

Lettre n°150

Russie, bientôt 5 ans perdus.

« *Choisir un chemin, c'est devoir en perdre d'autres* ». Paulo Coelho.

« L'opération spéciale » en Ukraine devait durer 48 heures mais elle est dure et perdue depuis plus de 4 ans sans perspective de succès pour la Russie. Il y a là autant de temps et d'opportunités perdus par la Russie :

- **Sur le plan intérieur**, selon Robert Nigmatulin, économiste à l'Académie des Sciences de Russie, l'inflation cumulée depuis 2015 serait de 77%, le pouvoir d'achat de la majorité des ménages a été réduit par les hausses d'impôts et la baisse de la natalité ou l'exil de jeunes qualifiés est un handicap pour le futur. L'argent investi dans du matériel militaire vite détruit, c'est de l'argent indisponible pour investir dans les infrastructures et les technologies du futur. C'est autant de retard pris par rapport aux autres puissances.
- **Sur le plan militaire**, l'Ukraine n'est-elle pas un nouvel Afghanistan pour la Russie ? Après plus de 4 ans de guerre, la peur a changé de côté. Au défilé du 9 mai sur la place Rouge, point de défilé de la Douma, point de chars de combat, point de lance-missiles et l'Ukraine, chaque jour, touche des infrastructures russes.
- **Sur la scène internationale**, la Russie accaparée par l'Ukraine est obligée de céder du terrain, de reculer voire d'abandonner des places jugées par elle comme stratégiques : la Syrie, le Venezuela, l'Arménie, le Mali et sans doute prochainement d'autres implantations africaines, l'Asie centrale au profit de la Chine, peut-être demain Cuba, voire l'Iran.

Pour mieux appréhender, les difficultés de la Russie, on analysera successivement 8 aspects :

- **Une ambition politique contrariée :**

Douguine, l'idéologue du Kremlin veut le renversement et la destruction du libéralisme. Il est favorable à une extension du pouvoir impérial russe. Il veut l'élimination de ce qu'il appelle les Etats fictifs, pays baltes et Ukraine. Il veut réaliser la grande Russie avec des attaques contre les pays où les minorités russes sont soi-disant menacées, exemple en Ossétie et en Abkhazie ou encore dans le Donbass et la Crimée.

Mais, l'histoire enseigne la difficulté pour une puissance, aussi forte soit-elle, de vaincre un sentiment national. Envahir un pays, c'est renforcer la défense patriotique. Le discours de Poutine expliquant que la Russie est invaincue dans l'histoire est faux car elle a subi une défaite lors de la guerre de Crimée en 1853-56, une défaite face au Japon en 1905, un effondrement en 1917 et un échec en Afghanistan.

Aujourd'hui, le pays glisse vers le totalitarisme. A 4 ans, les enfants apprennent le maniement des armes, les livres d'histoire ont été réécrits, l'accès aux réseaux sociaux est bridé...

- **Des premiers reculs en Ukraine :**

Les dépenses militaires officielles sont de €150 milliards, soit 30% du budget, un montant stable en 2026 mais, en réalité, le chiffre serait plus proche de €250 milliards et rapporté au PIB, €2000 milliards, cela confirme le passage à une économie de guerre. Pour autant, la perte de l'accès à Starlink a réduit la précision des frappes et stoppé l'avancée des troupes russes.

Depuis le début du conflit en 2022 l'armée russe n'a conquis que 1% du territoire ukrainien, moins de 6000 km². La Russie occupe aujourd'hui un peu moins de 20% du territoire ukrainien dont 7% en Crimée. Les Ukrainiens ont récemment repris environ 300 km² de territoire. L'Ukraine est de plus en plus performante et, depuis le début de l'année a touché avec succès 135 cibles en Russie et désormais est capable d'envoyer des drones à 1700 kms à l'intérieur de la Russie.

Bilan provisoire et estimé de cette guerre, selon le Center for Strategic and International Studies à Washington, la Russie aurait perdu plus de 1.2 million hommes depuis le début de la guerre soit 325 000 morts et 900 000 blessés. Les recrutements sont de 30 à 35 000 par mois mais inférieurs au nombre de morts ou de blessés.

- *Le mécontentement croissant dans le pays :*

L'armée russe peine à recruter, essaie dorénavant d'enrôler des étudiants mais avive le mécontentement et l'inquiétude.

La population se plaint également de la suspension d'Internet et des restrictions d'accès à WhatsApp et Telegram. Même, le président des patrons russes, Chokine, a déploré ce blocage d'Internet.

Le taux d'inflation officiel a baissé de 10% en 2024 à 6% en 2025 mais la population se plaint de l'inflation qui ne serait pas à 6% mais 15% et rogne le pouvoir d'achat.

La population se plaint enfin du ralentissement de l'économie, du mauvais entretien des infrastructures qui a plongé certaines régions de Russie dans l'incapacité de se chauffer durant une partie de l'hiver. Poutine avait reconnu enfin 2025 la nécessité d'investir près de \$60 milliards pour entretenir ce réseau mais l'effort de guerre prive le pays de disponibilités budgétaires.

Bilan de ce mécontentement, à quelques mois des élections législatives, une baisse du soutien à Poutine manifeste.

- *La perte d'influence sur la scène internationale :*

En Europe, l'échec de Viktor Orban, c'est la perte d'un cheval de Troie.

En Asie, c'est une perte d'influence en Arménie et en Azerbaïdjan, désormais plus proches de l'Occident. La Russie a exprimé son mécontentement de voir l'Arménie se rapprocher d'une entrée dans l'Union européenne et d'avoir, il y a quelques semaines, accueilli Zelenski.

En Afrique, c'est le récent revers au Mali, le retrait soudain des 400 mercenaires russes de l'Africa Corps fin avril, l'abandon des soldats maliens à leur sort après le coup de force des djihadistes. De quoi décevoir l'Etat malien et les pays africains supposés protégés par la Russie.

Au Moyen-Orient, après la Syrie, l'incapacité à jouer un rôle dans le jeu iranien, la Russie perd en influence tandis que l'Ukraine, avec un sens de l'opportunisme, a signé des contrats avec les monarchies du Golfe.

- *Les ambivalences de Trump à l'égard de la Russie :*

Trump, homme de Moscou, peut-être, mais il n'aide pas toujours Poutine autant qu'on ne peut l'imaginer. Il n'a pas hésité à se rapprocher des pays du Caucase traditionnellement dans l'orbite de la Russie, exemple pour essayer de faire la paix entre l'Arménie et l'Azerbaïdjan. De même, avec son intervention au Venezuela et en Iran, il s'en est pris à des alliés de Poutine et avait refusé la médiation de Poutine sur l'Iran en juillet. Enfin, il n'a pas répondu à l'invitation de Poutine de renégocier les accords sur le nucléaire venus à échéance, il n'a pas invité Poutine dans les négociations sur Gaza et il s'appuie en Libye sur des milices locales pour pousser dehors les Russes.

Il y a encore quelques mois, Trump avait mis des sanctions sur le transport du pétrole russe et avait fait pression sur l'Inde pour qu'elle n'achète plus de pétrole russe.

Ambivalence néanmoins, comme souvent avec Trump, car en soutenant les partis d'extrême droite en Europe, il vise à affaiblir celle-ci pour le plus grand bonheur de Poutine et s'il retire des troupes d'Allemagne ou si demain il sort de l'OTAN, il sert les visées russes.

- ***Les difficultés économiques :***

Si la guerre a stimulé l'économie au début du conflit, aujourd'hui, elle l'affaiblit. En 2025, la croissance du PIB a été limitée à 1% contre 4.9% en 2024 ; au 1^{er} trimestre de cette année, Poutine a reconnu un recul du PIB de 0.3% et les attentes sur l'année ont été révisées à la baisse de 1.3% à 0.4%.

Malgré une augmentation de la TVA de 20 à 22% qui a réduit le pouvoir d'achat, une hausse du taux d'impôt sur les sociétés de 20 à 25%, et de l'impôt sur le revenu, le déficit budgétaire a atteint 2.6% du PIB en 2025 et pourrait approcher 4% en 2026. Au moins 30% du budget, et manifestement plus, est affecté à l'effort de guerre, ce qui crée peu de richesses, et près de 10% du budget est affecté au paiement des intérêts de la dette.

Le déficit budgétaire est en apparence faible selon les comparaisons avec les Etats-Unis mais la Russie n'accueille guère d'investissements étrangers et ne peut accéder aux marchés internationaux.

Des secteurs comme l'aéronautique ou l'électronique, dépendant d'équipement importés, sont pénalisés par les sanctions internationales. On constate une augmentation des créances douteuses et dans plusieurs secteurs, sidérurgie, bois, on observe des baisses de l'activité.

A cause de l'augmentation de la fiscalité sur les petites et moyennes entreprises (une taxe de 6% sur chiffre d'affaires et une TVA à 5%), on redoute un risque de faillite d'un tiers des 7 millions de PME employant 15 millions de salariés.

En fait, les chiffres, selon des experts suédois, seraient plus mauvais. Sur les 10 dernières années la croissance annuelle moyenne aurait été seulement de 1.5% et le déficit budgétaire serait sous-estimé de \$30 milliards.

L'économie reste insuffisamment diversifiée et rien ne permet l'optimisme car le fonds souverain se réduit comme une peau de chagrin à 55 milliards contre 113 milliards avant la guerre. Depuis le début du conflit, le fonds souverain a vendu de l'or. Il en avait 406 tonnes en 2022, 179 tonnes fin 2025.

Rien ne permet l'optimisme car les investissements directs depuis l'étranger se sont effondrés, les taux d'intérêt élevés pénalisent la croissance et fragilisent les petites sociétés et beaucoup de sociétés étrangères ont quitté le pays. Rien ne permet l'optimisme car, comme le déplorent les patrons russes, la Banque centrale maintient les taux d'intérêt à 15.5% à cause de l'inflation.

Seule nuance aux points analysés ci-dessus, les primes distribuées aux soldats car elles permettent une augmentation de la consommation d'une partie de la classe moyenne, sous forme d'achats de biens durables ou de biens immobiliers, mais à l'inverse ces primes pénalisent les finances publiques.

- ***Le pétrole et le gaz, mannes incertaines :***

Les revenus de l'énergie ont baissé entre 20 et 30% en 2025. L'énergie ne représente plus que 25% des recettes budgétaires contre 50% avant-guerre. En 2025, le rouble s'est apprécié de 45% contre le dollar du fait des taux d'intérêt très élevés et cela a eu pour conséquence une diminution des recettes de la vente du pétrole pour le gouvernement.

Les ventes de Gazprom à l'UE sont tombées de 180 milliards m3 en 2022 à 18 milliards, soit €6 milliards et devraient s'arrêter en 2027. Elles ne sont pas compensées par les ventes à la Chine, 38 milliards, ou à la Turquie, contrat de 22 milliards m3. L'UE devrait interrompre totalement les achats de gaz russe en 2027.

Endommagées par l'Ukraine, les capacités de raffinage sont au plus bas des 20 dernières années. La production de pétrole au 1^{er} trimestre 2026, 9.1Mb/j, était inférieure de 0.4Mb/j à son quota OPEP+ et en avril elle aurait encore baissé de 300 à 400 000 b/j. Les exportations ont été limitées à 2.3Mb/j fin mars contre une capacité de 4Mb/j car l'Ukraine a endommagé les installations portuaires d'exportations.

En dépit de ces baisses de production, mais grâce à l'envolée des cours du pétrole, les revenus des exportations de pétrole ont été en mars de \$19 milliards contre \$10 milliards en février et les Philippines, le Vietnam et l'Indonésie négocient avec la Russie pour compenser les pertes du Moyen-Orient.

- ***Le déclin démographique comme tendance durable :***

La population a baissé à 146 millions contre 148 millions avant la guerre. Beaucoup de jeunes qualifiés ont préféré quitter le pays, d'autres sont morts sur le front ou désormais handicapés.

Selon un membre de l'Académie des sciences, la population diminue de 600 000 personnes chaque année.

Conclusion : « *Les grands accomplissements sont réussis non par la force mais par la persévérance* »
Samuel Johnson.

- ***Un triomphe de la persévérance ?*** A force de persévérance, le David ukrainien a récemment fait reculer le Goliath russe. Vladimir Poutine après avoir dépensé beaucoup d'argent, privé l'économie de jeunes réquisitionnés sur le front et affaibli la présence de la Russie dans le monde, peut espérer tout au plus une victoire à la Pyrrhus. Poutine dit la fin de la guerre proche mais rappelons qu'au Vietnam, les négociations de paix avaient duré de 1968 à 1973 et, assurément, en Ukraine, elles risquent d'être longues.
- ***Une guerre multiforme mais sans percée :*** guerre d'usure sur un front de 1000 kilomètres, guerre technologique dont les formidables progrès ukrainiens dans l'usage des drones ne sont qu'une facette, guerre sale contre les populations ukrainiennes et leurs installations énergétiques, guerre hybride mêlant cyberattaques et ingérences dans les pays européens, tels sont les différents visages de l'offensive russe depuis début 2022 contre l'Ukraine et l'Occident, une offensive coûteuse mais sans percée.
- ***Une guerre qui aura éveillé ou réveillé l'Europe :*** après l'élargissement de l'OTAN à la Suède et la Norvège, après l'amorce d'un vigoureux réarmement allemand avec un budget de \$115 milliards en 2025 (+24% sur 1 an selon le SIPRI), soit 2.3% du PIB, l'objectif affiché par les pays membres de l'UE d'un budget militaire à 5% du PIB, l'émancipation progressive par rapport à un allié américain chaque jour plus ambigu et ambivalent, l'aide massive à l'Ukraine dont le déblocage du prêt de €90 milliards n'est qu'une composante, la perspective à terme d'une entrée de l'Ukraine dans l'UE sont autant de signes de détermination face à la menace russe.
- ***Une guerre désormais sans influence sur les marchés financiers internationaux :*** au début de la guerre, les prix du gaz, du pétrole, des engrais et des denrées agricoles avaient enregistré de fortes hausses. Tout est retombé et aujourd'hui, le conflit est sans incidence directe sur les marchés mais a une portée géopolitique majeure que seule pourrait dépasser une invasion de Taïwan.

Genève, le 18 mai 2026

Bruno Desgardins

Bruno Desgardins
CIO
Switzerland



SingAlliance Pte Ltd

16 Raffles Quay, #12-01 Hong Leong Building,
Singapore 048581
T: +65 6303 5050
E: info@singalliance.com

SingAlliance (Hong Kong) Ltd

Unit 904-907, 9/F Dah Sing Financial Centre,
248 Queen's Road East, Wanchai, Hong Kong
T: +852 2639 3659
E: info.hongkong@singalliance.com

SingAlliance (Switzerland) SA | Genève

Rue du Mont-de-Sion 6,
1206 Genève, Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: info.switzerland@singalliance.com

SingAlliance (Switzerland) SA | Zürich

Bahnhofstrasse 37,
8001 Zürich, Switzerland
T: +41 76 628 12 36
E: info.switzerland@singalliance.com



Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.