



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



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



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

● **Le thème de la semaine : Zone euro : le marché de l'immobilier résidentiel à un tournant**  
par Aline Goupil-Raguénès

- Après 4 trimestres consécutifs de baisse, les prix de l'immobilier résidentiel en zone euro se sont inscrits en légère hausse. La situation est très contrastée entre les pays ;
- Les baisses de taux réalisées et anticipées de la BCE se sont traduites par une légère détente des taux hypothécaires ;
- Cela s'accompagne d'une hausse modérée des prêts accordés aux ménages pour l'achat d'un bien immobilier ;
- Selon l'enquête de la BCE, la demande de prêts des ménages devrait fortement rebondir en raison des baisses de taux d'intérêt et de l'amélioration des perspectives sur le marché de l'immobilier ;
- La confiance des ménages s'est dans le même temps améliorée, pour rester encore légèrement inférieure à sa moyenne de long terme, à la suite du rattrapage progressif des pertes de pouvoir d'achat passées.
- Les baisses de taux attendues de la BCE, les gains de pouvoir d'achat et un marché de l'emploi qui devrait rester globalement bien orienté plaident pour la poursuite d'une hausse modérée des prix de l'immobilier en zone euro.

● **La revue des marchés : La Fed, l'inflation et le dollar**  
par Axel Botte

- Powell n'est pas pressé de baisser les taux ;
- L'inflation américaine remonte à 2,6 % en octobre, les prix à la production se tendent ;
- Le spread du T-note contre Bund atteint 210 pb ;
- Prises de profit sur les actions européennes, l'Asie en nette baisse.

● **Le graphique de la semaine**



La prime de risque des actions est retombée à 0 %.

Ce modèle simple correspond à la différence entre le rendement des bénéfices attendu à 12 mois sur l'indice S&P 500 et le rendement du T-note à 10 ans.

Cette prime s'élevait à 4 % environ entre 2012 et 2020, en partie à cause de taux à long terme très bas en raison du QE. La remontée des taux a donc contribué à réduire cette prime, mais la hausse importante des cours boursiers a été supérieure à la croissance des bénéfices. Cette prime rappelle l'exubérance irrationnelle décrite par Greenspan dès 1996 qui aboutira à l'éclatement de la bulle TMT en 2000.

● **Le chiffre de la semaine**

**1,3 %**

La Commission européenne a publié sa prévision de croissance du PIB pour la zone euro en 2025 qui s'établit à 1,3 %. Elle souligne une hausse de l'incertitude et des risques à la baisse sur la croissance, en raison notamment de la hausse éventuelle de mesures protectionnistes.

Source : Commission européenne

• Le thème de la semaine

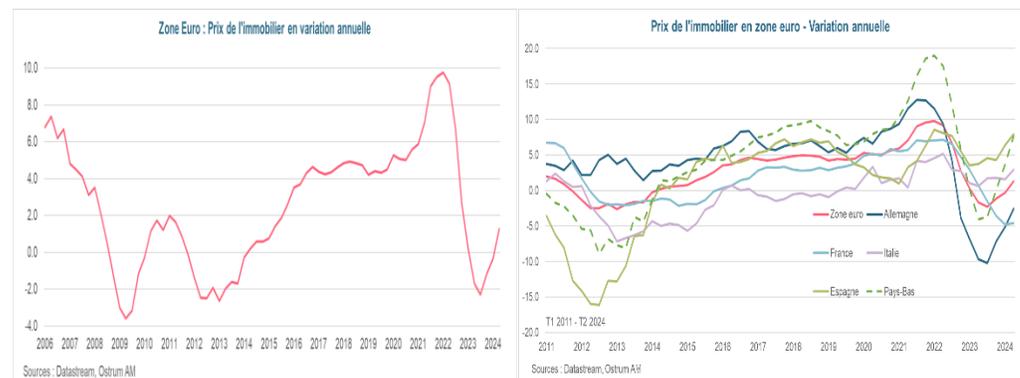
## Zone euro : le marché de l'immobilier résidentiel à un tournant

Le marché de l'immobilier résidentiel au sein de la zone euro donne des signaux encourageants. Les prêts des ménages pour un achat immobilier progressent modérément et les prix de l'immobilier ont cessé de baisser pour s'inscrire en légère hausse au 2<sup>e</sup> trimestre 2024. La situation reste néanmoins très contrastée entre les pays. La poursuite de l'assouplissement monétaire de la BCE devrait rendre les conditions d'emprunt plus favorables et être un facteur de soutien au marché de l'immobilier.

### Légère hausse des prix de l'immobilier en zone euro

Après 4 trimestres consécutifs de baisse, les prix de l'immobilier progressent légèrement

Après s'être inscrits en baisse pendant 4 trimestres consécutifs, les prix de l'immobilier résidentiel en zone euro ont progressé légèrement au 2<sup>e</sup> trimestre 2024 : + 1,3 %. Cela est à comparer à - 2,3 % en T3 2023. La situation est très contrastée entre les pays, comme le montre le graphique de droite. Parmi les plus grands pays de la zone euro, les prix de l'immobilier résidentiel progressent nettement aux Pays-Bas et en Espagne (7,7 % et 7,9 %, respectivement, sur un an), de manière plus modérée en Italie (2,9 %), et continuent de se contracter en France (- 4,6 %) et en Allemagne (- 2,6 %), à un rythme toutefois plus modéré dans ce pays, puisque les prix chutaient de 10,3 % en T3 2023.

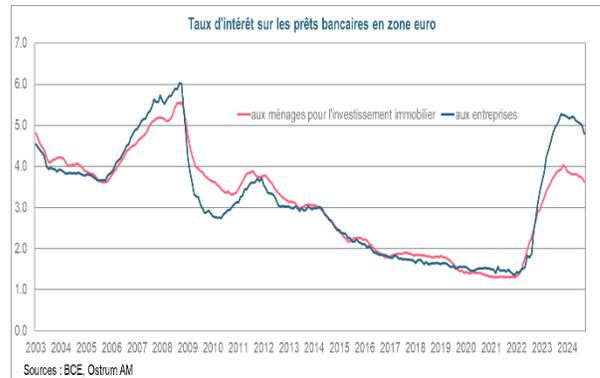


Il est à noter que le retournement rapide et brutal des prix de l'immobilier entre 2022 et 2023 a fait suite à une forte accélération de ces derniers à partir de 2020, comme le montre le graphique de gauche. Ils sont en effet passés d'un rythme de progression de 4,5 % fin 2019 à une hausse de près de 10 % en T2 2022. Cette rupture à la hausse a résulté de plusieurs facteurs : l'adoption d'une politique monétaire encore plus accommodante de la BCE, pour faire face au choc sans précédent lié à la crise du Covid-19, la hausse du prix des matériaux de construction, consécutive aux perturbations dans les chaînes d'approvisionnement, et la recherche de logements plus grands et de maisons individuelles situés en périphérie des villes, les confinements successifs s'étant traduits par un fort développement du télétravail.

## Légère réduction des taux hypothécaires

**Légère détente des taux hypothécaires qui restent à un niveau élevé**

Cette hausse des prix s'opère dans un contexte de légère détente des taux hypothécaires. En zone euro, le taux sur les nouveaux prêts bancaires accordés aux ménages pour un achat immobilier est passé d'un pic de 4 % en novembre 2023 à 3,6 % en septembre 2024. Il reste encore à un niveau élevé. Il en est de même pour les taux sur les nouveaux prêts accordés aux entreprises : ils sont passés d'un pic de 5,3 % en novembre à 4,8 % en septembre 2024.



**Cela fait suite à une hausse forte et brutale des taux hypothécaires, dans le sillage du resserrement monétaire sans précédent de la BCE**

Cette légère détente des taux hypothécaires fait suite à une hausse forte et brutale de ces derniers entre 2022 et 2023. Après s'être stabilisés sur des plus bas historiques, les taux hypothécaires sont en effet passés en quelques mois d'un niveau d'1,3 % fin 2022 à 4 % début 2023. Cela a résulté du resserrement monétaire sans précédent opéré par la BCE. Après avoir maintenu ses taux à des niveaux historiquement bas pendant une période prolongée (le taux de dépôt était en territoire négatif depuis mars 2014), la BCE les a fortement relevés en l'espace de quelques mois pour lutter contre une inflation beaucoup trop élevée. Celle-ci a atteint un pic de 10,6 % en octobre 2022, bien supérieur à la cible de 2 % suivie par la BCE, en raison des déséquilibres engendrés par la crise du Covid-19 et de la forte hausse des prix énergétiques consécutive à l'attaque de l'Ukraine par la Russie. La BCE a ainsi relevé le taux de dépôt de 450 points de base, entre juillet 2022 et septembre 2023, pour le ramener au niveau historique de 4 %. Le taux de refinancement et le taux de prêt ont été augmenté de la même ampleur pour atteindre respectivement 4,50 % et 4,75 % en septembre 2023. Ces hausses de taux de la Banque centrale augmentent mécaniquement le coût de financement des banques qui les répercutent sur les taux accordés aux ménages et aux entreprises. Cela s'est ainsi traduit par une forte hausse des taux hypothécaires.

**Les baisses de taux anticipées et réalisées de la BCE se répercutent progressivement sur les coûts de l'emprunt**

Depuis, l'inflation s'est nettement modérée pour revenir à 2 % en octobre 2024, avec néanmoins des tensions encore présentes sur le plan domestique, puisque les prix dans le secteur des services continuent encore de progresser au rythme de 3,9 % sur un an. Cette nette désinflation a rendu la BCE plus confiante dans sa capacité à atteindre la cible de 2 % à moyen terme, ce qui l'a conduite à commencer un cycle de baisse de taux à partir du mois de juin 2024. Elle a ainsi réduit le taux de dépôt de 25 pb à 3 reprises, pour le ramener à 3,25 % en octobre 2024. Ces baisses de taux se sont accompagnées d'une réduction du corridor entre le taux de dépôt et le taux de prêt en septembre 2024. De la sorte, le taux de refinancement et le taux de prêt ont été réduits de 110 pb depuis juin 2024 pour être ramenés à 3,40 % et 3,65 %. L'anticipation d'une politique monétaire moins restrictive et les baisses de taux réalisées se répercutent progressivement sur les taux hypothécaires.

## Progression des prêts bancaires pour l'achat d'un bien immobilier

**Légère augmentation des prêts des ménages pour l'achat d'un bien immobilier**

La légère détente des taux hypothécaires depuis la fin 2023 rend le coût de l'emprunt un peu moins élevé, ce qui se traduit par une légère hausse des prêts accordés aux ménages pour l'achat d'un bien immobilier. Après avoir fortement ralenti à partir de juillet 2022, pour se contracter brièvement et légèrement début 2024, les prêts accordés aux ménages pour l'achat d'un bien immobilier s'inscrivent en légère hausse en septembre : 0,6 % sur un an, à comparer à - 0,2 % en avril et + 5,8 % en août 2021, lorsque les conditions de financement étaient très favorables.



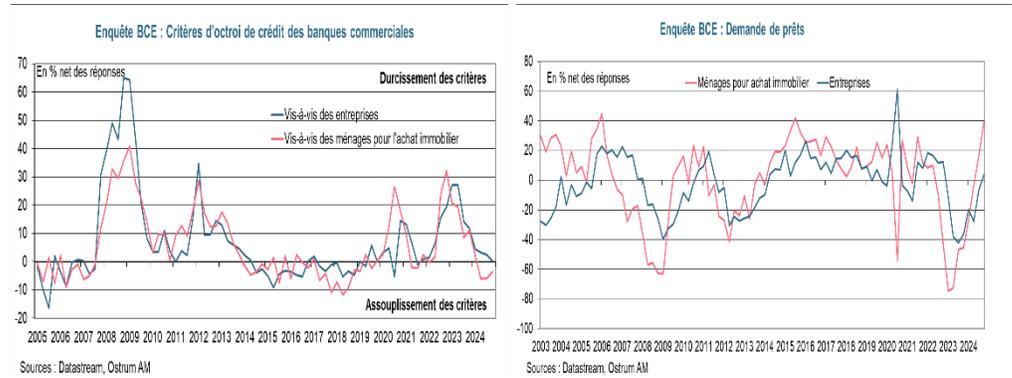
## Fort rebond de la demande de prêts des ménages

**Assouplissement des conditions d'octroi de crédit aux ménages pour l'achat d'un bien immobilier**

La dernière enquête réalisée par la BCE auprès des banques commerciales est très encourageante. Elle révèle un léger assouplissement des critères d'octroi de crédit aux ménages pour l'achat d'un bien immobilier pour le 3<sup>e</sup> trimestre consécutif. Cela fait suite au fort durcissement des conditions de crédit dans le sillage du net relèvement de taux opéré par la BCE entre 2022 et 2023. Les critères d'octroi de crédit accordé aux entreprises ont, quant à eux, cessé de se durcir. Cet assouplissement des conditions d'octroi de crédit pour les ménages pour l'achat d'un logement vient de la France. Les banques françaises ont signalé vouloir augmenter leur part de marché sur les prêts résidentiels dans un marché hautement concurrentiel, afin de pouvoir vendre d'autres produits, tels que des produits d'assurance. Pour le 4<sup>e</sup> trimestre, les banques anticipent un fort assouplissement des conditions de crédit accordés aux ménages pour l'achat d'un logement.

**Fort rebond de la demande nette de prêts immobiliers des ménages**

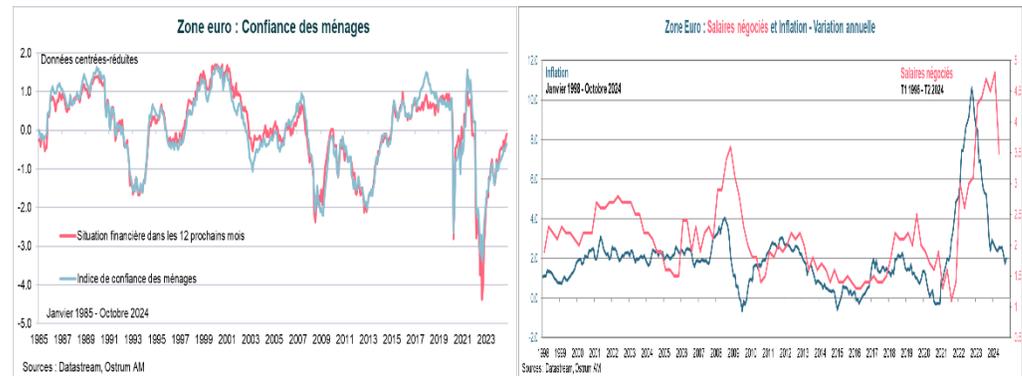
La bonne nouvelle vient du fort rebond de la demande nette de prêt des ménages pour l'achat d'un bien immobilier. Celle-ci a atteint son plus haut niveau depuis T2 2015, après s'être contractée à un rythme sans précédent début 2023. Cette nette progression vient de la baisse des taux d'intérêt et de l'amélioration des perspectives sur le marché de l'immobilier. L'amélioration de la confiance des ménages y a légèrement contribué. Le rebond a concerné les 4 plus grands pays de la zone euro et, de manière plus marquée, la France. Les banques anticipent, pour le 4<sup>e</sup> trimestre, une nouvelle forte progression de la demande nette de prêt des ménages pour un achat immobilier.



## Amélioration de la confiance des ménages

Après avoir chuté, la confiance des ménages s'améliore dans le sillage des gains de pouvoir d'achat

Après avoir littéralement chuté en 2022, pour atteindre un plus bas historique, l'indice de confiance des ménages a rebondi, pour rester toutefois encore légèrement inférieur à sa moyenne de longue période (0 sur le graphique). Le plongeon a traduit les pertes de pouvoir d'achat subies par les ménages à la suite de la forte accélération de l'inflation en 2022. Depuis, l'inflation s'est nettement modérée (courbe bleue, graphique de droite) et les salaires se sont ajustés avec retard. Ils progressent dorénavant à un rythme supérieur à celui de l'inflation (3,5 % sur un an pour les salaires négociés en T2 2024, à comparer à un taux d'inflation de 2,5 % en juin et 2 % en octobre). Les ménages rattrapent ainsi avec retard les pertes de pouvoir d'achat subies.



## Conclusion

**Le marché de l'immobilier résidentiel en zone euro est à un tournant. Les baisses de taux réalisées et anticipées de la BCE commencent à se traduire par une modération du coût de l'emprunt des ménages. Les conditions de financement devraient davantage s'assouplir avec les 4 baisses de taux attendues de la BCE au cours des prochaines réunions de 100 pb au total. Les ménages sont, en outre, plus confiants, puisqu'ils rattrapent progressivement les pertes de pouvoir d'achat passées, dans un contexte de marché de l'emploi qui reste encore bien orienté. Cela plaide pour la poursuite d'une hausse modérée des prix de l'immobilier.**

Aline Goupil-Raguènes

- **La revue des marchés**

## **La Fed, l'inflation et le dollar**

**Le T-note se tend à l'opposé du Bund et les actions subissent les premières prises de profit depuis l'élection de Donald Trump. Le dollar s'envole avec le durcissement attendu de la politique commerciale américaine.**

Les tensions restent vives sur les taux à long terme américains. Le 10 ans s'échange au-delà de 4,40 %, soit un spread de 210 pb contre le Bund allemand. Les orientations du nouveau gouvernement Trump et l'inertie de l'inflation (IPC, IPP) jouent un grand rôle dans la remontée des taux et la force du dollar, d'autant que Jerome Powell semble désormais moins enclin à baisser les taux rapidement. Les données chinoises sont un peu meilleures qu'attendu en octobre, mais Shanghai et Hong-Kong replongent. Les actions européennes glissent également, alors que le crédit ou les souverains périphériques sont mieux orientés.

L'inflation américaine est remontée à 2,6 % en octobre et les prix à la production pointent à la hausse. Par ailleurs, la révision des coûts unitaires au 2<sup>e</sup> et 3<sup>e</sup> trimestres (à 2,4 % et 1,9 %, respectivement) n'est sans doute pas passée inaperçue du côté de la Fed, qui semble désormais s'interroger sur le rythme des baisses des taux avec, comme toile de fond, l'agenda inflationniste de Donald Trump. Les ventes au détail ralentissent à peine en octobre (+ 0,4 %) après un solide 3<sup>e</sup> trimestre. En Chine, la consommation des ménages s'améliore (4,8 % sur un an), malgré la faiblesse continue de l'investissement, notamment dans l'immobilier. En zone euro, l'emploi a crû de 0,2 % entre juillet et septembre, malgré des enquêtes défavorables et la baisse de 0,1 % enregistrée en France.

La thématique du découplage des marchés de taux américain et européen s'exprime par un écartement du T-note (4,45 %) au-delà de 210 pb contre Bund (2,35 %). La pentification est commune aux deux marchés, mais la BCE aura davantage de marge de manœuvre pour assouplir sa politique de taux. L'action potentielle de la Banque centrale favorise le resserrement des spreads souverains périphériques. L'OAT, stable autour de 75 pb, reste cependant à l'écart du mouvement qui pousse le BTP vers le plancher de 120 pb. L'euro s'ajuste en parallèle sous 1,06 \$, ce qui soutient les anticipations d'inflation pour les IPCH de novembre et décembre. La pentification de la courbe des taux aux États-Unis tient essentiellement à l'évolution de la structure par terme des taux réels. La tendance est à l'aplatissement sur l'inflation. Les flux receveurs de swaps compriment encore le swap spread. Le Bund offre une prime inédite de 2 pb au-dessus du taux swap à 10 ans. La volatilité élevée des taux est habituellement associée à des swap spreads plus larges. Le marché du crédit continue de surperformer le Bund (- 9 pb depuis un mois) et de sous-performer le swap (+ 8 pb). Cette configuration est rarissime, mais traduit l'aversion pour le risque budgétaire, d'une part, et les flux vers la classe d'actifs crédit, d'autre part. Le high yield se resserre, en particulier aux États-Unis où les valorisations sont très tendues historiquement.

Les bénéfices sur le S&P 500 sont en hausse de 6,8 % au T3. Toutefois, de légères prises de profit sont apparues après la hausse réflexe par suite des élections. L'Europe subit ce retournement et plus encore l'Asie où Hong-Kong perd 6 % sur la semaine.

**Axel Botte**

● **Marchés financiers**

<b>Emprunts d'Etats</b>	<b>18-nov.-24</b>	<b>-1sem (pb)</b>	<b>-1m(pb)</b>	<b>2024 (pb)</b>
EUR Bunds 2a	2.18%	+4	+7	-22
EUR Bunds 10a	2.39%	+6	+21	+37
EUR Bunds 2s10s	20.7bp	+2	+13	+59
USD Treasuries 2a	4.3%	+5	+35	+5
USD Treasuries 10a	4.46%	+15	+37	+58
USD Treasuries 2s10s	15bp	+10	+2	+52
GBP Gilt 10a	4.48%	+6	+43	+95
JPY JGB 10a	1.08%	+8	-2	-46
<b>EUR Spreads Souverains (10a)</b>	<b>18-nov.-24</b>	<b>-1sem (pb)</b>	<b>-1m(pb)</b>	<b>2024 (pb)</b>
France	73bp	-2	-1	+20
Italie	117bp	-10	-9	-50
Espagne	71bp	-3	+0	-25
<b>Inflation Points-morts (10a)</b>	<b>18-nov.-24</b>	<b>-1sem (pb)</b>	<b>-1m(pb)</b>	<b>2024 (pb)</b>
EUR 10a Inflation Swap	1.99%	0	+1	-15
USD 10a Inflation Swap	2.56%	-2	+5	+14
GBP 10y Inflation Swap	3.57%	-7	+1	+4
<b>EUR Indices Crédit</b>	<b>18-nov.-24</b>	<b>-1sem (pb)</b>	<b>-1m(pb)</b>	<b>2024 (pb)</b>
EUR Credit IG OAS	100bp	+0	-8	-38
EUR Agences OAS	60bp	-2	-3	-10
EUR Obligations sécurisées OAS	48bp	-1	-11	-31
EUR High Yield Pan-européen OAS	322bp	-1	-24	-77
<b>EUR/USD Indices CDS 5a</b>	<b>18-nov.-24</b>	<b>-1sem (pb)</b>	<b>-1m(pb)</b>	<b>2024 (pb)</b>
iTraxx IG	56bp	+2	+1	-2
iTraxx Crossover	303bp	+13	+4	-11
CDX IG	49bp	+2	-2	-7
CDX High Yield	310bp	+12	-12	-46
<b>Marchés émergents</b>	<b>18-nov.-24</b>	<b>-1sem (pb)</b>	<b>-1m(pb)</b>	<b>2024 (pb)</b>
USD JPM EMBI Global Div. Spread	333bp	+7	-19	-51
<b>Devises</b>	<b>18-nov.-24</b>	<b>-1sem (%)</b>	<b>-1m(%)</b>	<b>2024 (%)</b>
EUR/USD	\$1.057	-0.788	-2.724	-4.2
GBP/USD	\$1.263	-1.826	-3.210	-0.8
USD/JPY	JPY 155	-0.685	-3.392	-8.9
<b>Matières Premières</b>	<b>18-nov.-24</b>	<b>-1sem (\$)</b>	<b>-1m(\$)</b>	<b>2024 (%)</b>
Brent	\$72.3	\$0.5	-\$0.4	-3.2
Or	\$2 607.3	-\$11.6	-\$114.2	26.4
<b>Indices Actions</b>	<b>18-nov.-24</b>	<b>-1sem (%)</b>	<b>-1m(%)</b>	<b>2024 (%)</b>
S&P 500	5 869	-2.21	0.07	23.0
EuroStoxx 50	4 768	-1.76	-4.37	5.5
CAC 40	7 258	-2.27	-4.66	-3.8
Nikkei 225	38 221	-3.32	-1.95	14.2
Shanghai Composite	3 324	-4.21	1.91	11.7
VIX - Volatilité implicite	16.44	9.82	-8.82	32.0

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 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

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 ...20/11/2024

### 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/Bruelles, 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)