

Lettre n°134

Les causes du ralentissement structurel de la croissance mondiale

*« La croissance économique est la religion du monde moderne, l'élixir qui apaise les conflits. Hélas, en Occident du moins, elle est devenue fugitive. Que deviendra-t-il si la promesse d'une croissance indéfinie est devenue vaine ? Le progrès est-il une idée morte ? »
Daniel Cohen/ Le monde est clos et le désir infini 2015.*

On déplore le ralentissement de la croissance mais on l'oublie trop souvent, la croissance est un phénomène récent : d'après Angus Madison, le PIB mondial par habitant a stagné entre l'an 1 un de notre ère et l'an 1000 et n'a ensuite augmenté que de 53% jusqu'en 1820, date du décollage du continent européen qui, par vagues successives, gagnera le monde.

Le ralentissement de la croissance économique, dans le monde occidental, la fin des 30 glorieuses, date du premier choc pétrolier. Depuis lors, la facilitation de l'endettement des ménages et l'endettement croissant des Etats ont constitué des succédanés mais, aujourd'hui, ces politiques montrent leurs limites. La croissance est tendanciellement plus faible, les classes moyennes ne s'enrichissent plus, la contestation gronde, les jeunes générations s'inquiètent du fardeau des dégâts écologiques, de la dette, d'un étiolement de l'Etat Providence et d'une fragilisation des retraites. Désabusés, certains remettent ainsi en cause la démocratie.

Dans cette lettre 134, on s'attachera aux causes du ralentissement de la croissance et dans la lettre 135 aux conséquences.

Le ralentissement observé :

Entre 1950 et 2023 le PIB réel/habitant a cru de 300% aux Etats-Unis, 375% en France, 500% en Allemagne, 1200% au Japon. Au début de cette période, il y a eu la reconstruction, la libéralisation des échanges. Ensuite, la croissance a été un temps stimulé par le développement du travail des femmes et les effets d'une éducation plus poussée mais ces facteurs ne jouent plus.

Si, une croissance de 2 à 3%/an signifiait un doublement du PIB en 25/35 ans, désormais, une croissance de 0.5% à 1%/an ne permet un doublement que tous les 70 à 100 ans.

Si on retient l'évolution depuis la veille du 1^{er} choc pétrolier, l'Europe en 1973, c'était 25% du PIB mondial, les Etats-Unis 21%, la Chine 4.6%, l'Inde 3.1%. En 2024, le PIB mondial, selon le FMI, c'est 27% Etats-Unis, 17% UE et Chine, 11% Asie Pacifique hors Chine et Japon, 4% Japon, Inde, Moyen Orient, 3% Afrique.

Le ralentissement a débuté dans le monde occidental mais, désormais, parmi les grands pays, seuls l'Inde parvient à maintenir un taux de croissance élevé. Ailleurs, le ralentissement est général. Ces dernières décennies, les pays asiatiques, la Chine, puis le Vietnam, l'Inde et quelques autres ont amorcé un rattrapage, les Etats-Unis ont maintenu leur poids dans l'économie mondiale, de petits Etats développés ont enregistré une croissance substantielle de leur PIB/habitant. On pense à Taïwan, à Singapour, la Suisse, l'Irlande et la Corée du Sud. L'Europe et le Japon ont vu leurs poids relatifs diminuer et on n'y reviendra pas dans cette Lettre. Plus intéressant est de porter les projecteurs sur les évolutions des Etats-Unis et de la Chine.

- *Aux Etats-Unis :*

Paradoxe apparent, si globalement, la R&D aux Etats-Unis a augmenté, de 2.2% du PIB dans les années 1980 à 3.4% en 2021, grâce à un doublement de la recherche privée à 2.5% du PIB, le taux de croissance du PIB a ralenti.

Dans les années 1960, la croissance était en moyenne annuelle de 5 à 6%, dans les années 1980-90, 3 à 4.5%, depuis 2000, elle excède rarement 3%. Entre 1960 et 1980, la croissance du PIB a dépassé 3% 14 des 20 années mais entre 2000 et 2023, seulement 3 fois. Au 1er semestre 2025, la moitié de la croissance provient des investissements dans l'IA et nul ne sait si on fabrique des surcapacités ou si ces investissements vont offrir un surcroît de croissance et de productivité.

La recherche semble avoir une moindre efficacité ou, à tout le moins, on le voit dans la pharmacie, il faut davantage de temps pour mettre au point une molécule, et, on le voit dans l'industrie pétrolière et minière, il faut forer plus profond et les gisements sont moins productifs.

- *En Chine :*

Le financement de la croissance chinoise a été favorisé par une conjonction de facteurs : l'absence d'ouverture des marchés de capitaux et un système bancaire majoritairement public, une épargne, abondante, n'ayant d'autre choix qu'un investissement sur le marché domestique, des taux d'intérêt maintenus bas pour favoriser un investissement élevé, à plus de 40% du PIB.

Les taux bas, c'est aussi une devise faible, des exportations compétitives, un excédent courant structurel depuis trois décennies.

Mais ces décennies glorieuses sont derrière nous. L'économie chinoise a beaucoup ralenti depuis la COVID. En 2023, la croissance officielle du PIB était de 5.3%, la croissance probable, 3%, loin de la moyenne de 10% enregistrée durant plusieurs décennies. La perspective d'un dépassement des Etats-Unis dans la prochaine décennie semble hors d'atteinte.

Au nombre des facteurs négatifs, un primat donné par Xi à l'idéologie, préjudiciable à l'innovation, une faible efficacité dans l'allocation du capital car l'Etat bride les investisseurs privés, une emprise croissante du secteur public depuis 2021, une crise immobilière avec un double effet négatif, sur la valeur de l'épargne des ménages et sur les recettes des collectivités locales privées des revenus de la vente de terrains.

Ajoutons les effets préjudiciables de la concurrence entre provinces, cause des surcapacités dans de nombreux secteurs. En témoignent les difficultés dans l'automobile ou le solaire.

Ajoutons le faible niveau des salaires pour assurer la compétitivité des exportations mais au détriment de la consommation. On ne peut s'étonner du manque de confiance de la population, de la faiblesse de la consommation ou de l'incapacité à relancer la natalité car les Chinois doivent supporter les méfaits de la crise immobilière, le chômage élevé des jeunes, les faibles salaires et la faible protection sociale.

Si on veut mettre cette situation en perspective, le parallèle avec le Japon des années 1990 est frappant sous de nombreux aspects : entre 1946 et 1990, le Japon a connu une croissance remarquable de 7.6% en moyenne annuelle. La Chine, entre 1980 et 2010, c'était 10%. Depuis 1990, la croissance japonaise annuelle moyenne n'excède pas 0.8%, qu'en sera-t-il prochainement en Chine ? Telle est l'interrogation des investisseurs. Dans les deux pays, le début des difficultés est venu de l'éclatement d'une bulle immobilière. Dans les deux pays, la consommation en % du PIB est faible, particulièrement en Chine avec 38% du PIB. Dans les deux pays, la dépendance au moteur de l'export est forte et l'excédent commercial a été ou est structurel. Dans les deux pays, une dérive de la dette publique est constatée. La Chine est à 120% du PIB contre 33% en 2008. Dans les deux pays, le vieillissement est patent, la diminution de la population, structurelle et là encore, le processus est plus brutal en Chine. Dans, les deux pays, des mesures de relance sont périodiquement annoncées mais ont à ce jour peu d'effets durables.

Facteur aggravant pour la Chine par rapport au Japon, le taux de chômage des jeunes, le faible niveau de vie par habitant, moins de 20% du niveau de vie américain moyen alors que le Japon en 1990 n'était guère éloigné du niveau américain.

Les causes du ralentissement :

Gordon, économiste célèbre par ses travaux sur la croissance, évoque un problème d'offre, l'idée que les grandes innovations ont déjà eu lieu, suggère que la croissance des 250 dernières années est un épisode unique qui ne reviendra pas. Selon lui, si la 1^{re} Révolution industrielle, 1750-1830, a permis une formidable diminution des coûts et des temps de transport, la 2^{de} a montré, depuis 1972, un ralentissement des gains de productivité car, contrairement aux apparences, il n'y a pas de progrès majeur depuis des décennies et le progrès, contrairement aux attentes, ne s'est pas accompagné de créations d'emplois qualifiés.

Larry Summers, ancien chef économique de la Banque mondiale, parle de stagnation séculaire, constate une faiblesse de la demande en biens d'investissement et observe que l'expansion pré-2008 fut atypique car favorisée par une bulle du crédit et une bulle immobilière. A long terme, la croissance dépend de la démographie et du progrès. Cette première donnée est mal orientée et la seconde a des effets discutés.

En résumé, le débat sur la stagnation séculaire reste ouvert. Il y a la vision optimiste de Joël Mokyr sur l'innovation et la croissance de long terme et la vision pessimiste de Robert Gordon et de Larry Summers.

Les freins à la croissance sont démographiques, à cause du non-remplacement des générations ; financiers, à cause de l'endettement ; commerciaux, à cause du ralentissement de l'expansion du commerce mondial.

Le ralentissement de la croissance démographique :

En 1990, le nombre d'enfants/femme dans le monde était de 3.2 ; en 2021, de 2.2. Les pays d'Afrique subsaharienne gardent un nombre d'enfants/femme élevé, plus de 5 par exemple au Nigéria mais ailleurs les chiffres sont désormais inférieurs au seuil du remplacement de 2.1. Même l'Inde est désormais à 2.1 tandis que le Brésil, le Mexique sont en dessous. Et, en Chine, au Japon, en Corée du Sud... les chiffres sont alarmants à 1 ou moins. Aux Etats-Unis, le nombre d'enfants/femme était de 3.6 en 1960, 1.6 aujourd'hui.

Au Japon, le nombre de décès, 1.59 million, est deux fois supérieur à celui des naissances, 760 000 et, selon certaines estimations, il pourrait manquer 10 millions de personnes dans la population active en 2040. L'accent est mis sur la robotique, la retraite pourrait être portée à 80 ans dans certaines professions et on compte 2 millions de travailleurs étrangers contre 1 million il y a une vingtaine d'années.

En Italie, le rapport naissances-décès est similaire à celui du Japon. On compte seulement 300 000 naissances/an mais 600 000 décès.

En Corée du Sud, la natalité est tombée à 0.78 enfant/femme en 2022, le plus bas niveau du monde, loin de la moyenne de l'OCDE, à 1.58.

Parmi les raisons expliquant ce recul de la natalité, une certaine appréhension de l'avenir, les carences de l'Etat Providence (crèches, allocations dans les pays développés et pire encore en Chine car les coûts de l'éducation sont élevés...), le coût de l'immobilier urbain, le développement du travail des femmes...

Conséquence de cette baisse rapide de la natalité, le chiffre de 10 milliards annoncé par l'ONU pour la population mondiale semble improbable. Mais, à court terme, la première conséquence dommageable est le manque de main-d'œuvre disponible dans de nombreux secteurs et l'incidence sur la croissance.

Le ralentissement des gains de productivité :

Cause, parmi d'autres, de cette plus faible croissance, de moindres gains de productivité nés du glissement d'économies manufacturières vers des économies de services. L'industrie peut robotiser et dégager des gains de productivité, les services non et le secteur tertiaire compte beaucoup d'emplois peu qualifiés. Aujourd'hui, 50% de la population mondiale est employée dans les services.

En outre, jamais les infrastructures, aux Etats-Unis particulièrement, mais également en Allemagne et en Grande-Bretagne, n'ont été aussi anciennes et cela impacte la productivité.

Egalement, la baisse observée de l'investissement affecte la productivité des entreprises, car beaucoup d'entreprises semblent avoir privilégié le désendettement, les liquidités, les rachats d'actions.

Enfin, si le développement de l'IA et des technologies de l'information est incontestable, l'incidence sur l'emploi est aujourd'hui modeste et demain, incertaine.

Le ralentissement du commerce international :

Si, depuis le début des années 50, les échanges mondiaux ont été multipliés par 45 en volume et 380 en valeur, si l'expansion du commerce mondial a pu constituer un moteur de la croissance économique, ces dernières années, pour la première fois, le commerce mondial croît moins vite que l'économie mondiale. Le credo d'une mondialisation heureuse, l'ouverture sur le monde, les politiques de globalisation sont remis en cause.

Conclusion : « Le capitalisme, c'est l'exploitation de l'homme par l'homme et le marxisme l'inverse ».

Qu'il s'agisse des pays capitalistes occidentaux, de la Chine communiste, de la Russie ou d'autres pays, le ralentissement de la croissance économique est général, les classes moyennes ont des revenus en faible évolution et craignent le déclassement, les inégalités s'accroissent, les frustrations sont avivées et la citation ci-dessus trouve son sens.

Les catalyseurs de la croissance ces prochaines années resteront les dépenses d'infrastructures, les investissements dans la défense, dans la transition énergétique, l'IA mais, souvent, ils se heurteront aux contraintes financières.

Genève, le 22 septembre 2025

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 (Switzerland) SA

Rue du Mont-de-Sion 6
1206 Genève
Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: info.switzerland@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 Pte Ltd (DIFC Representative Office)

The Gate, Level 13 East, Office 10, DIFC
PO Box 121208 Dubai, UAE
T: +971 (0) 4 401 9158
E: info.dubai@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.