (rebond des taux d'intérêt) en raison des espoirs déçus relatifs à une baisse rapide des taux de la Fed ?

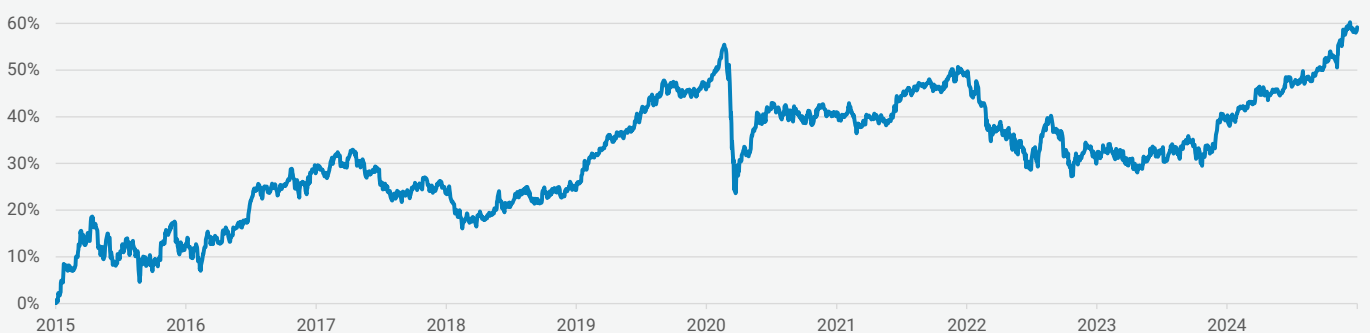
Arif Joshi : Nous sommes conscients que les économies émergentes pourraient faire face aux vents contraires d'un dollar plus fort et être pénalisées par les politiques du président Trump au cours des prochaines années, notamment avec l'instauration de barrières douanières. Dans un monde où le regard des investisseurs se tourne de nouveau vers le niveau des déficits publics, les pays présentant des vulnérabilités pourraient faire face à une plus grande défiance. Cela étant dit, une grande majorité de pays émergents semblent être sur une trajectoire d'amélioration de leurs fondamentaux, notamment grâce à une gestion saine des finances publiques, en dépit d'un contexte mondial complexe. Ainsi, l'analyse « bottom-up » reste essentielle pour construire un portefeuille à l'abri du risque de « taper tantrum ».

Où se trouvent selon vous les opportunités sur le segment des dettes d'entreprises émergentes ?

Adam Borneleit : Nous voyons des opportunités sur plusieurs segments des marchés émergents. Premièrement, les grands pays dotés de solides moteurs de croissance domestique, comme l'Inde. Deuxièmement, les pays qui passent d'une politique monétaire peu orthodoxe à une politique « normalisée », comme la Turquie ou l'Argentine. Troisièmement, les émetteurs dont les spreads sont élevés en raison d'une forte inflation, mais dont les activités sont en réalité peu exposées à ce problème, comme les « Utilities » en Amérique du Sud. Enfin, les émetteurs situés dans des pays présentant un déficit commercial avec les États-Unis, mais dont les activités ne sont pas exposées à ce déséquilibre des échanges commerciaux.

Bien que nous continuons à suivre de près les risques liés à la politique américaine et aux marchés émergents, il faut souligner que seuls deux des quelque 60 pays de l'univers émergent présentent des déficits commerciaux importants avec les États-Unis. En outre, les bilans des entreprises de ces pays restent solides, les rendements offerts par la classe d'actifs sont encore historiquement élevés et les spreads de crédit sont plus importants que pour les émetteurs comparables des marchés développés. Bien que la volatilité soit susceptible d'augmenter, nous pensons que cela pourrait offrir de nouvelles opportunités en 2025, grâce à un portage attractif et un faible niveau d'endettement notamment.

Figure 11
Performance des marchés obligataires émergents (€)



JP Morgan Emerging Markets Bond Index (JPEIDIVR Index).
Source : Bloomberg. Données au 31 décembre 2024.

Figure 12
Tableau récapitulatif des stratégies High Income et principales caractéristiques

Stratégie	Région	Segment	Notation moyenne	Sensibilité taux (années)	Rendement à maturité	Profil « High Income »
Corporate High Yield Debt	Europe	Corporate	BB-	2,2	5,4%	Core
Short Duration High Yield	Europe	Blend Corporate-Financials	BB+	2,0	5,1%	Défensif
Nordic High Yield	Europe (marché nordique)	Blend Corporate-Financials	BB-	0,5	8,7% hedgé en €	Dynamique
Subordinated Financial Debt Blend	Europe	Financials	BB+	3,0	5,7%	Core
Subordinated Financial Debt Hybrid Contingent	Europe	Financials	BB	3,1	7,1%	Dynamique
Emerging Markets Debt Corporate	Marchés émergents	Blend Corporate-Financials	BBB-	3,8	7,2% in \$ 5,6% hedgé en €	Core
Emerging Markets Debt Local	Marchés émergents	Sovereign	BBB	5,1	7,1% in \$ 5,4% hedgé en €	Core
Target Date High Yield Expertise 2029	Europe	Corporate	BB-	2,9	5,3%	Dynamique

Source : Lazard, au 31 décembre 2024. Les rendements exprimés ci-dessus correspondent au rendement à maturité moyen des titres qui composent les portefeuilles représentatifs de nos différentes stratégies, en date du 31 décembre uniquement.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Ce contenu représente les opinions des auteurs et ses conclusions peuvent différer de celles exprimées ailleurs au sein de Lazard Asset Management. Lazard s'engage à donner à ses professionnels de l'investissement l'autonomie nécessaire pour développer leurs propres opinions en matière d'investissement, qui sont alimentées par un échange d'idées au sein de l'entreprise.

Les stratégies High Income consistent à s'exposer à des émetteurs plus risqués que ceux de la catégorie Investment Grade. Ces segments de marché sont soumis à un taux de défaut non nul, autrement dit à une certaine proportion d'émetteurs ne pouvant pas rembourser entièrement les dettes qu'ils ont contractées. Le taux de défaut vient grever la performance espérée, quant à elle représentée par les rendements à maturité (ou rendements au call sur le segment des dettes subordonnées AT1).

Informations importantes

Publié le 5 février 2025.

1. Moody's, "Trailing 12-Month Issuer-Weighted Speculative-Grade Default Rates" (PDF - Décembre 2024).

Les informations et opinions présentées ont été obtenues de sources jugées fiables par Lazard, qui ne fait aucune déclaration quant à leur exactitude ou leur exhaustivité. Toutes les opinions exprimées sont à jour à la date de publication de ce document mais sont susceptibles d'évoluer. Ce document ne constitue pas une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les allocations et la sélection de titres sont susceptibles d'évoluer.

Les stratégies d'investissement mentionnées dans le présent document ne se sont pas engagées à atteindre des objectifs « zéro net » ou de décarbonisation.

Le prix des titres fluctue ; la valeur de votre investissement fluctue donc, ce qui entraîne un **risque de perte en capital**. Les titres de certains pays étrangers peuvent être moins liquides, plus volatils et moins soumis à une surveillance gouvernementale que sur le marché national. La valeur de ces titres peut être affectée par des changements de taux de change, l'application des lois fiscales spécifiques d'un pays, des changements de gouvernement ou de la politique économique et monétaire. Les titres des marchés émergents comportent des risques particuliers, tels que des marchés boursiers moins développés ou moins efficaces, un manque d'informations sur les entreprises et des normes juridiques et d'audit différentes. Les marchés des valeurs mobilières des pays émergents peuvent être extrêmement volatils. La performance peut également être influencée par des facteurs politiques, sociaux et économiques affectant les entreprises de ces pays.

Lazard Asset Management (« Lazard » ou la « société ») gère activement les portefeuilles de ses clients dans le but d'obtenir des performances d'investissement positives et de maximiser leur valeur à long terme. Les gestionnaires de portefeuille de Lazard ont toute latitude pour intégrer des considérations ESG dans leurs processus d'investissement. Les informations concernant les considérations ESG d'une stratégie d'investissement sont présentées par Lazard dans la description de cette stratégie, ou sont disponibles sur demande. D'autres informations contenues dans le présent document peuvent décrire les points de vue en matière d'investissement que les professionnels de Lazard ont développé pour aider nos clients et nos équipes de gestion de portefeuille. Cependant, sauf mention expresse, les lecteurs ne doivent pas supposer que ces points de vue sont intégrés dans le processus d'investissement d'une équipe de gestion de portefeuille.

Ce document est fourni par Lazard Asset Management LLC ou ses filiales (« Lazard ») à titre d'information uniquement. Rien dans ce document ne constitue un conseil d'investissement ou une recommandation concernant un titre, une matière première, un produit dérivé, un service de gestion d'investissement ou un produit d'investissement. Les investissements dans les titres, les produits dérivés et les matières premières impliquent des risques, des fluctuations de prix et peuvent entraîner des pertes. Certains actifs détenus dans les portefeuilles d'investissement de Lazard, en particulier les portefeuilles d'investissement alternatifs, peuvent impliquer des degrés élevés de risque et de volatilité par rapport à d'autres actifs. De même, certains actifs détenus dans les portefeuilles d'investissement de Lazard peuvent être négociés sur des marchés moins liquides ou moins efficaces, ce qui peut affecter la performance de l'investissement.

Ce document est destiné uniquement aux personnes résidant dans des juridictions où sa distribution ou sa disponibilité est conforme aux lois locales et aux autorisations réglementaires locales de Lazard. Les entités de Lazard qui ont publié ce document sont listées ci-dessous, ainsi que les limitations importantes de leurs activités autorisées.

Royaume-Uni, Finlande, Irlande, Danemark, Norvège et Suède : Ces informations sont approuvées, pour le compte de Lazard Fund Managers (Ireland) Limited, par Lazard Asset Management Limited, 50 Stratton Street, London W1J 8LL, immatriculée en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro 525667. Lazard Asset Management Limited est agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority. **Allemagne et Autriche :** Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Neue Mainzer Strasse 75, 60311 Francfort am Main est agréée et réglementée en Allemagne par la BaFin. **Belgique et Luxembourg :** ces informations sont fournies par la succursale belge de Lazard Fund Managers Ireland Limited, à Blue Tower Louise, Avenue Louise 326, Bruxelles, 1050 Belgique. **France :** ces informations sont fournies par Lazard Frères Gestion SAS, 25, rue de Courcelles 75 008 Paris. **Italie :** ces informations sont fournies par la succursale italienne de Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH. Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH Milano Office, Via Dell'Orso 2 - 20121 Milano, est agréée et réglementée en Allemagne par la BaFin. **Pays-Bas :** ces informations sont fournies par la succursale néerlandaise de Lazard Fund Managers (Ireland) Limited, qui est inscrite au registre néerlandais tenu auprès de l'Autorité néerlandaise des marchés financiers (Autoriteit Financiële Markten). **Espagne et Portugal :** Ces informations sont fournies par la succursale espagnole de Lazard Fund Managers Ireland Limited, Paseo de la Castellana 140, Piso 100, Letra E, 28046 Madrid, qui est enregistrée auprès de la Commission nationale du marché des valeurs mobilières (Comisión Nacional del Mercado de Valores ou CNMV) sous le numéro d'enregistrement 18. **Andorre :** réservé exclusivement aux entités financières agréées en Andorre. Ces informations sont fournies par la succursale espagnole de Lazard Fund Managers Ireland Limited, Paseo de la Castellana 140, Piso 100, Letra E, 28046 Madrid, qui est enregistrée auprès de la Commission nationale du marché des valeurs mobilières (Comisión Nacional del Mercado de Valores ou CNMV) sous le numéro d'enregistrement 18. Ces informations sont approuvées par Lazard Asset Management Limited (LAML). LAML n'est ni réglementée ni autorisée par l'autorité de régulation andorrane (AFA) ni inscrite dans les registres officiels de celle-ci. **Suisse et Liechtenstein :** Lazard Asset Management Schweiz AG, Uraniastrasse 12, CH-8001 Zurich. Le représentant en Suisse est ACOLIN Fund Services AG, Leutschenbachstrasse 50, CH-8050 Zurich. Alors que l'agent payeur pour les fonds irlandais est NPB Neue Privat Bank AG, Limmatquai 1, P.O. Box, CH-8024 Zurich, l'agent payeur pour les fonds français est la Banque Cantonale de Genève, 17, quai de l'Île, CH-1204 Genève. L'agent payeur au Liechtenstein est LGT Bank AG, Herrengasse 12, FL-9490 Vaduz. Pour plus d'informations, veuillez visiter notre site Web, contacter le représentant suisse ou visiter www.fundinfo.com. Toutes les classes d'actions du compartiment respectif ne sont pas enregistrées pour la distribution au Liechtenstein et s'adressent exclusivement aux investisseurs institutionnels. Les souscriptions ne peuvent être effectuées que sur la base du prospectus en vigueur. La performance indiquée ne tient pas compte des éventuelles commissions et frais prélevés lors de la souscription et du rachat d'actions.