

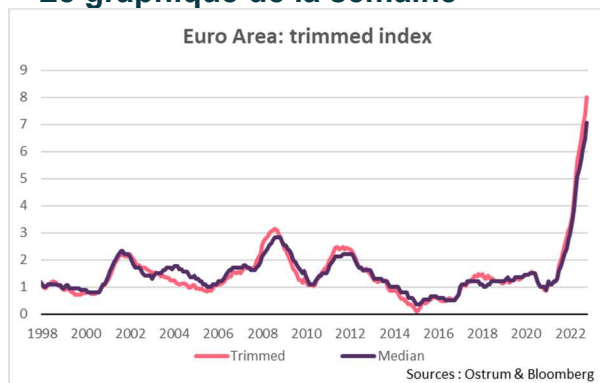
## ● Le thème de la semaine : Marché du crédit : quel taux de défaut ?

- La récession économique, qui semble inéluctable en zone Euro, mais aussi la hausse des taux, qui détériore les ratios d'endettement, devraient inévitablement conduire à une hausse du taux de défaut.
- Notre approche conduit à une vue modérément pessimiste : un taux de défaut qui progresse l'année prochaine au-dessus de sa moyenne de long terme, mais qui reste très en deçà des niveaux de crise aigüe.
- Le mouvement récent a ramené les spreads à un niveau plus raisonnable. Avec l'épée de Damoclès d'un scénario économique potentiellement beaucoup plus négatif, il est probable qu'une grande partie du resserrement soit derrière nous.

## ● La revue des marchés : Retour des flux sur les actions

- L'inversion des courbes de taux s'accroît
- Resserrement fort des spreads souverains et de crédit
- Le budget britannique bien accueilli par les marchés
- Forte collecte sur les fonds d'actions mondiales

## ● Le graphique de la semaine



Les détails des chiffres d'inflation en Europe publiés la semaine dernière ne montraient aucun signe de ralentissement. Au contraire, notre indice « trimmed » qui utilise la méthodologie de la Fed de Cleveland, atteint un plus haut historique et est en pleine accélération.

L'inflation se généralise et ne montre aucun signe d'essoufflement.

Petit bémol toutefois, l'inflation des prix industriels en Allemagne est passée de 48,5 % en septembre à 34,5 % en octobre. Un niveau toujours extrêmement élevé mais un premier signe de ralentissement. Le pic de l'inflation n'est peut-être pas si éloigné en Europe.

## ● Le chiffre de la semaine

# 296

Source : Ostrum AM

Le montant des remboursements anticipés de TLTRO en milliards d'euros. Un chiffre paradoxalement faible au regard de certaines attentes et surtout des plus de 2000 milliards de liquidités excessives dans le système.



**Stéphane Déo**

Directeur stratégie marchés  
stephane.deo@ostrum.com



**Axel Botte**

Stratégiste international  
axel.botte@ostrum.com



**Zouhoure Bousbih**

Stratégiste pays émergents  
zouhoure.bousbih@ostrum.com



**Aline Goupil-Raguénès**

Stratégiste pays développés  
aline.goupil-raguenes@ostrum.com

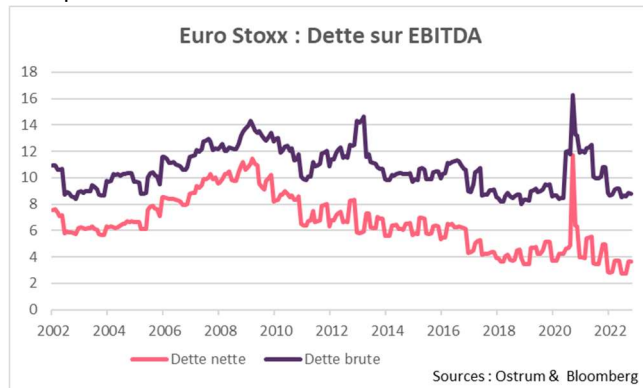
● **Thème de la semaine**

# Crédit : quel taux de défaut ?

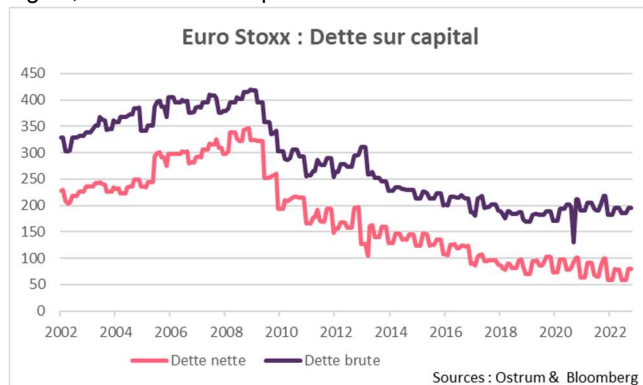
La récession économique qui semble inéluctable en zone Euro mais aussi la hausse des taux qui détériore les ratios d'endettement devraient inévitablement conduire à une hausse du taux de défaut des entreprises. La question, comme souvent, est celle de l'ampleur de cette hausse des défauts : limitée ou violente ?

## Des défauts inévitablement en hausse

La situation en termes de levier financier et de dette n'est pas inquiétante pour l'instant. Le graphique ci-dessous montre le ratio entre le niveau de la dette et les profits des entreprises.

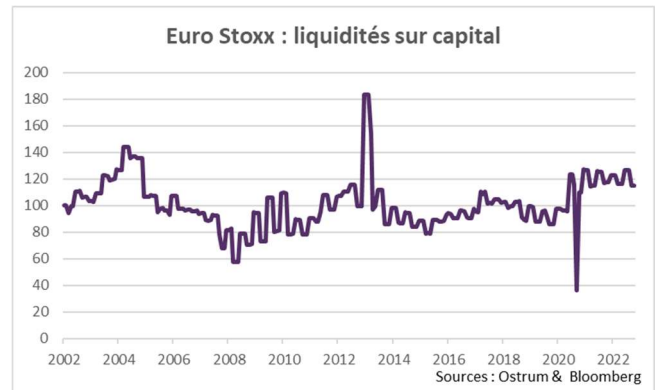


Rapporté au capital des entreprises, on obtient le même signal, avec des ratios qui restent très raisonnables.



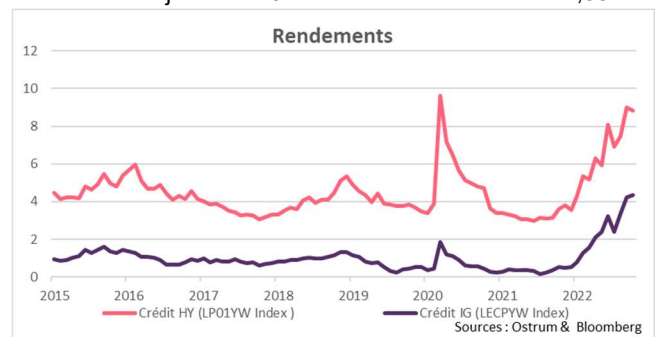
Il est d'ailleurs à noter que la dette nette est clairement plus basse que la dette brute, ce qui suggère que les entreprises ont aussi un volant de liquidité à leur disposition qui est

confortable et inhabituellement élevé.

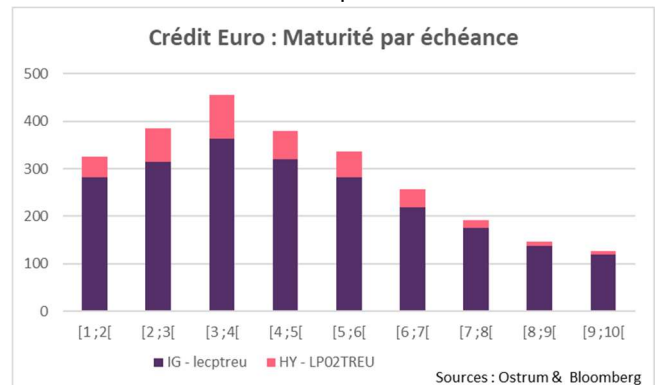


Malgré ce constat, le taux de défaut devrait inévitablement progresser et ceci pour deux raisons :

- D'une part, comme nous le disions en introduction, une récession semble inéluctable et viendra donc détériorer ces ratios. Les sociétés les plus fragiles pourront, comme d'habitude, être affectées de manière disproportionnée.
- D'autre part, la hausse des taux crée aussi des conditions de financement plus difficiles pour les entreprises. Le graphique ci-dessous montre que les taux IG ont oscillé entre 0 % et 0,5 % pendant la majorité de 2021. Ils sont actuellement à 4,33 %.



Il faut toutefois préciser qu'il n'y a pas de mur de la dette. Les entreprises ne sont pas aux abois. D'une part, comme nous l'avons noté plus haut, parce qu'elles disposent de beaucoup de liquidités. D'autre part, parce que les échéances de refinancement sont plutôt longues avec l'essentiel étalé sur les trois à quatre années à venir.



## Ce que dit la BCE

La BCE vient de publier un très intéressant « Working Paper Series » intitulé « Chronicle of a death foretold: does higher volatility anticipate corporate default? »<sup>1</sup>.

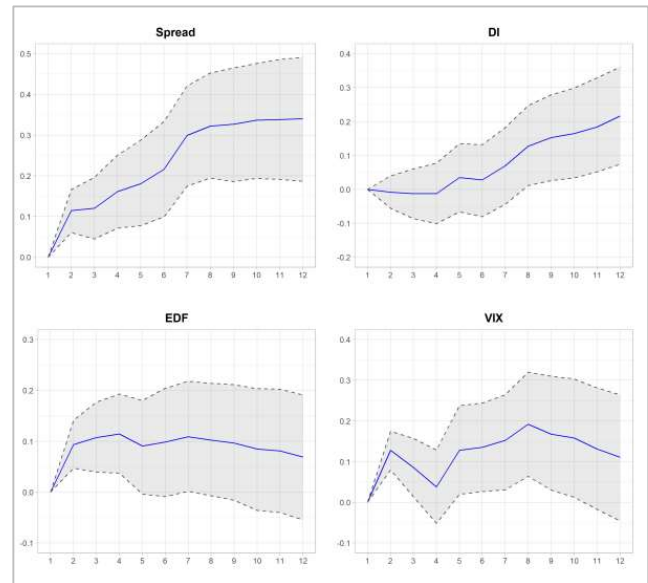
En très résumé, l'idée est de regarder si la volatilité actions est un bon prédicteur des défauts futurs. La conclusion : « Nous testons si une mesure simple de l'insolvabilité des entreprises fondée sur la volatilité du rendement des actions – et appelé Distance au Défaut (DaD) – produit de meilleures prévisions de défaut des entreprises que la mesure de fréquence de défaut attendue (FDE) largement utilisée, calculée par Moody's. »

La mesure de volatilité préférée du marché actions est le V2X, l'équivalent du VIX pour l'Euro Stoxx. Mais pour être un peu plus subtil, le papier de la BCE parle aussi de risque spécifique au niveau de chaque valeur. L'idée est qu'une volatilité spécifique sur un dossier est un signe de nervosité. C'est aussi un signe de « débat » entre les investisseurs (même si la BCE ne le formule pas comme ça). Et donc, in fine, le risque d'un changement de trajectoire. NB : ce risque est potentiellement à la hausse : toutes les nouvelles ne sont pas des mauvaises nouvelles. Donc une augmentation du risque idiosyncratique est un signal pertinent pour identifier un risque de défaut futur.

L'intérêt du papier est de montrer que cette intuition est valide en ce sens que l'approche est bien efficace pour prévoir les mouvements futurs du taux de dépôt.

Une précision s'impose sur le modèle. L'idée que la volatilité est un prédicteur de la « distance au défaut » (DaD) n'est pas nouvelle. On pense en particulier au fameux modèle de Merton qui assimile la dette à la vente d'une option de vente sur les actifs de l'entreprise, alors que le capital est une option d'achat. La probabilité de défaut dépend alors bien sûr du risque, et donc de la volatilité, mais aussi du « strike » de l'option, qui dans ce cas est l'effet de levier. L'intuition est simple : un ratio dette/capital élevé correspond à un « strike » plus élevé et donc augmente la probabilité de défaut des entreprises. A ce titre, la discussion dans le chapitre précédent est importante : si la dette, et en particulier la dette nette des entreprises, a baissé comme nous le montrions, la DaD est plus élevée pour une volatilité donnée. Cet effet est bien entendu pris en compte dans l'étude de la BCE et dans notre approche (cf. ci-dessous). La situation actuelle implique donc, aussi, que les entreprises de manière agrégée ont augmenté leur résilience aux chocs externes.

Les graphiques ci-dessous, tirés de l'article, montrent la réponse dynamique des taux de défaut des sociétés de la catégorie spéculative non financière de la zone euro à quatre chocs identifiés à partir d'un modèle VAR mensuel : un choc bond spread, un choc VIX, un FDE et DaD. Les chocs sont identifiés par une factorisation de Choleski de la matrice de covariance du VAR. L'axe des x indique des mois après le choc.



## Notre vue

Nous avons construit un modèle de défaut pour le HY européen qui est fondé sur un nombre de variables :

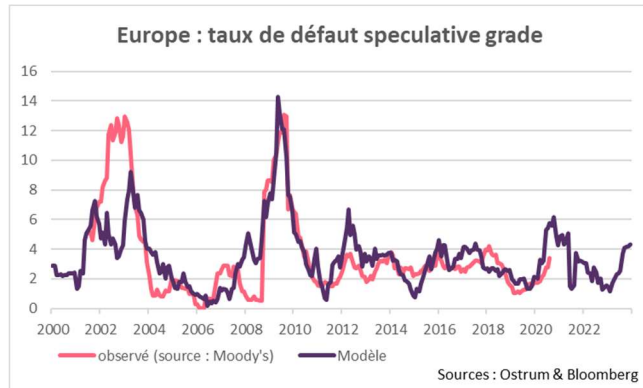
- Des variables fondamentales : croissance du PIB et chômage
- Des variables de marché : niveau des taux et pente de la courbe
- Des variables de risque : dans l'esprit du papier de la BCE nous prenons le V2X comme proxy.

Le résultat est présenté dans le graphique ci-dessous. Le taux de défaut était extrêmement bas, quasiment zéro, l'année dernière. Pour les raisons mentionnées ci-dessus, hausse des taux et récession, notre modèle attend une hausse des défauts annuels au-dessus de 4 % en fin d'année prochaine. Ceci doit être comparé à un taux moyen de défaut de l'ordre de 3½ %, c'est donc une mauvaise nouvelle, la tendance est défavorable. Mais ce chiffre doit aussi être comparé à plus de 12 % atteint en 2002 ou en 2009.

<sup>1</sup> Papier disponible sur : [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2749-6](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2749-662d83a55a.en.pdf?62aefcb6bc115842c3619018c797e07a)

[62d83a55a.en.pdf?62aefcb6bc115842c3619018c797e07a](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2749-662d83a55a.en.pdf?62aefcb6bc115842c3619018c797e07a)

Il s'agit donc d'une détérioration avec un taux de défaut supérieur à la moyenne mais qui reste largement en deçà des périodes de crise grave.

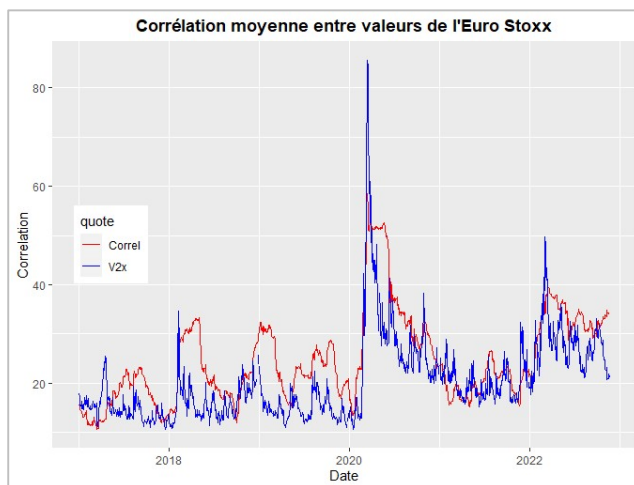


Cette vue est cohérente avec le papier de la BCE et le niveau de risque implicite du marché.

Le graphique ci-dessous montre la corrélation entre toutes les valeurs de l'Euro Stoxx. Si cette corrélation est forte cela veut dire que les valeurs bougent de façon synchronisée, et que, en contrepartie, il y a peu de mouvements spécifiques et donc de risques idiosyncratiques. On met cette estimation en regard de la volatilité du marché mesurée une fois de plus par le V2X.

Les deux courbes sont très liées :

- Lorsque le V2X est haut c'est qu'il existe un choc violent qui affecte toutes les valeurs et elles ont donc tendance à se recorréler.
- Lorsque le V2X est bas c'est aussi que les valeurs divergent dans leur performance, et donc s'il n'y a pas de tendance commune, la moyenne de variation est faible.

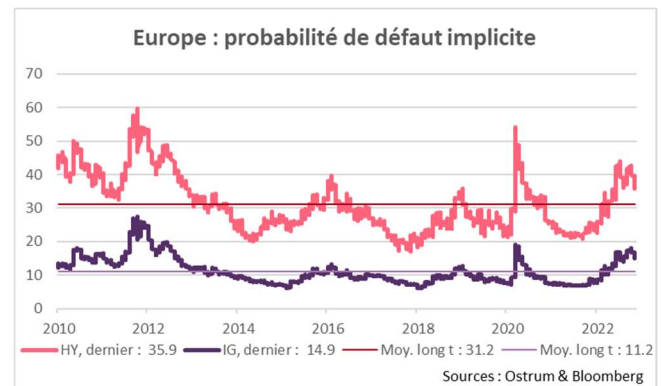


Ce qu'il est intéressant de noter, c'est que les deux courbes ont eu tendance à diverger récemment. Le V2X est proche de 20, ce qui est sa moyenne de long terme. Un marché donc relativement calme. Dans ce cas la corrélation entre valeurs devrait, elle-aussi, être proche de la moyenne de long terme, or elle est beaucoup plus élevée. Ceci tend à suggérer que les différentes valeurs bougent en même temps et donc que le risque idiosyncratique est bien plus bas que normalement.

## Conclusion

En résumé, notre approche, ainsi qu'une approche suivant le travail de la BCE, conduisent à une vue modérément pessimiste sur le crédit avec un taux de défaut qui part d'un niveau extrêmement bas et qui progresse l'année prochaine au-dessus de sa moyenne de long terme, mais qui reste très en deçà des niveaux de crise aiguë.

En contrepartie, les marchés anticipent un scénario beaucoup plus adverse. A partir des spreads de crédit nous pouvons calculer une probabilité implicite pour le taux de défaut cumulé sur les cinq années à venir. Le graphique ci-dessous résume les calculs. Le taux de défaut implicite a beaucoup baissé avec la bonne performance récente des marchés : sur le HY on est passé de 44 % anticipé au plus haut cette année à 35 % (sur l'IG le maximum était de 18 %, on est à 14 %).



Le marché est donc passé par une prime de risque très largement supérieure à celle qui est justifiée par notre approche et par nos modèles. Le mouvement récent a ramené les spreads à un niveau plus raisonnable. Avec l'épée de Damoclès d'un scénario économique potentiellement beaucoup plus négatif, il est probable qu'une grande partie du resserrement soit derrière nous.

**Stéphane Déo**

● **La revue des marchés**

## Retour des flux sur les actions

### Inversion des courbes des taux, baisse du pétrole et embellie sur les actifs risqués

Alors que la saga FTX évoque une fraude massive comparable à la faillite d'Enron de 2001, un calme relatif prévaut sur les marchés d'actions après un rebond de 10% sur le S&P 500. Les rachats de positions vendeuses au motif d'une inflexion dans la politique de zéro covid en Chine et d'une politique monétaire moins agressive sont aujourd'hui relayés par des flux d'investissements significatifs. L'embellie concerne tous les actifs risqués, y compris les dettes souveraines européennes et le crédit où les émissions attirent une forte demande. Les spreads sont orientés à la baisse. Le budget britannique a été bien accueilli par les marchés. L'inversion des courbes de taux rappelle toutefois la fragilité de ce rebond des actions, encore assimilable à un sursaut dans un marché baissier. Le spread 2-10 ans américain s'enfonce vers les -70 pb. La Fed n'en a pas terminé avec le resserrement monétaire, selon James Bullard qui évoque une extension du cycle monétaire vers 7% désormais. Le dollar se replie toutefois comme un nouvel exemple de réduction des positions consensuelles, gagnantes cette année, à l'approche de la fin d'année.

Le budget d'automne était très attendu au Royaume-Uni. Jeremy Hunt a réussi son exercice d'équilibriste ménageant une partie de son électorat en vue des prochaines élections tout en rassurant les marchés financiers. Le Chancelier de l'échiquier a annoncé un plan de consolidation de 55 Mrds £ en deux temps avec une hausse de la fiscalité et des baisses de dépenses après 2025. Le bouclier énergétique est chiffré à 100 Mrds £ dans la durée. La hausse de l'impôt sur le revenu passera par l'abaissement du seuil de revenus soumis au taux marginal de 45%. Des transferts aux ménages sont prévus ainsi que l'indexation des pensions sur l'inflation. Le besoin de financement public s'élèvera à 7,1% du PIB sur l'année fiscale 2022-23 avant de diminuer sous 3% à partir de 2025. Le montant de Gilts à émettre l'an prochain est aussi plus faible qu'attendu (170 Mds £). En zone euro, l'inflation ressort à 10,6% en octobre et les trois-quarts des catégories sont en accélération. Les négociations salariales (+8,5% sur deux ans pour IG Metall en Allemagne) intègrent, et entretiennent, un environnement d'inflation plus forte. Le resserrement monétaire de la BCE devra se poursuivre. Les remboursements de TLTRO anticipés sont limités à 296 Mds € (soit 14% du total).

Depuis la publication de l'inflation en baisse à 7,7%, la Fed est confrontée à une détente des conditions financières,

sans doute prématurée au regard des dernières données économiques (ventes au détail). Les taux pourraient devoir s'ajuster jusqu'à 7% selon James Bullard. Cette prédiction a contribué à accentuer l'inversion de la courbe de sorte que le spread 2-10 ans atteignait -70 pb en fin de semaine. Les comptes spéculatifs sont moins enclins à vendre la partie longue, moins sensible aux décisions de la Fed. Le T-note s'est brièvement échangé sous la barre des 3,70% avant un rebond de 10 pb après l'intervention du Président de la Fed de St Louis. Ces commentaires ont alimenté la baisse des points morts d'inflation initiée par la chute du pétrole (-10 \$ cette semaine). La Turquie semble en effet appuyer le plafonnement des prix du brut russe transitant par le détroit du Bosphore.

En zone euro, la courbe allemande est aussi inversée, le 30 ans cotant désormais sous le seuil de 2%. La hausse de 50 pb prévue en décembre pourrait ne pas suffire à relever le niveau plancher des taux à long terme. Une hausse de 75 pb ou un resserrement quantitatif anticipé pourrait s'avérer nécessaire pour peser sur l'inflation. Les swap spreads se sont resserrés au bénéfice des dettes d'agences ou supranationales. Les émissions de l'UE ont ainsi rencontré une forte demande cette semaine compte tenu de leurs valorisations attrayantes. Les spreads souverains affichent également un net resserrement, y compris le BTP italien qui semble ignorer la rallonge budgétaire de 30 Mds € promise par le nouveau gouvernement. L'OAT française, sous le seuil de 50 pb, paraît chère. Le réinvestissement des tombées du PSPP constituera un élément déterminant de la dynamique des spreads souverains en 2023.

Le marché du crédit a retrouvé des couleurs, grâce en partie à la baisse des taux sans risque. Le niveau moyen des primes sur l'investment grade européen (192 pb contre Bund) se situe près de 50 pb sous les sommets de 2022. Les comptes finaux se pressent pour combler les sous-expositions en crédit avant la trêve de décembre et profiter de primes à l'émission élevées. La balance des flux dans les ETFs s'est aussi améliorée ces dernières semaines. Le marché du high yield profite de cet environnement porteur. Le marché s'est resserré de 20pb environ sur la semaine écoulée. La dégradation des taux de défaut envisagée l'an prochain semble absorbable au regard du niveau actuel des spreads.

Sur les marchés d'actions, le rebond des indices depuis octobre traduit en premier lieu la réduction des paris baissiers. Les allocataires sont cependant revenus à l'achat sur les marchés américains. Les fonds d'actions mondiales collectent 22 Mds \$ cette semaine, le meilleur total depuis 35 semaines avec toutefois une légère décollecte en Europe.

### Axel Botte

Stratégiste international

## • Marchés financiers

Emprunts d'Etats	21-nov.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Bunds 2a	2.1%	-12	+6	+272
EUR Bunds 10a	2.02%	-13	-40	+220
EUR Bunds 2s 10s	-8.1bp	-1	-45	-51
USD Treasuries 2a	4.54%	+15	+6	+380
USD Treasuries 10a	3.83%	-3	-39	+232
USD Treasuries 2s 10s	-71.3bp	-17	-45	-149
GBP Gilt 10a	3.25%	-12	-81	+228
JPY JGB 10a	0.25%	+0	+9	+5
EUR Spreads Souverains (10a)	21-nov.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
France	46.3bp	-5	-7	+9
Italie	191.36bp	-12	-24	+56
Espagne	99.01bp	-6	-9	+25
Inflation Points -morts (10a)	21-nov.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR 10a Inflation Swap	2.6%	-4	+7	+54
USD 10a Inflation Swap	2.53%	-14	-10	-25
GBP 10y Inflation Swap	4.12%	-16	-8	-6
EUR Indices Crédit	21-nov.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Credit IG OAS	192bp	-5	-36	+97
EUR Agences OAS	81bp	+0	-13	+32
EUR Obligations sécurisées OAS	88bp	+3	-20	+42
EUR High Yield Pan-européen OAS	551bp	+16	-79	+233
EUR/USD Indices CDS 5a	21-nov.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
iTraxx IG	96bp	-1	-30	+48
iTraxx Crossover	477bp	0	-125	+235
CDX IG	82bp	-1	-14	+32
CDX High Yield	481bp	-4	-68	+189
Marchés émergents	21-nov.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	487bp	-24	-78	+119
Devises	21-nov.-22	-1sem (%)	-1m(%)	2022 (%)
EUR/USD	\$1.024	-0.843	3.833	-9.9
GBP/USD	\$1.182	0.553	4.583	-12.6
USD/JPY	JPY 142	-1.305	4.170	-18.8
Matières Premières	21-nov.-22	-1sem (\$)	-1m(\$)	2022 (%)
Brent	\$87.0	-\$6.1	-\$4.3	19.42919868
Or	\$1 740.7	-\$30.7	\$83.0	-4.8365
Indices Actions	21-nov.-22	-1sem (%)	-1m(%)	2022 (%)
S&P 500	3 965	-0.69	5.66	-16.8
EuroStoxx 50	3 907	0.50	12.38	-9.1
CAC 40	6 632	0.35	9.89	-7.3
Nikkei 225	27 945	-0.07	3.92	-2.9
Shanghai Composite	3 085	0.05	1.52	-15.2
VIX - Volatilité implicite	23.94	0.88	-19.37	39.0

Source: Bloomberg, Ostrum AM

## Mentions légales

### Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 48 518 602 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Achevé de rédiger le ...22/11/2022

### Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

**En France:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

**Au Luxembourg:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

**En Belgique:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

**En Suisse** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.



[www.ostrum.com](http://www.ostrum.com)