

## ● Le thème de la semaine : Brésil : Cap vers le « BBB » !

- Le Brésil amorce un virage macroéconomique structurel important ;
- Sa forte capacité agricole lui permet d'améliorer rapidement sa position extérieure ;
- Son principal atout est sa banque centrale qui a renforcé sa crédibilité après la crise du Covid-19 ;
- Les réformes fiscale et budgétaire sont des étapes importantes dans l'agenda économique du pays ;
- Longtemps acteur majeur dans les technologies d'hydroélectricité et les biocarburants, le Brésil se veut être une puissance « verte » dans l'hydrogène et d'autres solutions à faibles émissions.



**Axel Botte**  
Directeur Stratégie Marchés  
axel.botte@ostrum.com

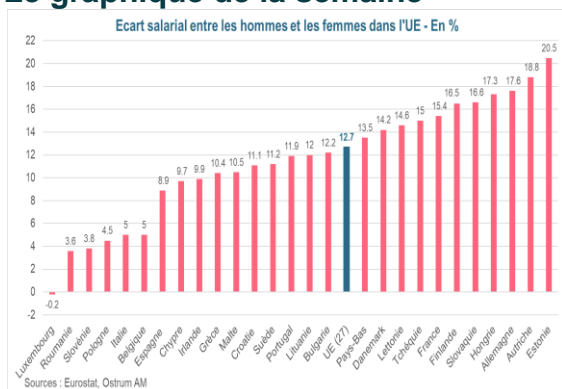
## ● La revue des marchés : Noël avant l'heure

- Etats-Unis : l'inflation d'octobre (3,2%) inférieure aux attentes ;
- Fed : Les marchés tablent sur 50 pb d'assouplissement au 1S 2024 ;
- Rebond généralisé des actifs risqués et baisse du dollar ;
- Les spreads souverains repartent à la baisse.



**Zouhoure Bousbih**  
Stratégiste pays émergents  
zouhoure.bousbih@ostrum.com

## ● Le graphique de la semaine



Les femmes gagnent 13% de moins que les hommes au sein de l'Union Européenne, selon Eurostat. Cet écart s'est stabilisé en 2021 et ne s'est réduit que lentement auparavant. La journée de l'égalité salariale (la date qui symbolise le nombre de jours supplémentaires que les femmes doivent travailler jusqu'à la fin de l'année pour gagner le même salaire que les hommes) est le 15 novembre. On constate de fortes disparités. Parmi les grands pays, l'écart salarial est très important en Autriche (18,8%), en Allemagne (17,6%) et en France (15,4%) alors qu'il est relativement plus réduit en Italie (5%), en Belgique (5%) et en Espagne (8,9%). Il faut toutefois relativiser, dans certains pays, un faible écart peu provenir d'un taux d'emploi plus faible des femmes et de l'arrivée sur le marché du travail de femmes ayant des revenus relativement plus élevés.



**Aline Goupil-Raguénès**  
Stratégiste pays développés  
aline.goupil-raguenes@ostrum.com

## ● Le chiffre de la semaine

**60**

Source : Bloomberg

La Cour de justice de Karlsruhe a rejeté la réaffectation de 60 milliards d'euros de prêts non utilisés pour faire face au Covid au fonds pour le climat et la transformation, alors qu'ils étaient exemptés de la règle de « frein à l'endettement ».

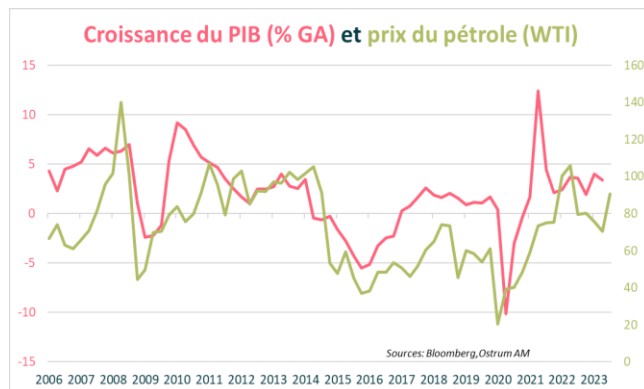
● **Thème de la semaine**  
**Brésil : Cap vers le**  
**« BBB » !**

Les investisseurs sont devenus optimistes sur le Brésil. L'agence de notation Fitch a relevé cet été, à « BB », la notation souveraine externe du pays, soit deux crans en dessous du statut d'« Investment grade » que le pays avait perdu en 2016, lorsqu'il avait connu sa pire récession depuis la crise de la dette d'Amérique latine des années 1980. Le gouvernement brésilien veut tourner cette page et amorce un virage macroéconomique structurel important.

**Vers un tournant macroéconomique structurel important**

**Le retour de la croissance grâce à la hausse des prix du pétrole**

Après avoir enregistré une forte croissance durant le cycle de hausse des prix des matières premières, la croissance brésilienne s'est contractée en moyenne de 0,3 % par an, entre 2014 et 2019. Le Brésil avait connu sa pire récession sur la période 2014-2016, depuis la crise de la dette d'Amérique latine des années 1980, liée à la chute des prix des matières premières, notamment ceux du pétrole, comme le montre le graphique ci-dessous (données arrêtées au 29).

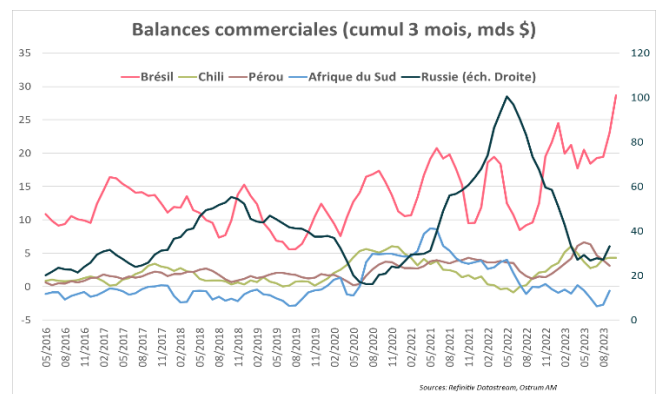


Le PIB brésilien s'était contracté de -3,6 % en 2016, soit la deuxième année de récession depuis 2015. L'année 2016 fut également marquée par une instabilité politique et par la perte du statut

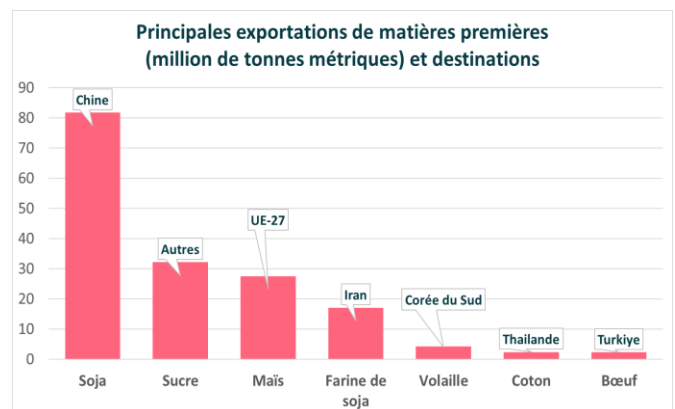
« d'Investment grade » par le Brésil. Le pays a depuis gardé la notation souveraine externe de Ba2/BB-/BB. La perspective de prix du brut plus élevés, liée à la géopolitique et à la transition énergétique, devrait soutenir l'économie brésilienne, lui permettant de renouer avec la croissance.

**Un solde commercial qui fait des envieux !**

S'il y a bien un aspect qui dénote pour le Brésil par rapport aux autres pays exportateurs de matières premières, il s'agit de sa balance commerciale comme le montre le graphique ci-dessous.



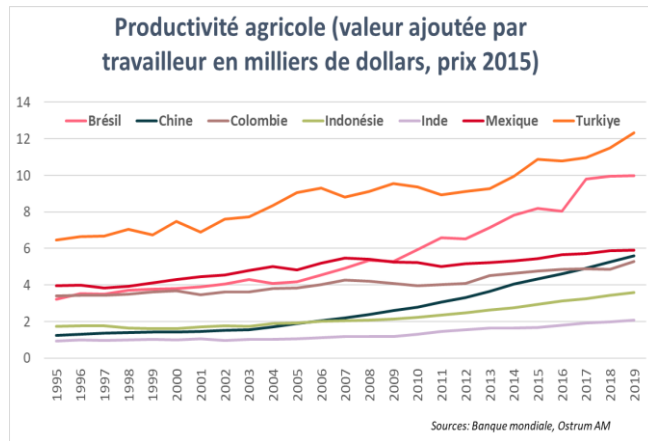
Sur 3 mois, le surplus commercial du Brésil a atteint un record historique à 28,9 milliards de dollars, lié à la hausse rapide de ses exportations de produits agricoles. En effet, le Brésil est un grand producteur de matières premières. Le graphique ci-dessous montre les principales exportations du pays ainsi que les principaux destinataires.



La croissance rapide des exportations brésiliennes est liée à la Chine. En 2021, elle représentait 39 % des exportations agricoles du Brésil et 70 % du volume de ses exportations de soja. Les exportations de soja

pourraient contribuer à 1/5<sup>ème</sup> de la croissance brésilienne cette année. Le Brésil bénéficie également de la réduction des importations chinoises de soja en provenance des Etats-Unis. La mise en place de barrières douanières par les Etats-Unis et la zone Euro sur leurs produits agricoles permet également au Brésil de gagner des parts de marché, notamment vers les pays émergents.

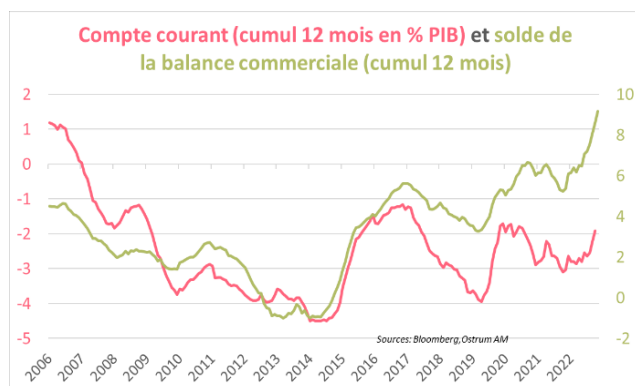
Néanmoins, la productivité agricole n'a pas augmenté depuis 2017, comme le montre le graphique ci-dessous.



C'est un point que le gouvernement doit améliorer pour rendre soutenable la dynamique des exportations en produits agricoles.

### Un excédent du compte courant, et le tour est joué !

En septembre 2022, le déficit courant était de près de 7 milliards de dollars. Il s'est rapidement résorbé en septembre à 1,375 milliard de dollars, soit 1,9 % du PIB, lié à l'augmentation rapide du surplus commercial, comme le montre le graphique ci-dessous.

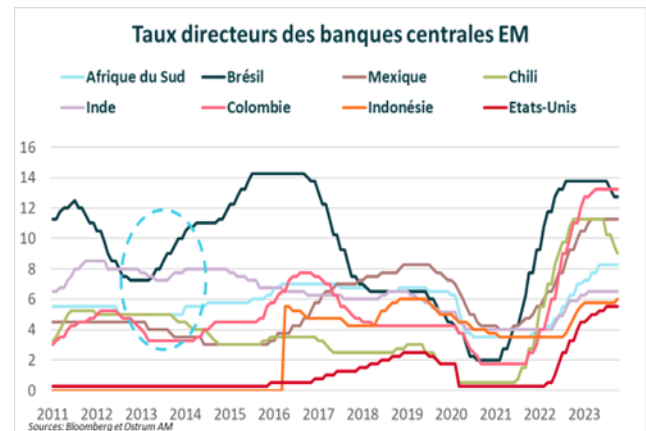


Malgré l'excédent important de la balance des biens, le compte courant brésilien reste toutefois déficitaire car une grande partie du secteur agroalimentaire est détenue par des intérêts étrangers. Les investissements directs étrangers ont atteint un montant de 3,75 milliards de dollars, soit 2,89 % du PIB, permettant de financer le déficit courant. Cela ne devrait pas tarder avant que le solde courant brésilien soit excédentaire.

## L'atout fort du Brésil : sa banque centrale !

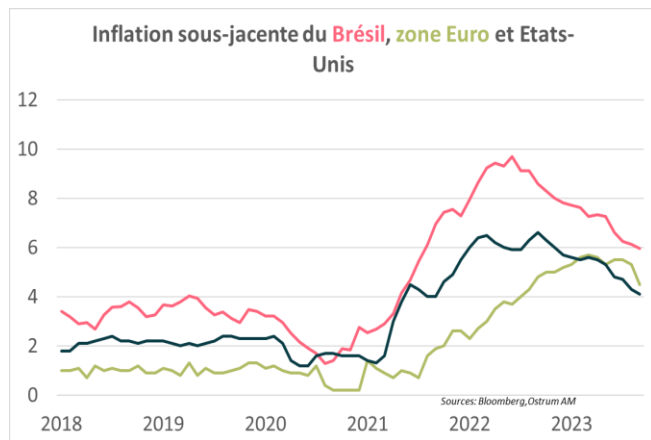
### Une crédibilité renforcée après la crise du Covid...

La crédibilité de la banque centrale du Brésil (BACEN) a été renforcée après la crise du Covid-19. C'était la première banque centrale à relever, dès mars 2021, son taux Selic avant la Fed et les autres banques centrales. Sur le graphique ci-dessous, on peut également noter qu'en 2013, lors de l'épisode du Taper Tantrum, la BACEN a également été la première à relever son taux directeur.



### ... Qui donne des résultats !

La crédibilité de la banque centrale brésilienne n'est plus un sujet. L'effet du resserrement monétaire a été efficace sur l'inflation, qui est passée de 12 % en avril à 4,8 % en septembre, pile dans la cible. L'inflation sous-jacente, 5,5 % en octobre, a ralenti plus rapidement que dans les autres places monétaires, comme le montre le graphique ci-dessous.



Cela a permis à la BACEN de baisser son taux Selic sereinement, de 50 pb à 12,25 %, récoltant les fruits de sa crédibilité. L'appréciation du réal a également contribué à la modération de l'inflation. La devise brésilienne bénéficie de l'amélioration des termes de l'échange. C'est un facteur de soutien important au réal brésilien.

## Réformes fiscale et budgétaire

Le président Lula est devenu plus réaliste et souhaite tourner définitivement la page de la période 2014-2016. Son nouveau ministre des Finances, Fernando Haddad, a proposé deux réformes majeures qui pourraient remettre le Brésil sur les rails d'une croissance soutenable. Il s'agit des réformes fiscale et budgétaire.

### La réforme fiscale : simplifier l'impôt !

Le système fiscal brésilien est très complexe car les 27 Etats et les 5000 municipalités fixent leurs propres impôts ! L'avocat fiscaliste, Vinícios Leônico, a passé plus de deux décennies de sa vie à compiler les lois fiscales du Brésil. Un livre qui pèse 15 tonnes, mesure sept pieds de haut et contient près de 50 000 pages. Il existe dans la vie réelle et est exposé dans l'état de Minas Gerais dans une chambre d'hôtel - le seul endroit où l'auteur a trouvé assez d'espace pour le loger ! C'est pour dire la complexité du système fiscal brésilien et l'urgence de le réformer.

La réforme fiscale regroupera donc 5 impôts sur les biens et services, en deux taxes sur la valeur ajoutée, une fédérale et une locale. D'après la banque centrale

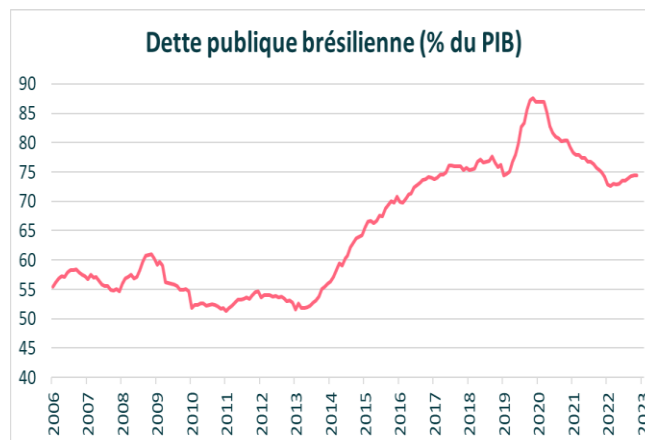
brésilienne, durant la première année de sa mise en œuvre, le PIB brésilien pourrait croître de 1,5 % !

Le 8 novembre dernier, la réforme fiscale a été approuvée par le Sénat fédéral. La prochaine étape consistera à renvoyer le texte final à la Chambre des députés, car des modifications ont été apportées au texte original au cours du processus d'approbation de la réforme. C'est une étape importante dans l'agenda économique du Brésil.

### Un nouveau cadre budgétaire

Le cadre budgétaire remplacera un plafond de dépenses rigide datant de 2016, qui a été constamment rompu, par une règle flexible. La nouvelle règle limite l'augmentation des dépenses primaires du gouvernement fédéral à 70 % de la croissance des recettes de l'année précédente, visant à atteindre un budget primaire équilibré (c'est-à-dire avant le paiement des intérêts de la dette) l'année prochaine et un excédent primaire à partir de 2025.

Si le gouvernement n'atteint pas ses objectifs, la croissance des dépenses sera réduite à seulement 50% de la croissance des recettes de l'année précédente et le gouvernement ne sera pas autorisé à augmenter les salaires des travailleurs publics, parmi d'autres restrictions. Cela devrait stabiliser la dette publique brute du Brésil, qui s'élève actuellement à 74 % du PIB, comme le montre le graphique ci-dessous.



## Brésil : une puissance de l'énergie « verte »

A quelques jours de la COP28, le Brésil a émis sa première obligation « verte » pour un montant de 2

milliards de dollars et avec un rendement de 6,5 %, un taux plus bas que le taux initial de 6,8 %. L'obligation « verte » a suscité beaucoup d'intérêt car le Brésil a levé 6 milliards de dollars. 50 à 60 % des fonds seront utilisés pour financer des projets verts et 40-50 % des projets sociaux. La part plus importante accordée au « vert » a suscité l'engouement des investisseurs car cela permet d'améliorer le profil « vert » du Brésil qui est mauvais par rapport aux autres pays émergents, notamment à cause de la déforestation de la forêt Amazonienne par le gouvernement de Bolsonaro.

Le Brésil est un acteur majeur dans les technologies hydroélectriques et de biocarburants. Le pays cherche maintenant à se développer dans l'hydrogène et d'autres solutions à faibles émissions. Les énergies renouvelables représentent 80 % de l'électricité produite au Brésil. L'hydroélectricité représente 65 % de sa production d'électricité. Le gouvernement brésilien prévoit d'augmenter la part de l'énergie solaire (actuellement à 3 %) et de l'énergie éolienne (actuellement de 11 %). L'éolien a le plus fort potentiel au Brésil pendant la saison sèche et permet de se couvrir contre les faibles précipitations et la répartition géographique des ressources hydroélectriques existantes.

## Conclusion

**Le Brésil amorce un virage structurel. Sa forte capacité agricole, la crédibilité de sa banque centrale, les réformes de son système fiscal et du cadre budgétaire devraient permettre au pays de tourner définitivement la page de sa décennie sombre en renouant avec une croissance plus soutenable. Sa forte implication dans la lutte contre le changement climatique devrait se traduire par des investissements massifs dans les technologies à faibles émissions et dans la préservation de la forêt Amazonienne. Les efforts du pays, qui vont dans le bon sens, devraient permettre au Brésil de regagner son statut « d'Investment grade ». Boa sorte !**

**Zouhoure Bousbih**

## ● La revue des marchés

# Noël avant l'heure

**Le marché veut croire à un assouplissement rapide des taux de la Fed. La baisse du dollar bénéficie aux actifs risqués.**

Les réactions épidermiques des marchés financiers aux publications sont souvent déroutantes. L'inflation américaine (3,2% en octobre) inférieure aux attentes de 0,1 pp a suffi à ancrer l'hypothèse d'un allègement de 50 pb des Fed funds dès le premier semestre. La BCE en ferait de même selon les opérateurs de marché. Outre le retour instantané sous 4,50% du T-note à 10 ans et 2,60% sur le Bund, le dollar plongeait d'1,5% face à toute devise et le Nasdaq s'adjugeait 300 points. La chute du dollar canalise ainsi le sentiment et les flux favorables aux actifs risqués. La volatilité des actions (VIX) revient à 13,8%. Les marchés ont ensuite oscillé sur des niveaux élevés ignorant les chiffres solides de ventes au détail. L'ampleur et l'asymétrie des réactions du marché sont remarquables.

L'économie américaine ne montre pas de signes tangibles d'essoufflement. Certes, les créations d'emplois ralentissent mais l'amélioration des salaires réels entretient le dynamisme de la consommation. La diminution de 0,1% des ventes au détail en octobre doit être nuancée par la baisse des prix de l'essence et les révisions sur les données précédentes. Les dépenses des ménages restent le socle de la croissance aux Etats-Unis. La construction de logements montre cependant des signes de faiblesse. Les mises en chantier sont inférieures aux permis de construire et la confiance des promoteurs plonge à 34 (NAHB de novembre). L'attrition de l'offre immobilière reste un facteur de risque pour l'inflation en 2024. Le coût du logement s'est toutefois modéré en octobre (+0,3%) dans l'indice des prix. Par ailleurs, la chute du pétrole réduit l'inflation et améliore le pouvoir d'achat. Le consommateur européen devrait enfin en profiter après une longue période de contraction de la demande.

Sur les marchés de taux, la publication de l'IPC américain a provoqué un plongeon instantané de 15 pb du T-note à 4,45 %. Les rendements américains baissent fortement sur l'ensemble des maturités avec une surperformance du 5 ans, qui traduit le caractère très directionnel d'un mouvement qui ignore la décision de Moody's d'abaisser les perspectives de

notation des Etats-Unis. Le pivot de la Fed est déjà une réalité pour des marchés qui projettent 50 pb de détente monétaire d'ici juin. Le T-note entraîne logiquement le Bund à la baisse de 2,70-2,75 % à 2,50-2,60 %. Les craintes légitimes sur la situation des finances publiques sont mises entre parenthèses de sorte que l'ensemble des spreads souverains se resserrent. L'Italie casse les 180 pb à la baisse. Moody's a surpris en relevant à stables les perspectives de notation de l'Italie. Le Portugal, sujet à des prises de profit après la démission du PM Costa, traite de nouveau sur ses plus bas de 2023 (64 pb). La détente s'est opérée en amont du rehaussement de deux crans de la note portugaise à A3. L'hypothèse d'un relèvement de la note portugaise semble remise en cause par l'instabilité politique. En termes de flux, on constate des prises de profits avec le rétrécissement marqué des swap spreads. La dernière syndication de l'UE a connu un grand succès avec quelques flux vendeurs en fin de semaine. À noter que la Cour constitutionnelle allemande a rejeté la requête du gouvernement de réorienter 60 Mds € restants d'un fonds de soutien vers des dépenses d'infrastructures. Parallèlement, la baisse du pétrole sous 80 \$ offre des points d'entrée attrayants sur les points morts d'inflation courts, à peine supérieurs à 2%.

Sur les marchés du crédit, la baisse récente des swap spreads a fait tache d'huile sur les spreads de crédit. La balance des flux s'améliore sur la classe d'actifs notamment sur les fonds de maturité intermédiaire. Le primaire est généralement sursouscrit. Les nouveaux emprunts de crédit de haute qualité sous-performent toutefois compte tenu de la direction du marché. Les flux sur les fonds monétaires à mesure que la trajectoire attendue des taux courts s'infléchit. Quant au high yield, les flux techniques s'améliorent avec le soutien des flux et un marché de CDS très bien orienté. La baisse de la volatilité actions implique un resserrement parallèle des spreads du iTraxx Crossover (autour de 380 pb).

Le marché des actions est le principal bénéficiaire de l'allègement monétaire anticipé. La sensibilité des actions aux taux se traduit par une hausse des multiples qui effacent les récentes déceptions sur les chiffres d'affaires. Les petites valeurs américaines bénéficient de reports après une longue année de sous-performance.

**Axel Botte**

## ● Marchés financiers

Emprunts d'Etats	20-nov.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR Bunds 2a	2.98%	-10	-14	+22
EUR Bunds 10a	2.59%	-12	-30	+2
EUR Bunds 2s10s	-39.1bp	-2	-16	-19
USD Treasuries 2a	4.89%	-14	-18	+47
USD Treasuries 10a	4.45%	-19	-47	+57
USD Treasuries 2s10s	-44.9bp	-5	-29	+11
GBP Gilt 10a	4.1%	-21	-55	+43
JPY JGB 10a	0.75%	-12	-4	-18
EUR Spreads Souverains (10a)	20-nov.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
France	56bp	-2	-6	+1
Italie	173bp	-12	-19	-41
Espagne	99bp	-6	-8	-9
Inflation Points-morts (10a)	20-nov.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	2.33%	-5	-24	-22
USD 10a Inflation Swap	2.53%	-4	-13	+1
GBP 10y Inflation Swap	3.74%	-9	-18	-17
EUR Indices Crédit	20-nov.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR Credit IG OAS	149bp	-4	-11	-18
EUR Agences OAS	73bp	+0	-6	-6
EUR Obligations sécurisées OAS	81bp	+3	-6	-3
EUR High Yield Pan-européen OAS	460bp	-6	-9	-52
EUR/USD Indices CDS 5a	20-nov.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
iTraxx IG	69bp	-5	-20	-21
iTraxx Crossover	385bp	-21	-84	-89
CDX IG	64bp	-3	-17	-18
CDX High Yield	415bp	-20	-107	-69
Marchés émergents	20-nov.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	426bp	-4	-16	-26
Devises	20-nov.-23	-1sem (%)	-1m(%)	2023 (%)
EUR/USD	\$1.094	2.262	3.266	2.2
GBP/USD	\$1.249	1.735	2.697	3.4
USD/JPY	JPY 148	2.327	1.072	-11.6
Matières Premières	20-nov.-23	-1sem (\$)	-1m(\$)	2023 (%)
Brent	\$81.2	-\$1.3	-\$9.7	0.0
Or	\$1 980.1	\$33.2	-\$1.3	8.6
Indices Actions	20-nov.-23	-1sem (%)	-1m(%)	2023 (%)
S&P 500	4 514	2.24	6.86	17.6
EuroStoxx 50	4 337	2.48	7.77	14.3
CAC 40	7 250	2.30	6.37	12.0
Nikkei 225	33 388	2.46	6.81	28.0
Shanghai Composite	3 068	0.72	2.86	-0.7
VIX - Volatilité implicite	14.19	-3.86	-34.64	-34.5

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 50 938 997 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – [www.ostrum.com](http://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 ...20/11/2023

### 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)