

Shakespeare in Oil

Les hauts et les bas dans les consensus de prix à long terme

François Lescaroux

*“Oft expectation fails, and most oft there
Where most it promises; and oft it hits
Where hope is coldest, and despair most fits”¹*

Il y a quelque chose de shakespearien dans les prévisions du prix du pétrole à long terme : le consensus se trompe toujours, avec une fâcheuse habitude à anticiper des hausses éternelles lorsqu’une accalmie ou un retournement s’amorce, tandis que des envolées déçoivent systématiquement les promesses de stabilité.

Ce phénomène est particulièrement évident dans les scénarios de l’*Energy Information Administration* (EIA) américaine ou de l’Agence internationale de l’énergie (AIE) qui, pourtant, constituent des références bien souvent incontournables pour les analystes. En effet, un simple coup d’œil aux prévisions passées de l’EIA (figure 1) révèle à quel point, quelle que soit la difficulté de l’art, la critique est aisée².

De 1979 à 1987, dans le prolongement des chocs des années 1970, l’EIA s’est obstinée à prévoir des prix croissants

tandis que l’équilibre offre-demande se détendait. Les perspectives se sont ensuite aplanies jusqu’au milieu des années 1990, petit à petit, alors que l’Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) avait instauré une cible et maintenait le prix dans une fourchette étroite. Dans la continuité de ces années de stabilité, les scénarios de l’EIA ont alors convergé vers une valeur d’environ 30 \$/b (en monnaie constante de l’année 2010) jusqu’en 2005, malgré le nouveau choc de prix qui s’était amorcé au lendemain de la crise asiatique. À nouveau, l’envolée du prix a finalement conduit à une période de transition pendant laquelle les prévisions ont progressivement été revues à la hausse jusqu’à retrouver une trajectoire éternellement croissante à partir de l’édition 2009 de l’*Annual Energy Outlook*.

Il semble naturel que certains soient enclins à penser que les prévisions de l’EIA, ou les consensus de prix plus généralement, apportent essentiellement une information sur les évolutions observées au cours des quelques années précédentes, mais que l’éclairage – s’il en est – qu’ils fournissent sur les développements futurs est limité. En fait, deux lignes de défense permettent de retourner ce jugement sévère.

Les prévisions de l’EIA apportent une information sur les évolutions observées au cours des années précédentes

1. Shakespeare, W. (1623) *All’s Well that Ends Well*, II. 1.
2. La partie empirique de cette note repose uniquement sur les données de l’EIA car des archives remontant jusqu’à 1979 sont disponibles en ligne. Compte tenu de leur relative proximité, les résultats ne devraient pas être très affectés en utilisant les données de l’AIE, dont les archives en ligne sont plus courtes ; cet *a priori* mériterait néanmoins d’être vérifié.

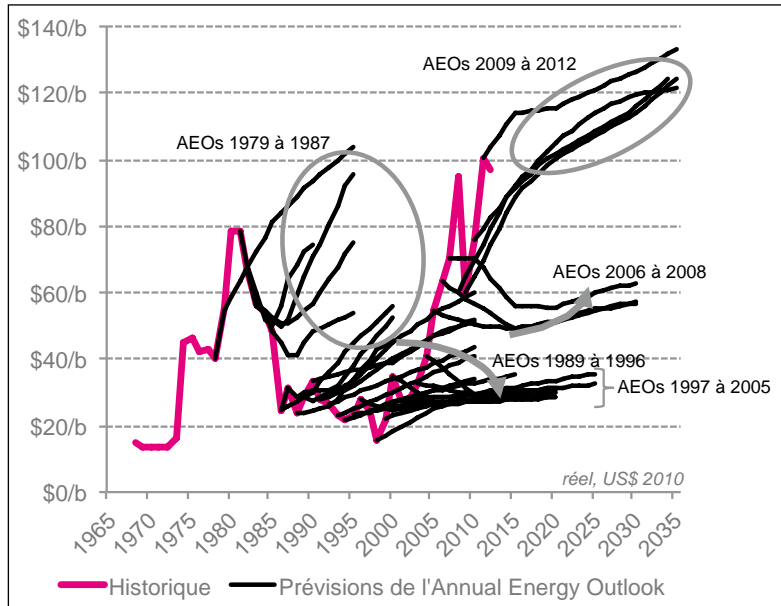


Figure 1. Prévisions passées de l'EIA

Les anticipations autodestructrices : l'autre « malédiction pétrolière »

Le fait que les prévisions de prix du pétrole soient intrinsèquement autodestructrices est connu depuis longtemps. Au début du XX^e siècle, Amos Beaty, de la *Texas Company*, déclarait devant une commission d'enquête du Sénat américain : *“That psychology had much to do with this, that, whenever there was the slightest evidence of a shortage of crude oil, refiners became apprehensive about the future supply, and bid up prices far higher than conditions justified, and that these high prices stimulated production to a point where the market broke to low levels again”*³.

Selon cette logique, l'EIA ne peut être qu'un *market un-maker*, compte tenu de l'importance accordée à ses analyses par les compagnies énergétiques dans leurs prises de

décision. Dès qu'elle publie des perspectives baissières, la réaction est un ralentissement de l'investissement qui finit par pousser les prix à la hausse ; et, symétriquement, les annonces de hausse stimulent l'investissement et condamnent les prix à la baisse.

À ce titre, l'EIA peut être considérée comme une victime de son propre succès : c'est la grande qualité de ses prévisions qui est responsable du fait qu'elles ne se réalisent jamais.

L'EIA peut être considérée comme une victime de son propre succès

Indicateur retardé ou avancé ? Lorsque les derniers sont les premiers

Les apparences sont parfois trompeuses et il convient de vérifier statistiquement si les scénarios de l'EIA suivent vraiment les prix *spots*, comme ils en donnent l'impression (figure 2).

Le calcul de l'erreur moyenne de prévision obtenue en décalant, antérieurement ou postérieurement, la prévision par l'EIA du taux de croissance du prix révèle que l'ajustement est le meilleur lorsqu'elle est retardée de 8 ans

3. Ise, J. (1926) *The United States Oil Policy*, Yale University Press, New Haven, p. 128.

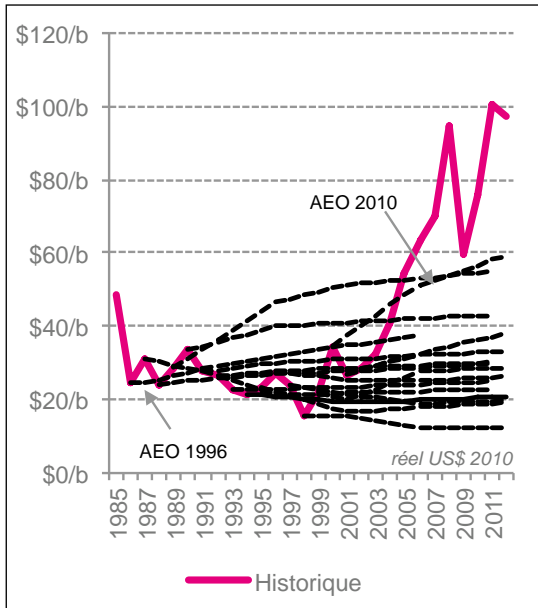


Figure 2. Prévisions passées de l'EIA (avancées de 9 ans)

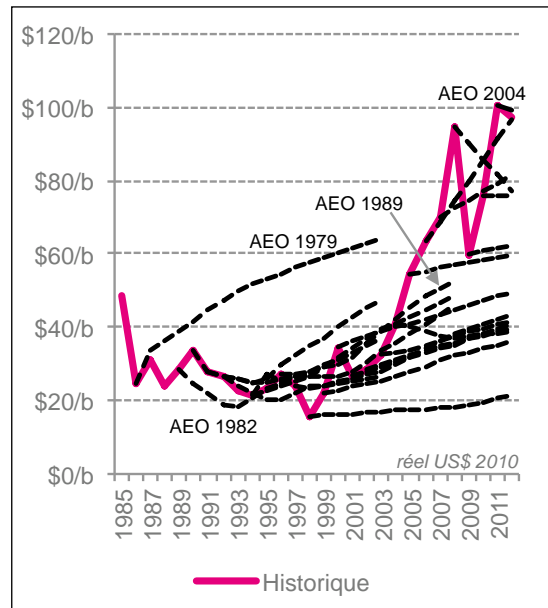


Figure 3. Prévisions passées de l'EIA (retardées de 8 ans)

(figure 3)⁴. Le test conduit à rejeter l'hypothèse selon laquelle les perspectives de l'EIA répètent les trajectoires passées et révèle, au contraire, qu'elles anticipent – de beaucoup – les évolutions futures. Contrairement à l'impression initiale, les scénarios de l'EIA sont visionnaires et en avance sur leur temps.

Une longue période d'accalmie s'annonce à moyen terme

annoncent des prix éternellement haussiers garantit qu'une longue période d'accalmie s'annonce à moyen terme. Ce diagnostic est confirmé par l'allure plate de la prévision publiée en 2005 par l'EIA qui, d'après les analyses statistiques, doit fournir le meilleur pronostic sur les développements à attendre.

Que nous apprennent les consensus sur les prix futurs ?

L'analyse rigoureuse montre que la critique facile selon laquelle les consensus de prix n'apportent pas d'information sur les évolutions à venir n'est pas fondée. Le fait que les dernières éditions de l'*Annual Energy Outlook* par l'EIA ou du *World Energy Outlook* de l'AIE

“There is a tide in the affairs of [oil]. Which, taken at the flood, leads on to fortune; Omitted, all the voyage of their life Is bound in shallows and in miseries”⁵

En définitive, du point de vue d'un investisseur, les scénarios publiés par les organisations de référence telles que l'EIA ou l'AIE pourraient constituer les meilleurs indicateurs cycliques afin de surfer sur les longues vagues de prix... à condition de parier contre eux. ■

4. Pour l'ensemble des scénarios de prix depuis 1979, le test applique les taux de croissance prévus par l'EIA pour l'année t à la date $t + i$ (i pouvant être négatif ou positif) et cherche la valeur de i permettant de minimiser l'erreur de prévision. Le résultat est $i = -8$.

5. Shakespeare, W. (1623) *Julius Caesar*, IV. 3.