

L'Europe devant la tempête du siècle

Par Angelo Katsoras

Introduction

L'Europe se trouve au cœur d'une crise économique, énergétique et géopolitique. Elle est engluée dans les séquelles ou effets de la pandémie, de la guerre, de l'inflation, de la dette, de l'explosion des prix de l'énergie et d'une récession qui s'annonce.

Cette étude analyse les défis que devront surmonter plusieurs pays, avec une attention particulière à l'Italie, au Royaume-Uni, à l'Allemagne et à la France. Elle se penche aussi sur la montée des tensions à la fois au sein des pays et entre eux.

L'Italie élit une coalition d'extrême droite pour diriger le pays

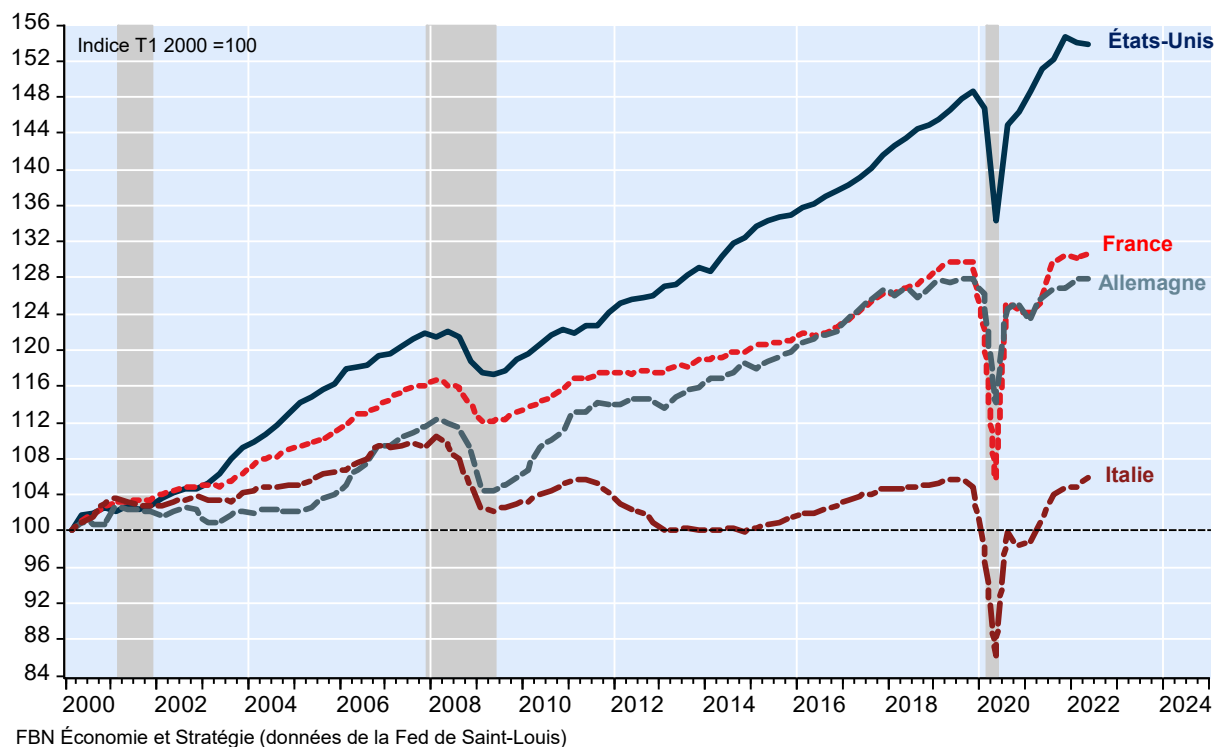
La nouvelle coalition de gouvernement est menée par le parti d'extrême droite Fratelli d'Italia et deux formations secondaires, la Ligue et Forza Italia. En plus d'un renforcement des restrictions de l'immigration, leur programme prévoit des réductions d'impôts combinées à une augmentation des dépenses pour les retraites et les prestations familiales.

Cependant, ce gouvernement se heurtera rapidement à la réalité de la très maigre marge de manœuvre financière de l'Italie. La péninsule a un ratio dette/PIB de 151% et un important déficit budgétaire (6%).¹ Sa situation a encore été aggravée par la montée en flèche du taux des obligations d'État de 10 ans, passé de 1.2% au début de l'année à environ 4.3%.

Pour compliquer encore les choses, depuis la formation de la zone euro en 1999, l'économie italienne n'a connu pratiquement aucune croissance. L'augmentation cumulative (pas annuelle) du PIB déclaré depuis 2000 est à peine de 5% (graphique).

L'économie de l'Italie n'a presque pas crû depuis son adhésion à l'euro

PIB réel



FBN Économie et Stratégie (données de la Fed de Saint-Louis)

¹ Données du FMI

Avant d'adhérer à la zone euro, l'Italie procédait périodiquement à des dévaluations pour soutenir la concurrence des grandes puissances, comme l'Allemagne. Maintenant qu'elle n'a plus sa propre monnaie, l'Italie ne peut regagner en compétitivité que par des réformes et des réductions des salaires.

Un des principaux facteurs qui empêchent une explosion encore plus forte des taux obligataires est l'achat continu par la Banque centrale européenne d'obligations italiennes. Cela confère à la BCE un certain ascendant sur l'Italie. La capacité de l'UE de réduire son soutien financier est un autre levier. La présidente de la Commission européenne, Ursula von der Leyen, a récemment affirmé que l'Europe dispose « d'outils » face à l'Italie si un nouveau gouvernement devait s'engager dans une « direction difficile ».² Cela pourrait comprendre une restriction à l'accès des fonds de rétablissement après la COVID de l'UE, qui a réservé 200 milliards € pour l'Italie au cours des six prochaines années.

Cela signifie aussi que l'Italie se verrait dans l'incapacité de mettre en œuvre un programme de subventions énergétiques similaire en taille à ceux qu'adoptent des membres plus riches de l'UE, empêchée à la fois par l'UE et par les marchés obligataires.

Toutes ces difficultés impliquent que la lune de miel politique du nouveau gouvernement sera sans doute éphémère. La courte durée des gouvernements antérieurs souligne encore ce risque. Depuis la Deuxième Guerre mondiale, 31 premiers ministres ont présidé 67 gouvernements.

Comme l'Italie est la quatrième économie de l'Europe, ce qui se passera dans ce pays jouera un rôle clé dans la tournure que prendra la destinée de l'UE et de la zone euro.

Le Royaume-Uni ébranlé par le réveil des « justiciers » du marché obligataire

Au Royaume-Uni, la première ministre Liz Truss n'a même pas eu droit à une lune de miel. Après moins de deux mois au 10 Downing Street, elle a été forcée à démissionner par la tourmente qui s'est emparée des marchés à l'annonce de son plan budgétaire, abandonné depuis, et une fronde croissante dans les rangs des députés conservateurs.

Le Royaume-Uni illustre comment les taux d'intérêt bas et l'inflation conjuguée à l'assouplissement quantitatif ont conditionné les politiciens au cours des quelque dix dernières années à penser qu'ils peuvent dépenser sans conséquences. La transition à un paysage économique dans lequel les marchés obligataires punissent les gouvernements prodigues constituera un ajustement psychologique très difficile à faire pour le personnel politique. La promesse du Parti travailliste d'augmenter considérablement les dépenses face à cette tourmente du marché révèle à quel point il est difficile pour les politiciens de s'adapter à cette nouvelle réalité.

Cette turbulence survient à un moment où le Royaume-Uni doit non seulement composer avec des factures d'électricité qui sont parmi les plus élevées en Europe, mais aussi avec le fait que ses installations de stockage de gaz n'ont réussi à accumuler que 2% de sa demande annuelle. Ce chiffre est à comparer à plus de 20% pour des pays tels que la France et l'Allemagne.

La tourmente politique britannique illustre crûment les défis que pose le paysage économique actuel pour les perspectives de réélection de gouvernements européens pris en tenaille entre les coupes budgétaires que veulent les marchés et les niveaux de dépenses sociales que revendique la population. Selon un récent sondage YouGov, le Parti travailliste aurait une avance de près de 30 points sur le Parti conservateur.

Les appels à des élections anticipées se multiplieront sans aucun doute, mais à moins d'un rebond spectaculaire dans les sondages, il est peu probable que les conservateurs dissolvent le Parlement avant la date limite des élections de janvier 2025 pour éviter une défaite massive dans les urnes.

L'Allemagne fait face à plusieurs grands défis économiques

L'économie de l'Allemagne, particulièrement depuis la chute du mur de Berlin, a été bâtie sur l'accès à du gaz naturel bon marché russe, qui couvrait 55% de ses besoins en gaz juste avant le déclenchement de la guerre en Ukraine. La perte de cette source d'approvisionnement a encore été aggravée par les décisions passées de réduire l'accès à d'autres formes d'énergie. Cela comprend notamment la décision en 2011 d'arrêter tous les réacteurs nucléaires du pays, qui, à l'époque, satisfaisaient environ un quart de ses besoins d'électricité. Les autorités ont décidé de retarder l'arrêt de deux des trois derniers réacteurs jusqu'en avril 2023.

² « Italy swings to the hard right after clear election victory by Giorgia Meloni, who is set to emerge as the country's first female prime minister », *The Globe and Mail*, 25 septembre 2022

La capacité de l'Allemagne de produire du gaz naturel a aussi été réduite considérablement. En 2017, le gouvernement a adopté une loi qui bannissait essentiellement la fracturation, même si des entreprises allemandes utilisaient cette technique depuis les années 1950. En 2000, l'Allemagne pompait quelque 20 milliards de mètres cubes (Gm³) de gaz naturel par an, assez pour répondre à près de 25% de la demande. Aujourd'hui, la production a chuté à 5-6 Gm³ à peine.³

Près d'une entreprise industrielle sur six en Allemagne réduit ou abandonne des productions à cause des prix élevés de l'énergie, selon une enquête effectuée en juillet par l'Association allemande des chambres de commerce et d'industrie.⁴

Secteur automobile

L'autre grand défi que doit relever l'industrie allemande est l'évolution du secteur automobile. La capacité des entreprises allemandes de produire des moteurs à combustion interne de qualité l'a longtemps démarquée des autres pays. Mais en ce qui concerne les batteries pour les véhicules électriques, la part du lion de la production revient aux sociétés chinoises, coréennes et japonaises. Cela suscite des doutes sur la capacité des constructeurs allemands de transposer l'avantage concurrentiel qui était le leur dans la production de véhicules à essence au secteur des véhicules électriques.

L'Allemagne fait face à des défis liés à la Chine

La Chine est le plus important partenaire commercial de l'Allemagne. Cependant la croissance a considérablement ralenti dans l'Empire du Milieu qui doit composer avec un vieillissement de la population active, des tensions géopolitiques, un secteur immobilier en crise et les confinements à répétition face à la COVID. La Chine se transforme aussi d'un marché avide de machines allemandes de grande qualité à un concurrent sérieux dans ce domaine. Les liens économiques avec la Chine pourraient aussi être affectés par la législation allemande adoptée récemment qui oblige les entreprises de plus de 3,000 salariés à vérifier qu'il ne se produit aucune violation des droits de la personne dans leurs chaînes d'approvisionnement à partir de 2023.

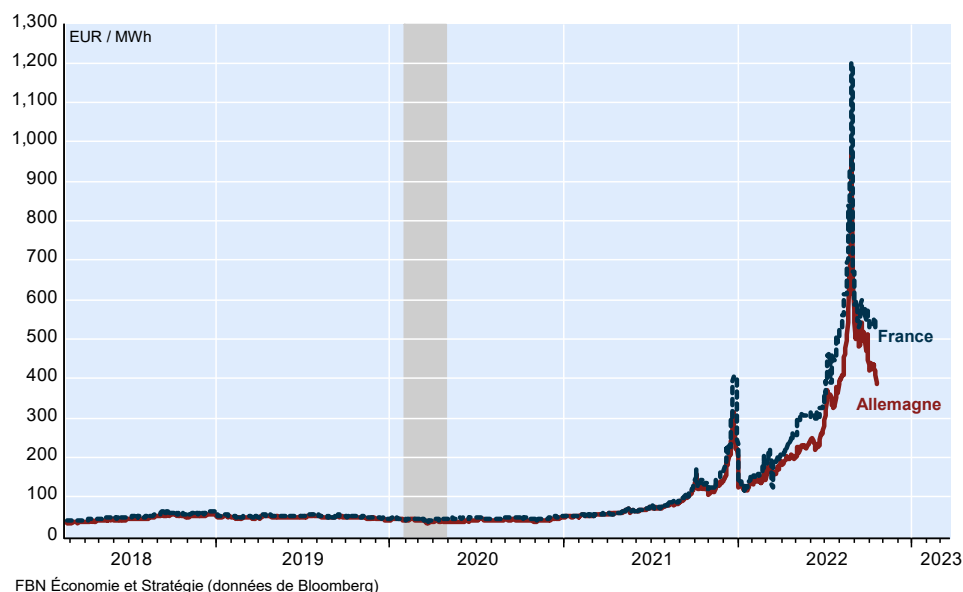
Une Allemagne préoccupée par ces problèmes économiques a moins de ressources politiques à consacrer à la résolution des problèmes de l'Europe.

La transition énergétique chaotique de l'Europe

Même avant la guerre en Ukraine et la coupure de l'énergie russe qui s'en est suivie, le défi de la transition à une économie verte combinée à une grande dépendance des importations d'énergie s'est soldé par une augmentation plus forte du prix de l'énergie que dans de nombreuses autres régions du monde.

Zone euro : Montée en flèche des contrats à terme sur l'électricité

Prix de base pour la livraison par les lignes à haute tension dans un an



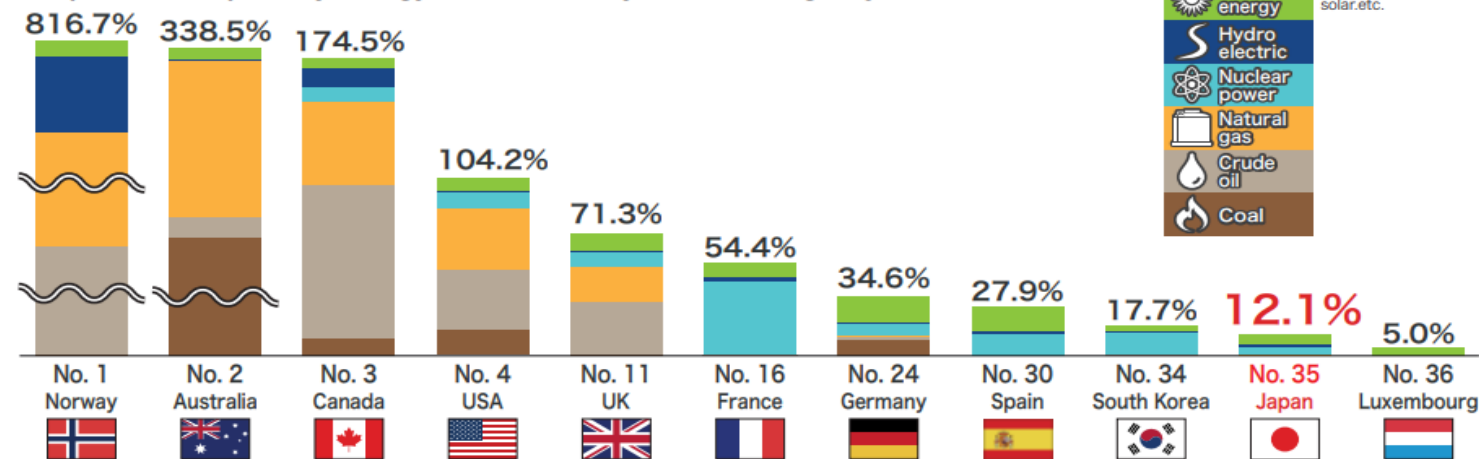
FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

³ « Germans have been living in a dream », *The Economist*, 21 juillet 2022

⁴ « How the German Economic Machine Broke Down », *Wall Street Journal*, 28 juillet 2022

En 2020, l'UE tablait sur les importations pour 58% de ses besoins en énergie, contre 56% en 2000. Par comparaison, les États-Unis sont pratiquement autosuffisants à 100% en énergie.⁵ Avant la guerre, l'UE achetait environ 25% de son pétrole, 50% de son charbon et 40% de son gaz à Moscou.⁶

Comparisons of primary energy self-sufficiency ratios among major nations (2019)



Source: Estimates for 2019 from IEA "World Energy Balances 2020", except for data for Japan, which are confirmed values of FY 2019, derived from "Comprehensive energy statistics of Japan". Agency for Natural Resources and Energy. * The ranks in the table are those of the 36 OECD member countries.

Source : « Japan's Energy », ministère de l'Économie, du Commerce et de l'Industrie (Japon), février 2022

Le rôle crucial du gaz naturel

Le combustible fossile utilisé pour assurer une alimentation en électricité stable est très largement le gaz naturel. La raison en est double. Premièrement, le gaz naturel pollue moins que le charbon ou le pétrole. Deuxièmement, contrairement à celles au charbon ou à l'énergie atomique, les centrales au gaz naturel peuvent moduler leur production avec précision. Cela en fait un complément idéal pour l'électricité irrégulière d'origine éolienne et solaire. Il est aussi important de noter que, en plus de son utilisation pour chauffer et produire de l'électricité, le gaz naturel est un ingrédient crucial pour la fabrication de produits chimiques, d'aluminium, de plastiques et d'engrais.

Le gaz naturel représente 21% de la consommation d'énergie de l'UE. Les importations fournissent 83% de sa consommation de gaz, soit une augmentation de 50% en 10 ans.⁷

Alors que l'UE a réussi à réduire la part de la Russie dans ses importations de gaz de 40% à 9% et que les installations de stockage de gaz sont remplies à plus de 90%, des défis persistent à plus long terme.⁸ Premièrement, il pourrait être encore plus difficile d'augmenter les niveaux de stockage de gaz l'an prochain qu'en 2022 parce que les réserves actuelles ont été constituées avec l'aide d'importations russes, qui ne seront probablement plus disponibles la prochaine fois. Deuxièmement, comme l'illustre le graphique suivant, le prix du gaz naturel liquéfié a grimpé en flèche. Enfin, il existe un risque que les approvisionnements en gaz soient mis à mal par un hiver froid, des pannes d'infrastructures et l'arrêt complet des livraisons restantes de la Russie à l'Europe.

⁵ « From where we import energy », Eurostat, 2021

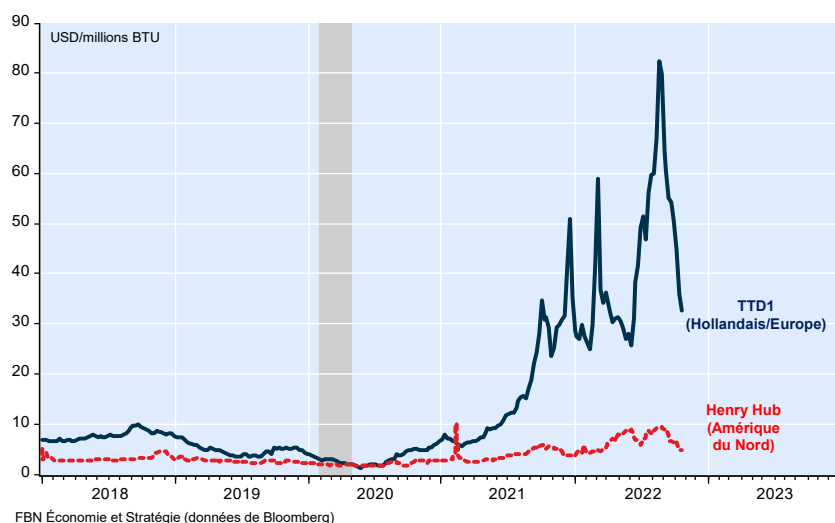
⁶ « Europe Needs to Cut Energy Demand. Now ». Bloomberg, 8 mars 2002

⁷ « Gas factsheet », Agence de coopération des régulateurs de l'énergie (ACER), 2022

⁸ « 91.2% of EU gas storage is filled », Reuters, 5 octobre 2022

L'Europe paie des prix astronomiques pour satisfaire la demande de GNL

Moyennes hebdomadaires, depuis octobre 21



Équilibrer le besoin de plus de gaz naturel avec les objectifs climatiques

Les gouvernements essaient de persuader le secteur du gaz naturel de construire plus d'infrastructures tout en visant des objectifs environnementaux qui pourraient rendre ces infrastructures obsolètes en une décennie environ, bien avant que la plupart des projets aient pu devenir rentables.

La solution politique au dilemme pourrait être une sorte de promesse de compensation future de l'industrie pour la construction des infrastructures aujourd'hui face à sa possible obsolescence demain. Bien qu'une telle promesse soit coûteuse, le prix à payer en serait faible en regard du coût de plusieurs années de pénurie si les industries énergétiques traditionnelles ne sont pas équipées pour répondre à la demande avant la transition à des formes d'énergie de remplacement.

La France pourrait compliquer les défis énergétiques européens

La France, qui produit 70% de son électricité dans des centrales nucléaires, a traditionnellement été un des plus grands exportateurs d'électricité d'Europe. Mais actuellement, près de la moitié de sa capacité de production nucléaire est hors service à cause de travaux de réparations et de maintenance.⁹ Résultat, sa production d'électricité est au plus bas depuis 30 ans juste au moment où l'Europe traverse sa pire crise de l'énergie depuis des décennies.¹⁰ Cette situation a forcé la France à devenir pour la première fois un importateur net d'électricité. L'âge moyen des réacteurs français est de 37 ans.¹¹ La durée de vie d'un réacteur peut être prolongée de nombreuses années au-delà de sa vie utile officielle de 40 ans, mais seulement au prix de travaux de remise à neuf considérables.

Alors que la France a promis de réactiver la plupart de ses réacteurs au cours des prochains mois, il est important de noter que le secteur nucléaire de l'Occident est notoirement réputé pour ses dépassements de délais de réparation et de construction de réacteurs neufs. Des grèves ont encore retardé la remise en marche de 18 réacteurs au moins de plusieurs semaines.

Si la France devait continuer d'importer de l'électricité pendant les mois d'hiver, cela accroîtrait d'autant les difficultés du secteur de l'électricité européen. Pour aggraver encore la situation, selon certaines informations, d'autres pays, dont l'Allemagne et la Norvège, pourraient être forcés pendant l'hiver de réduire les exportations d'électricité à cause de l'insuffisance de l'offre.

L'Europe se bat pour trouver une stratégie commune face aux défis énergétiques

Les tensions ont monté quand le gouvernement allemand a annoncé un plan de 200 milliards € (équivalent à 5% du PIB) pour aider les ménages et les entreprises à faire face à la hausse des factures énergétiques. En termes de PIB, le chiffre représente

⁹ « Spot prices ease with renewable, nuclear output set to rise », Reuters, 21 octobre 2022

¹⁰ « France's nuclear energy strategy – once its pride and joy – faces big problems this winter », CNBC, 4 octobre 2022

¹¹ « Nuclear Power in France », World Nuclear Association, septembre 2022

au moins trois fois plus que l'aide déployée par la plupart des autres pays membres de la zone euro.¹² L'Allemagne est accusée d'utiliser sa puissance financière pour subventionner ses entreprises et donc leur donner un énorme avantage sur les concurrents basés dans des pays moins riches.

La citation suivante du premier ministre polonais Mateusz Morawiecki résume le mieux cette colère : « Le pays le plus riche, le plus puissant de l'UE essaie de profiter de cette crise pour donner un avantage à ses entreprises sur les concurrents du marché unique. Ce n'est pas juste; ce n'est pas ainsi que devrait fonctionner le marché unique. »¹³

Le chancelier allemand, Olaf Scholz, a répondu en faisant remarquer que d'autres pays ont eu recours à des mesures similaires. La France, par exemple, a bloqué les prix du gaz cette année et plafonné l'augmentation des prix de l'électricité à 4%.

La crise de l'énergie a augmenté le levier de certains pays

Dans les crises financières passées, l'Allemagne et d'autres membres financièrement solides de l'UE négociaient avec les pays méditerranéens plus endettés en position de force.

Mais aujourd'hui, la dynamique est inversée parce que la fermeture du robinet de gaz russe place l'Allemagne et d'autres pays européens du Nord dans une situation énergétique pire que celle de l'Espagne et du Portugal, qui dépendent beaucoup moins du gaz russe grâce à leurs terminaux de GNL. À cet égard, la ministre espagnole de la Transition écologique, Teresa Ribera Rodríguez, a adressé cette pointe à l'Allemagne : « Contrairement à d'autres pays, nous, Espagnols, n'avons pas vécu au-dessus de nos moyens d'un point de vue énergétique. »

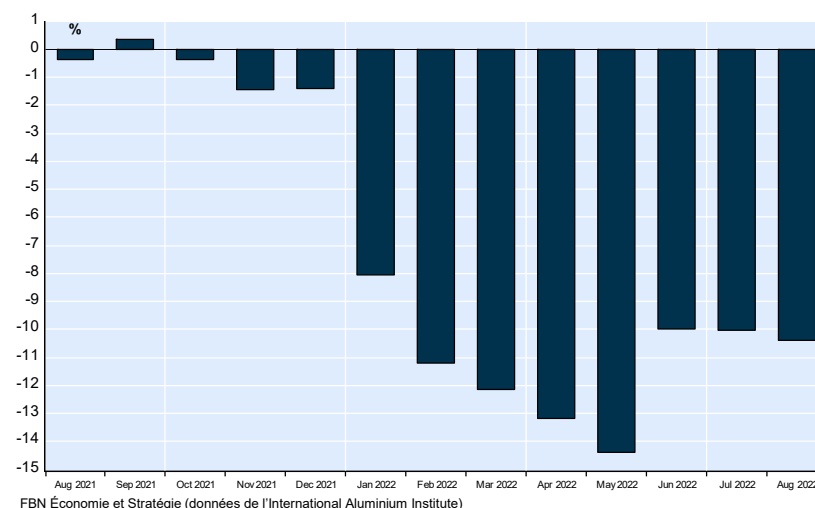
Le rejet de la proposition d'une réduction obligatoire de la consommation de gaz de 15% pendant les mois d'hiver à l'initiative de l'Allemagne illustre bien cette nouvelle dynamique. Les membres de l'UE se sont plutôt entendus sur une cible de réduction volontaire de 10% de la consommation d'électricité et une réduction obligatoire de 5% pendant les heures de pointe.¹⁴ L'Espagne et le Portugal ont fait valoir que des contraintes uniformes sans exemptions auraient été injustes puisqu'ils disposent d'approvisionnements suffisants.

L'Europe risque-t-elle une désindustrialisation partielle?

Affectées par la hausse des prix de l'énergie, des sociétés d'une myriade de secteurs à haute intensité énergétique, dont ceux de l'acier, de l'aluminium, du zinc et de la chimie, sont forcées de réduire leur exploitation et, dans certains cas, de transférer leur production à l'étranger. De fait, la moitié de la production d'aluminium et de zinc d'Europe a déjà été arrêtée, selon Eurometaux, l'association professionnelle de la métallurgie d'Europe.¹⁵

Europe : La production d'aluminium trébuche

Variation annuelle de la production d'aluminium en Europe centrale et de l'Ouest en pourcentage



¹² « Why Germany's energy Pack is undermining unity », *Financial Times*, 5 octobre 2022

¹³ « EU leaders reaffirm support for Ukraine, squabble over gas price cap », Reuters, 7 octobre 2022

¹⁴ « E.U. agrees to watered-down gas-rationing plan after early resistance », *Washington Post*, 26 juillet 2022

¹⁵ « 'Crippling' Energy Bills Force Europe's Factories to Go Dark », *New York Times*, 19 septembre 2022

Plus de deux tiers de la production d'engrais de l'Europe ont également été arrêtés en raison de l'augmentation des prix du gaz naturel.¹⁶ Le gaz naturel est à la fois un ingrédient important entrant dans la fabrication d'ammoniac et une source d'électricité nécessaire pour fabriquer les engrais azotés. En tout, il représente environ 70% du coût de la production de ces engrais.¹⁷

Une taxe carbone à la frontière à la rescousse ?

Plus longtemps les prix de l'énergie restent élevés par rapport à d'autres régions, plus les industries sensibles à l'énergie seront tentées de se relocaliser à l'étranger. Ce risque plus le nombre d'années qu'il faut pour bâtir une infrastructure énergétique accroissent les probabilités que l'Europe recoure à des tarifs douaniers pour prévenir un exode de ses industries.

Le plus probable de ces tarifs est une taxe carbone à la frontière qui impose un prélèvement sur les importations de pays ayant des normes environnementales moins rigoureuses. Le Parlement européen a approuvé la législation sur la taxe carbone en juin et celle-ci doit maintenant être conciliée avec une version antérieure adoptée par les gouvernements de l'Europe. Cependant, l'application de cette taxe comporte divers risques :

- Elle augmenterait les tensions commerciales entre pays développés, dont certains répondraient en imposant des contre tarifs.
- Il y aurait probablement des disputes sur la manière dont divers pays mesurent la pollution.
- Alors qu'une taxe carbone à la frontière égaliserait les chances pour les industries par rapport aux importations de régions appliquant une réglementation climatique moins stricte, elle alourdirait également les coûts d'exploitation.

Pour une analyse plus approfondie de la taxe carbone à la frontière, reportez-vous à notre étude récente, « Mise à jour : Vers une inévitable taxe carbone à la frontière ? » (décembre 2021)

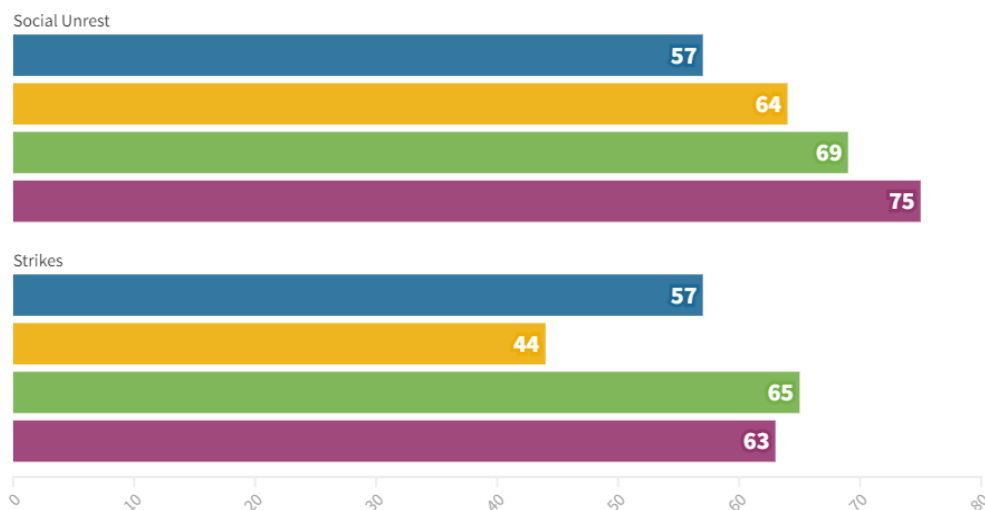
Les préoccupations au sujet de l'inflation et de l'économie nuiront-elles au soutien à l'Ukraine ?

Comme le révèle le sondage ci-dessous, les Européens craignent de plus en plus que la situation économique difficile nourrisse des troubles sociaux.

Thinking about the next few months, how worried, if at all, are you about each of the following?

% worried in each country

United Kingdom Germany France Poland



Source : Conducted by YouGov for the non-profit organization More in Common, 2 septembre 2022

¹⁶ « Higher gas prices deepen Europe's fertilizer crunch, threaten food crisis », Bloomberg, 27 août 2022

¹⁷ « You Can't Eat Without Natural Gas », 28 septembre 2022

Vladimir Poutine espère que les pays de plus en plus aux prises avec des difficultés économiques et reliées à l'énergie fassent pression sur l'Ukraine pour qu'elle accepte une trêve plus favorable à la Russie. Les deux pays à surveiller de près à cet égard sont l'Italie et l'Allemagne.

Alors que la nouvelle cheffe du gouvernement italien, Giorgia Meloni, s'est prononcée publiquement en faveur de l'Ukraine, les partenaires de sa coalition se sont montrés plus ambivalents encore récemment. Par exemple, le chef de la Ligue, Matteo Salvini, affirmait il n'y a pas longtemps : « Devons-nous défendre l'Ukraine ? Oui. Mais je ne voudrais pas que les sanctions fassent plus de tort à ceux qui les imposent qu'à ceux à qui elles s'appliquent. » Plus important encore, l'opinion publique. Un sondage effectué en septembre par Quorum/YouTrend indique que 43% des Italiens soutiennent les sanctions alors que 37% s'y opposent et que 20% disent ne pas savoir. Il y a un an seulement, le niveau de soutien était de 50%.¹⁸

Quant à l'Allemagne, un sondage de l'Infratest Dimap Institute a conclu que le soutien à des sanctions sévère contre la Russie avait dérivé de 66% en mars à 53% en septembre.¹⁹

Les tensions reliées à l'énergie pourraient augmenter entre les États-Unis et l'Europe

En plus de toutes ces difficultés, un autre point de tension émerge. Cette fois c'est entre les États-Unis et l'Europe au sujet des prix élevés du gaz naturel liquéfié.

- Le ministre allemand de l'Économie, Robert Habeck, a ainsi affirmé que « certains pays, y compris des pays amis, pratiquent parfois des prix astronomiques [pour leur gaz]. Bien entendu, cela engendre des problèmes dont nous devons parler. »²⁰
- Le président français, Emmanuel Macron, a dit : « L'économie nord-américaine fait des choix d'attractivité, que je respecte, mais cela crée un double standard. » M. Macron faisait référence au fait que les États-Unis vendent le gaz naturel à l'Europe à des prix beaucoup plus élevés que sur le marché intérieur.²¹

La Russie espère, à n'en pas douter, que ces tensions émergentes finissent par rendre plus difficile pour l'Europe et les États-Unis de maintenir un front commun contre elle.

Conclusion

L'Europe fait face à des difficultés importantes sur plusieurs fronts :

- Plus les forces économiques contraires seront grandes, plus il sera difficile pour tout gouvernement de se faire réélire. De plus, les partis politiques qui ont le malheur d'être au pouvoir au moment où les gouvernements sont finalement forcés de procéder à des coupes importantes seront sanctionnés par les électeurs pendant plusieurs cycles électoraux. Cela crée une occasion pour des partis auparavant marginaux de réaliser des gains politiques.
- Les tensions entre les pays augmenteront à mesure que les gouvernements donneront la priorité aux besoins de leurs propres citoyens au détriment de ceux d'autres pays. La capacité des pays plus riches d'apporter un soutien financier plus important que leurs contreparties plus pauvres sera une source de tensions.
- Le risque d'un important ressac politique contre les prix élevés de l'énergie augmentera. Qu'il suffise de rappeler le mouvement des gilets jaunes en France. Un projet de surtaxe sur les carburants en novembre 2018 pour financer les énergies renouvelables a déclenché des troubles civils généralisés qui ont forcé le gouvernement à faire machine arrière. Alors que beaucoup de pays ont eu recours à des subventions massives de l'énergie pour maintenir la paix sociale, nombre d'entre eux ont maintenant de plus en plus de mal à payer cette dépense dans un contexte de hausse des taux d'intérêt. Le Royaume-Uni a déjà annoncé que les plafonnements des prix de l'énergie ne dureront que jusqu'en avril, et, par la suite, cibleront davantage ceux qui en ont le plus besoin.
- L'Union européenne essaie de réduire sa dépendance des importations d'énergie en accélérant le développement des énergies renouvelables et l'infrastructure reliée au gaz naturel. Cependant, cette stratégie comporte deux difficultés importantes. Premièrement, il faudra des années pour créer cette infrastructure. Deuxièmement, l'Europe court le risque, après avoir été

¹⁸ « Italy's Election Is the First Test of the West's Anti-Putin Resolve », *Wall Street Journal*, 23 septembre 2022

¹⁹ « 'I've given up on all my dreams': Dread in Germany deepens over war in Ukraine », *Los Angeles Times*, 3 octobre 2022

²⁰ « German minister criticizes U.S. over 'astronomical' natural gas prices », *CNBC*, 5 octobre 2022

²¹ « Macron Accuses US of Trade 'Double Standard' Amid Energy Crunch », *Bloomberg*, 21 octobre 2022

dépendante du pétrole et du gaz, de devenir dépendante des importations de minerais et d'autres intrants nécessaires pour bâtir et entretenir une infrastructure verte.

- Le retour d'un loyer de l'argent élevé a ranimé les craintes que certains pays puissent s'enfoncer dans une nouvelle crise des dettes. Cette crainte est amplifiée par le fait que les finances publiques de la plupart des pays européens sont en plus mauvais état qu'au moment de la crise des dettes souveraines précédente, en 2009-2010.
- Les prix élevés du gaz et de l'électricité créent un important désavantage dans la concurrence sur la scène internationale pour les sociétés européennes. Cela accroît les chances de voir davantage de sociétés transférer leurs activités à l'étranger. La récente annonce par BASF, le plus grand fabricant de produits chimiques au monde, de son projet de réduire définitivement ses activités en Europe souligne ce risque. Les raisons invoquées de cette décision sont la faiblesse de l'économie, les coûts élevés de l'énergie et un cadre réglementaire exagérément rigoureux.²²

La guerre en Ukraine

Enfin, même si la guerre entre l'Ukraine et la Russie devait prendre fin demain, la suspicion entre les Russes et la plupart des Européens resterait vive. L'Europe continuerait de réorienter ses chaînes d'approvisionnement dans divers secteurs, en particulier dans celui de l'énergie, au détriment de la Russie alors que Moscou continuerait de détourner ses flux commerciaux de l'Europe. Cela comprend la construction d'une infrastructure énergétique pour vendre du pétrole et du gaz à la Chine et à d'autres pays asiatiques. Le sabotage du gazoduc Nord Stream ne fait que conforter cette tendance.

L'allongement de la frontière entre l'OTAN et la Russie constituera un rappel criant de ces tensions. Le flanc est de l'OTAN est plus proche de 1,100 km du Kremlin que ne l'était la frontière allemande en 1989, mais l'intégration de la Finlande à l'OTAN ajoutera plus de 1,300 km de frontière entre l'OTAN et la Russie.²³

Europe in 1990



Europe in 2022



Source : CNBC, juin 2022.

²² « BASF seeks 'permanent' cost cuts at European operations », Reuters, 26 octobre 2022

²³ « NATO's eastern front: will the military build-up make Europe safer? » *Financial Times*, 4 mai 2022

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

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.