

Le point sur la guerre en Ukraine

Par Angelo Katsoras

Ce rapport présente un aperçu général de la tournure que prend la guerre en évaluant certains facteurs clés que nombre d'analystes jugent potentiellement particulièrement décisifs pour déterminer comment et quand les deux parties pourraient être réunies autour d'une table de négociation. Plus précisément, nous examinerons les points suivants :

- Les récents gains et pertes sur le champ de bataille
- Dans quelle mesure la Russie atteint-elle ses objectifs de destruction de l'économie et des infrastructures de l'Ukraine
- L'opinion publique en Occident et dans le monde en développement
- Le niveau de soutien apporté par la Chine à la Russie
- L'état actuel de l'économie russe
- Le défi de la réponse à la demande d'armements de l'Ukraine

Dans notre analyse de ces facteurs clés, nous présenterons notre meilleure estimation des perspectives de l'Ukraine pour une issue négociée à ce conflit.

La situation sur le champ de bataille

Au début de la guerre, on pensait généralement que la Russie ne ferait qu'une bouchée de l'Ukraine et installerait un gouvernement fantoche à Kyiv en un rien de temps. Dire que les choses ne sont pas déroulées selon ce plan serait un euphémisme. Les Russes ont fait une incursion en Ukraine au début, mais les Ukrainiens ont depuis récupéré plus de 50% du territoire perdu. Le Kremlin essaie de justifier ce revers en prétendant mordicus qu'il n'affronte pas seulement l'Ukraine, mais l'ensemble de l'OTAN.



Source : « The Ukraine War, One Year In », *Geopolitical Futures*, 23 février 2023

Mais, l'élan de l'Ukraine a été freiné par le renforcement des positions russes. Les Russes ont aménagé un réseau de tranchées, de fossés et d'obstacles sur la ligne de front (voir ci-dessous). La Russie a aussi mobilisé une vaste armée de réserve.



Source : « Defenses Carved Into the Earth », *New York Times*, 14 décembre 2022

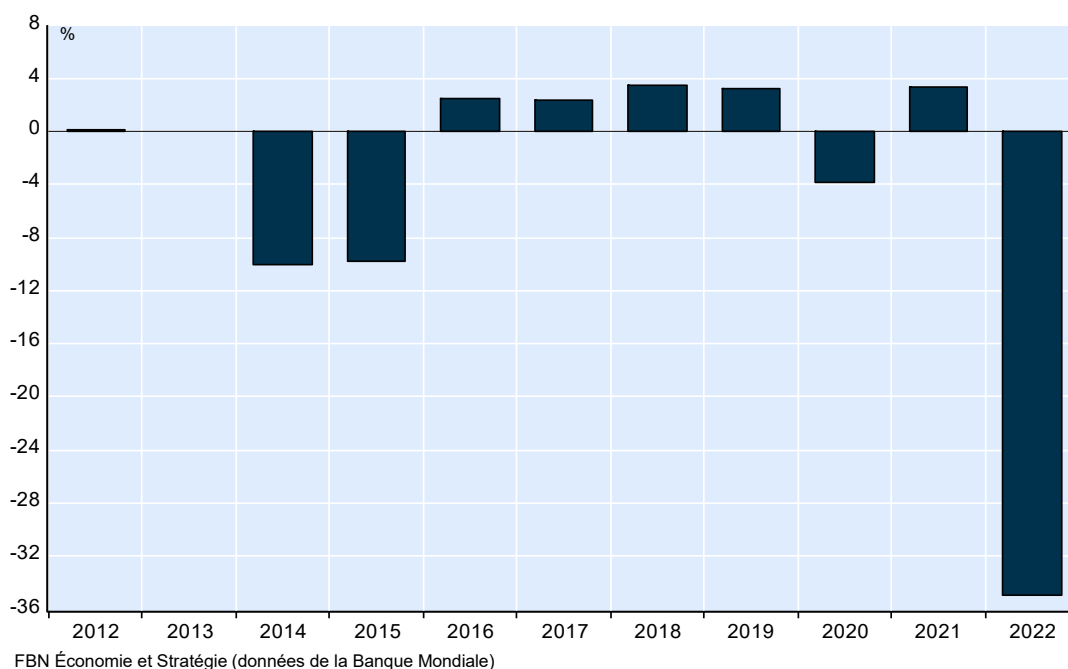
Les Ukrainiens ont eux aussi bien fortifié leurs positions défensives. Depuis novembre, les Russes n'ont avancé que très peu au prix de dizaines de milliers de morts ou de blessés. Pour le moment, il semble qu'aucun des deux pays n'ait un avantage suffisant sur l'autre en termes d'effectifs et de matériel pour l'emporter sur le champ de bataille.

L'économie et la population de l'Ukraine en état de siège

Incapable de battre les forces armées ukrainiennes, la Russie a intensifié sa campagne de bombardement. Environ 40% de l'infrastructure énergétique de l'Ukraine ont été détruits,¹ les routes et les liens ferroviaires ont été fortement endommagés, des usines ont été rasées et des villes ont été pilonnées. Jusque-là, environ 14 millions d'Ukrainiens ont été déplacés – huit millions en Europe et six millions à l'intérieur des frontières.² Plus la guerre durera, plus il y a de chances que beaucoup ne rentrent pas chez eux. L'économie de l'Ukraine s'est contractée de 35% en 2022.

L'économie de l'Ukraine déchirée par la guerre est en chute libre

Croissance annuelle du PIB, avec des estimations pour 2022



¹ « A Report Card on the War in Ukraine », *Foreign Policy*, 23 février 2023

² Haut-Commissaire des Nations Unies pour les réfugiés

Vladimir Poutine espère que ces frappes saperont le moral de l'Ukraine et éroderont sa capacité de combattre et que les coûts croissants du soutien à l'Ukraine minent la volonté de l'occident de poursuivre son soutien financier.

En fait, beaucoup d'analystes estiment que l'issue de cette guerre ne se décidera pas sur le champ de bataille. Elle dépendra plutôt de la volonté de l'Occident de continuer d'apporter une aide financière de plus en plus lourde pour la survie de l'économie ukrainienne. Le FMI a estimé que l'Ukraine a besoin de \$40 à \$48 milliards de soutien financier externe rien que cette année pour assurer le fonctionnement de son administration.³ Et ce, sans compter les centaines de milliards de dollars qui seront nécessaires pour rebâtir l'économie et les infrastructures une fois que la guerre sera enfin terminée.

Les terres agricoles contaminées de l'Ukraine

Avant la guerre, l'Ukraine était un des premiers exportateurs au monde de denrées agricoles. Elle était notamment la quatrième exportatrice de maïs et la cinquième, de blé.

Bien qu'on ne connaisse pas encore toute l'étendue des dommages, on craint de plus en plus que les produits chimiques et les combustibles libérés par les bombes et les obus explosés ne contaminent les sols et les eaux souterraines. Des scientifiques de l'institut de recherche sur les sciences des sols et l'agrochimie de l'Ukraine ont estimé que la guerre a endommagé au moins un quart des terres agricoles du pays.⁴ La décontamination de ces sols et l'enlèvement des explosifs et munitions non explosés et d'autres débris pourraient prendre des années. Cela pourrait avoir un impact à long terme sur la production de certaines denrées agricoles.

Les images satellites montrent les terres brûlées et les cratères



Source : « The toxic legacy of the Ukraine war », BBC, 21 février 2023

L'Ukraine consomme son armement plus vite que l'OTAN peut le remplacer

L'autre défi qui guette l'Ukraine est de pouvoir se procurer assez d'armes auprès de ses alliés. Les obus de 155 mm de l'OTAN, qui ont joué un rôle clé dans la défense du pays, en sont un exemple type. Actuellement, les États-Unis fabriquent environ 180,000 de ces obus par an et l'Europe, environ 300,000. Mais cette production combinée ne représente qu'environ trois mois de réserve au rythme où l'Ukraine les consomme actuellement. Le plan de multiplication de cette production par six ne se concrétisera qu'entre 2024 et 2028.⁵

³ « Ukraine, IMF Begin Loan Talks as Country's Economic Woes Deepen », *Wall Street Journal*, 14 février 2023

⁴ « Soils of war: The toxic legacy for Ukraine's breadbasket », Reuters, 1^{er} mars 2023

⁵ « The West is struggling to forge a new arsenal of democracy », *The Economist*, 19 février 2023

Les missiles antichars Javelin, qu'utilisent les Ukrainiens pour détruire les blindés russes, se font aussi rares. Jusqu'à présent, 8,500 Javelin – environ un tiers du stock des États-Unis – ont été envoyés en Ukraine. Même au nouveau rythme de production accélérée, leur remplacement nécessitera près de sept ans.⁶

En Europe, pendant ce temps, le défi de l'approvisionnement de l'Ukraine a été compliqué par des années de sous-investissement. Par exemple, en 1990, l'Allemagne avait plus de 5,000 chars. Aujourd'hui, elle n'en a plus que 321, dont environ la moitié en état de marche. De plus, ses réserves de munitions dureraient environ deux jours, dans une guerre réelle.⁷ Autre exemple, tout le stock d'obus d'artillerie de 155 mm du Royaume-Uni aurait permis aux forces ukrainiennes de tenir une semaine à peine dans le Donbass l'été dernier.⁸

La fabrication à flux tendu complique encore la réponse à la demande

Comme celles de beaucoup d'autres secteurs, les sociétés de la défense ont adopté un système de livraison à flux tendu (juste à temps) pour éviter d'immobiliser du capital dans des stocks pléthoriques. Cela se justifie peut-être dans le commerce de détail, par exemple, mais cette guerre a démontré que les armes doivent être prêtes avant qu'on en ait effectivement besoin.

Au cours des dernières décennies, des gains d'efficacité ont aussi été réalisés par une concentration de la production de composantes clés entre les mains d'un petit nombre des fournisseurs les plus efficaces. Le secteur de la défense des États-Unis qui fournit la part du lion des armes à l'Ukraine est passé de 51 sous-traitants principaux dans les années 1990 à cinq seulement aujourd'hui. Non seulement cela rend plus difficile toute accélération de la production, mais cela laisse aussi au gouvernement très peu de choix si une entreprise se heurte à des difficultés.⁹

Guerre en Ukraine : La Chine est coincée entre la Russie et l'Occident

Certaines informations selon lesquelles la Chine envisagerait de fournir des armes à la Russie attisent aussi les tensions. La Chine lui fournit déjà du matériel tel que des équipements de navigation, des technologies de brouillage, des puces informatiques et des drones. Josep Borrell, le chef de la diplomatie de l'Union européenne, a récemment prévenu la Chine que l'envoi d'armes constituerait une « ligne rouge » pour l'UE.

Alors que la Chine profite dans une certaine mesure du fait que les États-Unis et l'Occident détournent des ressources de l'Asie, elle se trouve aussi devant un dilemme. D'une part, si la Chine ne fait rien et laisse la Russie perdre, cela pourrait affaiblir un allié stratégique clé. D'autre part, si la Chine essaie d'éviter à la Russie une défaite en fournissant des armes elle risque de compromettre ses relations avec l'Occident. Cela comprend l'Europe, sur laquelle la Chine compte pour conserver un accès à la technologie que de plus en plus elle ne peut pas se procurer en Amérique. La Chine doit aussi tenir compte du fait que son commerce avec la Russie représentait \$147 milliards en 2021, comparativement à \$828 milliards et \$756 milliards avec l'UE et les États-Unis, respectivement.¹⁰

En plus des efforts croissants pour être moins dépendante dans les secteurs clés de la TI, le gel des réserves de change de la Russie accélérera les efforts de la Chine pour créer une infrastructure de marché financier moins exposée aux éventuelles sanctions financières de l'Occident. Cela comprend la réduction de ses positions en dollars US, l'achat de plus d'or et peut-être un jour davantage de négociation avec des monnaies numériques. Contrairement aux transactions électroniques d'aujourd'hui, celles reposant sur des monnaies numériques pourraient théoriquement se faire entre deux parties sans intermédiaire comme le dollar US et une plateforme de compensation centrale des opérations en USD.

⁶ « Rebuilding U.S. Inventories: Six Critical Systems », Center for Strategic and International Studies, 9 janvier 2023

⁷ « A year on, Olaf Scholz's promise of transformation is only partly kept », *The Economist*, 23 février 2023

⁸ « The post-Cold War era is gone. A new arms race has arrived », *Japan Times*, 18 février 2023

⁹ « How arming Ukraine is stretching the US defence industry », *FT*, 31 janvier 2023

¹⁰ « The rising cost of China's friendship with Russia », *Financial Times*, 9 mars 2022

Comment la guerre en Ukraine affecte la défense à Taïwan

La baisse des stocks d'armes aux États-Unis signifie que, en cas de conflit à Taïwan, l'Amérique aurait du mal à fournir à ses alliés des armes en quantité suffisante. Taïwan a déjà pour US\$19 milliards de commandes en attente qu'il faudra peut-être des années à satisfaire.¹¹

En revanche, la Chine bâtit depuis un certain temps déjà le plus important stock de missiles à guidage de précision tirés du sol pour empêcher les forces aériennes et navales des États-Unis de voler au secours de Taïwan. Le Center for Strategic and International Studies, un groupe de réflexion américain, a modélisé un conflit avec la Chine dans le détroit de Formose où l'Amérique pourrait voir ses stocks de missiles air-mer de longue portée pour contrer la Chine s'épuiser en moins d'une semaine.¹²

Des failles dans le soutien du public occidental à l'Ukraine

Selon certaines indications, récemment aux États-Unis, le solide soutien exprimé initialement à la fourniture d'armes et d'une aide économique à l'Ukraine commencerait à fléchir. Un récent sondage de l'Associated Press-NORC Center for Public Affairs Research a révélé que seulement 48% des Américains étaient en faveur de la fourniture d'armes à l'Ukraine, contre 60% en mai 2022.

Q: In response to Russia's invasion of Ukraine, do you favor, oppose, or neither favor nor oppose the United States doing each of the following?

■ Favor ■ Oppose ■ Neither

Imposing economic sanctions on Russia



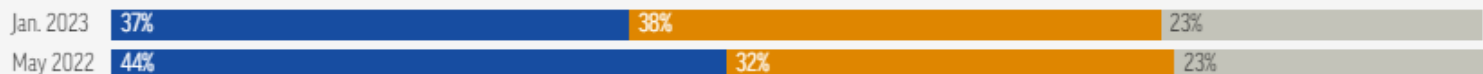
Accepting refugees from Ukraine into the U.S.



Providing weapons to Ukraine



Sending government funds directly to Ukraine



Results are based on a survey of 1,068 U.S. adults conducted Jan. 26-30, 2023. The margin of error is 4.2 percentage points.

Source: AP-NORC Center for Public Affairs Research

AP

Source : « Ukraine aid support softens in the US: AP-NORC Poll », Associated Press, 15 février 2023

Selon un autre sondage, de Pew Research, la proportion d'Américains qui estiment que les États-Unis apportent trop d'aide à l'Ukraine a augmenté de 7% en mars 2022 à 26% en janvier 2023. La proportion de ceux qui estiment que les États-Unis n'offrent pas assez d'aide est passée de 42% à 20% pendant cette période.¹³ Il est particulièrement important de conserver le soutien du public américain parce que, si l'Ukraine devait s'en être remise à la seule Europe, la Russie contrôlerait sans doute la plus grande partie de son territoire aujourd'hui.

¹¹ « Taiwan has nearly US\$19 billion in arms sales backlog in US », *Taiwan News*, 28 novembre 2022

¹² « The West is struggling to forge a new arsenal of democracy », *The Economist*, 19 février 2023

¹³ « As Russian invasion nears one-year mark, partisans grow further apart on U.S. support for Ukraine », Pew Research, 31 janvier 2023

Le soutien européen pourrait aussi diminuer

De prime abord, le soutien européen à l'Ukraine semble solide. Le plus récent sondage Eurobarometer publié en décembre 2022 révélait que 74% des citoyens de l'UE sont en faveur d'une aide à l'Ukraine.

Cependant, des questions plus précises révèlent un malaise croissant à l'idée de continuer de fournir une aide financière. Par exemple, un sondage récent d'Ipsos a montré que la proportion des répondants qui ont dit que leur pays « ne peut pas se permettre » une aide financière à l'Ukraine « à cause de la crise économique actuelle » a augmenté dans tous les pays européens sondés, sauf un.¹⁴

Sondage Ipsos : Opposition financière supplémentaire

Country	March-April 2022	November-December 2022	% change
Belgium	57%	65%	14.0%
France	45%	53%	17.8%
Germany	48%	56%	16.7%
Hungary	68%	67%	-1.5%
Italy	59%	63%	6.8%
Netherlands	37%	41%	10.8%
Poland	63%	70%	11.1%
Spain	56%	57%	1.8%
Sweden	33%	43%	30.3%
U.K.	50%	52%	4.0%

Source : « Polls Show Western Public Favors General Support for Ukraine, But Is Increasingly Skeptical About Supplying Arms », Belfar Center, 9 février 2023

L'économie russe a résisté, mais est confrontée à des difficultés à plus long terme

Si l'armée de la Russie a échoué jusque-là, la performance économique du pays a dépassé les attentes. Quand les sanctions occidentales ont été imposées, on misait généralement sur une contraction de l'économie russe de plus de 10%. Or, selon le Fonds monétaire international, elle n'a baissé que de 2.2% en 2022 et on lui prédit une croissance de 0.3% cette année.

Le contournement des sanctions

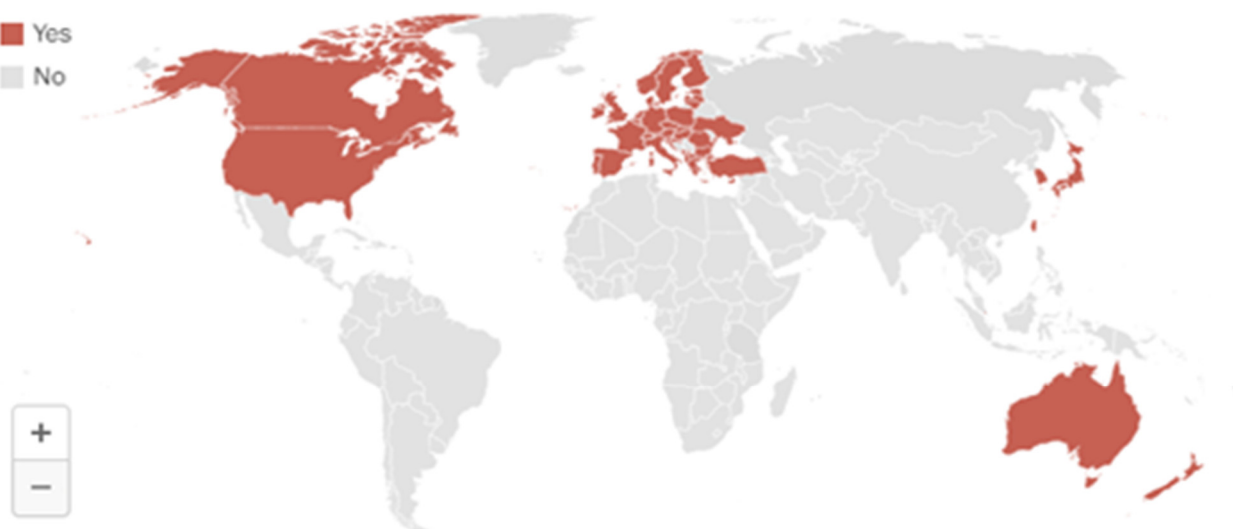
La résilience de l'économie russe s'explique principalement par le fait que la plupart des pays hors d'Occident ont refusé d'imposer des sanctions, et ce, pour deux raisons essentiellement. D'abord parce qu'ils ne veulent pas rompre les liens avec un fournisseur majeur de denrées alimentaires, d'énergie, de produits de base et d'armes. Ensuite parce que, dans certains pays, la responsabilité du conflit n'est pas attribuée aux mêmes. En Inde, par exemple, un récent sondage a montré que les Indiens sont plus nombreux à considérer que l'OTAN ou les États-Unis sont responsables de la guerre plutôt que la Russie.¹⁵

¹⁴ « The World's Response to the war in Ukraine », Ipsos, janvier 2023

¹⁵ « The West Is Getting In Too Deep in Ukraine », Bloomberg, 30 janvier 2023

Nations that have armed Ukraine or placed sanctions on Russia

■ Yes
■ No



Source: [Castellum AI](#)

LIZ SLY, CATE BROWN / THE WASHINGTON POST

Cela signifie que, bien que la Russie ait perdu son accès aux produits et aux marchés occidentaux, d'autres pays se sont présentés pour prendre la relève. Par exemple, les achats de semi-conducteurs auprès des États-Unis et de leurs alliés se sont taris, mais les importations russes de puces en provenance de Chine ont bondi. Le commerce entre la Chine et la Russie devrait dépasser \$200 milliards cette année, comparativement à quelque \$140 milliards en 2021. Cette hausse est aussi attribuable en partie aux achats chinois de pétrole russe à très vil prix.

L'Inde a récemment annoncé que ses échanges commerciaux avec la Russie avaient augmenté de 400% depuis l'invasion.¹⁶ Kpler, société de conseil en énergie, a estimé que l'Inde avait acheté 4.5 millions de barils de pétrole à la Russie en janvier, environ trois fois plus que la moyenne mensuelle en 2021.¹⁷ Acheter du pétrole russe à bas prix est un moyen pour l'Inde, qui dépend fortement des importations d'énergie et n'a un PIB que de \$2,250 par habitant, de maîtriser l'inflation. **L'importance croissante de l'Inde, qui fait contrepoids sur l'échiquier géopolitique à la puissance chinoise en Asie, fera hésiter l'Occident à imposer de fortes pénalités aux pays qui outrepassent les sanctions contre la Russie.**

D'autres biens produits par des sociétés multinationales qui ne peuvent plus être exportés directement en Russie transitent aussi par d'anciens États soviétiques. Ainsi, selon la Banque européenne pour la reconstruction et le développement, les exportations de l'UE, des États-Unis et du Royaume-Uni vers la Russie ont chuté de plus de 50% sur la période de mai à juillet 2022 par rapport à la même période en 2017 et jusqu'en 2019. Mais, cette chute a coïncidé avec un bond de plus de 80% des ventes d'Europe et des États-Unis à l'Arménie et au Kirghizistan. Ces deux pays, à leur tour, ont accru leurs exportations vers la Russie à plus du double.¹⁸

Mais l'économie russe est exposée à des défis à plus long terme

Le secteur pétrolier et gazier, qui représentait 45% du budget fédéral de la Russie en janvier 2022¹⁹, doit composer avec des coûts opérationnels de plus en plus élevés et une baisse des revenus, les sanctions commençant enfin à produire leurs effets.

Pour commencer, la Russie a récemment dû vendre son pétrole à bas prix, avec un écart négatif d'environ \$35 le baril²⁰. La dernière salve de sanctions sur les produits raffinés pourrait la forcer à vendre à des prix encore plus bas vu que la Chine et l'Inde ont moins besoin de produits raffinés.

¹⁶ « A global divide on the Ukraine war is deepening », *Washington Post*, 23 février 2023

¹⁷ « The economic and business winners and losers in Putin's year-old war against Ukraine », *The Globe and Mail*, 27 février 2023

¹⁸ « West probes potential sanction dodging as exports to Russia's neighbours surge », *Financial Times*, 23 mars 2023

¹⁹ « Frequently Asked Questions on Energy Security », International Energy Agency, 16 novembre 2022

²⁰ « Russia Can't Replace the Energy Market Putin Broke », *Bloomberg*, 29 janvier 2023

Tout cela se produit à un moment où les coûts de transport ont fortement augmenté. S'il faut moins d'une semaine au pétrole brut pour traverser la mer Noire et rejoindre l'Europe, il lui faut 45 jours pour arriver en Chine.²¹ En outre, il faut compter avec des coûts supplémentaires liés à la couverture d'assurance qui n'est plus fournie par les sociétés occidentales.

Concernant le gaz naturel, les pipelines qui relient les gisements de gaz russes à l'Europe et dont la construction a coûté des centaines de milliards de dollars à la Russie sont maintenant presque entièrement fermés. Cela signifie que les infrastructures qui relient les réserves de gaz russes à l'Asie et à d'autres marchés doivent être fortement développées. Pour cela, il faudra du temps et de l'argent. Et le gaz naturel n'est pas aussi facile à transporter que le pétrole. Pour envoyer du gaz outremer, il faut le liquéfier afin qu'il puisse être transporté par méthanier avant de transiter par un terminal d'importation spécialisé.

Enfin, du point de vue démographique, en plus des victimes sur le champ de bataille, la guerre a entraîné un exode historique pour un pays déjà aux prises avec le vieillissement de sa population. Les premières données montrent qu'au moins 500,000 Russes, voire pas loin d'un million, ont quitté le pays depuis le début de l'invasion, dont 10% des travailleurs du secteur de la TI.²²

Des canons ou du beurre

Jusqu'à récemment, la plupart des pays occidentaux, européens notamment, comptaient sur la paix qui régnait depuis la chute de l'Union soviétique pour réduire les budgets militaires et laisser tomber en désuétude ou vendre de grandes quantités de matériel.

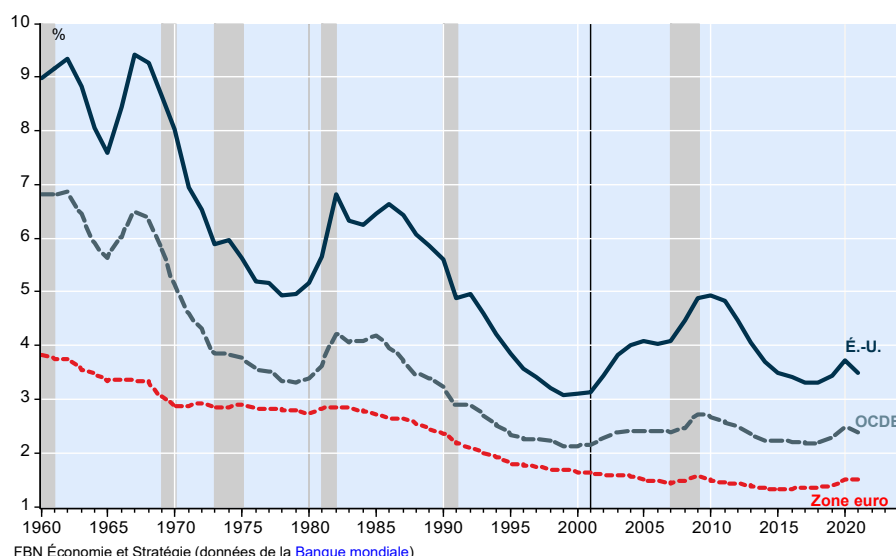
Ils n'ont d'autre choix à présent que de s'engager dans des programmes massifs de dépenses pour reconstruire leurs capacités militaires. Le cabinet de conseil McKinsey & Company a estimé que les dépenses militaires en Europe augmenteraient de 53% (\$481 milliards) à 65% (\$519 milliards) entre 2021 et 2026.²³

Mais ce nouvel impératif intervient à un moment où les budgets en Europe sont déjà comprimés par les coûts faramineux liés à l'amortissement de la crise de la COVID, le financement de la transition vers l'énergie verte et la protection des ménages et des entreprises contre la hausse des coûts de l'énergie. La situation est exacerbée par la hausse des taux d'intérêt et le fait que les niveaux de dette publique de la plupart des pays européens sont beaucoup plus élevés aujourd'hui qu'au moment de la crise des dettes souveraines de 2009-2010.

En bref, il sera de plus en plus difficile pour les gouvernements européens de trouver un juste équilibre entre la nécessité d'augmenter leurs dépenses militaires et les dépenses sociales que leurs populations exigent.

Monde : Il faut s'attendre à une augmentation des dépenses militaires

Dépenses militaires en pourcentage du PIB



FBN Économie et Stratégie (données de la Banque mondiale)

²¹ « How Russia dodges oil sanctions on an industrial scale », *The Economist*, 10 janvier 2023

²² « Russians abandon wartime Russia in historic exodus », *Washington Post*, 13 février 2023

²³ « Invasion of Ukraine: Implications for European defense spending », McKinsey & Company, 19 décembre 2022

Comment cette guerre pourrait-elle se terminer?

Il y a selon nous peu de chance d'assister à des négociations de paix au cours des prochains mois. L'Ukraine pense que la Russie profiterait de toute pause dans les combats pour se réarmer, tandis que la Russie estime que l'OTAN pourrait profiter d'une trêve pour renforcer l'arsenal de l'Ukraine et poursuivre l'entraînement de ses soldats.

Toutefois, les responsables politiques de beaucoup de pays sont de plus en plus nombreux à penser que l'Ukraine ne sera pas en mesure d'expulser totalement la Russie de l'est de l'Ukraine et de la Crimée, et qu'il est très peu probable que la Russie s'empare de vastes pans de territoire supplémentaires en Ukraine. La guerre se terminerait donc autour d'une table de négociations.

Plus les événements suivants seront nombreux à se concrétiser, plus il y a de chances que le conflit débouche sur des négociations sérieuses :

- L'impasse sur le terrain se poursuit et les deux camps subissent de lourdes pertes militaires.
- Le soutien de l'Occident faiblit.
- Les prix de l'énergie continuent de monter ou le ralentissement de l'économie mondiale se poursuit.
- Les craintes s'intensifient face à la baisse des stocks d'armes
- Des signes de détresse économique ou d'instabilité politique apparaissent en Russie.
- La Chine choisit la voie de la prudence et ne fournit pas d'armes à la Russie.

D'après le *Washington Post*, le gouvernement ukrainien a été averti que cette année pourrait être sa dernière chance de renverser la table sur le terrain avec le soutien sans faille de l'Occident avant d'inévitables pourparlers de paix²⁴, en partie à cause de l'approche de l'élection présidentielle américaine de 2024.

Cela pourrait d'abord déboucher sur une trêve, mais avec des escarmouches occasionnelles. Une situation que connaît l'Ukraine depuis 2014 dans sa partie orientale, mais à une échelle cette fois-ci beaucoup plus grande. À terme, la situation pourrait évoluer comme après la guerre de Corée, avec une frontière gelée. En 1953, un accord d'armistice a créé une zone démilitarisée entre les deux parties, dans laquelle des milliers de soldats se font face encore aujourd'hui.²⁵ En l'absence d'un traité de paix officiel, chaque partie maintiendra ses revendications sur le territoire contrôlé par l'autre.

En outre, même si la guerre entre l'Ukraine et la Russie devait se terminer demain, les soupçons entre la Russie et une grande partie de l'Europe demeureront. L'Europe continuerait de réorienter ses chaînes d'approvisionnement dans divers secteurs, en particulier l'énergie, en tournant le dos à la Russie, tandis que Moscou continuerait de détourner ses flux commerciaux de l'Europe. **L'Europe devrait également vivre avec l'idée d'avoir une puissance hostile sur son flanc oriental dans un avenir prévisible. L'augmentation de la frontière entre l'OTAN et la Russie est un signe frappant de cette tension.**

Europe in 1990



Europe in 2022



Source : CNBC, 2022

²⁴ « U.S. warns Ukraine it faces a pivotal moment in war », *Washington Post*, 13 février 2023

²⁵ « How Might the Violence in Ukraine Come to an End? », *Spiegel*, 10 février 2023

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, CFA

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

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.