

Investisseur, sais-tu ce que la stagflation signifie pour toi ?

En 3 points

- Il n'y a eu que 3 épisodes de stagflation (1990, 2008 et 2022) sur les 4 dernières décennies.
- Au total, on enregistra une baisse réelle (ou au mieux une stagnation réelle) de toutes les classes d'actifs financiers pendant presque 10 ans.
- Nous restons selon nous dans la 1ère phase stagflationniste et nous préférons le cash (dans la mesure où les taux réels restent positifs) et les matières premières aux obligations et aux actions.

Définition et rappel historique

Qu'est-ce que la stagflation ? La combinaison d'une croissance réelle plus faible que le potentiel et d'une inflation élevée dans la durée. L'expression de stagflation fait référence aux années 70. Une période où l'on sortait des 30 glorieuses et où l'on croyait encore à un arbitrage inflation/croissance. Et où l'on avait dès lors du mal à imaginer une longue période de faible croissance et de forte inflation. La croissance économique (en volume) des pays de l'OCDE s'est en effet établie à 2% entre 1974 et 1981 vs. 5,1% de 1960 à 1973, accompagnée d'une hausse des prix à la consommation à 10,1% sur la même période.

La grande inflation des années 70 a été tirée et entretenue par plusieurs chocs d'offre négatifs : les 2 grands chocs pétroliers bien sûr, les fortes dévaluations issues du flottement généralisé des changes de 1971-73, de nombreuses initiatives protectionnistes ... Et elle s'était diffusée et avait persisté sous l'effet des mécanismes d'indexation des salaires, de syndicalisation élevée, de la persistance de structures oligopolistiques et d'un degré d'ouverture limité aux échanges. Mais elle avait également profité d'une passivité de la FED avec au surplus des difficultés de transmission de la politique monétaire.

Années 70 : effets sur les actifs financiers

En ce qui concerne les actifs financiers, il est surtout intéressant de regarder les performances des États-Unis. À cette époque les marchés de capitaux de l'Europe continentale étaient en effet beaucoup moins développés. Si l'on prend la période de janvier 1974 à octobre 1982, la performance des actions américaines est nulle en termes réels (9% en termes nominaux).

Le marché obligataire et du crédit fut évidemment pénalisé par la hausse des taux nominaux, sanction logique à l'époque d'une Fed « behind the curve » (jusqu'à la politique de durcissement monétaire intense de Paul Volcker en 1979-82). La performance réelle du crédit IG fut aussi quasi-nulle (8% en termes nominaux) de même que celle du cash. Les obligations souveraines à 10 ans eurent une performance réelle négative de -2% (7% en termes nominaux). Si l'on voulait être complet, on pourrait même considérer que la performance réelle fut nulle/négative depuis... 1966, date de l'intensification de la guerre du Vietnam, des pressions de L. Johnson sur la Fed et donc déjà de la montée de l'inflation à la fin des années 60.

S'agissant des actions, les périodes de stagflation furent marquées par une baisse des marges (non-répercussion de la hausse des coûts de production sur les prix de vente) et des profits réels pour les entreprises. Le marché actions fut aussi affecté par une baisse des P/E et une montée des taux longs nominaux.

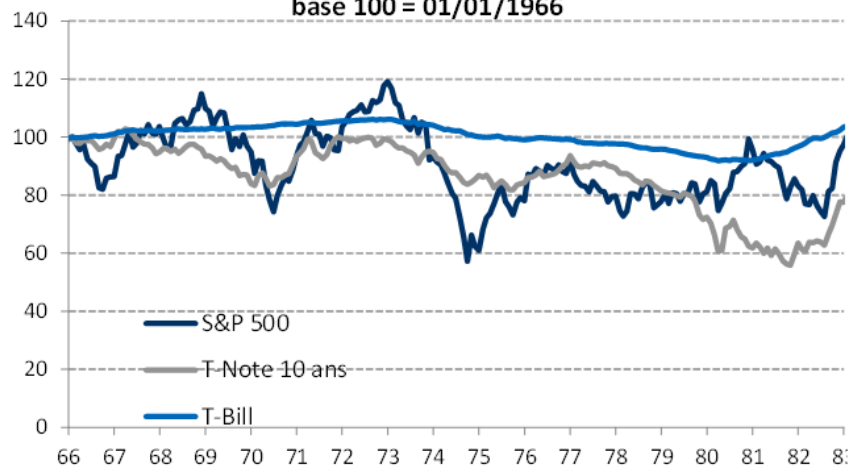
En termes sectoriels, la défense, l'énergie sont les seuls à avoir systématiquement surperformé. Contrairement à une opinion communément répandue, les secteurs dits « défensifs » (Staples, Utilities, Telcos, Santé) n'ont pas systématiquement surperformé, loin de là. La plupart ont enregistré des performances hétérogènes et les Staples ont même systématiquement sous-performé. La consommation cyclique, les Bancaires et la Tech ont également systématiquement sous-performé. Les Industrielles ont quant à elles sous-performé dans les années 70 mais surperformé légèrement dans les années 80.

En termes de style d'investissement, la Value surperforma la Growth (pénalisée par la hausse des taux nominaux)

Au total, on enregistra une baisse réelle (ou au mieux une stagnation réelle) de toutes les classes d'actifs financiers pendant presque 10 ans (cf. graphique ci-dessous), et même plus de 15 ans si l'on remonte à 1966 (cf. graphiques ci-dessous).

Chronique hebdo du 23/03/2026

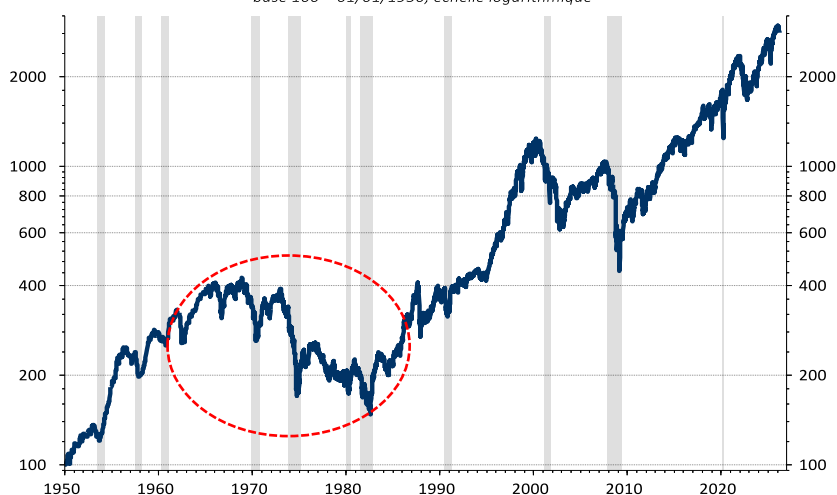
Etats-Unis: performance des actifs dans les années 70
(rendement total réel en dollars)
base 100 = 01/01/1966



Source: Datastream, Les Cahiers Verts

S&P 500 en réel

base 100 = 01/01/1950, échelle logarithmique



Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie

À retenir des années 70

On le sait, les meilleures performances réelles positives furent enregistrées par les actifs physiques, l'or, le pétrole et les marchés immobiliers (dans la mesure où les taux réels sont restés le plus souvent négatifs).

Depuis 40 ans : des épisodes plus courts

Quid des poussées stagflationnistes depuis 40 ans ? En fait, elles n'ont pas duré très longtemps. La différence de fond de ce point de vue par rapport aux années 70 est l'avènement du ciblage d'inflation dans les années 90 et la forte crédibilité des banques centrales (idée de dominance monétaire). Les anticipations d'inflation sont ainsi beaucoup plus ancrées. Cela réduit considérablement le risque de boucle prix/salaires ce d'autant que l'indexation des salaires n'est plus la règle et que le niveau de syndicalisation est faible. Au total, il n'y a eu que 3 épisodes de stagflation (1990, 2008 et 2022) sur les 4 dernières décennies.

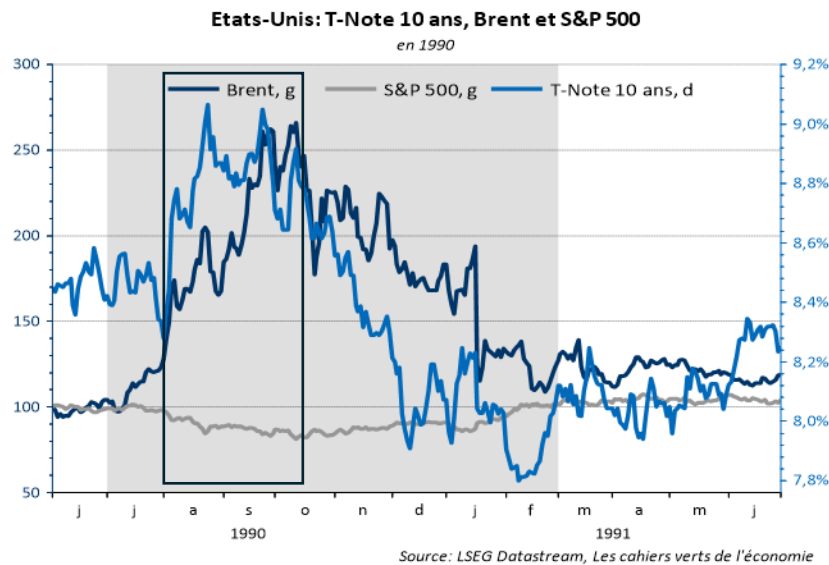
Dans un premier temps, on enregistre à chaque fois une hausse de l'inflation (anticipée et réalisée), une hausse des anticipations de resserrement monétaire ainsi qu'une réduction des perspectives de croissance. Cela est donc défavorable à la fois aux actions et aux obligations. Dans un second temps, cela peut se normaliser (atténuation des pressions inflationnistes, anticipations de pic de resserrement monétaire, résilience macro), ce qui est plus favorable aux actions vs obligations, ou finir en récession, ce qui est alors plus favorable aux obligations.

1990 et 2008 : deux épisodes brefs

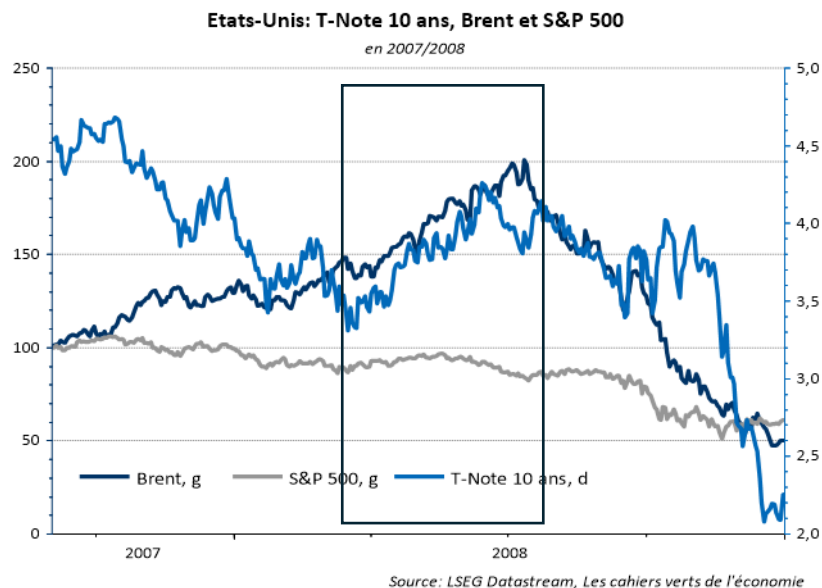
Les périodes de stagflation de 1990 et 2008 furent très courtes et furent alimentées par un choc pétrolier. Dans le premier cas (1990), cela fut lié à l'invasion du Koweït par l'Irak à l'été 1990¹ (et les anticipations de conflit qui finalement suivra avec la guerre du Golfe) avec un véritable choc d'offre sur le pétrole (cf. graphique ci-dessous).

¹ En fait, la récession commença officiellement en juillet 1990 pour se terminer en mars 1991. Les taux longs se tendirent en août et septembre et le marché actions baissa entre juillet et octobre 1990 (-20%).

Chronique hebdo du 23/03/2026



Dans le second cas, on observe une bulle pétrolière au premier semestre 2008², alimentée par une thématique de pénurie, d'où des anticipations inflationnistes, alors même que les anticipations de croissance diminuaient du fait non seulement du choc pétrolier mais aussi de la crise financière et bancaire. En fait, cette phase s'est achevée en récession pure et simple (cf. graphique ci-dessous).



² La récession a officiellement commencé en octobre 2007, pour s'approfondir avec le choc Lehman en septembre 2008 (jusqu'en juin 2009). On se souvient que les taux longs ont commencé à se détendre à l'été 2008 pour s'effondrer ensuite. Le marché actions ne repartit à la hausse qu'en mars 2009 (du fait de l'ampleur de la récession).

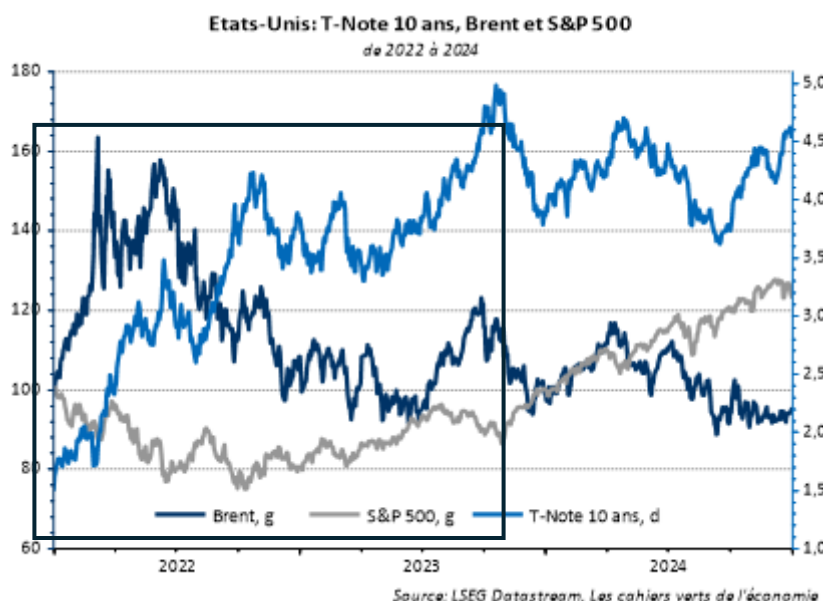
Chronique hebdo du 23/03/2026

Dans une première phase, la dynamique inflationniste l'emporte et les taux longs montent. La corrélation actions/obligations est positive avec une baisse simultanée des 2 classes d'actifs. La perception des marchés est que la banque centrale est bridée dans la conduite de sa politique monétaire par le choc inflationniste. Cela contribue un peu plus à pénaliser l'activité avec l'idée d'un choc monétaire, au détriment des actions.

Si le choc récessif est suffisamment puissant comme dans ces deux exemples (phénomène fortement amplifié par la crise financière en 2008), la dimension dépressive l'emporte alors avec un recul des taux longs qui apportent alors tout leur intérêt en diversification de portefeuille. La corrélation redevient négative, avec une hausse des obligations et une baisse des actions.

2022 : un épisode plus long et plus intense

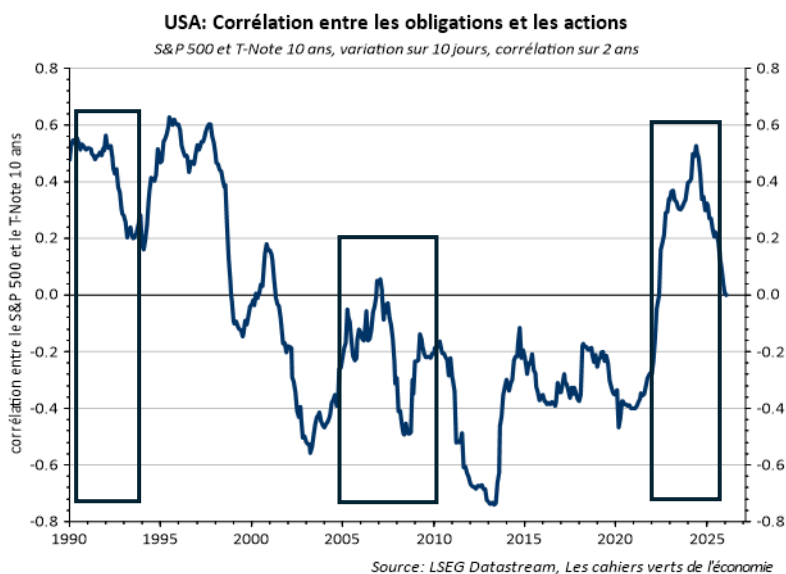
L'épisode de stagflation de 2022 fut un peu plus long et plus intense en termes d'inflation car le choc pétrolier s'accompagna d'un choc sur le prix du gaz, qui lui-même entraîna une forte hausse des prix de l'électricité³. Cela alors que l'inflation avant même l'entame de la guerre d'Ukraine était déjà très élevée (choc post-Covid qui causa des goulets d'étranglement sur nombre de chaînes de production). Elle ne s'acheva pas en récession, ce qui explique que les tensions sur les taux d'intérêt longs s'étalèrent sur 20 mois environ (contrairement aux 2 épisodes précédents), alors même que les actions rebondirent à partir d'octobre 2022 (après un bear market de 25% sur 9 mois) ; cf. graphique ci-dessous.



³ La hausse des prix de l'électricité s'explique par sa tarification au prix marginal (coût du gaz de la dernière centrale à gaz appelée). Il faut y ajouter le fait que la production d'énergie nucléaire en France était au plus bas du fait d'opérations de maintenance.

Chronique hebdo du 23/03/2026

Le graphique ci-dessous résume la situation en termes de corrélation actions/obligations de ces 3 phases de stagflation (cf. graphiques ci-dessous).



Qu'en est-il aujourd'hui ? Nous nous sommes déjà exprimés à de nombreuses reprises sur la situation depuis 3 semaines⁴. **Nous restons selon nous dans la 1ère phase stagflationniste et nous préférons le cash (dans la mesure où les taux réels restent positifs) et les matières premières aux obligations et aux actions. D'une manière générale, il est important d'être short duration.**

Positionnement actuel

En termes de stratégie pays actions, nous préférons les USA, en sous-pondérant l'eurostoxx et les émergents. **En termes de style et de secteurs, nous favorisons toujours la Quality⁵, l'énergie, la défense et les telcos**, et nous sous-pondérons les small caps, la consommation cyclique et les foncières. Le « sweet spot » des 2 dernières années est terminé pour les bancaires. Les minières ont vu de fortes prises de profit du fait des craintes de récession, alors qu'elles avaient fortement progressé au cours des derniers mois. Nous renforçons progressivement, car la thématique de la souveraineté est une thématique séculaire. Nous restons sélectifs sur les Industrielles, mais sous-pondérons dans l'ensemble au vu des risques sur la croissance.

⁴ Voir notamment notre Chronique hebdomadaire du 15 mars 2026 « *Ormuz, Kharg et la stratégie d'investissement* » et notre dernière revue mensuelle Asset Allocation

⁵ Attention toutefois à la composition des indices MSCI Quality



Chronique hebdo du 23/03/2026

Sur les obligations, nous sous-pondérons la dette émergente, la dette périphérique et le High yield. Nous préférons la dette européenne core et l'investment grade.

Sur les commodités, nous favorisons le pétrole et l'or (même si ici, nous avons eu tort). La difficulté pour l'or est qu'il souffre de la hausse du dollar et des taux réels alors qu'il avait déjà nettement progressé en début d'année.

Sur le change, nous surpondérons encore le dollar et le franc suisse.

Nous surpondérons enfin le cash.

Conclusions et scénarios

En cas de stabilisation future (détente des tensions géopolitiques), nous débouclerons les positions prises depuis 3 semaines. En cas de perspective réelle d'entrée en récession, nous renforcerons les govies, le crédit investment grade et le dollar, ainsi que les secteurs défensifs au sein des actions. Rappelons que le compartiment obligataire surperforme en cas de récession à l'inverse de la stagflation. Il faudra donc être capable de se positionner sur les obligations souveraines si ce scénario gagne en crédibilité.



Chronique hebdo du 23/03/2026

Avertissements

Ce document est rédigé conjointement par SOCOFI et APICIL INVESTMENT SOLUTIONS.

À propos de SOCOFI

La Société Socofi (LCV Research, ou Les Cahiers Verts de l'économie) élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques et financières internationales.

Socofi est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est aussi garantie par le fait que Socofi n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Socofi.

Cette recherche, comme son contenu, sont la propriété exclusive de Socofi et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de Socofi

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement. socofi@socofi.com

À propos de APICIL INVESTMENT SOLUTIONS

APICIL INVESTMENT SOLUTIONS est une marque d'EQUITIM, entreprise d'investissement régulée par l'ACPR sous le numéro 11283 et par l'AMF.

Adresse : 127 rue d'Aguessseau, 92100 Boulogne Billancourt

www.apicil-is.com – hello@apicil-is.com

Avertissements :

Sauf mention contraire, la source des données est Socofi (Les Cahiers Verts de l'économie).

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni une offre commerciale, ni une incitation à investir, ni une recommandation, ni un acte de démarchage. Le contenu est non-contractuel.

Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Socofi et APICIL IS et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de Socofi ni d'APICIL IS.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. L'investissement dans des instruments financiers présente un risque de perte en capital.