

24 février 2022

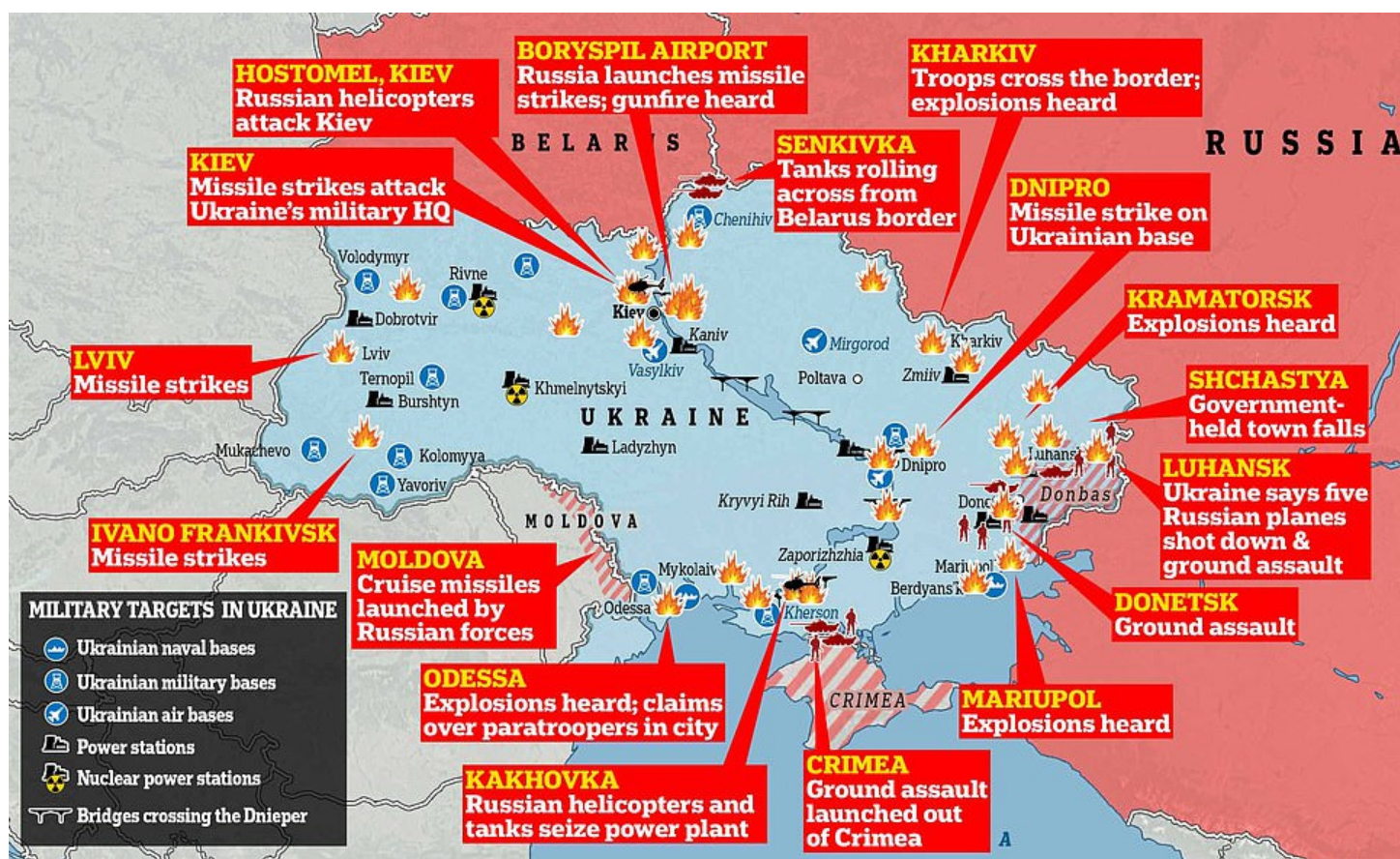
## L'Ukraine et le brouillard de guerre

Par Angelo Katsoras, Warren Lovely, Matthieu Arseneau et Stéphane Marion

Pour commencer, il est important de souligner que l'affrontement en Ukraine tourne autour des blocs économiques et des zones d'influence. Ces dernières années, le gouvernement ukrainien a tenté de pivoter vers l'Ouest. Il aspire notamment à rejoindre l'OTAN. Au cours des trois dernières décennies, la Russie a vu sa zone d'influence rétrécir à mesure que d'anciens États satellites et d'anciennes républiques soviétiques rejoignaient l'OTAN. Elle s'oppose fermement à ce que l'Ukraine suive leur exemple.

Si l'invasion de la Russie aura des répercussions sur le paysage géopolitique mondial, la question la plus importante à court terme est de savoir si le conflit sera bref ou prolongé. En d'autres termes : La Russie se contentera-t-elle d'une suspension des hostilités après avoir, par exemple, étendu son contrôle sur les régions orientales tenues par les rebelles pro-russes ou voudra-t-elle absorber de larges pans du pays, voire renverser le gouvernement ukrainien ?

Bien qu'il soit impossible de le dire avec certitude, étant donné que la Russie envahit actuellement trois fronts (la Crimée, la Russie et le Belarus), il semblerait, du moins pour le moment, que ses ambitions vont au-delà de la simple extension de sa frontière occidentale. Si tel est le cas, cela confirmerait les craintes des États-Unis que la Russie ait des ambitions territoriales bien plus grandes.



Source : The Telegraph, 24 février 2022

Plus ce conflit s'éternisera, plus l'impact sur l'économie mondiale sera important, et plus la confiance des consommateurs et des entreprises diminuera. Une envolée des prix sur les marchés de l'énergie et des matières premières est un risque dans le contexte actuel. La Russie n'est pas seulement l'un des plus grands producteurs de pétrole et de gaz au monde, c'est aussi un important fournisseur de métaux industriels tels que le nickel, l'aluminium et le palladium. La Russie et l'Ukraine sont également de grands exportateurs de blé. En outre, la Russie et le Belarus sont de grands producteurs de potasse, un intrant crucial pour les engrais.

*Implications pour les marchés : Soutien continu des prix de l'énergie et d'une variété d'autres matières premières, permettant une surperformance des actions et des devises directement exposées aux matières premières.*

Toutefois, il est important de noter que, quelle que soit la durée du conflit, nous pouvons nous attendre à ce que les sanctions qui seront imposées contre les intérêts russes soient beaucoup plus sévères que jamais et restent en place longtemps après la fin du conflit. Il s'agit notamment de limiter fortement l'accès aux marchés financiers occidentaux (y compris la possibilité d'effectuer des transactions en dollars, en euros, en livres et en yens) et de couper l'accès aux technologies clés. *Implications pour les marchés: Possibilité de stress financier accru et de perturbations et de la volatilité sur les marchés, ce qui pourrait nuire davantage à la liquidité et réduire la demande d'actifs risqués.*

Alors que les gouvernements occidentaux pourraient exempter les transactions pétrolières et gazières des sanctions en raison de la dépendance de l'Europe à l'égard du gaz russe, de nouvelles restrictions conduiront probablement de nombreuses banques à s'abstenir de traiter les exportations énergétiques russes.

En outre, plus les sanctions économiques et financières que les États-Unis et leurs alliés imposent à la Russie sont sévères, plus l'impact sur les principaux partenaires commerciaux de la Russie est important. Des contre-sanctions de la Russie sur les exportations de gaz vers l'Europe, par exemple, ajouteraient aux perturbations.

Un afflux massif de réfugiés ukrainiens pourrait également être une source d'instabilité sociale dans l'Union européenne et une force déstabilisatrice pour la zone euro. Contrairement aux crises financières passées, la Banque centrale européenne ne peut pas faire grand-chose pour atténuer ce problème. *Implications pour les marchés: Les risques accrus de récession en Europe pourraient retarder le début de la normalisation des taux d'intérêt à la BCE par rapport aux autres banques centrales moins directement touchées par les hostilités. Une crise des réfugiés pourrait ajouter une pression fiscale sur les gouvernements qui se remettent encore de la pandémie.*

Enfin, cette invasion va accélérer la tendance à la division du monde en zones d'influence géopolitique. Cela inclut la Russie qui compte encore plus sur les liens commerciaux et financiers avec la Chine, et les pays qui tentent de réduire leur dépendance économique vis-à-vis de leurs adversaires géopolitiques.

*Conclusion : La situation continue d'évoluer, la réaction occidentale (et la contre-réaction russe potentielle) n'étant pas encore totalement comprise. Tout simplement, la guerre en Ukraine augmente la probabilité d'au moins une récession technique en Europe et a contribué à une nouvelle érosion de la confiance et des conditions financières générales. Les actions de la Russie, et leurs implications directes sur les prix de l'énergie et la demande globale, ont augmenté la probabilité d'un scénario de stagflation. Cela rend la vie potentiellement plus difficile pour les banquiers centraux qui subissent une pression croissante pour répondre à une inflation très élevée. Des sanctions significatives et durables pourraient avoir des conséquences importantes à long terme, que nous étudierons en temps voulu.*



## Économie et Stratégie

### Bureau Montréal

514 879-2529

#### Stéfane Marion

*Économiste et stratège en chef*  
stefane.marion@bnc.ca

#### Kyle Dahms

*Économiste*  
kyle.dahms@bnc.ca

#### Alexandra Ducharme

*Économiste*  
alexandra.ducharme@bnc.ca

#### Matthieu Arseneau

*Chef économiste adjoint*  
matthieu.arseneau@bnc.ca

#### Daren King

*Économiste*  
daren.king@bnc.ca

#### Angelo Katsoras

*Analyste géopolitique*  
angelo.katsoras@bnc.ca

#### Jocelyn Paquet

*Économiste*  
jocelyn.paquet@bnc.ca

### Bureau Toronto

416 869-8598

#### Warren Lovely

*Stratège principal, Taux d'intérêt et secteur public*  
warren.lovely@bnc.ca

#### Taylor Schleich

*Stratège, Taux d'intérêt*  
taylor.schleich@bnc.ca

#### Alpa Atha

*Économiste, Revenu fixe*  
alpa.atha@bnc.ca

### Général

Le présent rapport a été élaboré par Financière Banque Nationale inc. (FBN), (courtier en valeurs mobilières canadien, membre de l'OCRCVM), filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la Bourse de Toronto.

Les renseignements contenus aux présentes ont été obtenus de sources que nous croyons fiables, mais ils ne sont pas garantis, peuvent être incomplets et modifiés sans préavis. Les renseignements sont à jour à la date indiquée dans le présent document. Ni le ou les auteurs ni FBN n'assument quelque obligation que ce soit de mettre ces renseignements à jour ou de communiquer tout fait nouveau concernant les sujets ou les titres évoqués. Les opinions exprimées sont fondées sur l'analyse et l'interprétation du ou des auteurs de ces renseignements, et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés dans les présentes, et rien dans le présent rapport ne constitue une déclaration selon laquelle toute stratégie ou recommandation de placement contenue aux présentes convient à la situation individuelle d'un destinataire. Dans tous les cas, les investisseurs doivent mener leurs propres vérifications et analyses de ces renseignements avant de prendre ou d'omettre de prendre toute mesure que ce soit en lien avec les titres ou les marchés qui sont analysés dans le présent rapport. Il importe de ne pas fonder de décisions de placement sur ce seul rapport, qui ne remplace pas un contrôle préalable ou les travaux d'analyse exigés de votre part pour motiver une décision de placement.

Le présent rapport ne peut être distribué que dans les cas permis par la loi applicable. Le présent rapport ne s'adresse pas à vous si FBN ou toute société affiliée distribuant le présent rapport fait l'objet d'interdiction ou de restriction de le mettre à votre disposition par quelque loi ou règlement que ce soit dans quelque territoire que ce soit. Avant de lire le présent rapport, vous devriez vous assurer que FBN a l'autorisation de vous le fournir en vertu des lois et règlements en vigueur.

Marchés financiers Banque Nationale du Canada est une marque de commerce utilisée par Financière Banque Nationale et National Bank of Canada Financial Inc.

### Résidents du Canada

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent appliquer toute stratégie de négociation décrite dans les présentes pour leur propre compte ou sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients; elles peuvent, à mesure que les conditions du marché changent, modifier leur stratégie de placement, notamment en procédant à un désinvestissement intégral. Les positions de négociation de FBN et de ses sociétés affiliées peuvent également être contraires aux opinions exprimées dans le présent rapport.

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent intervenir comme conseillers financiers, placeurs pour compte ou preneurs fermes pour certains émetteurs mentionnés dans les présentes et recevoir une rémunération pour ces services. De plus, FBN et ses sociétés affiliées, leurs dirigeants, administrateurs, représentants ou adjoints peuvent détenir une position sur les titres mentionnés dans les présentes et effectuer des achats ou des ventes de ces titres à l'occasion, sur les marchés publics ou autrement. FBN, ses sociétés affiliées peuvent agir à titre de teneurs de marché relativement aux titres mentionnés dans le présent rapport. Le présent rapport ne peut pas être considéré comme indépendant des intérêts exclusifs de FBN et de ses sociétés affiliées.

Le présent rapport n'est pas considéré comme un produit de recherche en vertu des lois et règlements canadiens. Par conséquent, ce document n'est pas régi par les règles applicables à la publication et à la distribution de rapports de recherche, notamment les restrictions ou renseignements à fournir pertinents qui doivent être inclus dans les rapports de recherche.



### Résidents du Royaume-Uni

Le présent rapport est un document de marketing. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences prévues par les lois de l'Union européenne établies pour promouvoir l'indépendance de la recherche en matière de placement, et il ne fait l'objet d'aucune interdiction concernant la négociation préalable à la diffusion de la recherche en matière de placement. FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution aux résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la *Financial Services and Markets Act 2000*). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. FNB et sa société mère, ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle, ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des placements ou des placements connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de contrepartistes ou de mandataires. Elles peuvent agir à titre de teneurs de marché pour ces placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre, ou peuvent agir à titre de banque d'investissement ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements et les revenus qui en découlent peuvent autant baisser qu'augmenter, et il se peut que vous ne récupériez pas la somme investie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi que d'obtenir de l'information fiable concernant leur valeur ou l'étendue des risques auxquels ils sont exposés. Certaines opérations, notamment celles qui concernent les contrats à terme, les swaps, et autres produits dérivés, soulèvent un risque sérieux et ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les placements prévus dans le présent rapport ne sont pas offerts aux clients particuliers, et le présent rapport ne doit pas leur être distribué (au sens des règles de la Financial Conduct Authority). Les clients particuliers ne devraient pas agir en fonction des renseignements contenus dans le présent rapport ou s'y fier. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription, ni la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription des titres décrits dans les présentes, ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

Les présents renseignements ne doivent être communiqués qu'aux contreparties admissibles et clients professionnels du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. FBN est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni, et à son siège social au 70 St. Mary Axe, London, EC3A 8BE.

FBN n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority ou par la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

### Résidents des États-Unis

En ce qui concerne la distribution du présent rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») qui est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC), membre du groupe de FBN, endosse la responsabilité du contenu du présent rapport, sous réserve des modalités susmentionnées. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis doivent communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche et ne s'adresse qu'aux grands investisseurs institutionnels des États-Unis. Ce rapport n'est pas assujéti aux normes d'indépendance et d'informations à fournir aux États-Unis applicables aux rapports de recherche.

### Résidents de HK

En ce qui concerne la diffusion de ce document à Hong Kong par NBC Financial Markets Asia Limited (« NBCFMA »), titulaire d'un permis de la Securities and Futures Commission (« SFC ») qui l'autorise à mener des activités réglementées de type 1 (négociation de valeurs mobilières) et de type 3 (négociation avec effet de levier sur le marché de change), le contenu de cette publication est uniquement présenté à titre d'information. Il n'a pas été approuvé, examiné ni vérifié par aucune autorité de réglementation de Hong Kong, ni n'a été déposé auprès d'une telle autorité. Rien dans ce document ne constitue une recommandation, un avis, une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'un produit ou d'un service, ni une confirmation officielle d'aucune transaction. Aucun des émetteurs de produits, ni NBCFMA ni aucun membre de son groupe, ni aucune autre personne ou entité désignée dans les présentes n'est obligé de vous aviser de modifications de quelque information que ce soit et aucun des susmentionnés n'assume aucune perte que vous auriez subie en vous en fondant sur ces informations.

Ce document peut contenir des informations au sujet de produits de placement dont l'offre au public de Hong Kong n'est pas autorisée par la SFC et ces informations seront uniquement mises à la disposition de personnes qui sont des investisseurs professionnels [au sens de « Professional Investors », tel que défini par la Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (« SFO »)]. Si vous avez des doutes quant à votre statut, vous devriez consulter un conseiller financier ou communiquer avec nous. Ce document n'est pas un document de marketing et n'est pas destiné à une distribution publique. Veuillez noter que ni ce document ni le produit qui y est mentionné ne sont visés par une autorisation de vente de la SFC. Prière de vous reporter au prospectus du produit pour des renseignements plus détaillés.

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de conseils, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être achetés ou vendus par NBCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par NBCFMA ou les membres de son groupe qui peuvent acheter ou vendre de telles valeurs mobilières ou de tels instruments. Aucune autre entité au sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris la Banque Nationale du Canada et Financière Banque Nationale Inc., n'est titulaire d'un permis de la SCF ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à ni n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

### Droits d'auteur

Le présent rapport ne peut être reproduit en totalité ou en partie, ni distribué, publié ou mentionné de quelque manière que ce soit, ni ne le peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, obtenir le consentement préalable et écrit de la FBN.