

---

Le choc Volcker

# E C O - N O T E

Vol.01  
*Mars 2023*



Marc-Antoine Collard  
Chef économiste & Responsable  
de la recherche

# Il y a 40 ans, la Fed a plongé l'économie américaine dans une récession afin de freiner l'inflation. Quels enseignements tirer de cette période ?

## Le calme avant la tempête

Avant 1965, l'inflation américaine est restée stable pendant des années, oscillant autour ou en dessous de 2%. Par la suite, la Guerre du Vietnam et la lutte contre la pauvreté ont conduit le président Lyndon Johnson à augmenter considérablement les dépenses publiques. Si certaines ont pu être financées par de nouveaux impôts, une grande partie ne l'a pas été et a entraîné un accroissement des déficits. À une époque où l'économie était proche du plein emploi, cette politique s'est traduite par une hausse de l'inflation.

De plus, en 1973, l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) a annoncé un embargo pétrolier sur l'Occident, en partie, en réponse au soutien des États-Unis et d'autres pays à Israël lors de la guerre du Kippour. Le prix de l'essence a presque quadruplé entre octobre 1973 et janvier 1974, contribuant ainsi à la première des deux poussées inflationnistes extrêmes de cette décennie et à une période de récession prolongée qui s'est achevée en 1975<sup>(1)</sup>.

## Volcker entre en scène

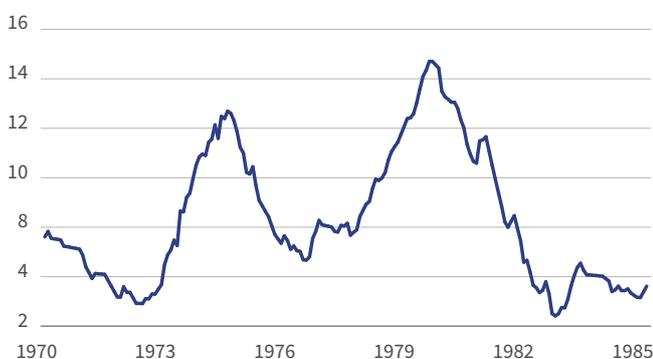
### Paul Volcker (1927-2019)

est un économiste américain et 12<sup>e</sup> président de la Réserve fédérale entre 1979 et 1987. Durant son mandat, Volcker a été largement crédité pour avoir mis fin aux niveaux élevés d'inflation observés aux États-Unis au cours des années 1970 et au début des années 1980. Il était auparavant président de la Banque fédérale de réserve de New York de 1975 à 1979.

Suite à cette forte hausse de l'inflation, à la fin des années 1970, le président Jimmy Carter a remanié son équipe dédiée à la politique économique et, en août 1979, a nommé Paul Volcker au poste de président de la Fed, en grande partie pour ses positions anti-inflationnistes. En effet, lorsque ce dernier était à la tête de la Fed de New York, il s'était opposé aux politiques de la Fed et affirmait que la hausse de l'inflation devait être la principale préoccupation de l'Institution, pointant du doigt les problèmes de crédibilité auxquels la banque centrale était confrontée lorsqu'il s'agissait de la maîtriser.

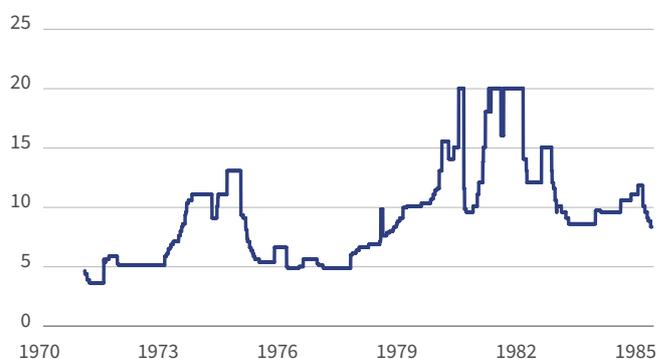
En effet, au cours des années 1960 et 1970, la Fed pensait pouvoir réduire le chômage en favorisant une hausse de l'inflation, et inversement. Elle a donc mené une politique monétaire dite de « *stop-and-go* », alternant entre lutte contre un chômage élevé et inflation élevée. Pendant les périodes de « *go* », la Fed abaissait les taux d'intérêt pour relâcher la masse monétaire et entraîner une baisse du chômage. Pendant les périodes de « *stop* », lorsque l'inflation accélérail, la Fed augmentait les taux d'intérêt afin de réduire les pressions inflationnistes. Toutefois, ce compromis s'est avéré instable à long terme, à l'image de l'augmentation simultanée de l'inflation et du

### États-Unis - Taux d'inflation en%, IPC



Source: Macrobond, Rothschild & Co Asset Management Europe, mars 2023

### États-Unis - Taux directeur en%



Source: Macrobond, Rothschild & Co Asset Management Europe, mars 2023

### États-Unis - Taux de chômage en%



Source: Macrobond, Rothschild & Co Asset Management Europe, mars 2023

### États-Unis - Taux souverain à 10 ans en%



Source: Macrobond, Rothschild & Co Asset Management Europe, mars 2023

chômage au milieu des années 1970. Alors que ce dernier a eu tendance à légèrement baisser à la fin de la décennie, l'inflation a continué d'augmenter, atteignant presque 11% en milieu d'année 1979.

## La première tentative de P. Volcker s'est avérée insuffisante...

Au cours de la crise inflationniste de décembre 1979 à février 1980, la Fed a pris des mesures qui ont entraîné une hausse substantielle des taux d'intérêt. Pourtant, ces mesures monétaires « agressives » n'ont servi qu'à contenir temporairement l'inflation. En effet, lorsque l'économie américaine est tombée en forte récession en janvier 1980, la Fed de P. Volcker s'est comportée de la même manière que précédemment : une politique monétaire restrictive face à la montée de l'inflation et une brusque volte-face pour combattre la récession lorsque le chômage commençait à augmenter. Une action qui rappelle les politiques « stop-and-go » auxquelles le public s'était habitué. Si cette souplesse de la politique monétaire a partiellement permis à l'économie américaine de sortir de la récession en juillet 1980, elle n'a cependant pas suffi à contenir l'inflation. En ce sens, les actions

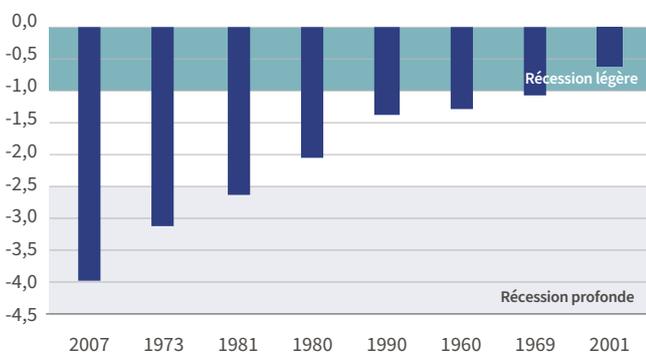
politiques spectaculaires et très médiatisées de la première année de l'ère Volcker à la tête de la Fed ne semblaient pas si différentes des épisodes précédents de lutte contre l'inflation.

### ... mais le véritable début de la désinflation sous P. Volcker date de la fin de l'année 1980, début 1981

En novembre 1980, R. Reagan a remporté avec une avance considérable l'élection présidentielle face à J. Carter. Par ailleurs, l'administration Reagan a exprimé un fort soutien à la politique monétaire de la Fed pour réduire l'inflation, d'autant plus que la guerre entre l'Irak et l'Iran avait amplifié les inquiétudes concernant la hausse des prix de l'énergie, et que la reprise vigoureuse après la récession de 1980 avait alimenté l'inflation.

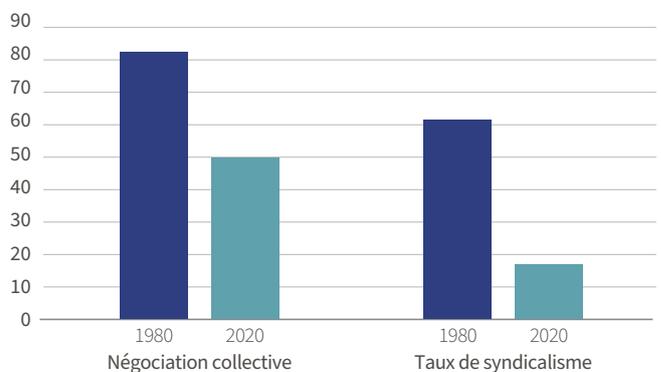
En décembre 1980, l'inflation a atteint plus de 12%. Le taux directeur de la Fed s'élevait, quant à lui, à 19% en décembre, avec une hausse de 6 points de pourcentage enregistrée en novembre puis en décembre. Le taux directeur est resté à un niveau élevé jusqu'en juillet 1981, en

**États-Unis - Récessions**  
en%, variation du PIB réel du point bas au pic



Source: Rothschild & Co Asset Management Europe, mars 2023

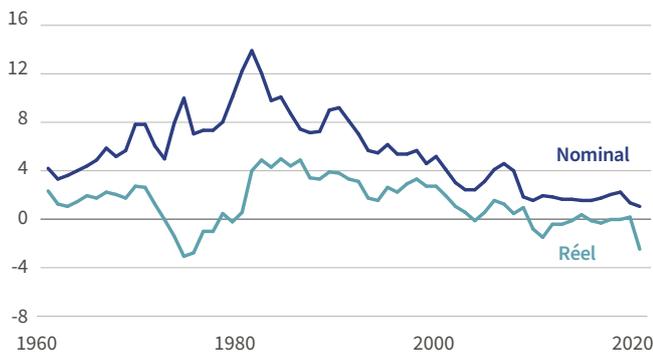
**Monde - Flexibilité du marché du travail**  
en%



Source: Banque Mondiale, Rothschild & Co Asset Management Europe, mars 2023

**Monde - Taux d'intérêt**

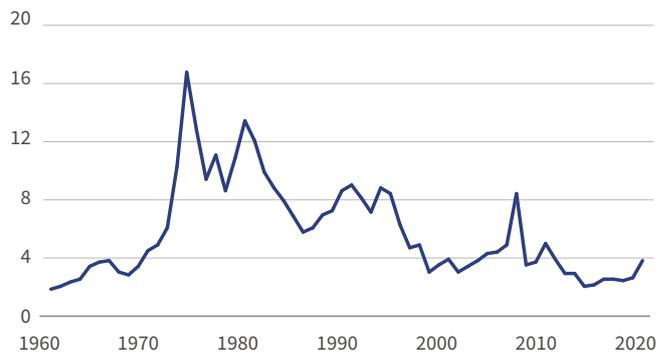
en%



Source: Banque mondiale, Rothschild & Co Asset Management Europe, mars 2023

**Monde - Inflation**

en%



Source: Banque mondiale, Rothschild & Co Asset Management Europe, mars 2023

**10,8%**

pic de taux de chômage atteint en 1982<sup>(2)</sup>

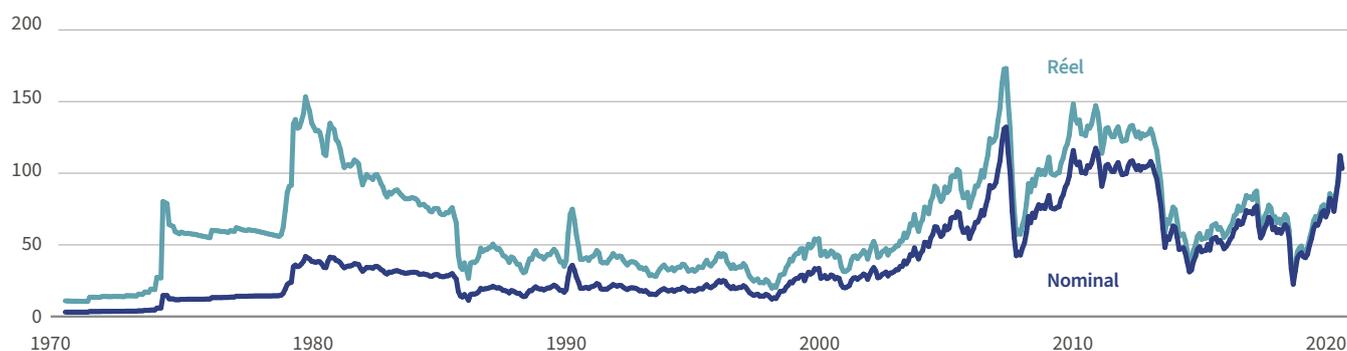
**14,8%**

pic de taux d'inflation en 1980<sup>(2)</sup>

dépit de baisse liées à des facteurs techniques inhérents aux nouvelles procédures de ciblage des réserves de la Fed et à l'introduction de comptes NOW dans tout le pays au printemps. Le FOMC comprend alors que sa politique restrictive risque de provoquer une nouvelle récession, mais P. Volcker a continué de soutenir que la maîtrise de l'inflation s'avérait nécessaire. Malgré cela, les taux d'intérêt à long terme ont continué à augmenter. Le taux des obligations du Trésor à dix ans est passé d'environ 11 % en octobre 1980, à plus de 15 % un an plus tard. Cette situation pouvait suggérer que les marchés financiers s'attendaient au retour d'une inflation forte, pensant que la Fed abandonnerait sa politique restrictive dès que le chômage augmenterait. Pour de nombreux observateurs, les attentes en matière d'inflation à long terme semblaient davantage en hausse qu'en baisse face à une politique monétaire restrictive. Mais, cette fois-ci, P. Volcker a insisté pour que la Fed ne fasse pas marche arrière.

L'économie est officiellement entrée en récession au troisième trimestre 1981, les taux d'intérêt élevés mettant sous pression les secteurs de l'économie qui dépendent de l'emprunt, comme l'industrie manufacturière et la construction. Le chômage est passé de 7,4% au début de la récession à près de 10% un an plus tard. Au fur et à mesure que la récession s'aggravait, P. Volcker devait faire face à des appels répétés du Congrès en faveur d'un assouplissement de la politique

## Monde - Prix du pétrole \$ par baril



Source Banque Mondiale, Rothschild & Co Asset Management Europe, mars 2023

monétaire. Il a néanmoins maintenu un ton ferme quant à la nécessité de faire baisser rapidement les anticipations d'inflation à long terme, en dépit de quoi, elles entraîneraient «des circonstances économiques plus graves sur une période beaucoup plus longue».

À la fin de l'année 1982, l'inflation est tombée à 4% et les taux d'intérêt à long terme ont commencé à baisser. La Fed a ramené le taux directeur à 9%, et le chômage a rapidement diminué, passant d'un pic de près de 11% fin 1982 à 8% seulement un an plus tard.

Globalement, la récession de 1981-1982 fut le pire ralentissement économique que les États-Unis aient connu depuis la Grande Dépression, avec un taux de chômage de près de 11% atteint fin 1982, correspondant encore aujourd'hui au plus haut pic jamais enregistré, à l'exception de la crise du Covid-19.

## Les années 1970 : différences et similitudes

Au cours des dernières décennies, les nouveaux moteurs de l'économie mondiale, tels que les progrès technologiques, le transfert de main-d'œuvre hors de l'agriculture (en particulier dans les pays émergents), la mondialisation et la rapide croissance démographique ont joué un rôle désinflationniste. Actuellement, alors que ces

forces s'estompent et dans un contexte de flambée des prix à la consommation dans presque tous les pays, certains investisseurs craignent que l'économie mondiale ne connaisse une période de forte inflation persistante, faisant écho à l'expérience des années 1970. En effet, la hausse des prix est survenue plus rapidement, a connu des pics plus marqués et s'est avérée plus persistante qu'anticipé par la plupart des banques centrales.

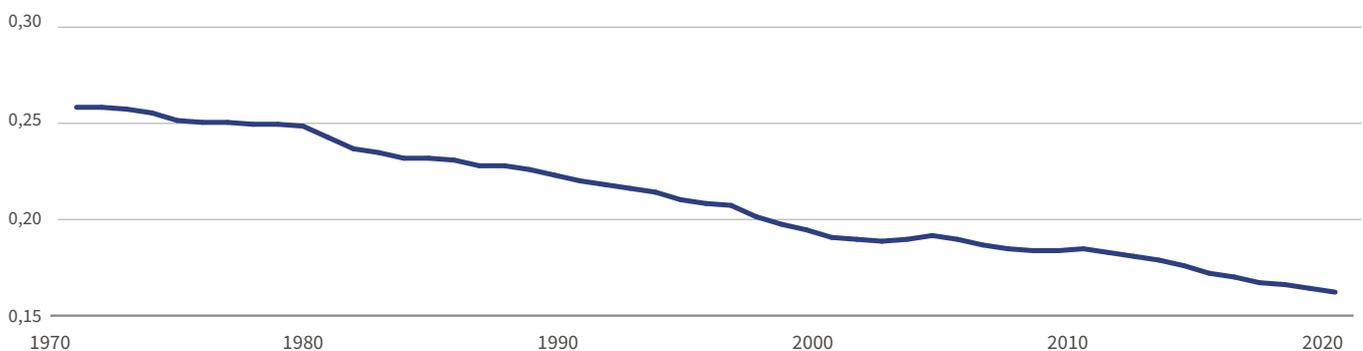
Entre 1973 et 1983, l'inflation mondiale a atteint, en moyenne, 11% par an, soit plus de trois fois la moyenne enregistrée entre 1962 et 1972, lorsque d'importants chocs d'offre, des politiques accommodantes et l'affaiblissement des forces structurelles qui favorisaient la croissance et la désinflation ont déclenché une stagflation<sup>(3)</sup> prolongée. Aujourd'hui, la flambée des prix des produits de base, dans le sillage de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, a exacerbé les pressions inflationnistes déjà élevées, induites par les perturbations de l'offre liées à la pandémie, tant dans le secteur des biens que sur le marché du travail. À cet égard, la situation actuelle ressemble aux chocs pétroliers des années 1970. En outre, à l'époque comme aujourd'hui, les politiques monétaires et budgétaires étaient accommodantes avant que ces chocs ne surviennent.

---

### Monde - Intensité énergétique mondiale

tonnes d'équivalent pétrole pour 1 000\$ de PIB

---



Source: Banque Mondiale, Rothschild & Co Asset Management Europe, mars 2023

Toutefois, les années 1970 ont été marquées par des rigidités économiques structurelles considérables, à l'image des négociations collectives qui couvraient en moyenne 80% des salariés dans les pays de l'OCDE<sup>(4)</sup>. À ce titre, l'indexation générale des salaires constituait un puissant moteur de la spirale salaires-prix: lorsque les prix à la consommation accéléraient de 1%, les salaires progressaient automatiquement de 1%, ce qui augmentait les coûts des entreprises en proportion de leur masse salariale, poussant ainsi les prix à la hausse. Mais, dans les années 1980, la plupart des pays ont décidé d'arrêter, voire d'interdire, les clauses d'indexation en raison du risque de voir les chocs inflationnistes se prolonger à cause de ce dispositif<sup>(5)</sup>. Une plus grande flexibilité économique, avec une fixation des salaires moins centralisée, permet aux entreprises de moduler les réévaluations salariales en fonction de leur capacité à répercuter l'augmentation des coûts sur leurs clients, leur permettant également d'étaler les réévaluations dans le temps, en fonction de l'évolution de leurs marges<sup>(6)</sup>.

De plus, l'intensité énergétique du PIB a considérablement diminué depuis les années 1970. Cette baisse régulière de la quantité d'énergie nécessaire pour générer un dollar de revenu s'explique par les nombreuses mesures prises par les pays importateurs de pétrole afin de réduire leur vulnérabilité aux chocs énergétiques. Notamment, en réalisant des avancées technologiques et en se tournant vers des sources, telles que le gaz naturel et les énergies renouvelables, en particulier l'énergie solaire et éolienne.

En outre, un changement de paradigme s'est opéré dans le cadre des politiques monétaires depuis les années 1970. À cette époque, les mandats des banques centrales comportaient de multiples objectifs concurrents, notamment en matière de production et d'emploi, et les décideurs étaient enclins à attribuer la hausse de l'inflation à des facteurs spéciaux, sous-estimant ainsi l'impact omniprésent et durable des pressions excessives de la demande globale. En revanche, les banques centrales d'aujourd'hui ont des mandats clairs en matière de stabilité des prix, exprimés sous la forme d'une cible d'inflation explicite, et ont obtenu des résultats crédibles dans la réalisation de leurs objectifs. Par conséquent, l'inflation – en particulier la composante sous-jacente – est devenue beaucoup moins sensible aux chocs sur les prix.

## Les enseignements tirés

Globalement, le resserrement synchrone des politiques monétaires dans le monde a contribué à la récession mondiale de 1982, mais l'inflation mondiale est retombée à 5,4% par an, en moyenne, pendant le reste des années 1980.

Ainsi, une leçon clé des années 1970 souligne que les banques centrales doivent agir de manière préventive pour éviter une perte de confiance dans leur engagement à maintenir une inflation modérée désormais spécifiée dans leurs objectifs d'inflation. Il est également essentiel d'éviter le désancrage de l'inflation, c'est-à-dire, lorsque les ménages et les entreprises fondent leurs attentes en matière de salaires et de prix sur leur expérience récente en termes d'inflation, ce qui renforcerait le risque d'une spirale salaires-prix.

Par ailleurs, il reste à déterminer si le resserrement monétaire mondial actuel, presque sans précédent, se transformera en instabilité financière, comme ce fut le cas au début des années 1980. En effet, le choc Volcker avait déclenché une crise de la dette en Amérique latine, alors que de nombreux gouvernements latino-américains avaient emprunté auprès de banques américaines pratiquant des taux d'intérêt beaucoup plus élevés à la suite des hausses de la Fed. En conséquence, le Mexique s'était retrouvé en défaut de paiement en 1982, et d'autres pays avaient suivi.

### Avertissements

Les informations, commentaires et analyses contenus dans ce document sont fournis à titre purement informatif et ne sauraient être considérés comme un conseil en placement, un conseil fiscal, une recommandation ou un conseil en investissement de la part de Rothschild & Co Asset Management Europe. Les informations/opinions/données contenues mentionnées dans ce document, considérées comme légitimes et correctes le jour de leur publication, conformément à l'environnement économique et financier en place à cette date, sont susceptibles d'évoluer à tout moment. La présente analyse n'est valable qu'au moment de la rédaction du présent rapport.

Bien que ce document ait été préparé avec le plus grand soin à partir de sources réputées fiables par Rothschild & Co Asset Management Europe, il n'offre aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations et appréciations qu'il contient, qui n'ont qu'une valeur indicative et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Rothschild & Co Asset Management Europe n'a pas procédé à une vérification indépendante des informations contenues dans ce document et ne saurait donc être responsable de toute erreur ou omission, ni de l'interprétation des informations contenues dans ce document. Toutes ces données ont été établies sur la base d'informations comptables ou de marché. Les données comptables n'ont pas toutes été auditées par un commissaire aux comptes.

Édité par Rothschild & Co Asset Management Europe, Société de gestion de portefeuille au capital de 1 818 181,89 euros, 29, avenue de Messine – 75008 Paris. Agrément AMF N° GP 17000014, RCS Paris 824 540 173.

Toute reproduction partielle ou totale de ce document est interdite, sans l'autorisation préalable de Rothschild & Co Asset Management Europe, sous peine de poursuites.

---

## À propos de la division Asset Management de Rothschild & Co

Division spécialisée en gestion d'actifs du groupe Rothschild & Co, nous offrons des services personnalisés de gestion à une large clientèle d'investisseurs institutionnels, d'intermédiaires financiers et de distributeurs.

Nous articulons notre développement autour d'une gamme de fonds ouverts, commercialisés sous quatre marques fortes: Conviction, Valor, Thematic et 4Change, et bénéficiant de nos expertises de long terme en gestion active et de conviction ainsi qu'en gestion déléguée. Basés à Paris et implantés dans 9 pays en Europe, nous gérons plus de 23 milliards d'euros et regroupons près de 160 collaborateurs.

Plus d'informations sur [www.am.eu.rothschildandco.com](http://www.am.eu.rothschildandco.com)

### Contacts

#### France – Royaume-Uni

29, Avenue de Messine  
75008 Paris  
+33 1 40 74 40 74

#### Belgique – Pays-Bas – Luxembourg

Avenue Louise 166  
1050 Bruxelles  
+32 2 627 77 30

#### Suisse

Equitas SA  
Rue de la Corraterie 6  
1204 Geneva  
+41 22 818 59 00

#### Italie – Espagne

Via Santa Radegonda 8  
Milano 20121  
+39 02 7244 31

#### Allemagne – Autriche

Börsenstraße 2 - 4  
Frankfurt am Main 60313  
+49 69 299 8840

## Rothschild & Co Asset Management Europe

Société de gestion de portefeuille au capital de 1 818 181,89 euros,  
29, avenue de Messine – 75008 Paris.  
Agrément AMF N° GP 17000014, RCS Paris 824 540 173.

Retrouvez toutes les informations sur  
[am.eu.rothschildandco.com](https://am.eu.rothschildandco.com)



Suivez-nous sur [LinkedIn](#)

