

Pétrole : les limites de la spéculation

**LA CHRONIQUE DE
AUGUSTIN LANDIER
ET DAVID THESMAR**



Au sommet du G8, mi-juin, comme à la conférence organisée le week-end dernier à Jeddah par l'Arabie saoudite, tout et son contraire a été dit sur le rôle de la spéculation dans l'envolée du prix du pétrole. L'Opep y voit une cause majeure nécessitant une intervention des régulateurs sur les marchés, tandis que le secrétaire américain à l'Énergie rappelle l'absence totale de preuves.

A la racine des incompréhensions, il y a, pour partie, un malentendu sur la notion même de spéculation sur un marché de matière première. Les opérateurs financiers ne prennent pas de position sur le marché « spot », c'est-à-dire qu'ils ne prennent jamais livraison du pétrole physique. Les golden boys ne peuvent donc pas vraiment affecter « le prix à la pompe ». En revanche, ils interviennent massivement sur les marchés à terme : ils achètent ou vendent, via des marchés de gré à gré, des contrats prévoyant livraison future. Plus cette livraison est éloignée dans le temps, plus elle implique un pari incertain sur le prix spot futur. Les financiers jouent donc une fonction de « machine à anticipation » et n'ont d'impact sur le prix spot que par les comportements de stockage ou de déstockage que leurs anticipations induisent sur les acteurs industriels : une compagnie pétrolière peut ainsi choisir de vendre du pétrole plus tard pour tirer parti d'un prix futur élevé.

Qui dit anticipations dit erreurs fréquentes, et gréganisme, bulles et krachs financiers. Comment les éviter ? A première vue, le débat académique semble opposer les tenants de l'« efficacité des marchés » (l'école de Chicago pour simplifier) à ceux de l'« exubérance irrationnelle » (l'université de Yale). Pour les premiers, les prix des actifs (actions, contrats à terme) reflètent pour l'essentiel des anticipations non biaisées du futur. Si les prix s'écartaient de cette cible, des arbitrageurs gagneraient beaucoup d'argent à les corriger. Les seconds insistent sur les comportements parfois irrationnels du marché qui semble suivre plus son « sentiment » que la voix

de la raison. Cette opposition est plus artificielle qu'il n'y paraît, et un courant de pensée récent (en partie localisé à Princeton) en fait la synthèse. Personne, pas même l'adepte le plus zélé de l'efficacité des marchés, n'irait prétendre que les acteurs sont tous rationnels. Il suffit, a priori, d'une poignée d'opérateurs rationnels, et motivés par le profit, pour ramener l'ensemble du marché vers sa « valeur fondamentale ». Mais, en pratique, les possibilités d'arbitrage sont limitées. Par exemple, une fois une spirale haussière enclenchée, parier sur la baisse est très risqué car, si la hausse continue, un gérant peut voir ses positions s'effondrer et se voir obligé d'abandonner la partie en cours de route.

Quels sont les facteurs d'apparition des bulles ? Le plus important est le niveau de divergence d'opinions sur les prix futurs entre acteurs financiers « optimistes » et « pessimistes ». Si les optimistes peuvent acheter, les pessimistes ne peuvent pas aussi facilement parier sur la baisse. Les prix sont donc poussés à la hausse quand les opinions divergent. Plus l'incertitude de chacun sur ce que savent et pensent les autres est importante, plus la bulle peut persister. Ainsi, l'opacité entretient les bulles.

Cette théorie moderne des

Qui dit anticipations dit erreurs fréquentes, et gréganisme, bulles et krachs financiers.

bulles éclaire d'un jour nouveau le rôle de la puissance publique. Si le pétrole est cher et volatil, c'est en partie parce que la situation géopolitique et économique est très incertaine, ce qui accroît les divergences d'opinions entre opérateurs et l'expression de points de vue extrêmes. Entraver les marchés à terme rendrait plus difficile pour les entreprises de s'assurer contre la variation de prix et pourrait donc susciter des comportements de panique (stockages préventifs) qui auraient l'effet inverse de celui cherché. Le vaccin antibulle n'est donc pas la « chasse au spéculateur », mais une politique de réduction de l'incertitude, qui pourrait s'appuyer sur deux piliers réglementaires : augmenter la transparence sur les positions prises par différents acteurs de marché et améliorer l'information sur l'état des stocks et des technologies de pompage-raffinage. L'autre volet, probablement plus décisif, consiste à réduire les risques de conflits armés impliquant des États producteurs, ce qui est une autre paire de manches.

AUGUSTIN LANDIER est professeur assistant à l'université de New York (NYU Stern).

DAVID THESMAR est professeur associé à HEC et directeur scientifique du BNP Paribas hedge fund center.