

Bordeaux 2020: quelle posologie économique pour le millésime du vaccin ?

Philippe Masset¹ & Jean-Philippe Weisskopf²

Juin 2021

A Bordeaux, chaque année suit un rythme immuable, ou presque. Les deux moments forts sont la récolte du dernier millésime au sortir de l'été, suivi de sa mise en vente au printemps suivant durant la « campagne primeur ». Cette campagne est elle-même bien huilée : des dégustations animent les mois de mars/avril ; les notes des experts tombent vers fin avril – ils « révèlent » la qualité d'ensemble du millésime et de ses vins ; puis les châteaux annoncent la mise en vente de leurs cuvées. A Bordeaux il y a une hiérarchie à respecter. En principe, les petits châteaux sont les premiers à être mis en vente. Ils sont progressivement rejoints par des châteaux plus cotés. Ces « first movers » profitent d'une meilleure visibilité – les grands noms n'étant pas encore sur le marché pour leur faire de l'ombre, mais surtout ils contribuent à dissiper les incertitudes sur l'état de la demande. Ils aident ainsi les suivants à déterminer le prix auquel vendre leurs vins. La campagne atteint son paroxysme lorsque les châteaux les plus recherchés sont mis sur le marché. Une fois la campagne terminée, il reste à attendre environ 18 mois pour que les vins finissent leur élevage, soient mis en bouteille, et livrés à leurs acheteurs.

Ces explications témoignent d'un système finement organisé, mais néanmoins tributaire d'importantes sources d'incertitude qui émanent du fait que la vente en primeur porte sur un produit non-encore terminé. Seuls des échantillons de vins en cours d'élevage étant dégustés et notés par un nombre restreint d'experts, la qualité finale ne peut qu'être estimée – possiblement avec un biais reflétant les préférences des experts en question. On parlait ainsi il y a quelques années de « Parkerisation » en faisant référence à des vins vinifiés dans un style aligné sur les préférences de Robert Parker (qui fut le « gourou de Bordeaux » avant sa retraite en 2014) qui les récompensait par des notes élevées. La situation économique et l'état du marché sont également susceptibles de changer entre les moments de la vente en primeur et de la livraison. Concrètement, il en résulte que la question du « juste prix » auquel un vin devrait être vendu sur le marché primeur est fondamentale (car elle détermine le succès, ou l'insuccès, d'un vin) mais difficile à répondre.

Cet article vise précisément à analyser l'état actuel du marché, estimer les prix de sortie raisonnables des divers vins en employant le modèle de Masset & Weisskopf (2021), et identifier quelques vins qui méritent une attention particulière.

¹ Ecole hôtelière de Lausanne, HES-SO Haute école spécialisée de Suisse Occidentale, Route de Cojonnex 18, CH-1000 Lausanne, Switzerland. Phone: +41 21 785 1412. Email: philippe.masset@ehl.ch.

² Ecole hôtelière de Lausanne, HES-SO Haute école spécialisée de Suisse Occidentale, Route de Cojonnex 18, CH-1000 Lausanne, Switzerland. Phone: +41 21 785 1478. Email: jean-philippe.weisskopf@ehl.ch.

Le millésime 2020 fait suite à une décennie hors-norme pour Bordeaux

Avant de se plonger dans le millésime 2020, il est utile de jeter un œil sur ce qui s'est passé ces dernières années. Il y a 11 ans, au sortir de la crise financière, le millésime 2009 était mis sur le marché, suivi par le millésime 2010 l'année suivante. Ce sont des millésimes remarquables, mais le 2009 s'est bien mieux vendu car son successeur a souffert de hausses de prix excessives. Bordeaux est ensuite rentré dans une période de correction (avec des prix en baisse jusqu'à 30% voire 50% sur certaines références) qui ne s'est conclue que cinq ans plus tard. Différents facteurs (économiques, politiques, mais également internes au marché du vin avec des rééquilibrages entre régions viticoles) expliquent cette correction, mais in fine le rebond à partir de 2016 doit beaucoup à l'impulsion offerte par un nouveau grand millésime, 2015. Celui-ci a été suivi par 2016, encore plus grand. Les prix ont augmenté substantiellement mais sans excès. Bordeaux n'a pas répété les erreurs du millésime 2010, ouf ! Ensuite, 2017 fut marqué par le gel. Les quantités plus faibles ont incité les châteaux à maintenir des prix proches de 2016 malgré une qualité clairement inférieure. Le problème est qu'à Bordeaux, la demande et donc les prix dépendent principalement de la qualité et pas tant de la quantité. La campagne primeur 2017 se caractérisa donc sans surprise par des méventes. Le millésime 2018, vendu comme exceptionnel, a vu des hausses, parfois importantes, alors même que les prix partaient d'un niveau déjà très voire trop élevé. Alors que la qualité aurait pu et dû engendrer une demande très forte, cela n'a pas été le cas – la faute à des châteaux trop gourmands. Ce petit retour historique illustre à la fois la volatilité des prix, mais également celle de la demande et du succès – ou non – des mises en marché des vins bordelais.

L'an dernier, la pandémie et les confinements ont failli aboutir à l'annulation de la campagne primeur du millésime 2019. Mais au final, l'amélioration de la situation sanitaire et économique à l'orée de l'été 2020 a permis d'organiser une campagne différée et quelque peu raccourcie. Grâce à une qualité encore une fois exceptionnelle et à des prix bien plus raisonnables, ce fut un succès. Au final, la pandémie a obligé les châteaux à faire un effort sur les prix tout en leur donnant une excellente excuse pour le faire. Ici se situe tout le paradoxe : il fallait baisser les prix pour assurer une campagne réussie, tout en faisant attention de ne pas envoyer un signal trop fort au marché au risque de rendre les nombreux vins de 2017 et 2018 encore disponibles absolument invendables. La stratégie choisie a été de mettre des quantités limitées sur le marché à prix attractifs. Cela a été un succès.

Retour à la normal ?

Certes, le millésime 2020 bénéficie de conditions externes plus favorables que son prédécesseur, mais il est difficile de parler de normalité tant l'incertitude reste élevée. Cette année, les dégustations ont eu lieu à distance avec des échantillons envoyés par les châteaux aux experts de par le monde. Cela s'est accompagné de visio-conférences entre dégustateurs et producteurs afin d'échanger sur le millésime. Cet environnement a certainement des avantages sous un angle analytique, mais il n'est pas habituel et demande une adaptation de la part des experts. Plus encore, les restaurants reprennent tout juste leur activité et l'incertitude économique reste encore élevée – en 2020 elle portait sur la récession, cette année elle se concentre sur l'intensité de la reprise.

En résumé, on sait que, depuis 12 mois, la situation économique s'est améliorée, les prix des grands vins sont restés solides, et la qualité du millésime 2020 s'annonce excellente même si relativement hétérogène. Le changement climatique joue un rôle. Comme le note Jean-Marc Quarin, « la tempérance climatique louée à Bordeaux pour ses effets positifs sur la lente maturation du raisin, l'avènement de sa complexité aromatique et tannique, se voit ici de plus en plus mise à mal ». Les grands terroirs s'en sortent très bien, pour les autres le résultat est plus variable. Il y aura donc quelques très grands vins qui feront l'objet de toute l'attention du marché au moment de leur sortie. Par contre, on ne sait pas comment le marché va réagir à cette succession

unique de trois grands millésimes à la suite. C'est du jamais vu et cela amène naturellement à la question de la capacité du marché à absorber aussi rapidement un volume considérable de grands crus. Et puis, il ne faut pas négliger la question de l'équilibre inter-régional au sein du marché du vin. Entre 2011 et 2016, Bordeaux a vécu une contraction des prix alors que la Bourgogne s'envolait. Depuis 2018 ans, la Bourgogne est stable voire légèrement orientée à la baisse, alors que les vins d'Italie (Piémont et Toscane) augmentent fortement. On est clairement dans une phase de rééquilibrage et on est en droit de se demander si cela pourrait être favorable à Bordeaux. Autrement dit, est-ce que le phénomène de « Bordeaux bashing » est terminé ?

Comment déterminer le juste prix ?

Dans un récent article (Masset & Weisskopf, 2021), nous avons proposé un modèle qui permet d'estimer le « juste prix » des vins au moment de leur sortie en primeur. L'approche considérée repose sur le principe de base que les prix sur les marchés primaires et secondaires ne peuvent pas durablement diverger. Dans le cas du vin, le marché primaire est appelé « primeur » et il correspond au moment où les châteaux mettent pour la première fois leur dernier millésime en vente. Le marché secondaire fait référence aux transactions ayant lieu plus tard et n'impliquant pas les châteaux. On peut prendre l'exemple d'un négociant qui vend à un marchand quelques caisses d'un vin. Nous employons l'indice du *Liv-ex* afin de suivre l'évolution des prix sur le marché secondaire. Cet indice est considéré comme la référence de l'univers des vins fins. Le modèle englobe encore des variables mesurant la situation économique et la qualité du millésime afin de déterminer le niveau général auquel un millésime des prix d'un millésime au moment de sa sortie sur le marché primeur. Afin de pouvoir prédire le prix des vins individuels, il faut encore tenir compte de leur qualité respective et de leur volatilité (certains vins ont des prix plutôt stables alors que d'autres fluctuent fortement au gré des millésimes).

Le modèle utilisé dans Masset & Weisskopf (2021) est calibré sur la base d'un ensemble de 69 vins issus des millésimes 2004 à 2018 et est ensuite employé pour estimer les prix de sortie des vins du millésime 2019. Le modèle délivre des résultats statistiquement solides puisqu'il permet d'expliquer 84% de la variation observée dans les prix de sortie. Ces résultats sont également économiquement pertinents puisque les vins qui semblent trop bon marché sur la base du modèle sont également ceux qui se sont le mieux vendus, et vice-versa. Nous étendons dans le présent article l'analyse de Masset & Weisskopf (2021) en considérant le millésime 2020. Nous utilisons également une version légèrement plus parcimonieuse (moins de variables explicatives) du modèle afin d'en faciliter la présentation. Cela n'a pas d'influence majeure sur la qualité des résultats puisque le modèle employé ici conserve un pouvoir explicatif de près de 80%. Le tableau 1 présente qualitativement les résultats de l'analyse et les commente. Les variables sont groupées en deux catégories, les premières ([1a] à [1d]) capturent l'effet général sur les prix du millésime alors que les secondes ([2a] à [2e]) permettent de prévoir les prix des vins individuels.

Tableau 1 : Présentation des résultats-clés de l'estimation du modèle

| Variable | Effet et commentaire |
|--|--|
| [1a] Rendement Liv-ex depuis le précédent millésime | Effet positif: une hausse du Liv-ex de 10% entraîne une hausse de près de 5% des prix primeurs. |
| [1b] Différence de qualité entre le millésime actuel et le précédent | Positif: un millésime meilleur que le précédent entraîne une hausse de 3% (léger écart qualitatif) à 17% (énorme écart) des prix primeurs. |
| [1c] Millésime actuel = Grand? | Positif: si le millésime actuel est grand, les prix primeurs montent d'environ 20%. |

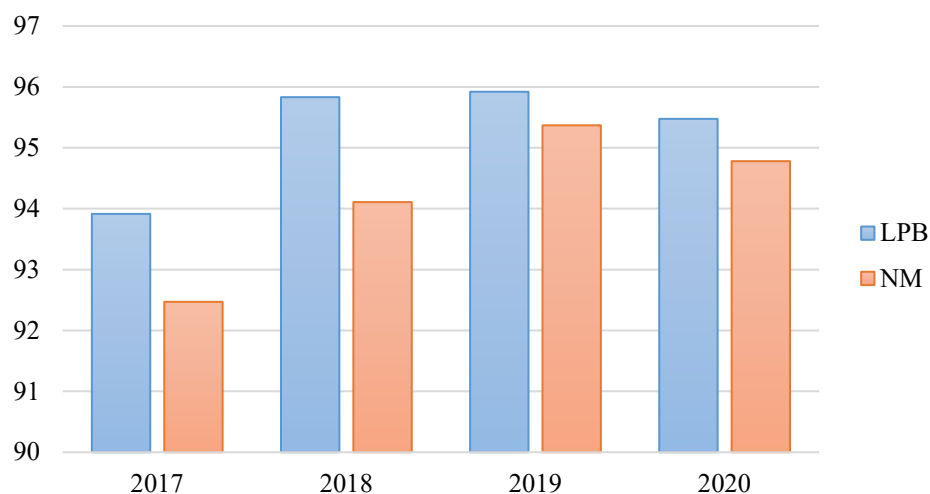
| | |
|---|--|
| [1d] Millésime précédent = Grand? | Négatif: si le millésime précédent était grand, les prix primeurs du millésime actuel baissent d'environ 20%. |
| [2a] Différence de qualité d'un vin particulier par rapport au précédent millésime | Positif: un score 1 point supérieur à celui du même vin sur le millésime précédent entraîne une hausse d'environ 4% du prix du vin. |
| [2b] Interaction entre [2a] et le classement qualitatif du même vin sur le précédent millésime | Négatif: les vins qui étaient moins bien notés sur le millésime précédent profitent plus d'un meilleur score que ceux qui étaient déjà bien notés. |
| [2c] Score d'un vin particulier potentiellement parfait sur le millésime actuel | Positif: un vin potentiellement parfait (score de 100/100) sur le millésime actuel voit son prix augmenter d'environ 5% supplémentaires. |
| [2d] Score d'un vin particulier potentiellement parfait sur le millésime précédent | Positif: un vin potentiellement parfait sur le millésime précédent voit encore son prix augmenter d'environ 5% supplémentaires sur le millésime actuel. |
| [2e] Interaction entre [1a], [1b] et le niveau de prix d'un vin particulier sr le millésime précédent | Positif: les vins qui étaient les plus chers sur le millésime précédent sont également les plus sensibles à un changement dans les conditions générales du millésime actuel (qualité et/ou dynamique du marché relativement au millésime précédent). |

Le tableau 1 montre qu'il n'est pas possible d'analyser un vin particulier ou même un millésime dans son ensemble sans le replacer dans un contexte plus général. La qualité du millésime, mais également de son prédécesseur, joue un rôle important. L'évolution des prix sur le marché secondaire d'une année à la suivante a aussi un impact direct sur les prix de sortie. Au niveau individuel, un score en hausse par rapport au millésime précédent permet de soutenir des prix plus élevés, tout particulièrement pour des vins qui ne faisaient précédemment pas partie des meilleurs. Enfin, certains vins – typiquement les plus chers – tendent à être plus sensibles à ces diverses variables. En termes financiers, on dirait qu'il s'agit de vins à « beta élevé » dans le sens où ils réagissent plus fortement à la hausse comme à la baisse du marché que d'autres vins moins chers.

Les prédictions du modèle pour le millésime 2020

Avant d'examiner les prix prévus selon le modèle, commençons par examiner les notes des crus 2020. Il y a de nombreux experts actifs à Bordeaux, mais ceux qui jouissent de la plus forte visibilité globale sont indiscutablement Lisa Perrotti-Brown (LPB, The Wine Advocate – elle assume le rôle que Robert Parker avait jusqu'à sa retraite) et Neal Martin (NM, Vinous). La figure 1 montre les scores moyens des 69 vins considérés dans l'échantillon sur les millésimes 2017, 2018, 2019 et 2020. Il n'y a guère de discussion quant au fait que 2017 se classe derrière les trois autres millésimes, et ce aussi bien pour LPB que NM. On constate également que pour les deux experts, le meilleur millésime est 2019. Ensuite, LPB classe mieux 2018 que 2020, alors que NM a l'opinion inverse. Cela reflète les différences stylistiques de ces trois millésimes avec 2018 qui est le plus chaud et 2020 le plus frais. NM affiche une forte préférence pour les vins bordelais dans un style classique et avec pas trop d'alcool, il n'est dès lors pas surprenant qu'il place 2018 derrière 2020. Dans l'ensemble, on peut conclure que parmi les vins les plus réputés de Bordeaux, nous avons affaire à une trilogie de grands millésimes avec toutefois 2019 qui émerge comme légèrement meilleur. Si on considère également les châteaux « outsiders », 2018 apparaît comme plus homogène que les autres millésimes qui ont favorisé les meilleurs terroirs et les châteaux avec les plus importants moyens financiers et techniques.

Figure 1: Score moyen par expert



En matière de prix, le modèle fait ressortir qu'une stabilisation des prix relativement au millésime précédent (2019) serait raisonnable. Il faut toutefois noter que le modèle emploie le millésime précédent comme référence et fait donc implicitement l'hypothèse que ce dernier a été proposé à des prix adaptés. Afin d'examiner l'impact de cette hypothèse implicite, nous avons refait l'exercice en prenant 2018 comme référence. Ce millésime ayant été offert à des prix bien plus élevés que 2019, les résultats sont sensiblement différents : dans ce cas, le modèle suggère que les prix devraient augmenter de 17% par rapport à 2019 (ce qui correspond à une baisse de 6% par rapport à 2018). Compte tenu du fait que 2019 s'est très bien vendu alors même que 2018 est considéré comme un relatif échec commercial, il semble que 2019 soit un meilleur point de référence. En résumé, le modèle suggère que la hausse des prix relativement à 2019 devrait se situer entre 0% (lorsque 2019 sert de référence – ce millésime semble avoir été lui-même proposer à des prix réalistes) et 17% (lorsque 2018 sert de référence – mais ce millésime était très probablement trop cher). Dans l'ensemble, et compte tenu des circonstances particulières ayant entouré la sortie du millésime 2019, une stabilisation voire une légère hausse (de l'ordre de 5% à 10%) des prix sur 2020 par rapport à 2019 serait logique.

Le tableau 2 montre le juste prix de sortie – selon le modèle – et le contraste avec le prix effectif pour les vins qui sont sortis avant le 7 juin 2021. Les prix sont exprimés en Euros et hors taxe. On constate que tous les vins, sauf un, sont sortis à des prix supérieurs à ce que le modèle prévoit. Cela étant les écarts sont souvent raisonnables. Il y a néanmoins certains vins qui semblent très chers, notamment La Mondotte ou encore Léoville-Barton et Lagrange. Cela étant, dans le cas du premier, il s'agit d'un vin dont le prix avait très fortement chuté l'an dernier, on peut donc déceler une volonté de rattrapage avec une hausse marquée sur le millésime 2020. Sachant qu'il reste possible de trouver du 2019 à un prix inférieur au 2020, on peut néanmoins se demander si le marché va suivre. Cette question semble d'autant plus légitime que certains vins qui avaient revu leur prix de sortie drastiquement à la baisse l'an dernier n'ont pas augmenté beaucoup cette année. C'est ainsi le cas de Malartic-Lagravière qui après une baisse de plus de 20% l'an dernier se contente d'une hausse de 8% cette année. Le modèle suggère que cette hausse est déjà excessive, mais comme discuté plus haut, on peut admettre qu'un écart de 5% voire 10% par rapport aux prévisions du modèle peut se justifier compte tenu des circonstances particulières ayant entouré le dernier millésime – qui sert de référence dans l'analyse.

Tableau 2 : Analyse des prix des vins déjà sortis (au 7 juin 2021)

| Château | Prix attendu | Prix effectif | Différence (en %) |
|---------------------------------|---------------------|----------------------|--------------------------|
| Angéhus (S-Em., 1A) | 287.3 | 295.0 | 3% |
| Beychevelle (S-Ju., 4GCC) | 61.1 | 67.4 | 10% |
| Branair (Ducru) (S-Ju., 4GCC) | 32.3 | 36.4 | 13% |
| Canon-La-Gaffelière (S-Em., 1B) | 54.1 | 63.0 | 16% |
| Domaine de Chevalier (P-L, CC) | 46.3 | 54.6 | 18% |
| Gazin (Pom., NC) | 57.7 | 65.0 | 13% |
| Kirwan (Marg., 3GCC) | 30.4 | 34.8 | 14% |
| la Mondotte (S-Em., 1B) | 112.1 | 154.0 | 37% |
| Lagrange (S-Ju., 3GCC) | 34.4 | 41.2 | 20% |
| Lascombes (Marg., 2GCC) | 52.5 | 57.4 | 9% |
| Léoville-Barton (S-Ju., 2GCC) | 58.9 | 70.6 | 20% |
| Malartic-Lagravière (P-L, CC) | 30.7 | 33.6 | 9% |
| Pavie (S-Em., 1A) | 286.6 | 280.0 | -2% |

A ce stade, la plupart des hausses de prix relativement au millésime 2019 restent modérées. C'est cohérent avec le modèle. Celui-ci suggère que les hausses les plus importantes relativement au millésime 2019 ne devraient pas excéder 10%, et ce uniquement pour quelques vins tels que certains rares Pomerol (en particulier Vieux Château Certan), les premiers crus (Château Haut-Brion) et les grandes réussites du millésime (Smith Haut-Lafitte). Parmi les vins déjà sortis, certains ont augmenté leurs prix au-delà de ce seuil, les premiers signes suggèrent que ces hausses sont excessives et ont réduit la demande pour ces vins.

Avec l'afflux de grands millésimes à Bordeaux mais également ailleurs en Europe, il serait sage de la part des châteaux qui doivent encore sortir de ne pas se montrer trop gourmands et de maintenir des prix attractifs afin de garantir une campagne réussie. Cela serait le meilleur moyen de ramener l'intérêt du marché vers Bordeaux.

Quelques réflexions sur les vins à suivre en priorité

Ces dernières années, l'achat en primeur est globalement devenu moins intéressant. Le marché s'est financiarisé, avec l'arrivée d'investisseurs, et les châteaux ont cherché à garder une part aussi importante que possible des profits éventuels. Il en résulte que les opportunités sont devenues plus difficiles à identifier. Mais elles existent toujours. En général, la clé repose sur la capacité à identifier des vins qui sont sur un trend favorable (qualité et réputation en hausse), dont les prix sont encore raisonnables et qui semblent avoir tout particulièrement bien réussi leur millésime. Sur le millésime 2015, Château Canon était le parfait exemple de cette approche. Il est sorti à moins de 70 Euros et se traite aujourd'hui à plus de 200 Euros ! Cette année, les commentaires et les scores suggèrent que Château Canon pourrait à nouveau être l'un des vins les plus intéressants du millésime. Voici encore cinq vins qui mériteront d'être achetés si leurs prix restent raisonnables (et donc proches de ceux du millésime 2019) :

- Trotanoy : toujours excellent et rare – ce qui assure un rapport offre/demande favorable à ses possesseurs.

- Mission Haut-Brion : souvent intéressant sur les grands millésimes car initialement moins cher que son voisin Château Haut-Brion.
- Figeac : il se rapproche du sommet et pourrait être prochainement promu 1^{er} Cru classé A.
- Smith Haut Lafitte : il pourrait rééditer le « coup » du 2009 qui s'est vu consacrer par un score de 100 points par Robert Parker.
- La Gaffelière : il reste un peu dans l'ombre mais progresse à chaque millésime – le temps viendra où Antonio Galloni (qui dirige Vinous, l'une des publications les plus influentes dans l'univers du vin) qui aime beaucoup ce cru lui donnera 100 points.

Référence

Masset, P., & Weiskopf, J.-P. (2021). At what price should Bordeaux wines be released? *Economics Inquiry*, forthcoming.