

LIV | EX

THE FINE WINE MARKET

Mémento de la récolte 2017 à Bordeaux

AVRIL 2018

Rapport sur la campagne Primeur 2017

Les ventes Primeur se sont améliorées

Le climat général qui entoure les primeurs s'est améliorée depuis le profond creux de 2013. Les gains commerciaux lors des récoltes récentes ont été plutôt meilleurs et semblent contribuer à rétablir la confiance dans le système. Cependant, il est devenu de plus en plus important d'acheter de manière sélective. Comme nous le soutenions l'année dernière, les primeurs restent pour « the few, not the many », même lors de récoltes réussies telles que 2015 et 2016. Le marché s'est maintenant principalement concentré sur le top 30 des vins les plus demandés. Il s'agit de vins excellemment notés, ayant un bon rapport qualité prix et difficiles à trouver sur le marché primaire. Avec les récents bouleversements du monde des critiques de vin, il peut y avoir des divergences d'opinions sur quels vins acheter en termes de qualité.

Le marché de Bordeaux s'essouffle

La part de marché de Bordeaux est en baisse, atteignant un assez faible 68 % en valeur l'année dernière. Bien que les prix aient été stables, les performances de la région n'ont pas été aussi bonnes que celles d'autres régions viticoles telles que la Bourgogne ou l'Italie. Les millésimes 2005, 2009 et 2010 des premiers grands crus classés ont été particulièrement atones ces douze derniers mois, à mesure qu'ils se rapprochaient de leur ancien sommet. Malgré le ralentissement de ces crus, la demande de leurs seconds vins continue d'être élevée. Parmi les vins qui se comportent bien il faut aussi compter les vins dont le millésime 2015 avait été très bien noté. Leur prix a dans certains cas plus que doublé depuis leur mise en vente.

2017 est un millésime hétérogène en termes de quantité et de qualité

L'aspect principal de cette récolte a été l'impact des gelées printanières tardives, les pires depuis 1991, qui ont considérablement réduit le rendement global à Bordeaux. Il semble que la majeure partie des dommages ait été causée aux vignobles qui approvisionnent le marché des vins à bas prix plutôt qu'au segment des grands vins. Certaines appellations de la rive gauche comme Pauillac, Saint-Julien et Saint-Estephe ont à peine été touchées. Les premiers commentaires critiques semblent suggérer que la combinaison du gel dans certaines zones et d'une saison de relativement bonne croissance a conduit à un millésime hétérogène.

Bordeaux est de retour ... à Bordeaux

La question de savoir quelle quantité de vin est produite par rapport à ce qui arrive ensuite sur le marché est une question cruciale. Au cours des deux dernières années, malgré des volumes de production supérieurs à la moyenne, la plupart des grands châteaux ont retenu une part de plus en plus importante de leur production afin de la vendre au-delà des primeurs. L'objectif de cette stratégie et son impact à long terme sur le marché ne sont pas entièrement clairs. D'une part, cela pourrait simplement faire partie d'un cycle normal de réapprovisionnement mais l'on peut aussi penser qu'il s'agisse d'une stratégie de restriction de l'offre visant à aider à maintenir le niveau des prix.

Tout est dans le prix

Les intérêts des différents acteurs de la chaîne d'approvisionnement peuvent diverger sur la question du volume. Si les critiques estiment que les 2017 sont inférieurs à la moyenne, les châteaux voudront vendre autant de stocks que possible au prix le plus élevé possible, ce qui pourrait laisser les négociants ou les marchands à l'export avec des stocks dont ils ne sauraient que faire. D'un autre côté, si le vin est jugé supérieur à la moyenne, il est probable que les marchands à l'export auront du mal à s'en procurer, des stocks risquant fort d'être retenus pour n'être mis en vente que plus tard à des prix plus élevés. Quoi qu'il en soit, comme toujours, le bon prix sera crucial pour le succès des vins sur le marché.

Synthèse du marché bordelais

Le marché des grands vins : Le contexte bordelais

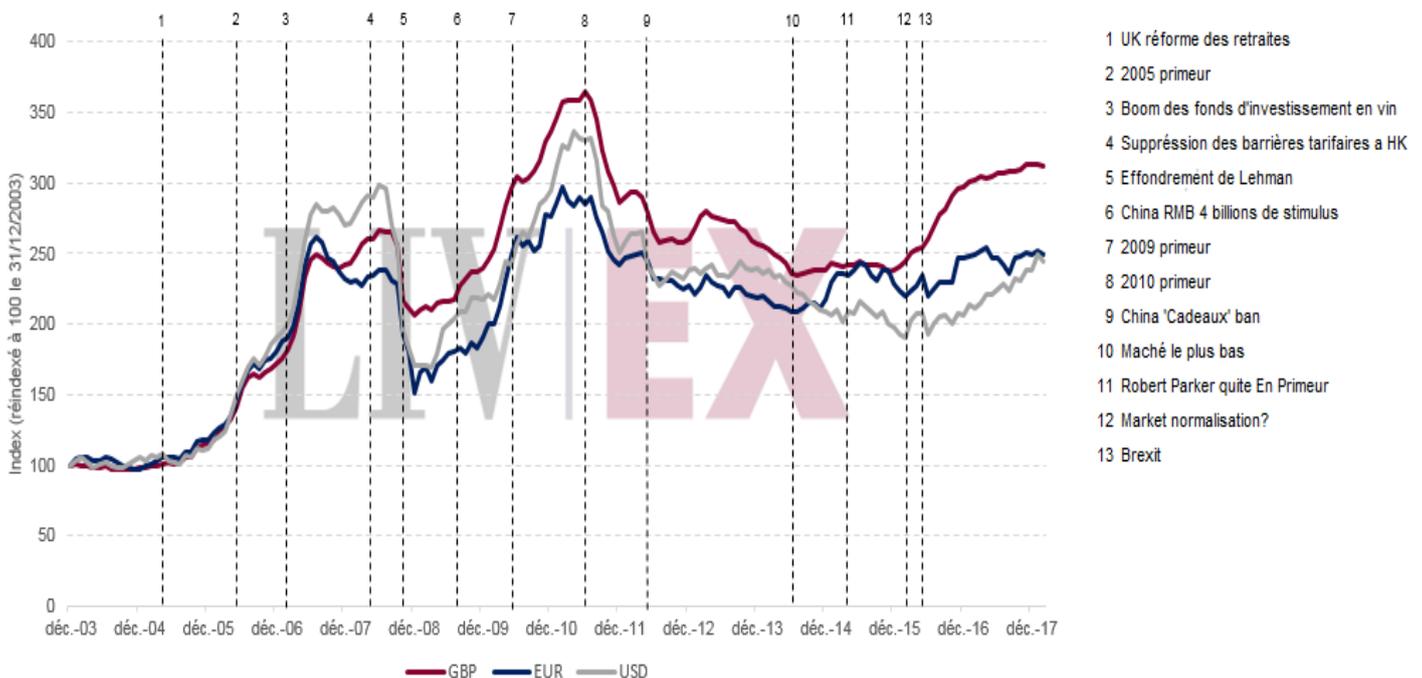
L'année dernière a été positive pour le marché des grands vins. Tous les indices Liv-ex ont augmenté en 2017, mais à un rythme beaucoup plus modeste qu'en 2016. Le Fine Wine 1000 (la mesure la plus large du marché des grands vins) a été l'indice le plus performant, avec une hausse de 11,3 %. Il est actuellement à un niveau record. Parmi les sous-indices, le Burgundy 150 a connu sa meilleure année en une décennie, en hausse de 23,9 %.

A titre de comparaison, l'indice Bordeaux 500 a augmenté de 7,8 % et le Fine Wine 50, qui suit le prix des cinq premiers grands crus classés, a progressé de 5,3 %.

Des taux de change fluctuants ont affecté la demande sur le marché bordelais. Le Fine Wine 50 a été particulièrement sensible aux fluctuations des taux de change sur la plus grande partie de 2017, grimpant et baissant au gré des mouvements de la livre sterling par rapport à l'euro et au dollar américain.

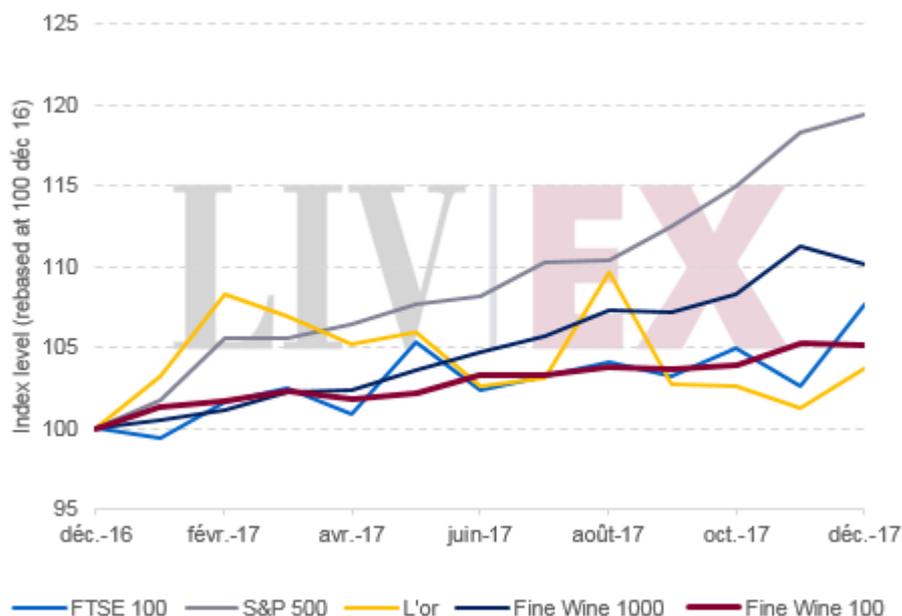
Le début de 2018 a largement vu ces phénomènes se poursuivre : le Fine Wine 50 est en hausse de 0,2 % depuis le début de l'année tandis que le marché pris plus largement, comme décrit par le Liv-ex 1000, a progressé de 1,33 %. La volatilité des devises s'est atténuée, mais la faiblesse du dollar a freiné la demande de l'Extrême-Orient et des États-Unis, contribuant sans aucun doute à cette perte de vitesse.

Graphique 1: Indice Liv-ex Fine Wine 100 (en livre sterling, euro et dollar)



Pour mettre en perspective la performance du marché du vin, le graphique 2 compare les performances du Liv-ex 100 et du Liv-ex 1000 par rapport à l'or et au marché financier. Même si aucun de ces indices n'a pu suivre le S&P 500, sur 2017, les deux ont dépassé l'or et le Liv-ex 1000 a surpassé le FTSE 100.

Graphique 2 : Liv-ex 1000 dépasse le FTSE et l'or en 2017

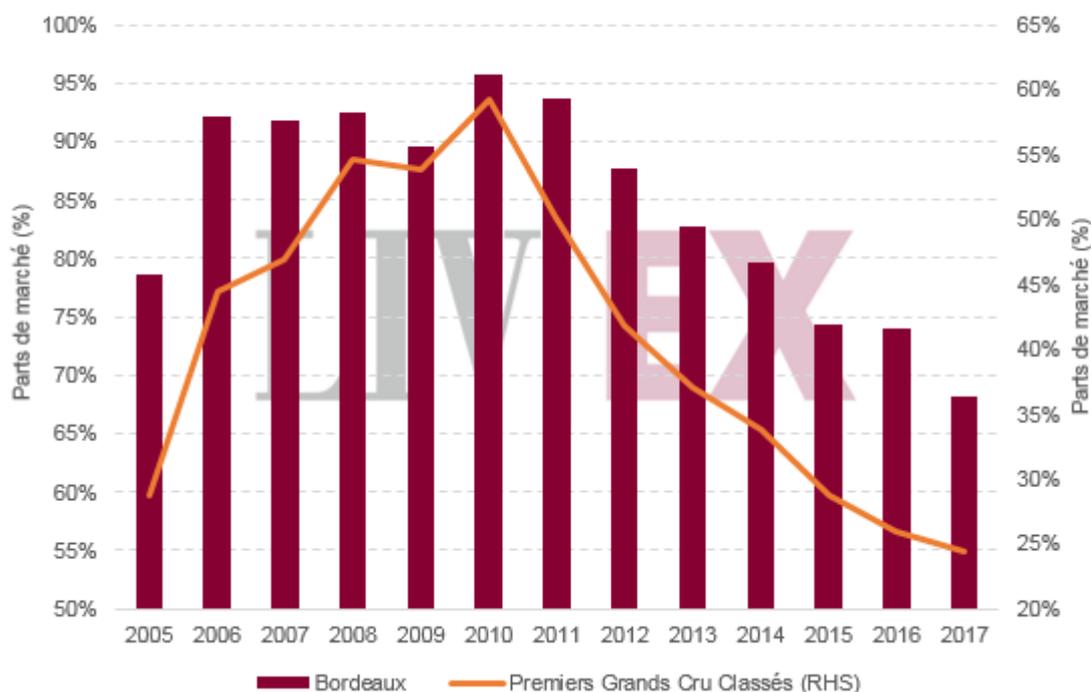


La part de Bordeaux à des plus bas historiques

La part de marché de Bordeaux est en baisse depuis les années grisantes de 2010 et 2011. L'an dernier, il a atteint un creux annuel record, tombant à 68 % du marché global en valeur, donnée à comparer aux 96 % de 2010. En janvier 2018, sa part de marché a encore baissé à 51,1 %, le plus bas jamais enregistré sur un mois.

La part des échanges de Bordeaux est tirée vers le bas par la baisse de la valeur des échanges des premiers grands crus classés. Par rapport au marché global, l'activité de ces cinq vins a diminué de plus de moitié, passant de 59 % en 2010 à 24 % en 2017. Le retrait de Latour des primeurs en 2011 a contribué à cela, le volume global de ce vin s'étant alors réduit sur le marché.

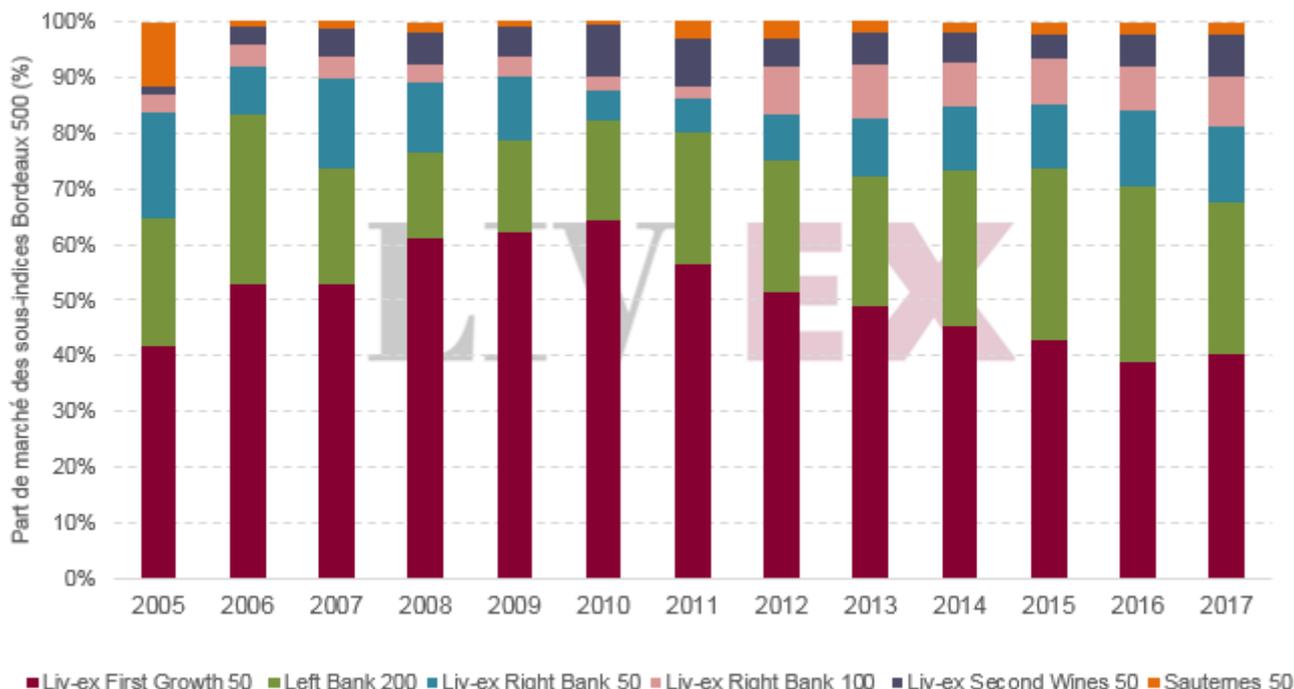
Graphique 3 : Parts de marché des Bordeaux et des Premiers Grands Crus Classés



Les premiers grands crus classés ont également progressivement perdu des parts au sein du marché bordelais. De 2010 à 2016, leur part de marché dans la région est passée de 64,5 % à 37,7 %, avec une légère hausse à 40,1 % en 2017.

Cela a permis aux vins composant les indices Left Bank 200, Right Bank 50 et Right Bank 100 de gagner des parts de marché sur cette période. L'émergence du Right Bank 100 est une tendance qui remonte à 2010. La part de marché du Second Wine 50 continue de croître et de décroître en ligne avec les premiers grands crus classés. Le marché du Sauternes, à seulement 2 % du marché bordelais, est quasi inexistant. Yquem, le plus important château de la région, en constitue par ailleurs la plus grosse part.

Graphique 4 : Part de marché des sous-indices Bordeaux 500



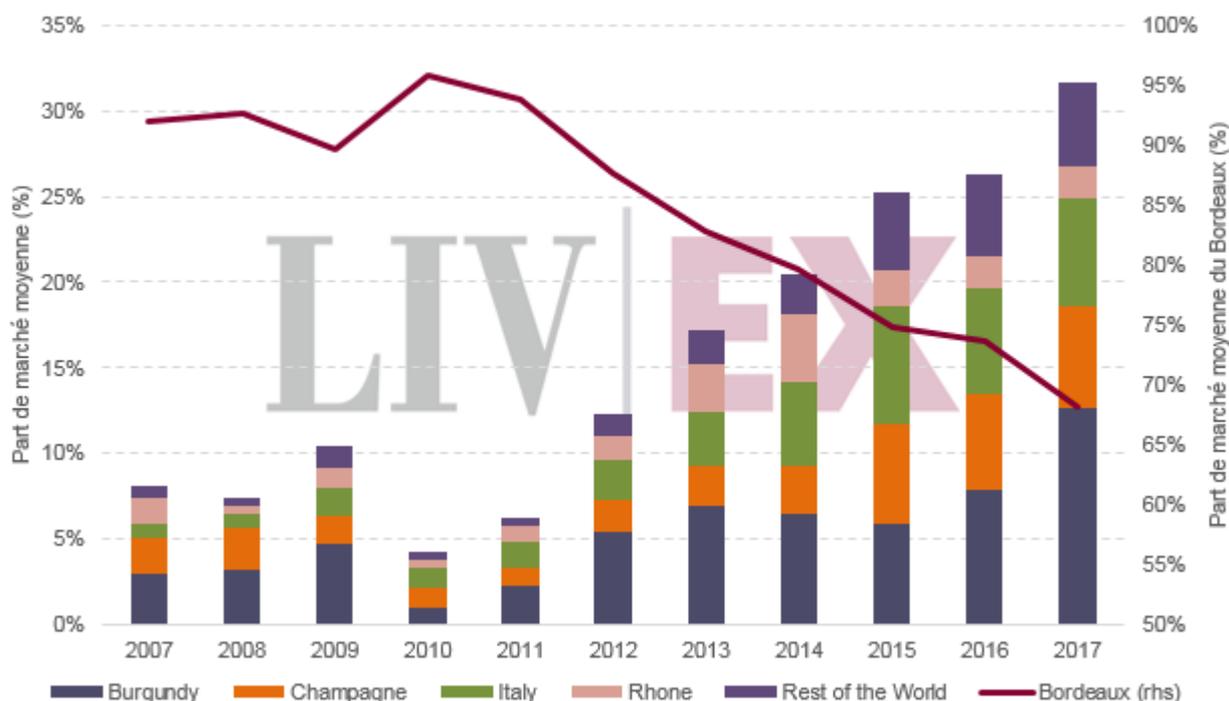
Un marché en expansion

La baisse de la part de marché de Bordeaux est une conséquence de l'élargissement et de l'approfondissement du marché. Plus de 4 600 vins différents provenant de différentes régions du monde ont été échangés l'an dernier. Cela représente une augmentation de 182 % depuis 2010, quand un groupe restreint de vins de Bordeaux dominaient le marché.

Alors que Bordeaux perd des parts de marché, toutes les autres grandes régions ont vu leurs échanges augmenter ainsi que le montre le graphique 5. La Bourgogne a réalisé des gains significatifs en 2017, portant sa part en valeur à 12,7 % contre 7,9 % en 2016. L'Italie (6,4 %) et la Champagne (6 %) occupent respectivement la troisième et la quatrième place. Les États-Unis ont maintenu une part élevée au sein de la catégorie «reste du monde» et ont dépassé les Rhône en termes de valeur échangée.

La baisse de la part de marché de Bordeaux s'est d'abord accompagnée d'une chute des prix entre mi-2011 et mi-2014. Cependant, au cours des deux dernières années, d'un point de vue prix, le marché s'est avéré plutôt sain. L'indice Bordeaux 500 a d'ailleurs augmenté comme le montre le graphique 6. Cependant, alors que le Bordeaux 500 se remet à ralentir, il devient de plus en plus clair que l'activité est redevenue très sensible au prix.

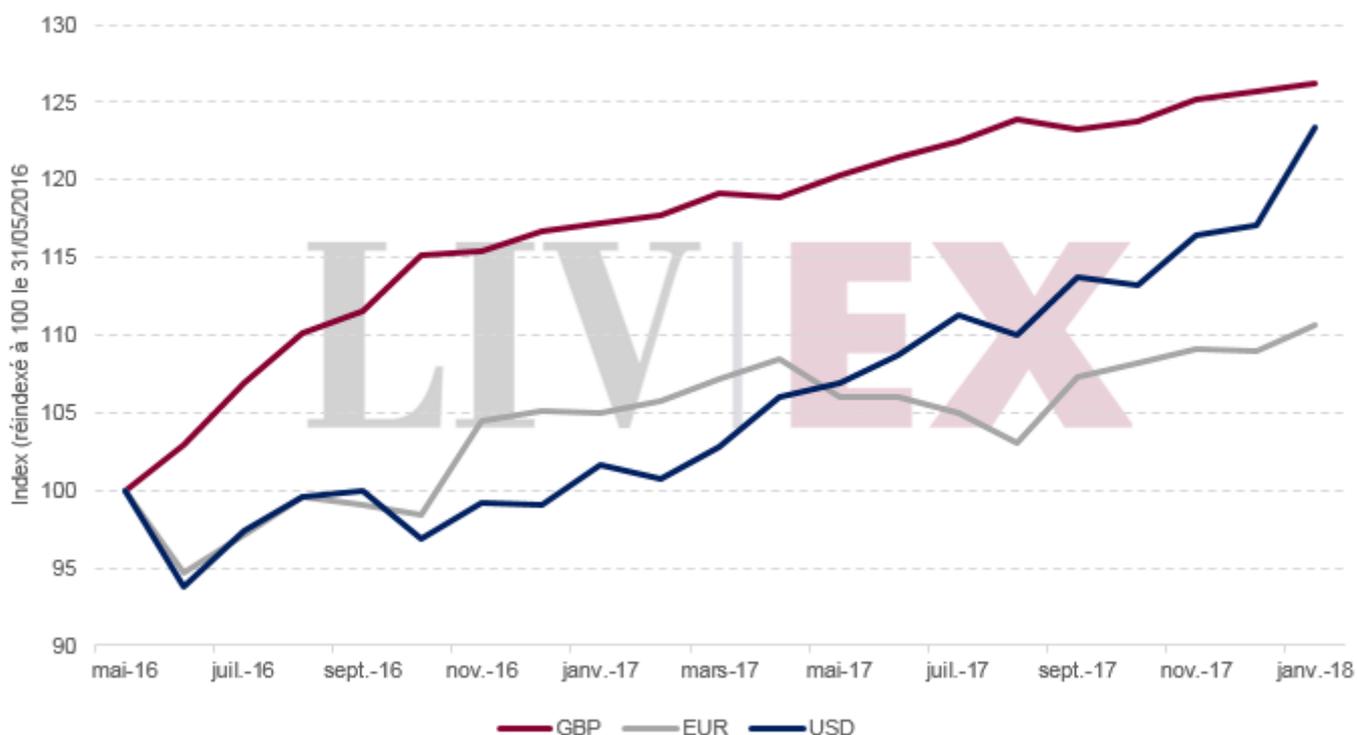
Graphique 5 : Part de marché par région



Le Brexit revigore le marché...

L'événement le plus significatif à Bordeaux, mais aussi pour le marché du vin dans son ensemble au cours des deux dernières années, a été le vote du Brexit. La dévaluation immédiate qu'a connue la livre sterling a favorisé les acheteurs basés sur l'euro et le dollar, stimulant les échanges et, en conséquence, les prix et les indices Liv-ex qui sont tous libellés en livre sterling. Ainsi, alors que le Bordeaux 500 a crû de 25 % en livre sterling depuis le Brexit, la hausse en euros n'est que de 10 %.

Graphique 6 : Indice Bordeaux 500 depuis le Brexit (en livre sterling, euro et dollar)

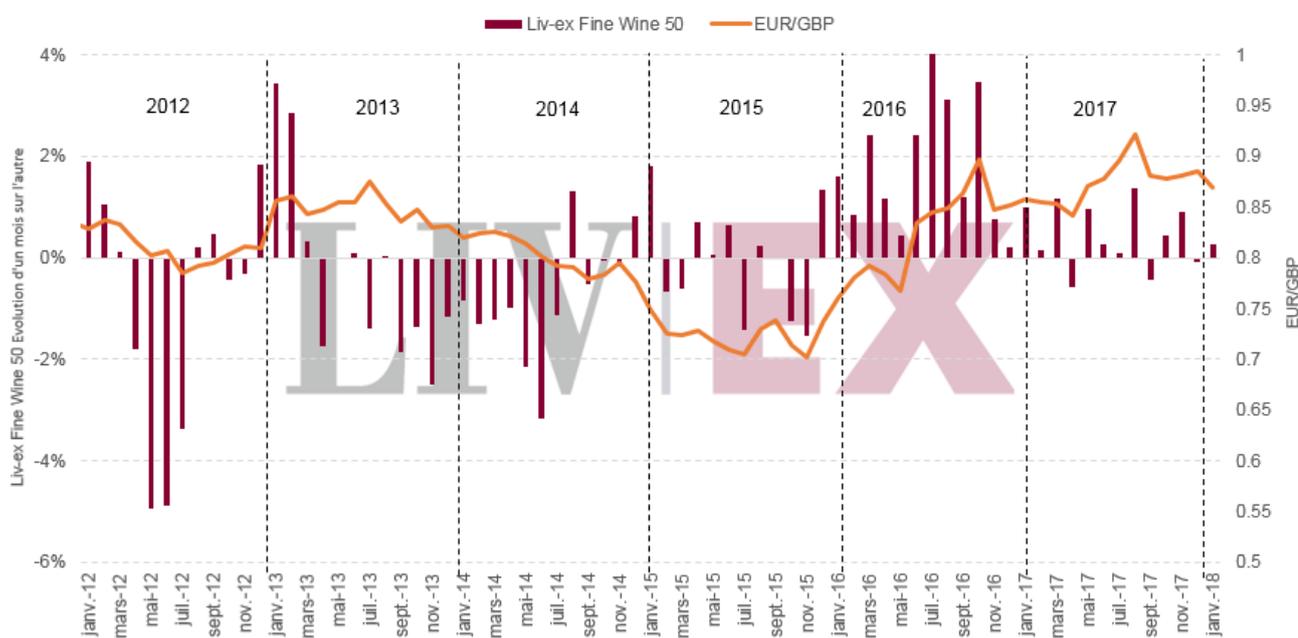


Pour combien de temps encore ?

Le marché du vin doit être analysé de façon globale. Avec des acteurs négociant dans différentes devises, l'activité est parfois soutenue par un taux de change favorable. Comme le montre le graphique 7, les prix du vin ont été particulièrement sensibles aux fluctuations de devise depuis plus de deux ans, et ce six mois même avant le vote du Brexit. Début 2016, le Fine Wine 50 s'est redressé alors que l'euro s'appréciait face à la livre sterling. La tendance s'est poursuivie en 2017, les mouvements mensuels du Liv-ex 50 se montrant très sensibles au rapport euros / livre sterling et fluctuant à l'unisson avec l'euro.

Au cours du dernier trimestre de 2017, le taux de change s'est stabilisé et les variations mensuelles des prix se sont atténuées. Ceci suggère que si le taux de change reste stable en 2018, il est probable que les prix le seront aussi. De même, ils pourront régresser si la livre sterling s'apprécie de plus de 10 %. En comparant à la Bourgogne, on remarque que la demande bordelaise actuelle est très sensible aux prix et parfois donc assez faible.

Graphique 7 : Liv-ex 50 d'un mois sur l'autre par rapport au ration EUR/GBP



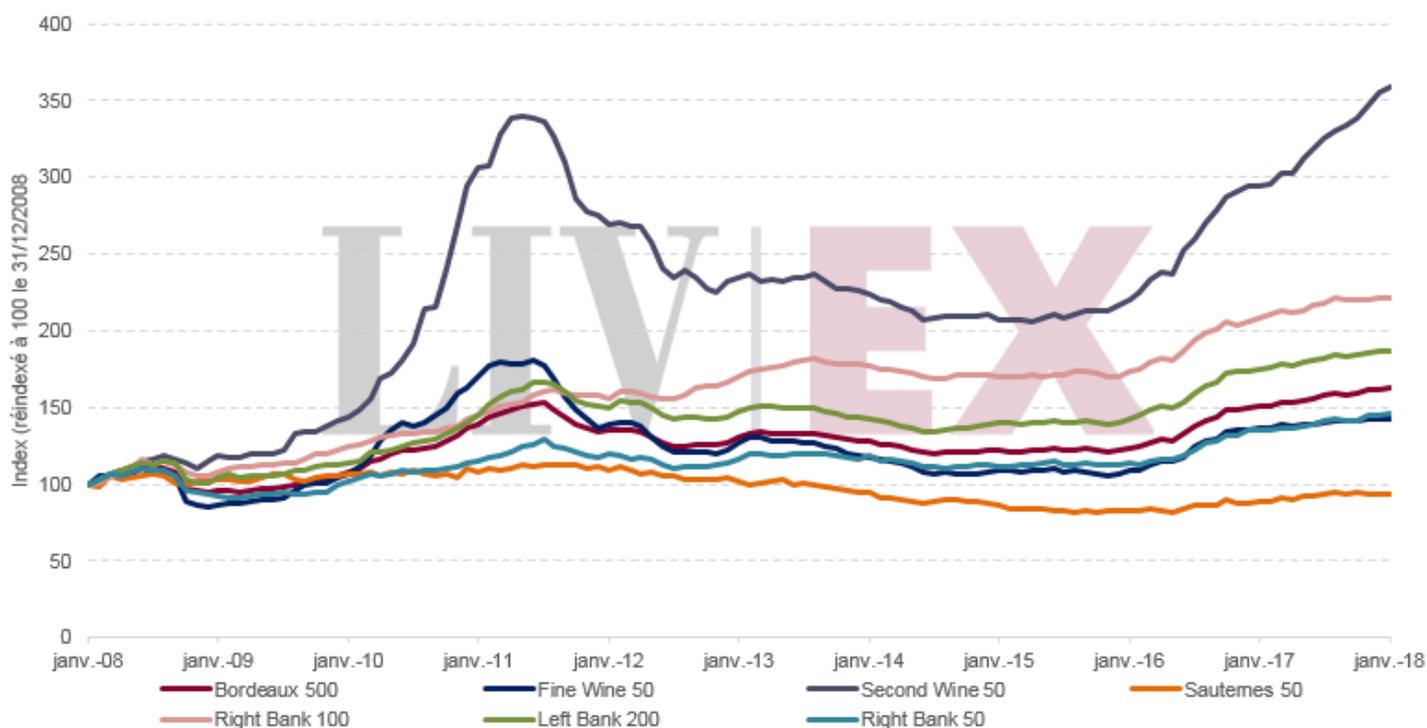
La performance au sein du marché bordelais n'a pas été uniforme

Du fait de la récente hausse des prix, seuls deux sous-indices du Bordeaux 500 sont encore en dessous de leurs sommets de 2011 : le Fine Wine 50 et le Sauternes 50.

Le Right Bank 100, deuxième indice le plus performant depuis dix ans, s'est particulièrement bien comporté en partie grâce à la reclassification de Saint-Emilion en 2012 qui a vu Angelus et Pavie promus grands crus classés A. Cependant, depuis le Brexit, ce sous-indice a légèrement molli.

Une tendance remarquable est le contraste de performance entre les premiers grands crus classés et leurs seconds vins, les prix de ces derniers augmentant à un rythme beaucoup plus rapide que les premiers. Le Fine Wine 50, qui représente les premiers grands crus classés, a été le moins performant en 2017 : les hausse des prix des premiers grands crus classés a baissé à mesure qu'ils se rapprochaient de leur ancien sommet.

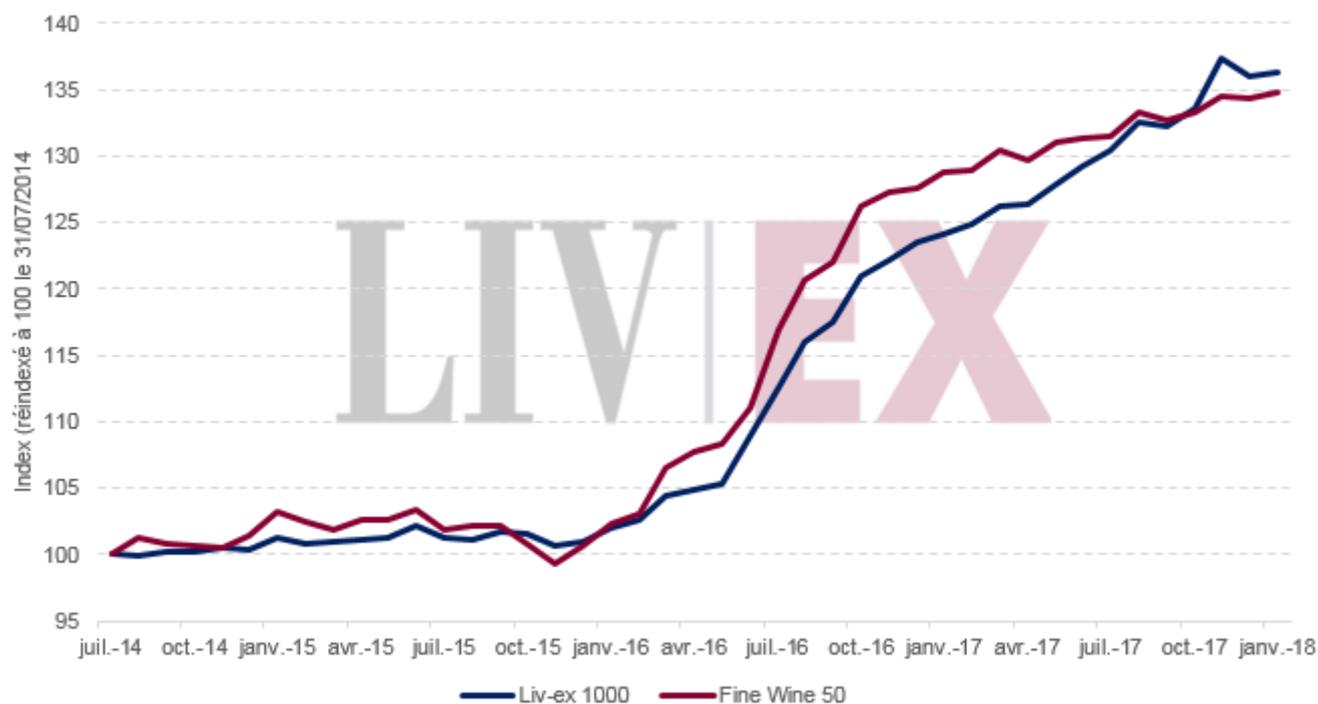
Graphique 8 : Les sous-indices Bordeaux 500 sur dix ans



La performance des Premiers Grands Crus Classés

Depuis le creux du marché en juin 2014, l'indice Fine Wine 50 s'est également moins bien comporté par rapport au marché général, mesuré par le Liv-ex 1000. Le Liv-ex 1000 a dépassé le Fine Wine 50 au second semestre 2017, dopé par la forte performance du Bourgogne 150, l'une de ses composantes. Dans le même temps, le Fine Wine 50 a ralenti.

Graphique 9 : Liv-ex 1000 comparé à Fine Wine 50 depuis que le marché remonte

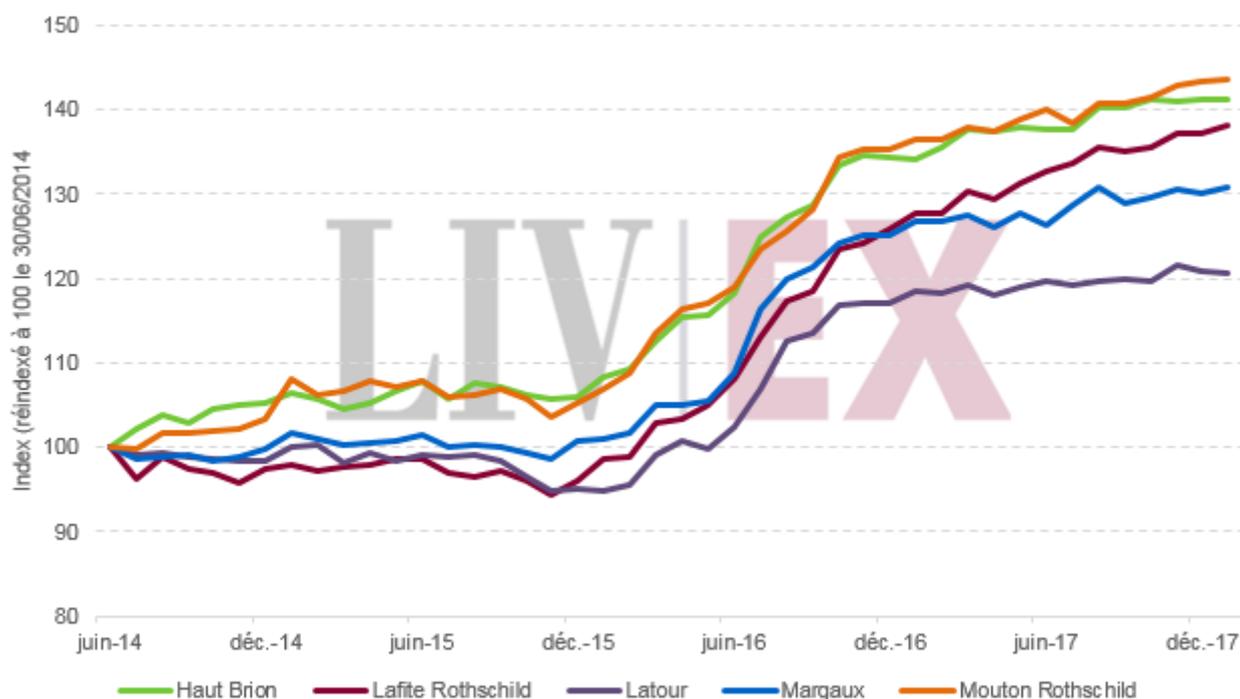


Au cours de la même période, Mouton-Rothschild a été le plus performant des premiers grands crus classés, en dépassant très légèrement le Haut-Brion.

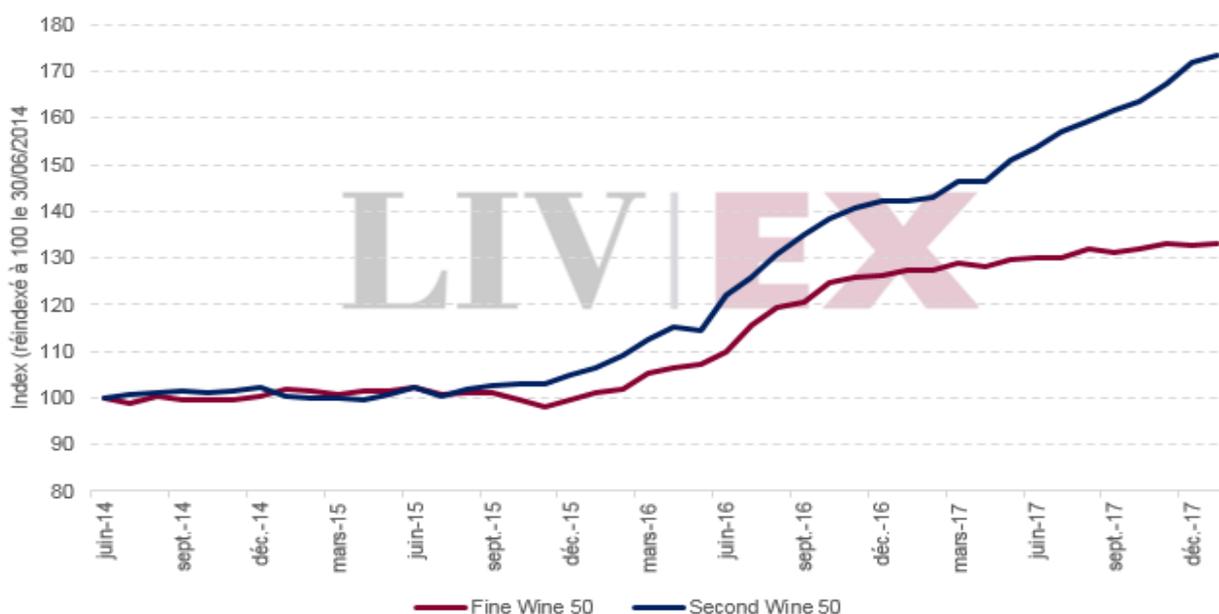
En 2016, l'intérêt renouvelé des acheteurs asiatiques, généralement amateurs de marques, a donné un coup de fouet à Lafite-Rothschild qui a affiché une augmentation de 28 %. L'année dernière, ce même indice a gagné 8 %. Bien que nettement inférieur à celui de 2016, il s'est encore mieux comporté que les Latour et Margaux, qui étaient tous deux en retrait par rapport au Bordeaux 500.

Dans le cas de Latour, le ralentissement est tout spécialement sévère. L'indice de ce vin n'a progressé que d'environ 1 % l'année dernière, le plaçant parmi les châteaux les moins performants du Bordeaux 500.⁴

Graphique 10 : Indices des premiers grands crus classés depuis le creux de 2014



Graphique 11 : Fine Wine 50 comparé au Second Wine 50 depuis que le creux de 2014



⁴ L'index Latour comprend les millésimes 2002-2011. Pour les autres vins, c'est pour les millésimes 2005-2014.

Le Second Wine 50 continue de grimper sans relâche

S'il est un secteur du marché bordelais qui n'a pas ralenti en 2017, c'est le Second Wine 50 qui a bondi de 20 %. Avant 2011, les achats dans cette zone du marché étaient motivés par l'impression donnée de pouvoir acheter la marque des premiers grands crus classés sans avoir à payer pour les grands vins eux-mêmes. Bien que ce soit toujours le cas, comme le montre le graphique du ratio par marque entre le premier grand cru classé et les seconds vins, jamais ces écarts n'ont été plus serrés. En dépit de cela, le Second Wine 50 continue de grimper sans relâche.

Graphique 12 : Ratio des prix des seconds vins par rapport aux premiers grands crus classés selon les marques

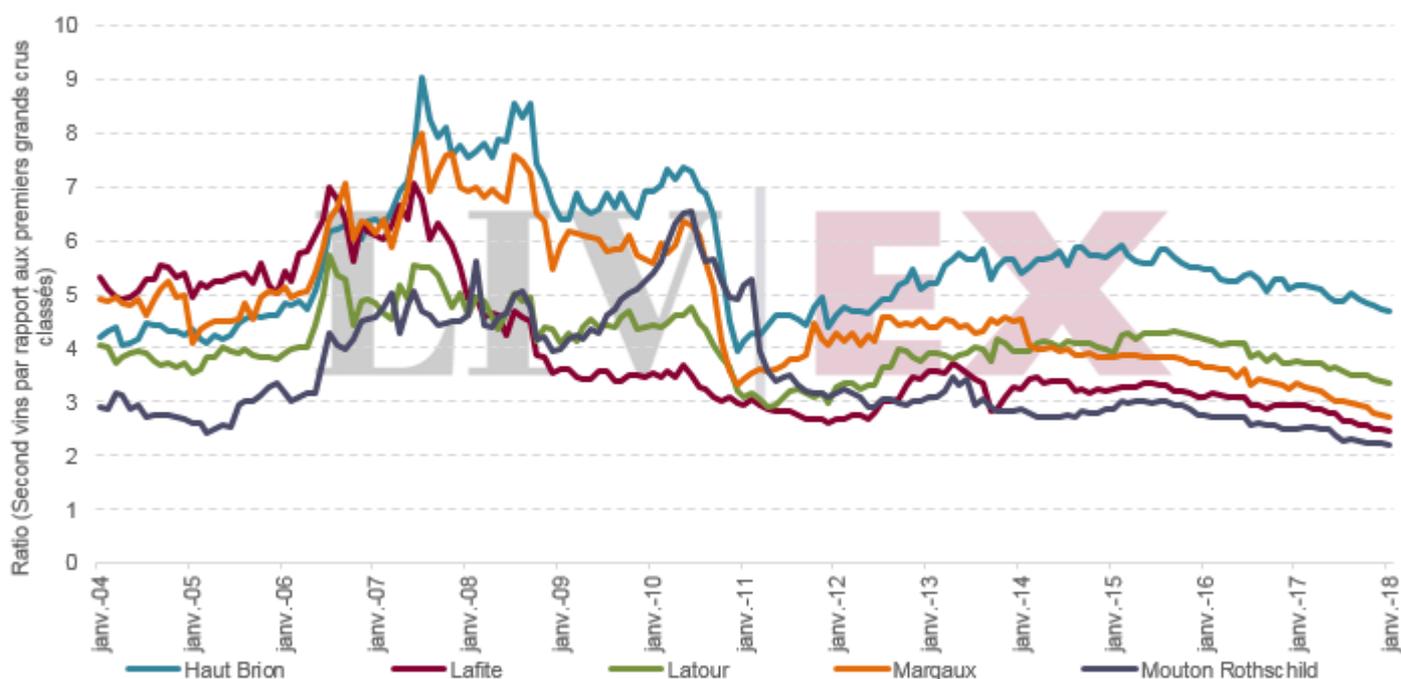


Tableau 1 : Performance des sous-indices Bordeaux 500

Performance des sous-indices 500					
Index	10 ans	Jul-11	Jun-14	Mai-16	1 an
Second Wine 50	258.8%	6.8%	73.4%	51.5%	21.9%
Right Bank 100	121.4%	37.5%	30.6%	22.3%	6.5%
Left Bank 200	86.8%	11.9%	39.3%	25.0%	6.7%
Bordeaux 500	62.4%	5.8%	34.8%	26.2%	7.6%
Right Bank 50	45.9%	12.7%	30.5%	25.7%	8.1%
Fine Wine 50	43.1%	-19.1%	33.2%	24.4%	4.6%
Sauternes 50	-6.4%	-17.2%	6.4%	15.1%	5.8%

Le marché des primeurs

Les ventes primeurs des membres de Liv-ex

Après une série de récoltes médiocres, la meilleure qualité et les prix plus élevés des millésimes 2015 et 2016 ont permis aux ventes primeurs des membres britanniques de Liv-ex d'atteindre respectivement 58,6 et 82 millions de livres sterling. Bien que ce soit une nette amélioration par rapport aux millésimes 2011 à 2014, cela reste nettement inférieur aux 225 millions de livres sterling générés par la récolte 2010. Il est d'ailleurs peu probable que ce sommet soit de nouveau atteint dans un proche avenir.

Farr Vintners, l'un des principaux négociants de primeurs au Royaume-Uni, a noté dans ses rapports annuels 2016 et 2017 «une baisse marquée de la demande et de l'attrait pour l'achat de crus de Bordeaux en primeur... il est peu probable d'atteindre de nouveau les niveaux de demande des millésimes 2009 et 2010. »

La baisse des ventes reflète également la baisse en volume des vins mis sur le marché, comme en témoignent les plus faibles allocations de certains vins clés lors des récentes récoltes. Étant donné que les millésimes 2015 et 2016 ont tous deux produit plus de vin que la moyenne des dix dernières années, nous sommes en droit de supposer qu'il y reste une grande quantité de vins répartis dans la chaîne d'approvisionnement, soit dans les châteaux, soit chez les négociants bordelais. Cette question de volume sera discutée plus tard dans le rapport.

Graphique 13 : Ventes primeurs des membres de Liv-ex UK

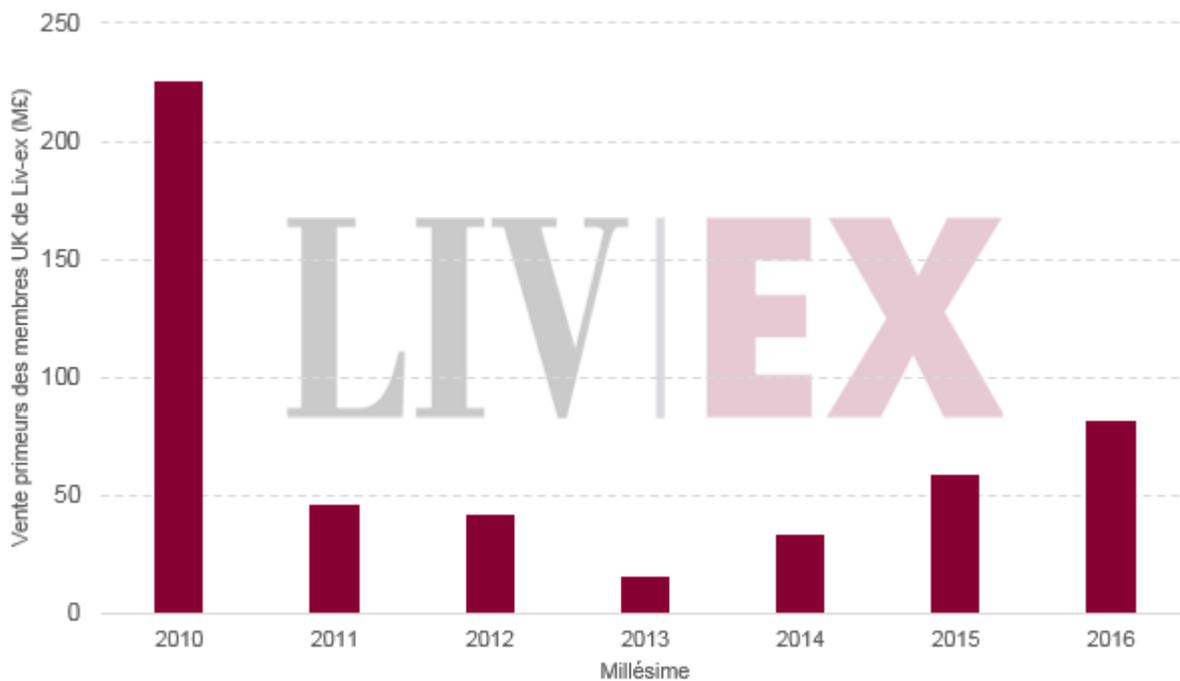


Table 2 : Bordeaux 500, gains et marges des primeurs

Millésime	Ex- château	Ex- négociant	Prix marchands	Marge de la chaîne d'approvisionnement	Prix moyen à la livraison ¹			Prix moyen actual ²		
	€/btl	€/btl	€/btl	Marge	€/btl	Gain ³	Gain indice	€/btl	Gain ³	Gain indice
2005	116	143	179	35%	299	67%	49%	243	35%	102%
2006	104	130	153	32%	115	-25%	-17%	152	-1%	41%
2007	85	105	112	24%	105	-6%	5%	142	27%	35%
2008	60	76	93	35%	176	89%	47%	151	62%	67%
2009	180	225	293	39%	257	-12%	6%	260	-11%	31%
2010	202	250	281	28%	233	-17%	-8%	250	-11%	8%
2011	111	138	152	27%	119	-22%	-4%	137	-10%	13%
2012	85	106	111	23%	125	13%	12%	136	23%	19%
2013	80	101	109	27%	103	-6%	5%	120	10%	23%
2014	86	108	118	27%	136	15%	3%	139	17%	9%
2015	132	157	181	27%	-	-	-	201	11%	11%
2016	147	175	202	27%	-	-	-	198	-2%	4%
Moyenne	116	143	165	29%	167	10%	10%	177	7%	30%

Réalisation des gains et des marges sur les primeurs

Même si de nombreux collectionneurs achètent sans l'intention de réaliser une plus-value, acheter en primeur revient tout de même à investir. En contrepartie de l'immobilisation de son capital et du risque qu'il prend, l'acheteur est en droit d'espérer ou de supposer qu'il a obtenu le meilleur prix pour le vin. Pourtant, récemment, suite à plusieurs années de pertes, en particulier de 2009 à 2011 lorsque les vins s'étaient avérés en moyenne moins chers lors de la mise à disposition du public, beaucoup ont remis en question l'intérêt d'acheter en primeur. Comme le montre l'exemple de la récolte 2006, l'achat à un prix trop élevé peut avoir des conséquences sur plus d'une décennie.

Les gains commerciaux sur les récoltes récentes ont été plutôt meilleurs. Cela semble contribuer à rétablir la confiance dans le système. Toutefois, les collectionneurs achetant uniquement à des fins d'investissement noteront qu'en moyenne, ces dernières années sauf 2012 et 2014, les achats en primeur ont augmenté en valeur à un rythme plus lent que l'indice Bordeaux 500. Ceci indique que globalement les investisseurs obtiennent un meilleur retour sur l'investissement avec des vins déjà sur le marché secondaire qu'avec des primeurs.

La nécessité de choisir les champions

Regarder le gain moyen masque le fait que choisir des vins « champions » vendus à un prix juste est, ces dernières années, devenue plus important que jamais. Cela est vrai même pour les millésimes qui ont surpassé le Bordeaux 500.

Considérons le millésime 2015 :⁵ bien que le gain moyen en euro soit de 11 %, celui des vins pris à part dans le Bordeaux 500 fluctue de -17 % à 162 %.⁶ Le tableau ci-dessous met en évidence les meilleures et les moins bonnes performances des 2015 de Bordeaux. Margaux, le plus performant, a vu son prix augmenter de plus de 160 %. Cela se doit à la qualité du vin sans doute autant qu'à la valeur ajoutée que l'étiquette commémorative du millésime.

¹Liv-ex Mid Price deux ans après les sorties primeurs.

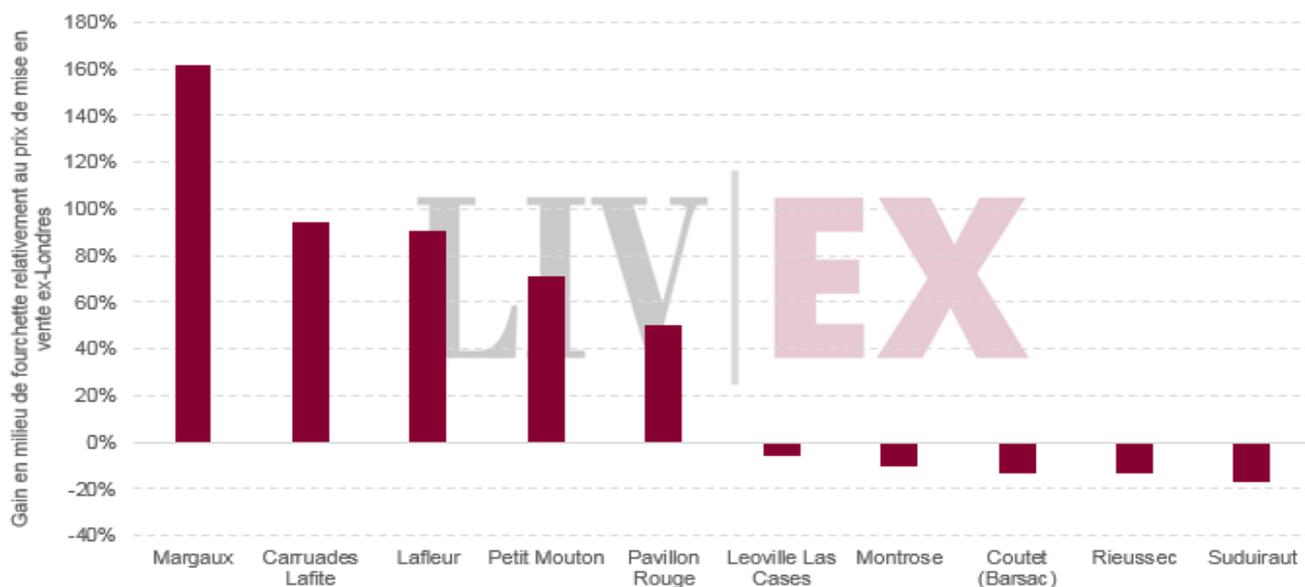
²Liv-ex Mid Price 31/01/2018.

³Le retour sur investissement est mesuré en fonction des prix des marchands.

⁵Nous avons utilisé l'euro afin d'atténuer l'effet de la faiblesse de la livre sterling sur la hausse du prix des actifs en livre sterling et qui amplifie les gains pour ceux qui détiennent déjà ces actifs. Ceci explique pourquoi le tableau est en euros.

⁶D'autres vins comme Canon (non inclus dans l'index Bordeaux 500) ont aussi été très performants.

Graphique 14 : Meilleures et moins bonnes performances des Bordeaux 2015 (en %)



Parmi les autres vins qui se sont bien comportés figurent les seconds vins des premiers grands crus classés: Carruades de Lafite, Petit Mouton et Pavillon Rouge sont respectivement en hausse de 94%, 71% et 50%.

Comme cela a été le cas pour de nombreux millésimes, les vins liquoreux de Sauternes continuent de lutter sur le marché secondaire : Suduiraut, Rieussec et Coutet sont les moins performants. Montrose 2015, un vin étant considéré mal évalué lors de sa mise en vente en juin 2016 est en baisse de 11 %.

Comment choisir les « champions » en 2017 ?

L'année dernière, Liv-ex a suggéré une façon plus précise d'évaluer la mise en vente des primeurs en utilisant ce que l'on a appelé la méthodologie de la « fair value ». Cette méthodologie tient compte de la relation entre le prix et la note des critiques (historiquement Robert Parker qui a laissé sa place à Neal Martin) pour évaluer le prix d'un vin en se basant sur ses notes.

Lorsqu'il existe une corrélation de plus de 50 % (selon le coefficient de détermination) entre les notes et les prix, la ligne de tendance obtenue peut être utilisée pour estimer la « fair value » d'un vin. Cela semble fonctionner pour de nombreux vins de l'indice Bordeaux 500. Les exceptions notables incluent des vins favorisés par le marché asiatique comme, par exemple, les seconds vins du fait que l'importance de la marque influence dans ce cas largement plus le prix que la note des critiques.

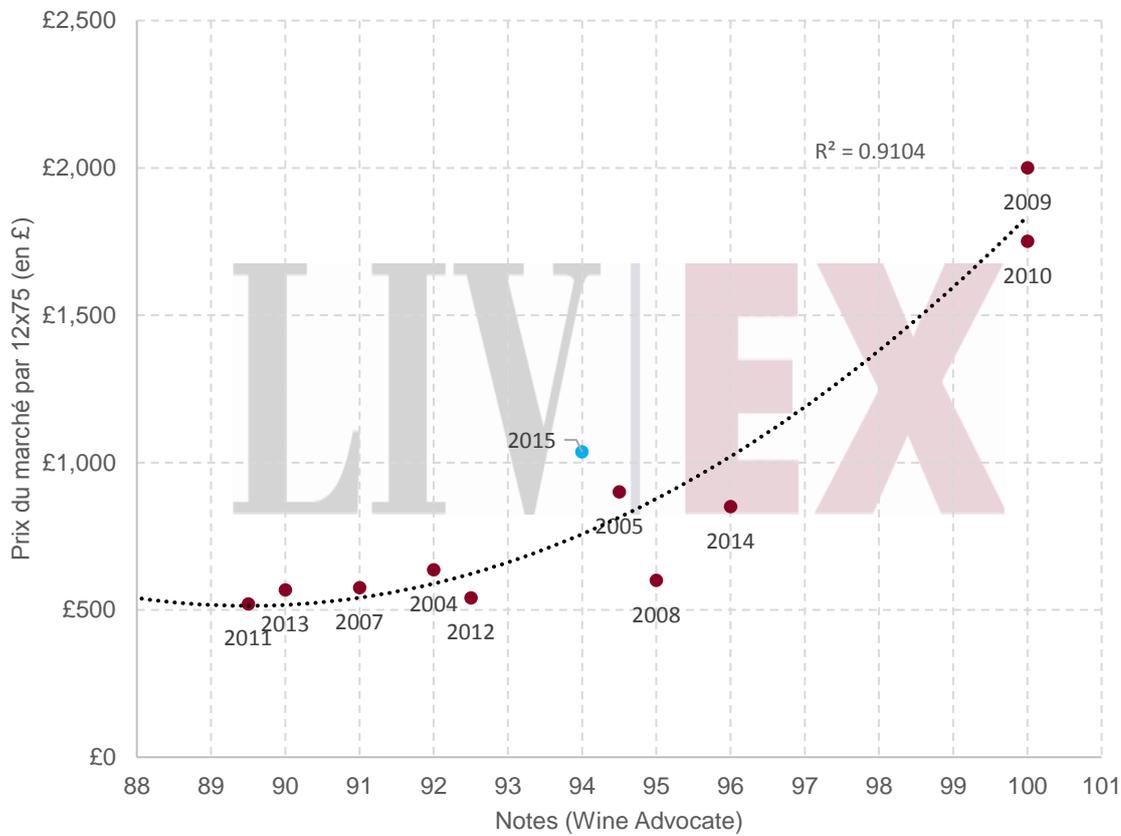
Pour un vin nouvellement mis sur le marché, la méthode de la « fair value » est un moyen d'évaluation plus rigoureux que la méthode un peu vieillotte qui consiste à analyser la variation du prix d'une année sur l'autre. Par exemple, si la qualité d'un nouveau millésime est largement meilleure que l'année d'avant, le prix d'un vin peut, bien qu'ayant monté, demeurer sous-évalué.

Si l'on reprend l'exemple du Montrose 2015, un collectionneur ou un commerçant ayant utilisé la méthodologie de la « fair value » lors de la vente des primeurs aurait pu identifier que le vin était trop cher et donc qu'il ne constituait pas un achat raisonnable. Ceci est illustré dans le tableau ci-dessous avec les données de juin 2016. Il est à noter que si le même graphique avait été créé au moment de la sortie du millésime 2014, ce dernier aurait été identifié comme une bonne affaire.

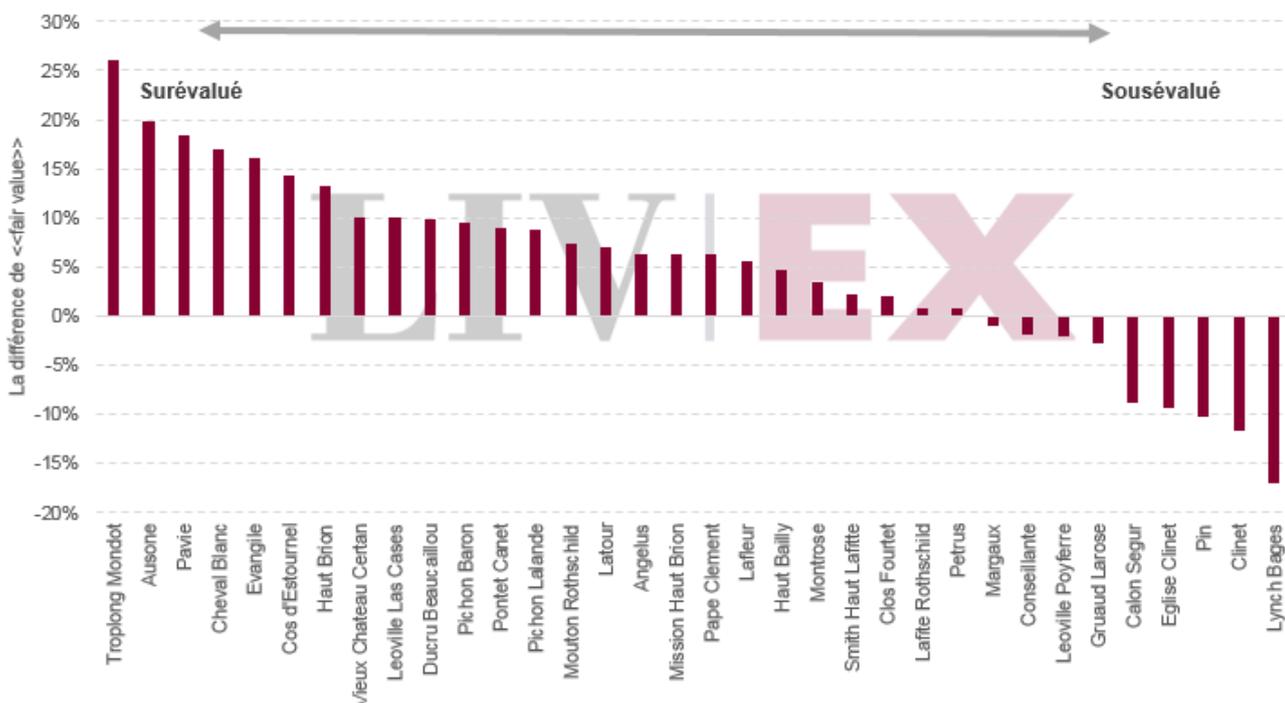
Nous émettons l'hypothèse qu'avec le temps le prix des vins tendra vers leur juste valeur et donc qu'il est pertinent d'acheter en primeur les vins sous-évalués et d'éviter les vins surévalués. En règle générale, mais pas systématiquement, les vins les plus sous-évalués offrent les meilleurs gains puisque leur prix regagne, en principe, sur le marché secondaire, une valeur cohérente. Quant aux vins surévalués, ils procurent habituellement les pires retours sur l'investissement.

A titre indicatif, le graphique ci-dessous montre quels châteaux ont historiquement, sur les dix derniers millésimes, sur ou sous-évalué leurs prix primeurs par rapport aux autres millésimes du même château disponibles sur le marché secondaire. Par exemple, il suggère que les mise en vente de Troplong Mondot ont été supérieures à leur « fair value » d'environ 26 % en moyenne. A l'inverse, Lynch-Bages a été mis en vente à environ 17 % en moyenne en dessous de sa « fair value ».

Graphique 15 : régression de Montrose 2015 en juin 2016



Graphique 16: Bordeaux châteaux, le plus surévalué et sousévalué en moyenne



Quels critiques comptent ?

Neal Martin ayant quitté Wine Advocate en février 2018 pour rejoindre Vinous Media, les pronostics entourant la succession de Robert Parker ont été rouverts. Au lendemain de la retraite de Parker, il était assez clair que beaucoup de monde était favorable à Neal Martin, en partie à cause de sa proximité professionnelle avec Parker. Maintenant que Martin est passé à autre chose, il semble y avoir des doutes quant à savoir si les prix du marché continueront d'être autant influencés par ses notes ou si un certain nombre de voix différentes prendront plus d'importance.

C'est une question particulièrement sensible qui continuera d'influencer en arrière plan les prochaines primeurs. Le marché a déjà été testé avec les notes non primeurs du Bordeaux 2015. Plusieurs critiques ont publié leurs notes Primeurs après mis en bouteille au même moment et il n'était pas évident de repérer si un critique avait plus d'impact qu'un autre. On peut se demander si la curieuse série de notes qu'a publié Neal Martin dans The Wine Advocate n'a pas atténué l'impact qu'il pouvait avoir sur le marché. Peut-être est-ce dû au fait qu'il n'a attribué que deux fois les 100 points, qui plus est pour deux vins qu'il avait déjà potentiellement notés 100 points en primeur.

D'autres critiques ont accordé bien plus de 100 points, comme par exemple James Suckling qui les a attribués 14 fois. Le tableau 3 montre les cinq plus importantes évolutions des prix en Bordeaux 2015 depuis la publication des notes Primeurs après mis en bouteille en février. Il semblerait que les scores de James Suckling aient influencé le marché, puisque les prix du marché les plus performants sont ceux de deux vins à qui il a attribué 100 points : Beauséjour Duffau et Belair Monange.

Tableau 3 : Bordeaux 2015, évolution des prix depuis l'annonce des notes Primeurs après mis en bouteille ⁷

Vin	100 points	Jan-18	Mars-18	% Gain
Beausejour Duffau	JS	£788	£1,309	66%
Belair Monange	JS	£1,219	£1,690	39%
Canon (Saint Emilion)	NM, AG	£1,580	£1,995	26%
Haut Brion	NM, LPB	£4,472	£5,230	17%
Vieux Chateau Certan	JS	£2,300	£2,650	15%

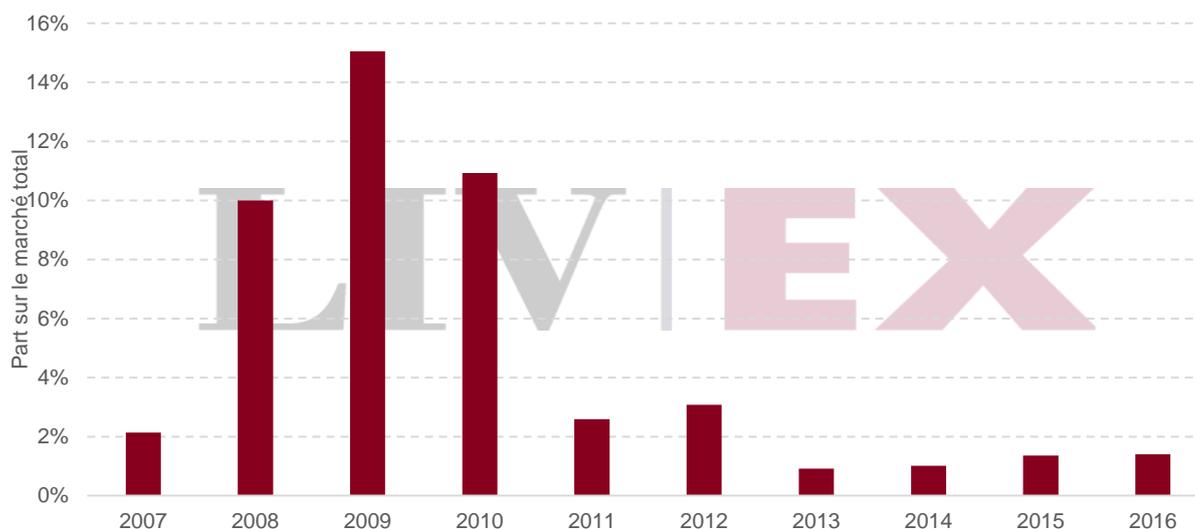
Il sera intéressant de voir si les châteaux se mettront à fixer leur prix en se basant sur la plus haute note qu'ils auront obtenue, qui qu'en soit l'auteur, de la même façon que certains commerçants utilisent désormais ces notes de façon sélective afin d'améliorer leurs ventes. Cela étant dit, il semble tout de même que le marché conserve une préférence pour Neal Martin. En effet 77 % des marchands interrogés par Liv-ex en mars 2018 ont déclaré que Neal Martin serait le critique qu'ils suivraient le plus pour le millésime 2017 de Bordeaux. Mais l'enquête a également révélé que les commerçants pourraient choisir de considérer un panel plus large de critiques. Les jours où Robert Parker faisait la pluie et le beau temps sont bien loin derrière nous.

Les ventes primeurs sur Liv-ex sont faibles

La nécessité de choisir des « champions » est un facteur contribuant à la baisse du marché des primeurs sur Liv-ex. Comme nous le disions l'année dernière, les ventes primeurs sont pour « the few, not the many », même dans des récoltes réussies telles que 2015 et 2016. Le marché est maintenant principalement concentré sur le top 30 des vins les plus demandés. Ce sont généralement des vins qui sont très bien notés, chers et difficiles à trouver sur le marché primaire.

⁷ JS = James Suckling (jamesuckling.com), NM = Neal Martin (vinous.com), AG = Antonio Galloni (vinous.com), LPB = Lisa Perotti-Brown (robertparker.com).

Graphique 17 : Ventes primeurs sur Liv-ex en pourcentage des ventes totales (par millésime)⁸

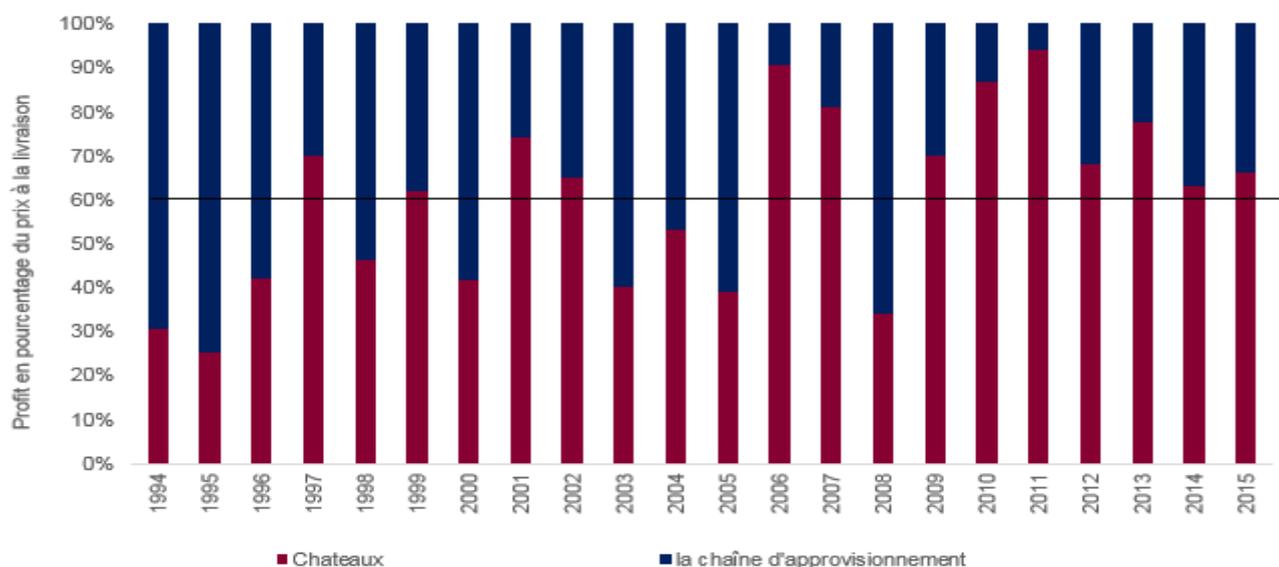


Les marges de la chaîne d'approvisionnement restent inférieures à la moyenne historique

Non seulement les ventes de primeurs ne sont pas revenues à leurs niveaux antérieurs, mais elles sont devenues une option moins attractives pour le marché. Le graphique ci-dessus mesure le prix ex-château du Bordeaux 500 en pourcentage du prix du marché à la livraison. Cela nous permet d'évaluer la répartition des bénéfices entre les châteaux et le reste de la chaîne d'approvisionnement (incluant courtiers, négociants, commerce international et consommateurs finaux). Comme l'indique le graphique, depuis le millésime 2008, la part des bénéfices revenant aux châteaux est restée supérieure à la moyenne historique. En bref, il reste moins de valeur pour le marché aujourd'hui que par le passé.

Lors des millésimes 2006, 2010 et 2011, la part des profits des châteaux était à 85 % ou plus du total. Ce sont toutes des années qui suivent un grand millésime. Étant donné que 2017 suit un millésime reconnu comme l'un des meilleurs de l'histoire récente, si cette tendance devait perdurer cela ne présagerait rien de bon pour le marché à venir.

Graphique 18 : prix ex-Château en pourcentage du prix du marché à la livraison



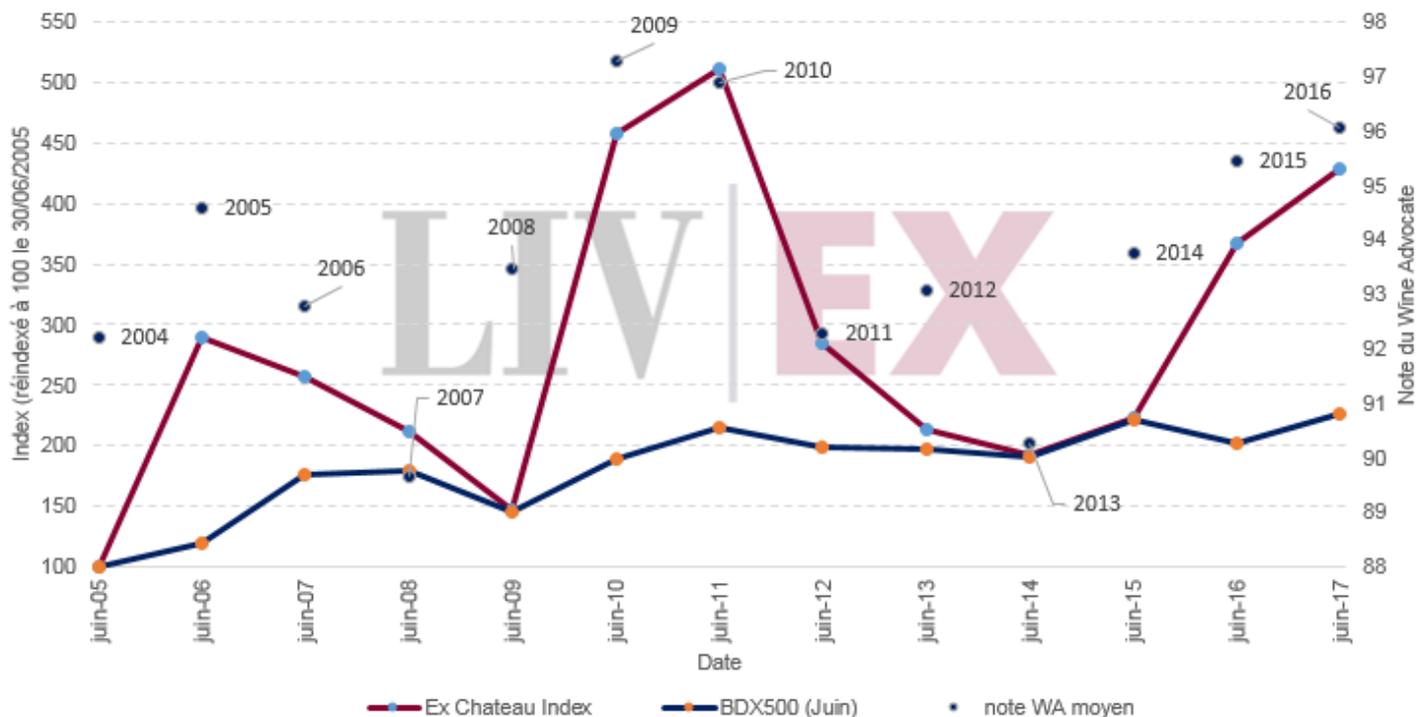
⁸ Les ventes primeurs sont mesurées du début des vendanges à la fin du mois de mars de l'année suivante.

Perspectives du Bordeaux 2017

Prix de mise en vente

Comme le graphique 19 le montre, les prix primeurs n'évoluent pas en accord avec le marché. Alors que le Bordeaux 500 a augmenté de 3,4 % en euros depuis juin 2017, il serait imprudent d'utiliser cette donnée pour prédire les prix primeurs cette année. Au lieu de cela, nous observons que les prix évoluent nettement en fonction de la qualité.⁹ En utilisant comme référence la note moyenne de The Wine Advocate (WA) pour le Bordeaux 500, nous notons une différence évidente entre les prix de mise sur le marché des bons et des moins bons millésimes. Les mises à prix des faibles millésimes, tels que 2007 ou 2013, étaient inférieurs de moitié aux prix des bons millésimes comme 2009 et 2010.

Graphique 19 : Indices Bordeaux 500 et ex-château par rapport à la note WA



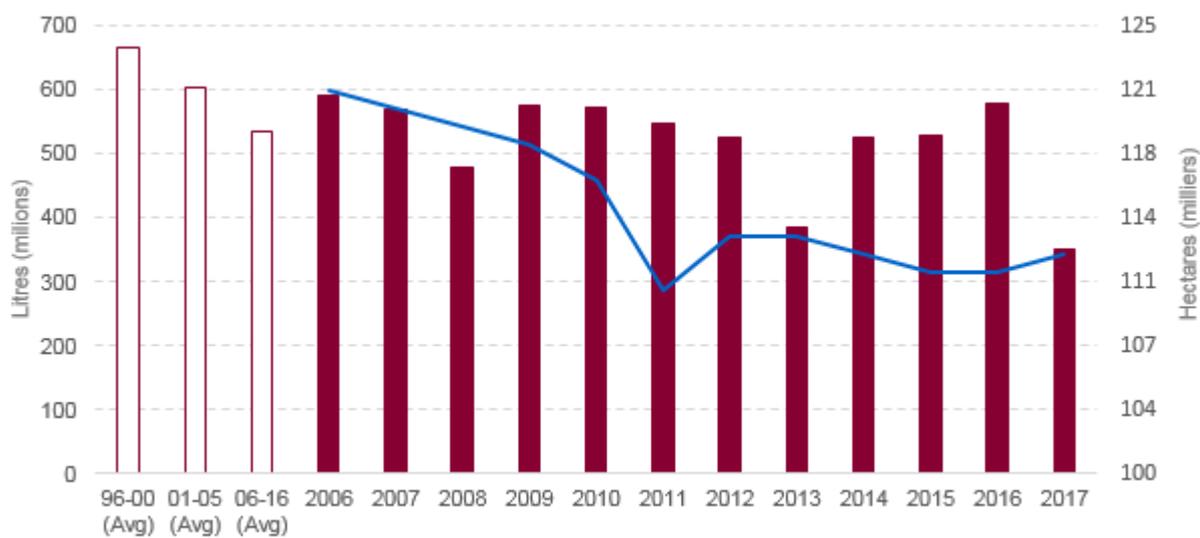
Quantité et qualité

L'aspect principal de cette récolte a été l'impact des gelées printanières tardives, les pires depuis 1991, qui ont considérablement réduit le rendement global à Bordeaux. Comme le montrent les données recueillies par Gavin Quinney, les volumes globaux ont diminué de 40 % par rapport à 2016 et étaient inférieurs de 33 % à la moyenne des dix dernières années.

Cependant, comme l'indique clairement le graphique 22, une carte du gel compilée par Quinney, les dommages causés par le gel n'étaient pas uniformes à travers la région. Certaines communes de la rive gauche comme Pauillac, Saint-Julien ou Saint-Estèphe ont à peine été touchées. Si l'on en croit la carte, il semble que la plupart des dégâts ont été causés aux vignobles qui approvisionnent le marché à bas prix plutôt qu'aux vins de grande qualité. Jusqu'à présent, parmi les châteaux que Liv-ex a couverts lors des primeur 2016, seuls Fieuzal et Climens ont déclaré ne pas être en mesure de produire de vin en 2017.

⁹ L'indice Bordeaux 500 ex-château est un indice composé des prix ex-château de l'indice Bordeaux 500. L'indice a été réindexé sur 100 pour la campagne En Primeur 2004.

Graphique 20 : Rendements de Bordeaux de 1996 à 2017

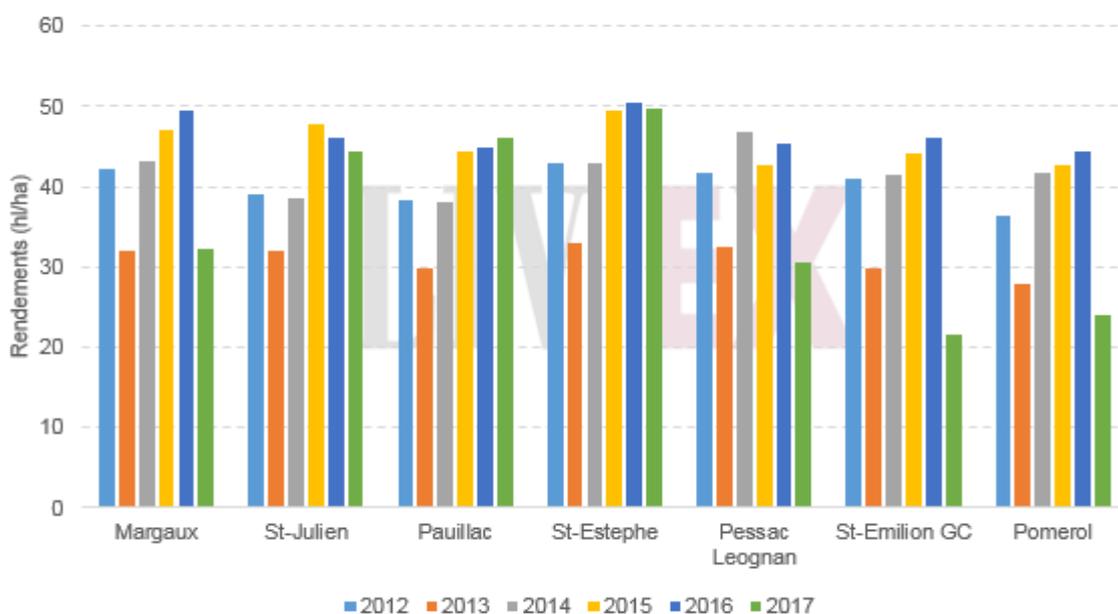


Source: @Gavin Quinney ■ Rendements- Millions de litres — Surface en production - milliers de hectares (RHS)

Même si nous ne pouvons pas encore être certain de la situation château par château, la carte 21 semble indiquer que les rendements des appellations de la rive gauche dont sont issus les vins de la classification de 1855, Margaux mis à part, s'en sortent presque indemnes. Ces vins ont dû être produits en 2017 à un volume plus ou moins normal. Dans certains cas, la production de vin a été supérieure à la moyenne : les 46,2 hl / ha à Pauillac étaient en effet au-dessus du rendement de 2016. Dorénavant, il est possible que des châteaux dans ces communes choisissent de produire moins de Grands vins et plus de Second vins si la qualité n'était pas au rendez-vous.

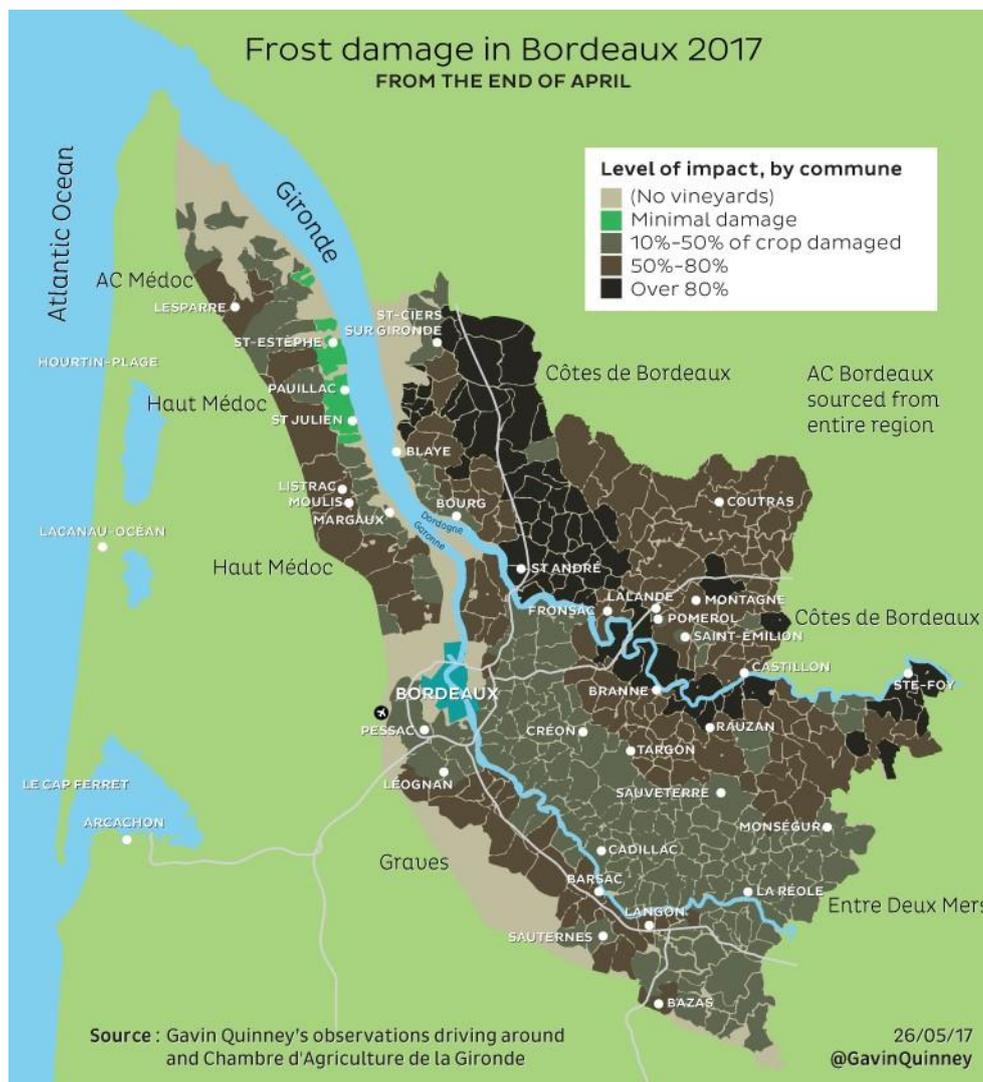
Sur la rive droite, les dommages qu'a subi la vigne à Pomerol et à Saint-Emilion sont plus nuancés que ne le suggèrent les données prises sur l'ensemble de l'appellation. Alors que quelques grands crus classés de Saint-Emilion ont accusé des pertes avoisinant les 100 %, beaucoup d'autres n'ont pas été touchés aussi gravement. A Pomerol, de nombreux vignobles réputés du plateau semblent s'en être bien sortis.

Graphique 21 : Rendements par appellation¹⁰



¹⁰ Douane/CIVB.

Graphique 22 : Carte du gel à Bordeaux 2017 par Gavin Quinney



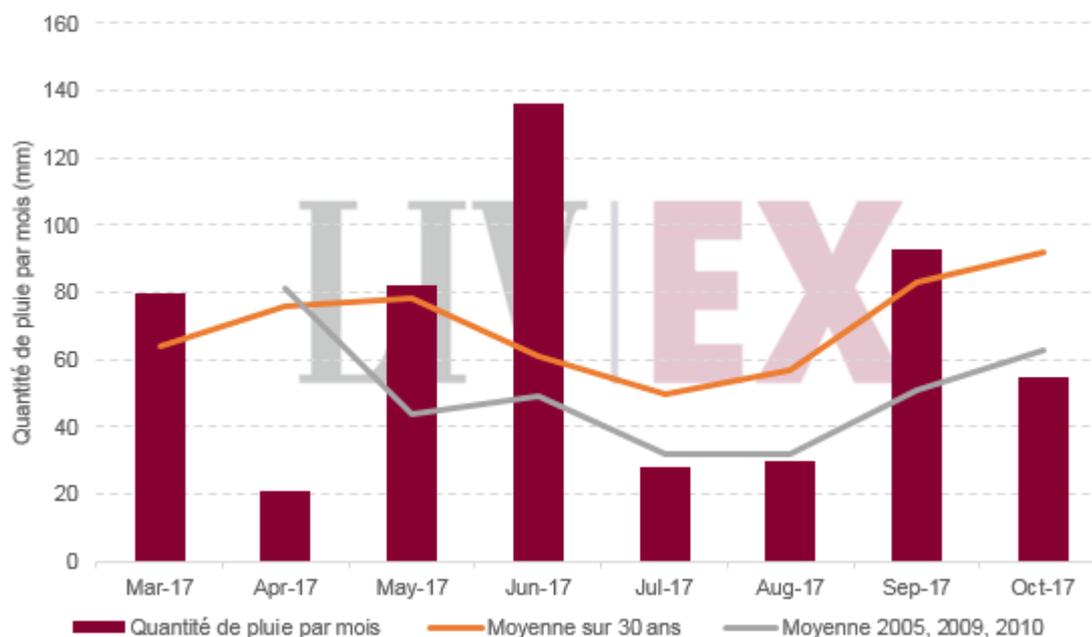
La météo laisse présupposer un bon millésime

Là où les vignerons avaient assez de raisins sains, il y a un vrai potentiel pour de bons résultats. D'une manière générale, la qualité d'un millésime peut être déduite de la qualité de la météo pendant la saison de croissance. Bien que les précipitations aient été supérieures à la moyenne en mai et en juin, la période estivale était à la fois plus sèche que la moyenne des 30 dernières années et que la moyenne des grands millésimes 2005, 2009 et 2010.

Les précipitations en septembre ont été supérieures à la moyenne, ce qui peut sembler inquiétant, mais comme Jane Anson l'a récemment noté dans Decanter, « ce ne fut pas tant un problème de dilution ». En novembre 2017 Gavin Quinney a estimé « ce n'est pas une année à succès... nous devrions voir des vins au même niveau de qualité que 2012 ou peut-être 2014 ».

Les premiers commentaires critiques semblent suggérer que la combinaison du gel dans certaines zones et d'une saison de croissance relativement bonne a conduit à un millésime hétérogène. Lisa Perotti-Brown a écrit en mars 2018 qu'elle avait « goûté des surprises extraordinaires... et d'autres choses très moyennes ». Une image plus complète émergera en avril une fois que les acteurs du marché et les critiques auront visité Bordeaux pour goûter les primeurs.

Graphique 23 : Précipitations en 2017 par rapport à la moyenne¹¹



Bordeaux est de retour... à Bordeaux

La question de savoir quelle quantité de vin arrive sur le marché par rapport à la quantité totale produite est cruciale. Au cours des deux dernières années, malgré des volumes de production supérieurs à la moyenne, la plupart des grands châteaux ont retenu une part de plus en plus importante de leur production afin de la vendre au-delà des primeurs. Les jours des châteaux vendant 90 % de leur production sont révolus depuis longtemps. Le tableau ci-dessous met en évidence la stratégie de certains des plus grands acteurs.

Tableau 4 : Stratégie des châteaux

Château	Stratégie
Angelus	A annoncé qu'il garderait plus de bouteilles hors marché en 2015. Ils avaient auparavant déclaré retenir 20% de leur production en stock depuis 2011.
Haut Brion	A mis en vente 20% de moins en 2016.
Lafite	Un système de tranches de crédit compliqué rend obscur les prix de mise en vente et les volumes.
Latour	Est sorti du système primeur en 2012 après la mise sur le marché du millésime 2011. Retient à présent 100% de son stock et ne met les vins en vente que lorsqu'ils sont prêts à boire. Un millésime est mis en vente tous les ans, un mois avant les primeurs.
Margaux	Après avoir réduit les volumes en 2015, le château était un des seuls à les augmenter en 2016.
Mouton Rothschild	En février 2016, Mouton-Rothschild a annoncé qu'il mettrait moins de caisses primeur en vente. Le même nombre de caisses a été mis en vente en 2015 et en 2016 mais 2016 était une récolte plus importante.
Palmer	Palmer a retenu 50 % de son stock tous les ans depuis 2010.
Pavie	Met en vente 50 à 60% en primeur et planifie de mettre en vente l'équivalent de la valeur d'une récolte par an.
Pontet Canet	Ont fermé les allocations en 2015 en mettant en vente l'équivalent de 60% de 2014 sur la première tranche.

En utilisant les données fournies par le CIVB, le tableau x fournit des informations sur les niveaux de stock et les volumes d'échanges à Bordeaux. Au lieu d'utiliser des chiffres pour l'ensemble de la région, Liv-ex a isolé la production des grands vins en fusionnant les données des communes de Saint-Julien, Saint-Estèphe, Margaux, Pauillac, Pessac-Léognan, Barsac, Sauternes, Saint-Emilion (grand cru) et Pomerol.¹²

¹¹ Chiffres collectés et fournis par Gavin Quinney.

¹² Tous les vins produits dans ces communes ne sont pas classés comme grands crus, mais la majorité le sont.

La quantité des vins qui est sortie des châteaux de ces appellations en 2017 était la plus importante depuis 2011. Malgré cela, au début de la récolte 2017 / 2018, le niveau de stock est le plus élevé depuis sept ans, tant dans les châteaux que chez les négociants.¹³

Le ratio du volume de vin sortant des châteaux par rapport au volume de la récolte a été inférieur à 1 depuis 2014. Cela signifie que moins de vin arrive sur le marché qu'il n'en est produit, ce qui implique une volonté de restreindre l'offre. Ces données chiffrées corroborent les différentes déclarations venant des châteaux et résumées dans le tableau 4. Moins de vin pénètre sur le marché ce qui entraîne une hausse des stocks aux châteaux.

Tableau 5 : Production, stocks et sorties des grands vins¹⁴

Récolte	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18
Vendages	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Vendages (hl)	499,425	489,508	373,568	501,003	547,241	572,375	
Stock au début de la récolte (hl)	1,301,522	1,262,124	1,235,188	1,145,569	1,203,729	1,287,812	1,338,104
Total disponible aux propriétés (hl)	1,800,947	1,751,632	1,608,756	1,646,572	1,750,970	1,860,187	
Stock au négoce (hl)	463,265	476,506	510,559	526,954	525,453	559,664	508,789
Sorties (tous millésimes) (hl)	509,122	472,200	438,647	410,447	431,744	490,111	
Sorties/vendanges ratio	1.02	0.96	1.17	0.82	0.79	0.86	

L'objectif de cette stratégie n'est pas entièrement clair. D'une part, cela pourrait simplement faire partie d'un cycle normal de réapprovisionnement rendu nécessaire par la survente de 2005 à 2010 et par l'impact de la mauvaise récolte de 2013. On peut aussi penser que les châteaux estiment qu'après la rechute en 2011 du boom chinois, la meilleure façon de maintenir le niveau de prix est de retenir l'offre. Dans un environnement où les taux d'intérêt sont bas, le coût de la détention de stocks est réduit alors que les sorties ex-château futures pourraient se faire à un prix plus élevé.

Si par ailleurs l'on s'intéresse aux allocations primeurs généralement réduites de l'année dernière, il est difficile de déterminer si la rétention des stocks était une mesure prudente en réaction au gel ou si elle cadrerait avec une stratégie à long terme visant à libérer moins de vin durant les primeurs.

La chaîne d'approvisionnement est-elle saturée ?

Le tableau x montre que non seulement les châteaux sont remplis de stock, mais aussi que les stocks détenus chez les négociants sont également élevés. Plus bas dans la chaîne d'approvisionnement, le graphique x montre que les marchands sont encore fortement fournis en vins des millésimes 2014 et 2015. Entre 40 et 50 % du vin disponible est constitué des millésimes 2014 et 2015.

En fait, le stock actuel dans la chaîne d'approvisionnement est fortement constitué par les jeunes Bordeaux. Il n'y a tout simplement pas de place pour de gros volumes de vin, et surtout pas au mauvais prix. Curieusement, tandis que lors des deux dernières récoltes tout le monde s'est plaint que les vins les plus demandés étaient retenus du marché, cette année retenir du vin du marché pourrait être exactement la chose à faire, surtout si le prix ou la qualité laisse à désirer.

C'est là que les intérêts des différents acteurs de la chaîne d'approvisionnement peuvent diverger. Si les critiques estiment que les 2017 sont inférieurs à la moyenne, les châteaux voudront vendre autant de stocks que possible au prix le plus élevé possible, ce qui pourrait laisser les négociants ou des marchands exports avec des stocks dont ils ne sauraient que faire. D'un autre côté, si le vin est jugé supérieur à la moyenne, il

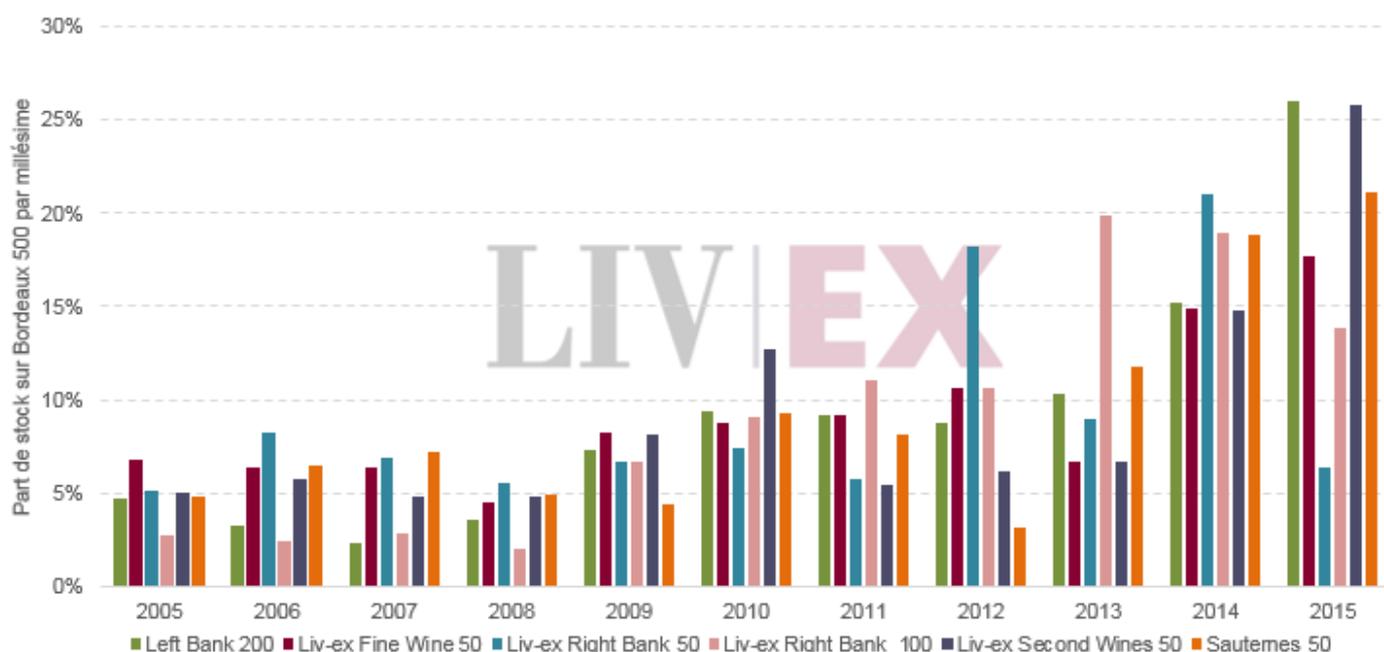
¹³ Une récolte s'étend de début août à fin juillet de l'année suivante.

¹⁴ CIVB, *Marché des vins de Bordeaux, Bilan par appellation, Campagne 2017-2017*, p.44-47, 51-55 & 78.

est probable que les marchands à l'export auront du mal à s'en procurer, des stocks risquant fort d'être constitués pour n'être mis en vente que plus tard à des prix plus élevés.

Du côté de la demande, ainsi que l'a montré l'analyse du marché bordelais lors de la section précédente, le Bordeaux 500 est actuellement plat. Il y a un relatif engouement pour certaines sous-sections du bordelais sur le marché secondaire, comme par exemple les seconds vins ou les 2014 ou 2015 abordables, mais dans l'ensemble, la demande est plus faible qu'il y a un an. Si le prix du vin n'est pas juste, cette récolte connaîtra des difficultés et risquera d'engendrer une perte de confiance dans le système à un moment où le marché est déjà plutôt plat.

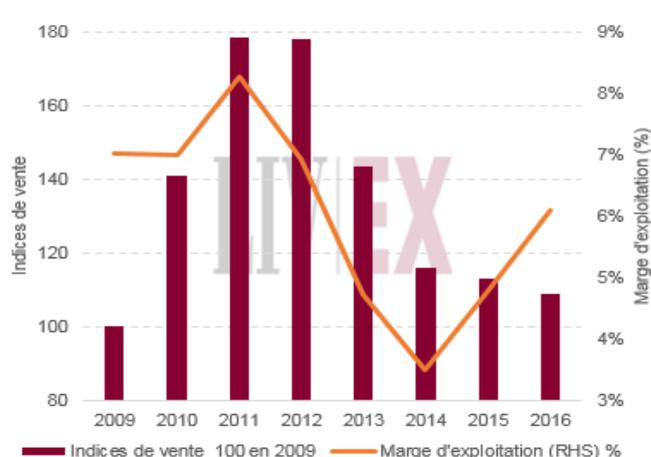
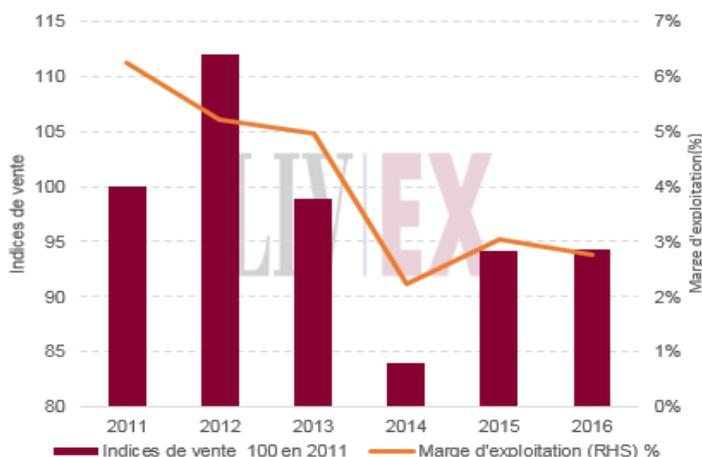
Graphique 24 : Part de stock sur Bordeaux 500 par millésime¹⁵



Le marché peut-il le supporter ?

Bien que le bilan des ventes augmentera encore lorsque les résultats des primeurs 2015 et 2016 seront dévoilés, les indicateurs des ventes pour le Royaume-Uni et la France devraient rester inférieurs à ceux de 2009 dans ces deux pays.

Bordeaux negociants: ventes et marges bénéficiaires UK: ventes et marges bénéficiaires



¹⁵ Ce graph mesure le stock disponible pour chaque millésime en pourcentage de l'index total. Les données proviennent du volume moyen des listes récoltées par Liv-ex sur les 3 derniers mois.

Si les prix de cette récolte est mal évalués, ce serait handicapant pour le commerce en France et au Royaume-Uni. Les taux d'intérêt étant bas, les châteaux ne sont pas pressés de vendre. Cela réduit la probabilité que les prix de cette récolte soient convaincants, et après deux récoltes très bien vendues, il est peu plausible que l'appétit des acheteurs soit au rendez-vous, sauf peut-être si le millésime 2017 est meilleur que les deux précédents.

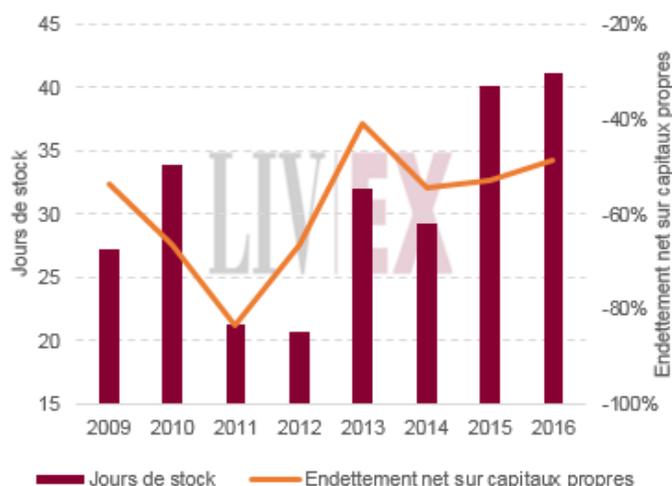
Le marché du grand export, pas plus que les négociants, ne peut se permettre d'acquérir de gros volumes d'un stock surévalué. Le commerce britannique opère un modèle de trésorerie nette avec une moyenne de 40 jours en stock. C'est un modèle dont la rotation est rapide. Si les prix des primeurs ne sont pas attractifs, ils ne seront pas achetés. Plutôt que de choisir d'acheter et de détenir des stocks, le marché britannique a plutôt tendance à sacrifier son chiffre d'affaires.

En revanche, les négociants n'ont pas tellement le choix, ils sont obligés d'acheter par crainte de perdre des allocations importantes. Pourtant, comme les graphiques le montrent, pour les grands négociants de Bordeaux une marge d'exploitation de 3%, une dette nette sur capitaux propres de 70%, et un stock de 280 jour d'inventaire font que la marge d'erreur acceptable est faible. Pour l'instant tout va bien, mais en cas de retournement économique de la chaîne d'approvisionnement pourrait se retrouver sérieusement sous pression.

Bordeaux negociants: bilans



UK trade: bilans



Conclusion

L'état du marché des primeurs s'est amélioré ces dernières années. Les gains ont été pour la plupart positifs, ce qui a permis de rétablir la confiance dans le système. La récolte 2017 présente donc une réelle opportunité pour les châteaux. Cependant, un certain nombre d'aspects sous-jacents affecteront probablement la façon dont le millésime est accueilli.

La question des gelées printanières de 2017 a été centrale pour leur impact tant en termes de quantité que de qualité. Certains estiment que pour beaucoup de grands crus de la rive gauche les volumes ont à peine été affectés mais pour ce qui est de qualité nous sommes encore plus ou moins dans l'inconnu. On peut supposer, selon les premiers rapports disponibles, que si 2017 a été une bonne année, elle n'atteindra pas les sommets de 2009, 2010, 2015 ou 2016.

La façon dont les châteaux vont mettre leurs vins en vente reste difficile à prévoir. Les prix élevés de 2015 et 2016 ont été absorbés dans la plupart des cas par la haute qualité des vins et la vigueur du marché. Ni cette qualité ni cette vigueur ne seront au même niveau cette année. En conséquence les acheteurs qui ont déjà beaucoup investi ces deux dernières années auront besoin de bonnes raisons de continuer d'acheter. On entend sur le marché beaucoup de rumeurs et d'opinions qui laissent ouvertes une multitude d'options possibles. Il pourra être tentant pour ceux qui vendent les vins de mettre l'accent sur les meilleures notes obtenues mais il n'en restera pas moins que le prix sera capital pour ce millésime.

Les primeurs 2017 définiront l'état du marché bordelais pour le reste de l'année 2018. Le marché a progressé régulièrement en 2017 mais montre maintenant des signes de ralentissement. Une récolte surévaluée avec des volumes bas pourrait être néfaste.

D'un autre côté, une récolte bien valorisée qui mettrait sur le marché des vins dans des volumes acceptables à des prix attractifs pourrait renforcer la confiance et satisfaire tous les acteurs de la chaîne d'approvisionnement. Et c'est, comme toujours, ce que le marché espère.