



## LES CLEFS DE LA SEMAINE

18 mars 2024



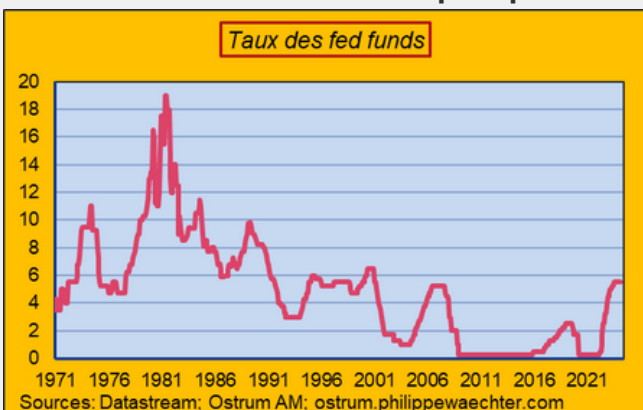
### Le graphe qui me plaît ou me préoccupe cette semaine:

Le prix du bitcoin qui a doublé depuis  
que les autorités US acceptent les ETF  
en bitcoin



### A suivre cette semaine

La réunion de la Fed: toujours dans  
l'attente d'une information plus précise.



### • Que représente le prix du bitcoin ? Page 2

En donnant la possibilité de proposer des ETF en bitcoin, les autorités boursières américaines ont validé le bitcoin comme un actif de spéculation.

### • Les salaires en zone Euro Page 3

Le salaire de référence en zone Euro ne se replie plus depuis l'automne 2023. Les négociations salariales jouent davantage sur le rattrapage au risque de prolonger la dérive inflationniste.

### • La croissance française et la prévision du gouvernement Page 4

Le nouveau scénario de l'Insee pour l'économie français en 2024 n'apparaît pas compatible avec la prévision du gouvernement à 1% pour l'ensemble de 2024.

Cela pourrait alors se traduire par une loi de finance rectificative plus rigoureuse si l'objectif est de maintenir un déficit public à 4.4%

### • L'inflation américaine. Page 4

Comme en zone Euro, l'inflation américaine a un biais persistant via les services, reflétant des progressions toujours forte des salaires.

### • Sommes nous prêts ? Je ne crois pas Page 5

Constat d'une situation climatique globale qui est périlleuse. Le plus préoccupant est une forme d'indifférence face au danger annoncé.

### • L'Europe et les risque de bifurcation climatique Page 6

L'Europe est la région du monde qui se réchauffe le plus vite. Au sein de celle ci les situations sont hétérogènes. Cela pourrait se traduire par des tensions entre les pays puisque les nouvelles contraintes rebattent les cartes.

### • Vidéo - Quel lien entre population mondiale, changement climatique et transition énergétique ? Page - 7

Sur la relation entre la démographie, les émissions carbonées, du passé et présentes et la hausse à venir de 2 milliards d'individus de la population mondiale.



## La question du 18 mars 2024 - Que représente le prix du bitcoin ?

Le prix du bitcoin est désormais au voisinage de 70 000 \$. En dehors des thuriféraires, les questions restent posées sur la rationalité de la valorisation de cet actif. Pour certains, ce serait l'avenir des systèmes monétaires, mais cela manque de fondements théoriques. Pour d'autres, c'est un objet d'investissement spéculatif. Les autorités américaines ont donné la réponse à cette interrogation existentielle en autorisant la création d'ETF (fonds de placement en valeurs mobilières qui peuvent être cotés en bourse). Depuis, le cours a doublé. Le bitcoin apparaît comme un actif reflétant les anticipations des investisseurs avec le risque d'une volatilité nettement plus marquée.



Le **prix de la cryptomonnaie** est à un niveau record, plus de **70 000 dollars**. Le graphe d'illustration est tout à fait étonnant.



Certes, **l'environnement est plutôt à la hausse des marchés financiers** sur les places occidentales.

Les marchés boursiers sont au plus haut. Le **CAC 40** est au-delà des 8 000 points, le **Nasdaq**, l'indice des valeurs technologiques US est à son plus haut et même le **Nikkei** japonais a retrouvé son **niveau de la fin 1989**.

À l'époque, l'économie japonaise faisait figure d'épouvantail et aux US, la crainte était de voir l'emprise des sociétés nipponnes réduire les capacités de l'économie américaine à faire face aux défis technologiques.

Cette confiance dans la dynamique des entreprises se retrouve dans le **rétrécissement des écarts des taux d'intérêt sur les obligations d'entreprise** et les taux de rendement des obligations d'État.

L'idée sous-jacente est que **l'avenir passe par le dynamisme des entreprises** pour résoudre les questions existentielles qui nous animent. Que ce soit celle de notre avenir commun via la transition énergétiques, soit notre potentialité à engendrer de la productivité et des revenus via l'intelligence artificielle.

**L'or est également au plus haut**. Le métal précieux a tenu **son rôle lors de la période d'inflation**. Le prix de l'once, déflaté de la hausse des prix aux USA, est quasiment stable depuis le début de l'épisode inflationniste. Ce prix déflaté est, depuis le premier trimestre 2021, en hausse de 6% à la fin du mois de février. L'or a tenu ses promesses contre le risque d'inflation.

La traduction de ces différents éléments est que **le monde trouvera des solutions aux défis** auxquels il est confronté et dans un contexte où **quoiqu'il arrive, les États seront très présents** pour mutualiser et amortir les chocs mais aussi pour donner les impulsions. Pendant la **pandémie**, mais aussi, notamment en Europe, lors de la **crise énergétique** les **États ont été très actifs**. Ils le sont aussi sur la question des **relocalisations** et du renouveau de l'industrie afin de faire face aux enjeux de la **polarisation** et aux **incertitudes** dans la recomposition de l'économie mondiale.

**À très court terme**, le reflux de l'inflation devrait se traduire par un relâchement des politiques monétaires, une **baisse des taux d'intérêt et le maintien d'une forte liquidité**. Des facteurs qui sont toujours très favorables aux marchés financiers.

### Et, le bitcoin dans tout cela ?

Cette cryptomonnaie est un **objet un peu étrange**, car elle ne repose sur **aucun support réel**.

Les actions ou les obligations d'entreprises ont pour support ultime le comportement des entreprises sous-jacentes.

L'or a la vertu historique d'être un actif matériel et palpable, capable de garder la valeur, notamment en période d'inflation. C'est ce qui était évoqué plus haut.

Mais, **quel est le support du bitcoin ?** À quelle question cet actif est-il censé répondre ? La réponse technique sur l'utilisation de la technologie de la blockchain n'est pas suffisante.

Souvent, l'argument avancé pour **l'utilisation du bitcoin est celui d'une monnaie qui suppléerait les systèmes financiers**. Dit autrement, ces modèles font référence à l'idée que les monnaies émises par les banques centrales ne sont pas efficaces et qu'il serait souhaitable d'avoir des **monnaies privées** qui soient en concurrence. Un taux de change existerait entre les monnaies privées.

La tentation pour les systèmes existants est d'élargir les capacités à créer davantage de monnaie, suggérant la possibilité d'une forme de fuite en avant susceptible d'engendrer de l'instabilité. Les cryptomonnaies comme le bitcoin, par construction, s'affranchissent de ce risque en définissant un **encours qui ne pourra pas être dépassé** pour des raisons techniques. Il manque qu'émis même un élément à la monnaie décentralisée car l'émission de monnaie elle-même est centralisée.

L'étape suivante a été de développer la capacité du bitcoin à être effectivement une **monnaie de transaction**. Cela a fonctionné un peu, mais le **manque de liquidité** a fragilisé cette propriété essentielle de la monnaie. Il peut y avoir des transactions mais cette monnaie ne paraît pas avoir les capacités à supplanter la monnaie des banques centrales pour des transactions courantes.

S'il ne peut être une monnaie de transaction avec toutes les qualités requises, le **bitcoin est désormais considéré comme un actif de placement**. Les autorités américaines ont autorisé, le 10 janvier dernier, **un ETF sur le bitcoin**. De grandes sociétés de gestion US se sont précipitées. La taille des ETF a grossi très vite atteignant vite 50 milliards de dollar, le prix s'en est ressenti passant de 46 000 \$ le 10 janvier à 70 000 à la mi-mars.

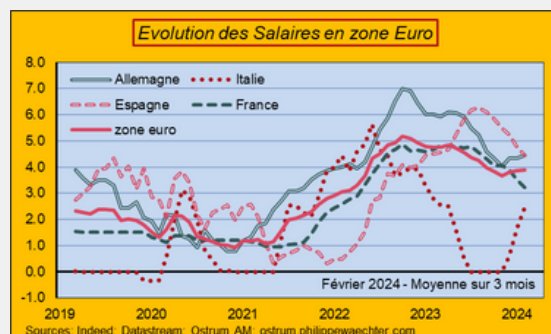
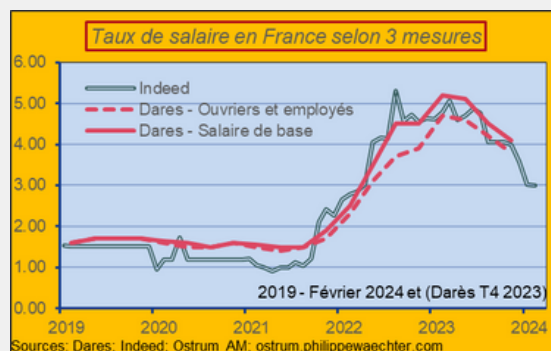
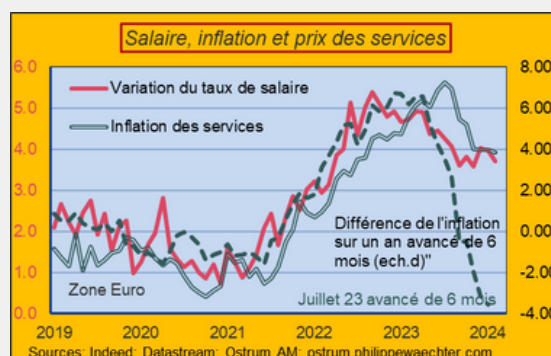
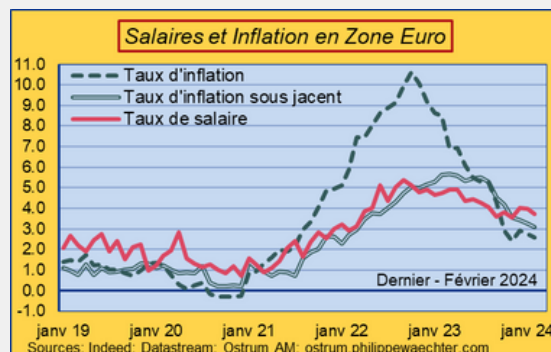
Finalement, la possibilité de créer des ETF sur le bitcoin a validé **l'idée que c'était un actif de spéculation reflétant**, surement à l'excès, les **anticipations des investisseurs**.

**Son profil ne devrait pas être très différent**, en tendance, de celui des **autres actifs risqués**, pour lesquels la rationalité des cours est plus assurée, **mais avec le risque d'une volatilité plus forte**.



## Dynamique des salaires en zone Euro

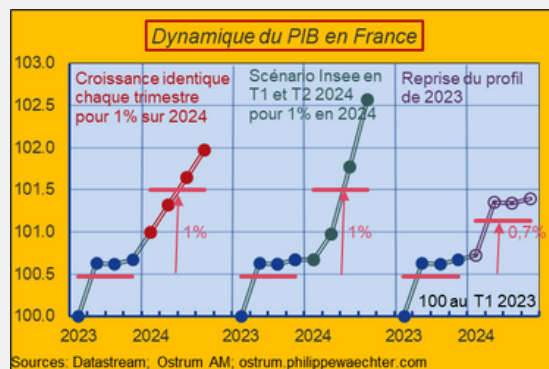
- Depuis **octobre 2023**, la **progression des salaires** en zone Euro est **supérieure** à celle de **l'inflation**.
- Cela **ne rattrape pas le retard** pris pendant la période de forte inflation mais cela met un terme à des évolutions trop divergentes entre les prix et les rémunérations.
- Néanmoins, le **mécanisme d'ajustement est un peu enrayé**, au risque de provoquer une dynamique inflationniste plus persistante.
- Les **négociations salariales** se calent généralement sur les **anticipations d'inflation**. Cela fonctionne plutôt bien **lorsque le taux d'inflation est stable et bas**. C'est ce qui s'est passé pendant très longtemps en zone Euro. De la sorte, avec un peu de productivité à côté, la dynamique des salaires n'était pas inflationniste.
- Avec **la plus forte inflation**, les repères ont changé et la **négociation salariale** s'est faite sur un mode de **rattrapage** plus que d'anticipation. C'est ce que l'on voit sur le deuxième graphe. Le profil des salaires s'ajuste sur l'évolution annuelle du taux d'inflation mesurée comme la différence sur un an de la hausse des prix.
- La hausse des prix de l'énergie (+43% depuis le premier trimestre 2021) et de l'alimentaire (+ 24% sur la même période) a alimenté la **nécessité d'un rattrapage supplémentaire**. Cela se traduit, sur le deuxième graphe, par une divergence, depuis la fin de l'automne 2023, entre l'allure des salaires et la mesure de l'évolution annuelle de l'inflation.
- Ce rattrapage sur les salaires engendre une **pression à la hausse du prix des services** (la formation du prix des services est fortement conditionné par le profil des salaires. Il y a peu de productivité contrairement à l'industrie et c'est un secteur intensif en travail).
- **Tant que ce rattrapage n'est pas achevé, il peut y avoir une résistance au repli de l'inflation.**
- En **France**, les mesures de salaire se replient (mesure Indeed) et devraient le faire pour les mesures du ministère du travail (Darès)
- Pour les **pays de la zone euro**, il n'y a pas de ralentissement systématique des salaires, notamment en Allemagne.





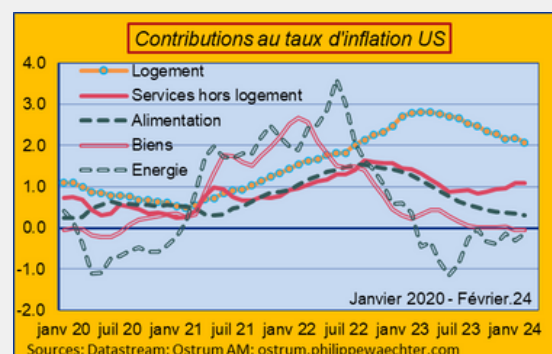
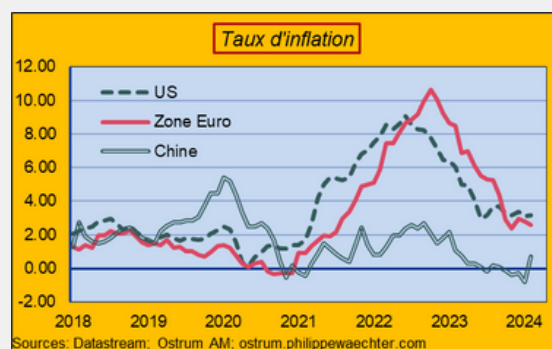
## La croissance française et la prévision du gouvernement

- Dans sa **note de conjoncture** de la mi-mars, l'**Insee** revoit le **profil du premier semestre 2024**. Au lieu de 0.2% à chacun des deux premiers trimestres, l'institut s'attend à **0% au T1 et 0.3% au T2**.
- Sur le graphe, j'ai calé le **profil du PIB en France conditionnellement à la réalisation d'un taux de croissance moyen de 1% en 2024** selon les attentes de Bercy.
- Pour atteindre 1% en 2024, la **référence** est de 0.32% à chaque trimestre de l'année.  
En suivant le **scénario de l'Insee**, il faudrait **0.8%** à chacun des deux derniers trimestres de 2024 pour converger vers 1%.  
Si l'économie reproduit le **profil de 2023** alors le taux de croissance serait de 0.7%.
- Clairement **1% apparaît excessif** pour l'ensemble de l'année.  
D'abord parce que 0.3% à chaque trimestre apparaît trop important au regard du passé récent et de la situation au premier trimestre. Dans le scénario de l'Insee, on ne voit pas très bien la **source d'impulsion** qui permettrait de sauter à 0.8% sur la seconde partie de l'année. Bruno Le Maire avait été très discret sur ce point dans son intervention télévisée.  
Le remake de 2023 est très avantageux mais peu probable car les deux premiers trimestres ont été très forts, ce qui paraît peu probable cette année.
- Autrement dit, les attentes de Bercy sont surement excessive. Cela veut dire qu'il faut s'attendre à une **Loi de Finance rectificative** si l'objectif est de tenir le déficit public à 4.4% du PIB.



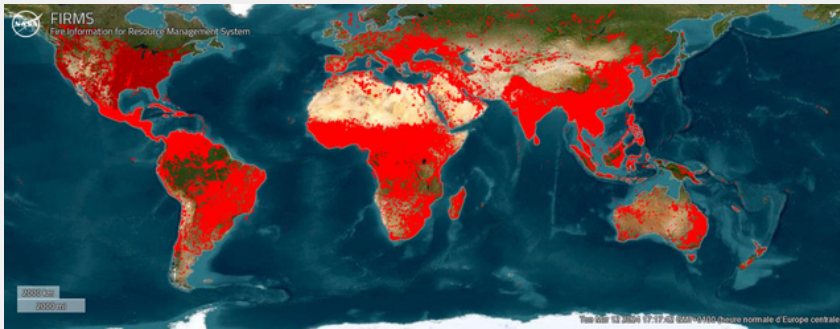
## L'inflation Américaine

- Le **taux d'inflation ralentit** mais le repli a atteint un pallier en **zone Euro** et désormais aussi aux **Etats-Unis**. Il est **toujours très faible en Chine**.
- La hausse des prix est, depuis octobre 2023, un peu supérieur aux USA qu'en zone Euro alors que c'était le contraire auparavant depuis l'été 2022.  
Il faut y voir des **effets de base sur le prix de l'énergie**. En zone Euro la hausse avait été plus forte et plus durable, en conséquence, la baisse notamment du prix du gaz et de l'électricité (principaux responsables de la hausse des prix de l'énergie en zone Euro) a des effets plus négatifs qu'aux Etats-Unis.
- Mais les caractéristiques européennes et américaines sont similaires. Les contributions sont négatives ou se replient rapidement **à l'exception des services** dont la contribution dans les deux régions est stable depuis l'automne 2023. Il y a certainement un effet salaire qui génère de la persistance.





## Sommes nous prêts ? Je ne crois pas

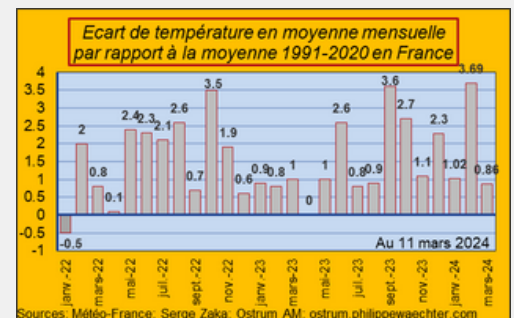
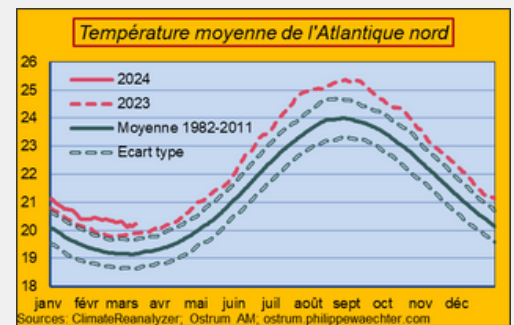
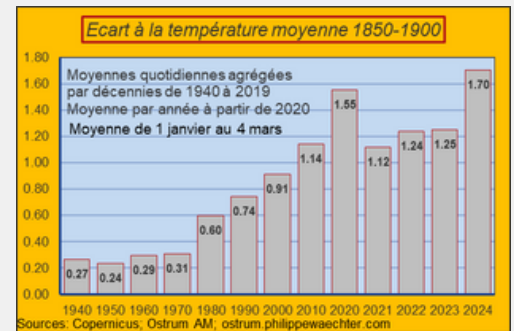


Depuis le début de l'année, les alertes sur le climat se multiplient.

Les **zones de feu dans le monde sont multiples** comme le montre la carte ci-dessus. L'Afrique, l'Amazonie et l'Asie connaissent des feux très importants (sur la carte la période prise en compte est de 7 jours)

Sur le premier graphe, on constate que, depuis le début de l'année et jusqu'au 4 mars, que la **température moyenne du globe est de 1.7°C supérieur à la moyenne préindustrielle.**

Jamais une telle situation s'était produite. La seule année comparable est 2020 où sur la même période d'un peu plus de deux mois, la température moyenne s'était inscrite à 1.55°C.



La **même dérive s'observe aussi pour la température des mers.** Chaque jour depuis une année, la température de la mer est la plus chaude jamais enregistrée.

Sur le graphe j'ai repris les **températures de l'Atlantique - nord.** L'écart par rapport à la moyenne constatée sur la période 1982-2011 s'accroît et l'année 2024, jusqu'alors, est bien supérieure à la moyenne plus 2 écart-types.

La conséquence est un impact considérable sur la vie marine avec des transformations qui auront une incidence sur l'ensemble de l'équilibre du globe

Dans le **troisième graphe, c'est la température en France** qui bat des records. Le graphe montre les écarts mensuels moyens avec les données de la période 1981-2010. Depuis 2 années, les températures moyennes sont supérieures à la moyenne historique. L'hiver n'a pas vraiment existé.

Le plus préoccupant est la **forme d'indifférence face à l'ensemble de ces bouleversements.** Ceux-ci sont évoqués l'été, pendant les périodes de canicule, et ont été un peu discuté lors de la COP28 en novembre. Depuis des questions ont disparu de l'information générale alors que chaque jour est plus préoccupant que la veille.

Dans un rapport publié le week-end dernier, l'**Agence Européenne de l'Environnement évoque le retard pris par l'Europe** pour faire **face au défi climatique** alors que c'est une des régions les plus avancées sur cette question.



## L'Europe et les risques de la bifurcation climatique

L'Europe n'a pas encore pris la mesure du changement climatique. C'est le message porté par l'Agence Européenne sur l'Environnement dans un rapport publié en début de semaine.

Sous des latitudes comparables, l'Europe est la région qui se réchauffe la plus vite. Cela tient à sa position géographique et aux courants marins de l'Atlantique.

Le graphe est significatif de l'accélération de la température en Europe, depuis le début de la décennie 2010. A l'aune de cette intensification, on appréhende mieux le **nouvel objectif de la Commission Européenne** qui

veut **réduire** les émissions carbonées **de 90%**, par rapport à 1990, à l'horizon 2040 pour prendre le risque d'être sur la neutralité carbone en 2050.

\* \* \*

L'alerte posée par l'Agence Européenne de l'Environnement (AEE) est **de deux ordres**.

L'Europe subit le **réchauffement** climatique et doit se préparer à un scénario extrême au regard des engagements limités des Etats sur cette question. Elle sera **durablement sur une trajectoire plus élevée que celle de la température moyenne du globe**.

C'est un défi en tant que tel. Cela signifie des **événements climatiques plus fréquents**. Des périodes de canicule, comme en 2022, de pluies abondantes, de feux de grande ampleur et de sécheresse plus marquées. De telles occurrences ont des conséquences sur la dynamique productive, qu'elle soit industrielle ou agricole. Cette situation peut se traduire aussi par des décès plus importants pendant les périodes de chaleur intense. Le chiffre est estimé entre 60 000 et 70 000 à l'échelle européenne.

L'AEE insiste sur l'effet **persistant** de ces **événements climatiques combinés** avec des **chocs ordinaires**. L'impact peut être démultiplié, avoir un impact plus important en ampleur et en durée que ce choc ordinaire pris isolément

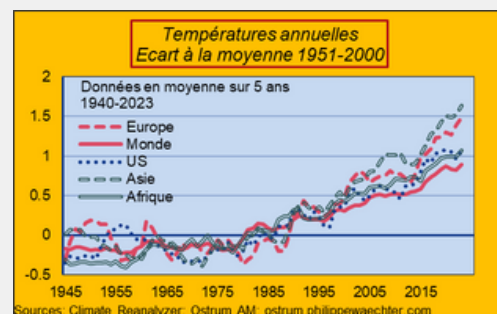
L'Agence insiste aussi sur le fait que l'Europe étant **vaste**, les répercussions de la **bifurcation climatique ne sera pas uniforme**. Toutes les régions ne subiront pas les mêmes types d'évènements climatiques avec la même intensité.

- Les systèmes productifs, sociaux et sociétaux devront **s'adapter rapidement à ce nouveau cadre**.
- Les **demandes** d'ajustement et les **politiques** d'accompagnement devront être **adaptées**. Le **cadre**, qui était modulé par l'histoire de chacun des pays au sein de l'Europe, **devra être altéré** en profondeur pour faire face aux spécificités résultant de l'impact du changement climatique.

Cela pourrait engendrer des **tensions entre pays**. On peut prendre l'exemple de l'eau qui va affecter l'Europe en raison de périodes de sécheresses plus importantes en intensité et dans la durée.

Les pays du sud seront plus pénalisés que ceux du nord, pouvant ainsi être une source majeure de tensions entre les pays européens.

C'est alors que **les institutions européennes devront être solides et efficaces** pour contenir ses dissensions. Il faut que les européens aillent tous dans le même sens et ce sera le rôle de la Commission, du Parlement et des Gouvernements d'y veiller. Sinon l'Europe risque de vite être **déstabilisée** par les particularismes locaux. C'est une des **dimensions des élections européennes** de juin prochain.



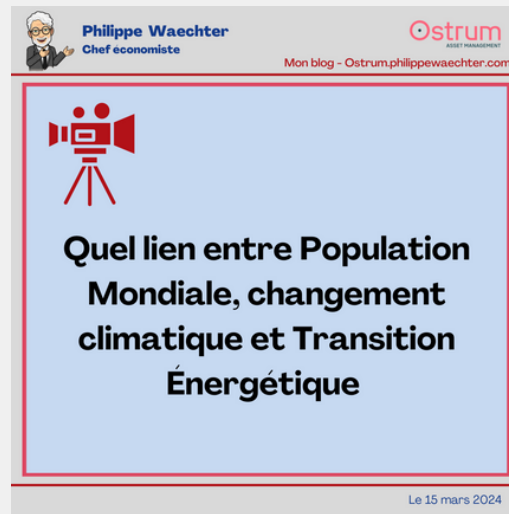


## Vidéo de cette semaine

15 Mars 2024

### Quel lien entre population mondiale, changement climatique et transition énergétique ?

Cliquer [ici](#) ou sur l'image pour voir la vidéo



#### Transcription

La population mondiale était de 8 milliards de personnes en 2023. Elle sera de 9 milliards en 2050 et au-delà de 2060 jusqu'en 2100, elle sera de l'ordre de 10 milliards.

La question qui est posée est de savoir si ces 2 milliards supplémentaires sont compatibles avec la transition énergétique.

Pour cela, trois réponses.

La **première** est que le changement climatique que l'on connaît aujourd'hui est la résultante du carbone accumulé depuis la révolution industrielle.

Et ce carbone accumulé est le fait essentiellement, principalement, des pays industrialisés. Plus de 55% de ce carbone accumulé est le fait des pays industrialisés, qui ne sont pas les pays avec la plus forte population.

Un pays comme l'Inde, qui a 1,5 milliard de personnes, n'a accumulé que 3,5% de l'ensemble du carbone.

C'est plutôt une problématique de développement industriel dans la durée que de population.

Le **deuxième point** est que les pays les plus émetteurs aujourd'hui, États-Unis, Chine, Europe, sont des pays qui vont connaître une transition démographique importante.

La stabilité de la population aux États-Unis et la régression de cette population en Chine et en Europe.

De ce fait, la contribution des pays développés va se réduire.

Et le **troisième point** est que les pays qui vont voir leur population s'accroître rapidement sont des pays, des régions pour lesquelles les émissions carbone sont aujourd'hui très réduites.

Et donc, elles contribueront forcément à l'accumulation du carbone, mais de façon très limitée. A nous, pays développés, de faire l'effort pour compenser cette augmentation de carbone émis pour permettre à ces régions de se développer.

Les liens entre carbone, changement climatique et population ne sont pas très précis.

Ils sont beaucoup plus précis sur d'autres domaines comme la biodiversité et la pollution.



## 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.

## 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 Sarl, 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.