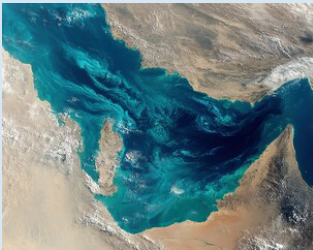




Lettre trimestrielle – Printemps 2026

Hélium, potasse, urée : les autres victimes du détroit d'Ormuz



Le détroit d'Ormuz, véritable carrefour stratégique, ne se contente pas de réguler le flux mondial des hydrocarbures. Son blocage entraîne une onde de choc sur **d'autres matières premières** critiques, souvent moins médiatisées mais tout aussi essentielles à l'économie globale.

Le cas de la **potasse** et de l'**urée** est emblématique. Le blocage du détroit provoque une envolée des prix de ces engrais, ce qui pèse sur les coûts de production agricole et **menace les récoltes futures**, avec des potentielles conséquences inflationnistes en décalé.

De même, l'**hélium** subit aussi une crise aiguë. Avec une production mondiale très concentrée (notamment au Qatar), les exportations locales de ce gaz rare, pourtant vital pour l'imagerie médicale et l'industrie des semi-conducteurs, sont à l'arrêt.

Et ce n'est pas tout : l'aluminium, le soufre, le polyéthylène et de nombreux autres produits chimiques voient leurs approvisionnements menacés. L'urgence à rouvrir le détroit d'Ormuz n'est donc pas qu'énergétique...

Éditorial: Faut-il s'inquiéter de la guerre au Moyen-Orient ?

Les frappes américaines et israéliennes sur l'Iran, à partir du 28 février dernier, et le blocage du détroit d'Ormuz qui en a suivi, ont provoqué une violente réaction des marchés financiers. Les matières premières énergétiques, pétrole et gaz en tête, **ont vu leur cours flamber de plus de 50 %** en une quinzaine de jours. Ce mouvement brutal n'est pas sans rappeler les vives tensions qui, en 2022, ont ébranlé le marché au moment de l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Aussi est-il tentant de faire un parallèle entre les deux épisodes pour essayer d'en tirer des conclusions quant à la conduite à tenir pour piloter au mieux les portefeuilles lors de ce mouvement de marché.

En effet, les crises de 2022 et 2026 ont ceci en commun qu'elles prennent leur source dans le déclenchement soudain d'un conflit armé conduisant à la réduction d'une part significative de l'offre en matières premières énergétiques. Et on se souvient de la flambée de l'inflation de l'hiver 2022-2023, conséquence directe de la guerre en Ukraine, qui avait obligé les banques centrales à remonter leurs taux d'intérêt, entraînant une forte baisse des marchés financiers fin 2022.

Pour autant, ces deux crises présentent aussi **une différence majeure** : dans un cas, les matières premières sont bloquées par des sanctions politiques, alors que dans l'autre, le blocage est logistique, via la fermeture du détroit d'Ormuz. En conséquence, dans le cas de la Russie, les flux de matières premières en provenance de ce pays n'ont pas été stoppés ; ils ont plutôt changé de destinataire (ce qui ne s'est pas fait sans difficultés logistiques, bien entendu) et se sont reportés vers l'Asie, l'Inde et la Chine en tête. (cf. figure 1).

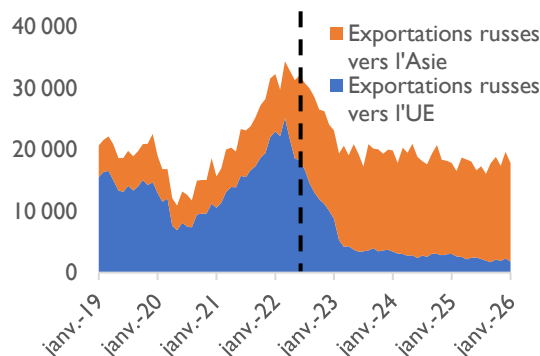


Figure 1: Exportations russes (en millions d'USD), avant / après l'invasion de l'Ukraine. Source : FMI.

Dans le cas de l'Iran, le blocage du détroit d'Ormuz ne permet d'écouler **qu'une très faible partie de la production** de pétrole des pays du Golfe (cf. figure 2), en attendant que de nouvelles routes logistiques alternatives soient ouvertes. Le pétrole produit non exporté par les pays du Golfe est stocké, et non simplement réacheminé. Ainsi, quand les sanctions russes provoquaient un « reroutage » du pétrole, le blocage du détroit d'Ormuz crée une véritable pénurie.

De plus, le conflit ukrainien a représenté une crise régionale à résonance mondiale : la crise énergétique a été profonde pour l'Europe (son premier fournisseur étant banni), mais la Russie a continué d'exporter son pétrole ailleurs, limitant la pénurie globale.

À l'inverse, le blocus du détroit d'Ormuz en 2026 crée une crise immédiate et directement mondiale.

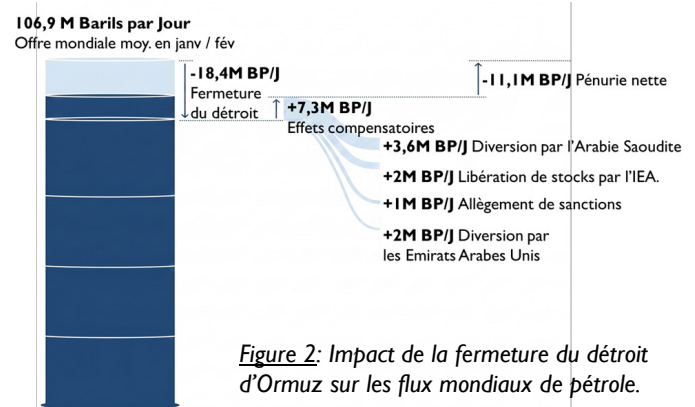


Figure 2: Impact de la fermeture du détroit d'Ormuz sur les flux mondiaux de pétrole.

L'impact est ainsi plus dilué mais aussi plus brutal et plus universel. Heureusement, des signes montrent que **les parties prenantes du conflit iranien sont prêtes à négocier**. Mais si les États-Unis ne parviennent pas à rouvrir le détroit, par la force ou via des négociations, le monde sera contraint de modifier ses équilibres énergétiques et devrait subir plusieurs mois d'inflation, avec des conséquences probablement similaires à celles de 2022. C'est la raison pour laquelle nous restons particulièrement attentifs à l'évolution de la situation.

Jérôme Guilnard
le 21 avril 2026



Le Nasdaq déroule le tapis rouge à Elon Musk

Du jamais-vu dans le monde de la finance : pour s'assurer de pouvoir accueillir l'introduction en bourse (IPO) de SpaceX, le Nasdaq a décidé d'adapter ses règles de fonctionnement. En modifiant les critères d'intégration de ses indices au profit de l'empire d'Elon Musk, la place de marché américaine façonne un mécanisme sur mesure qui pourrait transformer la gestion passive en un moteur de valorisation artificielle.



La force des indices : 10 000 milliards de dollars sous contrainte

Pour saisir l'enjeu, retour aux bases : environ **30 % des actions disponibles des grandes entreprises technologiques américaines** sont entre les mains de stratégies purement passives. Au total, près de 10 000 milliards de dollars d'encours sur le secteur technologique sont pilotés par des algorithmes, dont la mission est de répliquer une liste d'actifs, sans analyse fondamentale de leur valeur.

Cette force de frappe est en effet exclusivement adossée aux grandes familles d'indices mondiaux, principalement ceux du Nasdaq, du S&P et du MSCI. Dès lors, toute modification des règles de pondération de ces indices devient un levier capable d'orienter massivement les flux de capitaux mondiaux.

L'artifice du "x3" : une rareté organisée

Dans ce contexte, et face à la compétition féroce que se livrent les Bourses pour attirer des géants comme SpaceX ou, demain, OpenAI ou encore Anthropic, le Nasdaq a décidé d'offrir **un formidable avantage** à ces entreprises. En contrepartie de leur cotation sur sa place de marché, un schéma de **surpondération artificielle** de ces sociétés est mis en place dans le calcul de ses indices propriétaires, dont le populaire « Nasdaq 100 ».

Ordinairement, le poids d'une entreprise est le reflet de son "flottant" (les actions circulant réellement sur le marché), parfois réduit selon des règles d'équilibre propres aux indices. Mais pour SpaceX, dont la valorisation visée atteint 1 750 milliards de dollars, le Nasdaq a choisi d'inverser ce calcul. Bien que seulement 75 milliards de dollars d'actions seront sans doute mis en vente (environ 4 % du capital de l'entreprise), **l'indice calculera son poids comme si la société en avait libéré trois fois plus, soit 225 milliards.**

Aménagement complémentaire et sans précédent : le fournisseur de d'indice a accepté d'inclure SpaceX dans ses indices après seulement 15 séances, contre un délai habituel de 6 à 9 mois !

L'absurdité mathématique : 27 milliards dans un trou de souris

Dotée artificiellement de ce poids théorique de 225 milliards, la société SpaceX compterait dès lors pour environ 0,68 % des indices Nasdaq. Conséquence : dès le 15ème jour de cotation, les fonds passifs (estimés à 4 000 milliards sur cette seule famille d'indices) se verront contraints d'acquérir pour plus de 27 milliards de dollars d'actions SpaceX lors de la clôture .

Or, ces 27 milliards\$ sont à comparer avec un flottant réel (la totalité des actions effectivement introduites en bourse) de 75 milliards\$. En clair, les ETF et fonds passifs répliquant le Nasdaq se verront tenus d'absorber, en une seule séance, **plus d'un tiers de toutes les actions** réellement disponibles sur le marché.

Il s'agit là d'un "corner" institutionnalisé : les algorithmes sont condamnés à acheter massivement un actif dont la rareté a été artificiellement gommée par le règlement, mais qui reste bien réelle sur le carnet d'ordres.



Les informations contenues dans ce document sont le produit de la réflexion des collaborateurs de Montaigne Capital, bâtie à partir des données brutes et du partage de réflexions entre professionnels. Toute analyse présentée ici ne doit pas être considérée comme une analyse impartiale, mais indépendante. Ce document vise à nourrir la réflexion et doit être considéré à titre informatif seulement. Il ne constitue en aucun cas une offre ou un appel d'offres, ni même un conseil pour acheter ou vendre quelque instrument financier que ce soit, ou souscrire un service de gestion ou de conseil. Il ne présente aucun caractère contractuel.



Le bénéfice des actionnaires, l'addition des épargnants

L'issue de cette ingénierie financière est mathématique. La valorisation de SpaceX risque d'être portée par une demande technique plutôt que par ses seuls fondamentaux. Le cours de bourse pourrait s'apprécier fortement, soutenu par des acheteurs obligés de s'exécuter.

Pour Elon Musk et les actionnaires historiques de SpaceX, l'opération constitue une opportunité majeure. Ils cèdent une partie de leurs titres sur la base d'un règlement avantageux et de multiples de valorisation (environ **100 fois le chiffre d'affaires**) rarement atteints pour une société de cette taille.

Pour l'épargnant moyen, détenteur d'un PEA ou de contrats d'assurance-vie investis sur des supports indiciels, le bilan est plus complexe : il devient l'acheteur final d'une prime à la rareté, heureusement dans des proportions raisonnables. En cherchant à attirer la plus grande IPO de l'histoire, le Nasdaq transforme la gestion passive en un instrument de transfert de richesse, au détriment de l'habituelle neutralité des marchés.



Les informations contenues dans ce document sont le produit de la réflexion des collaborateurs de Montaigne Capital, bâtie à partir des données brutes et du partage de réflexions entre professionnels. Toute analyse présentée ici ne doit pas être considérée comme une analyse impartiale, mais indépendante. Ce document vise à nourrir la réflexion et doit être considéré à titre informatif seulement. Il ne constitue en aucun cas une offre ou un appel d'offres, ni même un conseil pour acheter ou vendre quelque instrument financier que ce soit, ou souscrire un service de gestion ou de conseil. Il ne présente aucun caractère contractuel.

La gamme de fonds OPCVM

Montaigne Capital gère une gamme de fonds spécialisés sur plusieurs classes d'actifs.

MC Leaders Durables investit dans les actions de grandes entreprises mondiales leaders sur leur marché, ou en position avantageuse pour le devenir. La stratégie de gestion du fonds intègre des critères financiers d'analyse fondamentale et des critères extra-financiers principalement liés à la transition énergétique.

MC Leaders Réactifs est un fonds nourricier du compartiment MC Leaders Durables, qui bénéficie d'une couverture partielle au risque de marché. Son objectif est de réaliser une performance nette de frais supérieure à +4 % annualisée sur la durée de placement recommandée.

MC Modéré est un fonds d'allocation d'actifs cherchant à minimiser le niveau de risque global de ses investissements à travers une forte diversification. Il investit principalement dans des fonds indiciels, de sorte à minimiser les coûts induits.

MC Prestige Or investit dans les actions de sociétés liées à l'or sur toutes les géographies, y compris dans les pays émergents.

MC Spécial est un fonds actions, principalement investi en France. Sa stratégie d'investissement vise les situations spéciales liées à la structure capitalistique ou à la détention d'une probable sous-évaluation liée à un effet de mode.

Évolution de la performance

Fonds (indicateur de référence)	ISIN	Type	T1 2026	2025	2024	2023	2022	2021	2020
MC Leaders Durables I (FCI AC World EUR)	FR0010085530	Actions	-5,73 % (-2,32 %)	-1,02 % (+20,88 %)	+3,71 % (+18,89 %)	+18,93 % (+20,96 %)	-19,64 % (-17,86 %)	+24,10 % (+23,25 %)	+21,34 % (+11,86 %)
MC Leaders Réactifs (objectif : 4 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	-4,65 % (+0,97 %)	-4,90 % (+4,00 %)	-0,66 % (+4,00 %)	+11,96 % (+4,00 %)	-15,72 % (+4,00 %)	+13,54 % (+4,00 %)	+15,06 % (+4,00 %)
MC Modéré (ESTER +2,5 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	-0,30 % (+1,11 %)	+1,45 % (+4,82 %)	+4,64 % (+6,44 %)	+4,52 % (+5,90 %)	-10,44 % (+2,51 %)	+3,84 % (+1,94 %)	+1,98 % (+2,09 %)
MC Prestige Or (FTSE Gold Mines EUR Net)	FR0010361600	Actions	+1,16 % (+7,08 %)	+78,53 % (+141,25 %)	+12,67 % (+15,55 %)	+6,53 % (+8,34 %)	+0,00 % (-10,20 %)	+1,65 % (-6,10 %)	+5,68 % (+13,05 %)
MC Spécial R (CAC Small)	FR0007036397	Actions	-7,44 % (-3,47 %)	+7,01 % (+57,83 %)	+0,53 % (+0,17 %)	+10,26 % (+19,26 %)	-3,49 % (-9,50 %)	+25,54 % (+28,85 %)	+3,58 % (-7,14 %)

*Note : performances nettes de frais au 31 mars 2026. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les indicateurs de référence s'entendent dividendes nets réinvestis.

Commentaire trimestriel

Après un début d'année positif, la conjoncture s'est assombrie fin février 2026. Les frappes au Moyen-Orient et la fermeture du détroit d'Ormuz ont brisé la fluidité des approvisionnements mondiaux. Les marchés sont, au fur et à mesure du trimestre, passés de la sidération face au pic pétrolier de mars à une **inquiétude persistante**.

Le **marché obligataire** européen a subi une correction marquée par une **hausse des rendements**, alimentée par la crainte qu'un choc énergétique ne force les banques centrales à maintenir des taux élevés pour contenir l'inflation. À titre d'exemple, les obligations souveraines allemandes à maturité intermédiaire (7–10 ans) ont vu leur rendement progresser de 39 points de base pour atteindre 2,94% fin mars, reflet de ces nouvelles anticipations macroéconomiques.

Les **marchés des actions** ont connu un premier trimestre en deux temps : une tendance initiale porteuse en janvier et février, avant une inflexion en mars. Le S&P 500, indice de référence des marchés américains, a ainsi **reculé de 4,6 % sur le trimestre**, pénalisé par la remontée de l'aversion au risque sur les marchés.

Le **marché des changes** a été marqué par une appréciation du dollar : l'euro a reculé face au billet vert, passant de 1,17 USD le 2 janvier à 1,15 USD le 31 mars 2026. Ce mouvement de « **fuite vers la qualité** » constitue une rupture de tendance par rapport à l'année 2025.

Les **matières premières** enfin, ont constitué un facteur déterminant de l'évolution des marchés ce trimestre. La tendance a été portée par la fermeté des cours du pétrole brut ainsi que par l'or, le prix de l'once ayant atteint 5 200 USD le 28 février.

Les fonds gérés par Montaigne Capital présentent un risque de perte en capital. Les indicateurs de référence sont calculés dividendes nets réinvestis. Pour plus d'informations concernant ces fonds, veuillez vous référer aux documents légaux (DIC, prospectus et rapports périodiques) disponibles sur le site internet de la société ou sur simple demande.

Ces éléments ont pour but de vous informer de manière simplifiée des caractéristiques des fonds. Ils ne constituent ni une offre ni un conseil en investissement pour l'achat ou la vente de tout instrument financier.