MONTAIGNE CAPITAL

Lettre trimestrielle – Automne 2026

Un record historique de millionnaires dans le monde

Capgemini

Selon le dernier rapport **World Wealth Report 2026** de Capgemini, la population mondiale de particuliers fortunés (détenant plus d'un million de dollars d'actifs financiers hors résidence principale) bondit de 7,9 % pour atteindre le record de **25,3 millions de personnes**, tandis que leur patrimoine cumulé grimpe de 8,7 % à 98 300 milliards de dollars, la plus forte hausse annuelle depuis cinq ans :

- La prédominance américaine : portée par le dynamisme de Wall Street, l'Amérique du Nord rassemble plus **d'un tiers des patrimoines millionnaires** (8,7 millions aux États-Unis, en hausse de 736 000 sur un an).
- Le **rebond européen** : l'Europe renoue avec une solide croissance de **6,5 %** de sa population fortunée (notamment au Luxembourg et en Allemagne), confirmant la résilience des patrimoines.
- La **prime aux actifs diversifiés** : les plus grandes fortunes (au-delà de 30 millions de dollars) affichent la plus forte progression (+9,4 %), portées par les actions internationales et les actifs privés.

Éditorial : première alerte pour l'IA ?

Nous avions abordé dans notre dernière lettre le caractère trop manichéen du marché dans sa lecture de la révolution de l'intelligence artificielle (IA). Celui-ci n'accordait alors de crédit **qu'aux fabricants de semi-conducteurs**, délaissant totalement les éditeurs de logiciels. Ces derniers ont depuis amorcé un rebond, tandis qu'Anthropic a réalisé sa très attendue introduction en Bourse, accueillie avec un succès mitigé.

La conviction dominante était jusqu'ici que seuls les détenteurs d'une puissance de calcul colossale resteraient dans la course, faisant des dépenses d'investissement (Capex) dédiées aux data centers l'unique voie possible. Cet engouement a déclenché une **vague d'investissements sans précédent**, soutenant massivement la demande en puces d'IA et en infrastructures associées (du béton jusqu'au câblage de pointe).

Ce déploiement a toutefois un coût considérable, **essentiellement supporté par les géants technologiques américains (Gafam)**, qui ont accepté de sacrifier une part majeure de leur flux de trésorerie disponible (free cash-flow) pour financer cette course à l'armement. À l'inverse, les « Trois Magnifiques » des semi-conducteurs (Nvidia, TSMC et ASML) ont vu leurs bénéfices s'envoler. La *figure 1* illustre ce **spectaculaire transfert de valeur** : alors que le free cash-flow ajusté des Gafam chute drastiquement, jusqu'à devenir négatif selon les projections pour 2027, celui du trio des semi-conducteurs franchirait le cap des 400 milliards de dollars.

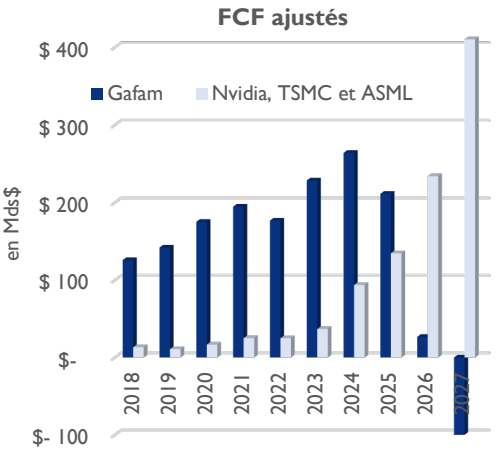


Figure 1: Source : Montaigne Capital, Bloomberg

La financiarisation des data centers

Comme lors de chaque révolution technologique, l'ingénierie financière s'est rapidement invitée avec l'émergence des néoclouds (des opérateurs spécialisés dans la location de puissance de calcul dédiée à l'IA). Plutôt que de financer eux-mêmes leurs centres de données et leurs puces, les hyperscalers (géants du cloud comme Microsoft, Google ou Amazon) et les grands créateurs de modèles d'IA générative (les LLM, pour Large Language Models, comme ChatGPT ou Claude), ont **délégué la construction à ces sociétés peu capitalisées**, contre des contrats de location garantis.

Ce modèle reposait **intégralement sur l'effet de levier**, les banques acceptant les puces elles-mêmes comme garantie (collatéral). Mais la hausse des taux a grippé cette mécanique : l'explosion du coût de la dette fragilise ces bilans très endettés. Les néoclouds sont aujourd'hui dans l'œil de la tempête, à l'image de CoreWeave dont le CDS (coût d'assurance contre un défaut) dépasse désormais 1 200 points de base. Par ricochet, toute la chaîne des vendeurs de puces subit cette tourmente, le marché redoutant un coup d'arrêt brutal des commandes financées à crédit.

Vers un nouveau cycle de création de valeur

Pour autant, cette purge financière ne remet nullement en cause le potentiel de transformation de l'intelligence artificielle : la puissance de cette technologie est immense et **son déploiement désormais incontournable**. Mais comme toute révolution industrielle majeure, celle de l'IA obéit à des cycles bien distincts. La première phase, marquée par l'hégémonie quasi sans partage des fabricants de semi-conducteurs, touche sans doute à sa fin. L'enjeu des prochains trimestres, et le cœur de notre travail d'allocation, consistera précisément à **identifier la prochaine génération d'acteurs incontournables** : ceux qui sauront monétiser concrètement cette puissance de calcul à travers des applications, des services et des gains de productivité durables.

Pierre Willot
le 23 novembre 2026

Taux d'intérêt : pourquoi la fenêtre obligataire est ouverte

Les taux longs ont atteint des niveaux inédits depuis plus de quinze ans : le 10 ans américain a dépassé 5,30 % début octobre, le 10 ans français a récemment franchi les 5 % et le JGB japonais a brièvement dépassé 3 % pour la première fois depuis plusieurs décennies (cf. figure 1 ci-dessous). Deux forces poussent les taux à la hausse : un **choc d'inflation énergétique** et une concurrence nouvelle des géants de la tech pour l'épargne obligataire. Nous pensons que la première est transitoire et que l'IA sera, à moyen terme, **une force désinflationniste**. C'est ce décalage qui ouvre aujourd'hui une fenêtre d'entrée sur les obligations.

1. Une poussée d'inflation de court terme, venue de l'énergie

Le conflit entre les États-Unis et l'Iran perturbe fortement le trafic pétrolier dans le détroit d'Ormuz, et le baril de Brent oscille autour de 100 $. Le choc se transmet progressivement à l'économie tout entière : en septembre, l'inflation atteint 3,7 % aux États-Unis et 3,8 % en zone euro (figure 2 ci-dessous). En conséquence, pour éviter une spirale inflationniste, les banques centrales ont durci le ton. La Fed a relevé ses taux à 3,75–4,00 % le 16 septembre, la BCE a porté son taux de dépôt à 2,50 % et la Banque du Japon est à 1,25 %. Les marchés anticipent de nouvelles hausses en décembre.

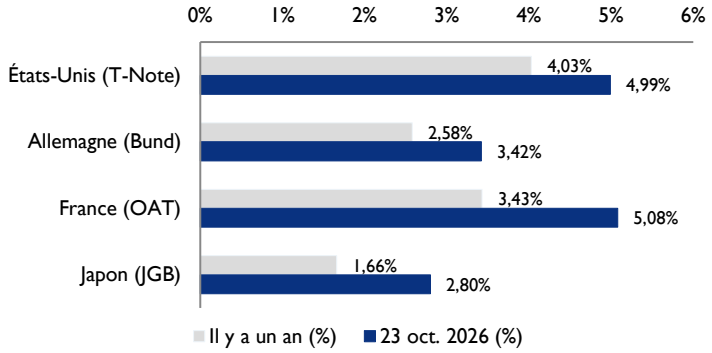


Figure 1 : Taux à 10 ans comparé à 1 an avant
Source : Bloomberg, Montaigne Capital.

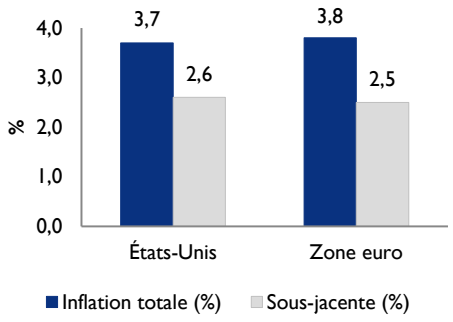


Figure 2 : Inflation totale et sous-jacente
Source : Bloomberg, Montaigne Capital.

2. Les « hyperscalers », nouveaux concurrents des États

Pour financer l'intelligence artificielle, Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft, Oracle et consorts prévoient environ 750 Md$ d'investissements en 2026, soit 38 % de leur chiffre d'affaires. Leurs très importants profits ne suffisent plus à financer ces investissements, et les géants du numérique **sont donc contraints de recourir à l'emprunt** (cf. figure 3). Cette offre de dette vise les mêmes acheteurs que la dette publique : fonds de pension et assureurs en quête d'obligations à long terme. Elle répond précisément à leurs besoins de duration : 41 % des émissions 2025–2026 des hyperscalers ont une maturité supérieure à 15 ans. Alphabet a même placé une tranche à 100 ans. Les levées de capitaux viennent aussi en Europe : Amazon a levé 14,5 Md€ en mars, la plus grosse première émission en euros d'une entreprise, et Meta prépare la sienne. Le président de la Fed, Kevin Warsh, et le Trésor américain y voient **une concurrence directe pour le capital** ; la BCE a signalé un risque d'éviction pour les emprunteurs européens. Résultat : les investisseurs **exigent une prime plus élevée** sur la partie longue des courbes souveraines.

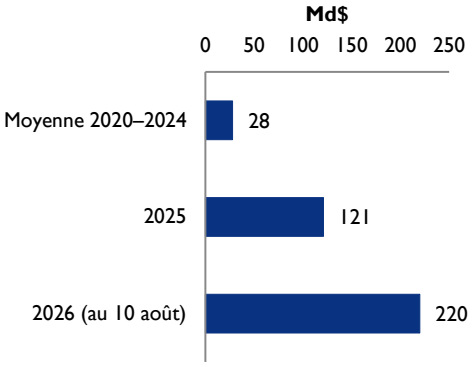


Figure 3 : Emissions obligataires des géants du numérique.
Source : Bloomberg, Montaigne Capital.

3. Avec l'IA, l'inflation devrait baisser : une fenêtre pour les obligations

Le choc actuel est **un choc d'offre**, donc temporaire. Dès que le trafic dans le Golfe se normalisera, l'effet de base sur l'énergie ramènera l'inflation totale vers l'inflation sous-jacente, déjà proche des cibles. À plus long terme, **l'IA devrait peser à la baisse sur les prix**. Elle réduit le coût de nombreuses tâches de services (relation client, développement logiciel, traitement administratif), qui pèsent lourd dans les paniers de consommation. Les gains de productivité permettent de produire davantage sans tension sur les coûts salariaux unitaires. Les marchés ne paient pas encore ce scénario. Aux États-Unis, les anticipations d'inflation à 10 ans sont de 2,35 % alors que le T-Note rapporte près de 5 %, soit un rendement réel d'environ 2,6 %, **parmi les plus élevés depuis 2008**. La fenêtre est double : verrouiller aujourd'hui des rendements élevés, et capter un gain en capital si les taux reculent avec la désinflation. Le principal risque est un conflit durable dans le Golfe ou une dérive budgétaire, qui maintiendraient les taux hauts plus longtemps ; d'où l'intérêt d'entrer progressivement.

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. Ce document n'a pas été élaboré conformément aux dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. Il vise à nourrir la réflexion et doit être considéré à titre informatif seulement. Il ne constitue en aucun cas une offre ou une sollicitation, 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. Les fonds gérés par Montaigne Capital peuvent détenir les titres cités.

Brunello Cucinelli : le trublion du quiet luxury

Alors que l'industrie mondiale du luxe traverse une zone de turbulences marquée par l'essoufflement de la demande aspirationnelle, une maison italienne fait figure **d'exception insolente** : Brunello Cucinelli. Fondée en 1978 puis installée dans le village médiéval de Solomeo, en Ombrie, cette griffe spécialisée dans le cachemire d'exception s'est imposée comme **l'incarnation même du quiet luxury** (le luxe discret). À rebours des grands conglomérats cotés qui ont bâti leur croissance sur des logos ostentatoires et des hausses de prix agressives, le « roi du cachemire » défend une vision singulière qu'il qualifie lui-même de « luxe absolu, sans logo ».

Ce positionnement à contre-courant repose sur une philosophie entrepreneuriale atypique, baptisée *« capitalisme humaniste »*. Inspiré par Marc Aurèle et saint François d'Assise, son fondateur (aujourd'hui âgé de 73 ans) a bâti un modèle où la préservation des savoir-faire artisanaux italiens et la dignité des travailleurs priment sur la course au volume. Les ateliers de Solomeo rémunèrent leurs artisans **environ 20 % au-dessus des standards du secteur**, limitent strictement la production pour préserver la rareté et rejettent toute logique de surdistribution. Loin d'être une posture romantique, cette discipline constitue une barrière à l'entrée redoutable : dans un marché saturé, l'ultra-richesse recherche désormais la confidentialité, la qualité irréprochable des matières et l'intemporalité d'un vestiaire qui ne se démode pas.

Côté vestiaire, la maison s'est d'abord fait connaître dès 1978 par une idée audacieuse : **teindre le cachemire de Mongolie dans des couleurs vives**, rompant avec le beige et le gris traditionnels. Aujourd'hui, ses pièces iconiques incarnent le raffinement discret prisé des dirigeants de la Silicon Valley (à l'image de Mark Zuckerberg ou Jeff Bezos, fidèles à ses t-shirts et pulls sur mesure) : pulls en cachemire ultraléger brodés du subtil fil de monili (de minuscules perles métalliques cousues à la main), blazers déstructurés en lin et soie, ou encore pantalons en velours côtelé à la coupe impeccable.

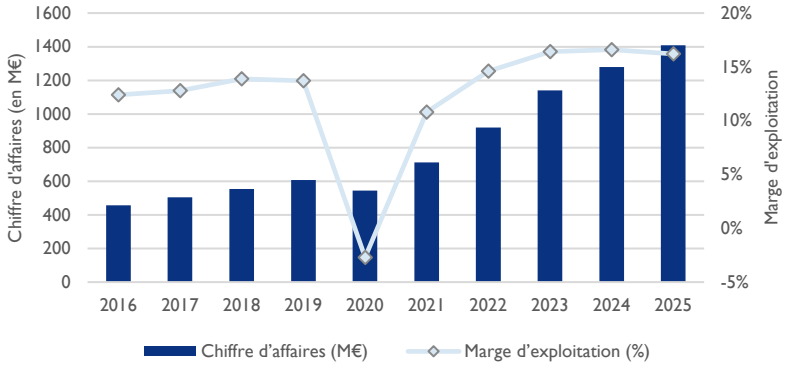


Brunello Cucinelli, dirigeant du groupe éponyme, photogramme officiel

Une croissance insensible au ralentissement du luxe

Les résultats financiers confirment la pertinence stratégique de ce modèle. Après une année 2025 record à 1,41 milliard d'euros de chiffre d'affaires (+11,5 % à taux de change constants), Brunello Cucinelli continue de surclasser l'ensemble du secteur en 2026. Sur les neuf premiers mois de l'exercice, ses ventes ont bondi de 13,3 % à taux de change constants (à 1,124 milliard d'euros), portées par un troisième trimestre particulièrement dynamique (+13,5 %). Là où les géants du luxe peinent à maintenir leur activité, la maison ombrienne a même relevé sa prévision de croissance annuelle à 12 % pour 2026 et table déjà sur une progression d'environ 10 % en 2027.

Cette résilience s'explique par l'extrême fidélité d'une clientèle très fortunée, peu sensible aux aléas macroéconomiques et à l'inflation. Le réseau de boutiques en propre (retail), qui représente désormais 66 % des revenus, progresse de 19 % sur neuf mois, tiré par une demande soutenue en Amérique du Nord (+20 %) et en Asie (+14 %, notamment en Chine où la marque continue de gagner des parts de marché). Parallèlement, la transmission familiale est déjà verrouillée via un trust irrévocable au profit de ses deux filles, garantissant l'indépendance et la pérennité de la gouvernance à long terme.



Source : Bloomberg, Montaigne Capital

Une valorisation à la hauteur de sa rareté

En Bourse, cette trajectoire quasi linéaire confère à Brunello Cucinelli un statut à part, proche de celui d'Hermès. Le titre se négocie sur des multiples de valorisation exigeants, reflétant la visibilité exceptionnelle de ses flux de trésorerie, la maîtrise intégrale de sa chaîne de valeur et sa capacité à croître sans diluer son image. À l'heure où le luxe traditionnel doit réinventer son modèle après des années d'euphorie, le trublion de Solomeo démontre que la sobriété, l'éthique et la rareté restent les meilleurs garants d'une création de valeur durable.

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. Ce document n'a pas été élaboré conformément aux dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. Il vise à nourrir la réflexion et doit être considéré à titre informatif seulement. Il ne constitue en aucun cas une offre ou une sollicitation, 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. Les fonds gérés par Montaigne Capital peuvent détenir les titres cités.

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, afin de limiter 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 une probable sous-évaluation due à un effet de mode.

Évolution de la performance

Fonds *(indicateur de référence)*	ISIN	Type	9M 2026	2025	2024	2023	2022	2021	2020
MC Leaders Durables I *(FCI World AC ESG Leaders EUR*)*	FR0010085530	Actions	**+7,60 %** *(+21,45 %)*	**-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)*	FR0013449352	Mixte	**+3,80 %** *(+2,98 %)*	**-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	**+1,49 %** *(+3,48 %)*	**+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	**+8,92 %** *(+6,25 %)*	**+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	**-10,42 %** *(-4,42 %)*	**+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 : depuis le 1er sept. 2025. Performances nettes de frais au 30 septembre 2026. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les indicateurs de référence s'entendent dividendes nets réinvestis.*

Commentaire trimestriel

Le troisième trimestre 2026 a été marqué par un environnement toujours incertain. Les tensions au Moyen-Orient et la remontée des prix de l'énergie ont entretenu les craintes inflationnistes. Malgré ce contexte, l'activité économique est restée résiliente, notamment aux États-Unis, tandis que les solides résultats des entreprises et l'essor de l'intelligence artificielle ont soutenu les marchés.

Le marché obligataire a évolué dans un contexte difficile. La persistance de l'inflation, les inquiétudes budgétaires et le resserrement monétaire de la BCE et de la Fed, qui ont toutes deux relevé leurs taux directeurs de 25 points de base, ont entraîné une hausse des rendements obligataires, particulièrement sur les maturités longues. Les obligations ont ainsi enregistré des performances négatives sur la période.

Les marchés des actions ont affiché des performances contrastées sur le trimestre. L'Euro Stoxx 50 recule de 0,93 %, tandis que le S&P 500 progresse de 2,03 % en dollar. Les actions américaines ont mieux résisté, soutenues par les valeurs technologiques et les résultats des entreprises, tandis que les marchés européens ont été pénalisés par la remontée des taux.

Le marché des changes a été marqué par des fluctuations du dollar, au gré des anticipations de politique monétaire américaine. Le billet vert s'est raffermi en fin de trimestre, soutenu par le discours restrictif de la Fed, tandis que le yen est resté sensible au resserrement monétaire engagé par la Banque du Japon.

Les matières premières ont enfin connu des évolutions contrastées. Le pétrole est resté sensible aux tensions géopolitiques au Moyen-Orient, ravivant les inquiétudes inflationnistes. L'or, après une évolution favorable durant l'été, a corrigé en fin de trimestre sous l'effet de la remontée des rendements obligataires et du raffermissement du dollar.

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. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et ne constituent en aucun cas une garantie future de performance ou de capital. Tout investissement comporte des risques, notamment de perte en capital.