



Apprenez à  
compter avec le  
contango ou la  
backwardation

*Contango ou la backwardation, qui investit sur les marchés de matières premières connaît la signification de ces termes techniques à la consonance indigeste. Pourtant ils permettent rapidement de décrire la structure à terme des prix de matières premières qui impacte directement la performance des investissements réalisés sur ces marchés.*

Sur les marchés de matières premières, il est quasiment impossible pour un investisseur d'être exposé au prix au comptant ou prix spot. celui-ci est le prix d'un produit immédiatement disponible, donc physiquement livrable dans un délai très court. C'est donc un prix qui n'est coté que sur les marchés physiques de matières premières. Une telle exposition n'est donc envisageable que pour un produit dont la valeur est importante pour des unités de volumes faibles et avec des coûts d'entreposage et de conservation également insignifiants relativement à la valeur du stock : les métaux précieux. C'est pourquoi l'or est quasiment la seule matière première sur laquelle sont proposés des supports d'investissement adossés, directement ou indirectement, à un stock physique et qui de fait, proposent une exposition directe au prix spot.

Pour les autres matières premières, un substitut au prix spot est la première échéance cotée sur les marchés à terme, aussi appelés marchés de futures. Ces marchés sont organisés en une suite d'échéances mensuelles cotées simultanément. Les deux grands marchés mondiaux du pétrole, le New York Mercantile Exchange (NYMEX) et l'InterContinental Exchange (ICE) cotent à un instant donné, une première échéance qui est le

mois suivant, puis une suite d'échéances mensuelles jusqu'à plus de 8 ans dans le futur. On peut donc acheter aujourd'hui du pétrole «livrable» en décembre 2017. En effet, sur le NYMEX, à l'expiration du contrat, soit deux semaines avant le début du mois coté (en clair, l'échéance avril expire mi-mars), les détenteurs de contrats qui n'ont pas revendus doivent prendre livraison physique du pétrole à Cushing, une petite ville de l'Oklahoma. Pour éviter de se retrouver confronté à cette contrainte logistique forte, il faut donc revendre le contrat avant son expiration et, si l'on souhaite rester exposé au pétrole, acheter simultanément l'échéance suivante qui va devenir la première échéance à l'expiration. C'est ce mécanisme de vente de la première échéance et achat simultanée de la deuxième qui l'on appelle «rouler sa position» ou «roll».

Or, en fonction de la structure par terme des prix, rouler cette position peut générer un bénéfice ou un coût. En effet, si les prix futurs sont de moins en moins élevés, autrement dit, si la courbe à terme est en déport (en «backwardation»), on vend la première échéance légèrement au-dessus du prix auquel on achète simultanément l'échéance suivante. On réalise de fait un gain à chaque expiration mensuelle qui augmente la seule performance de l'évolution du prix sur la période de l'investissement. D'évidence, si à l'inverse, la courbe à terme est en report (en «contango»), c'est-à-dire que les échéances futures sont de plus en plus élevées, on réalisera une perte à chaque expiration pendant la durée de l'investissement, ce qui viendra en déduction de la performance absolue. (voir graphique ci-contre)

Sur les marchés de matières premières, la forme de la courbe à terme est une fonction directe du niveau et de l'évolution des stocks physiques. Lorsque les stocks sont importants et qu'ils tendent à augmenter, cela signifie que le marché physique est en excédent (l'offre est supérieure à la demande). Le marché souhaite donc repousser dans le temps le produit en «offrant» une rémunération plus élevée sur les échéances éloignées dans le temps. En clair, le marché rémunère tout ou partie des coûts de stockage. Une courbe en report, en contango, représente donc une préférence pour le futur au détriment du présent. A l'inverse, lorsque les stocks sont faibles et tendent à baisser, cela traduit un marché physique en déficit (la demande est supérieure à l'offre) et le marché «offre» une prime pour le présent pour «appeler» du produit. Il pénalise le stockage pour rendre le produit immédiatement disponible. Une courbe en déport, en backwardation, représente donc une préférence pour le présent au détriment du futur.

Exemple, les stocks de pétrole continuent de monter reflétant un marché en excédent. La courbe à terme des cours du pétrole affichera donc un report important. Toutefois, si l'Opep plaide pour une réduction des stocks, non seulement cela devrait donner un signal de hausse pour les prix mais cela devrait surtout se traduire par un aplatissement de la courbe, donc une réduction du coût pour rouler sa position. Dans ce scénario, il est possible que la courbe à terme bascule en déport.

### Quels impacts sur votre investissement ?

Les Trackers & 100% facilitent l'accès à l'investissement sur les matières premières en évitant le recours à la détention physique (métaux précieux) ou l'utilisation directe des contrats à terme (autres matières premières). Ils sont tous cotés en euro et négociables en continu en Bourse de Paris. Votre investissement est sensible aux fluctuations du dollar ou de la livre sterling, devise de cotation des matières premières ou agricoles, sauf à recourir aux 100% Quanto.

Comme tout investissement, direct ou indirect, sur les marchés à terme, les Trackers & 100% seront aussi sensibles à la forme de la courbe des prix à terme. A chaque changement de contrat sous-jacent («roll»), la valeur de votre investissement augmentera si la courbe est en backwardation (prix du contrat suivant < prix du contrat à échéance) ou diminuera si elle est en contango (inverse).

Pour illustrer le principe (ci-contre), prenons l'exemple d'un certificat 100% sur le pétrole Brent de garantie initiale 1 pour 1 (1 certificat pour 1 contrat). Le dernier roll a eu lieu le 11 février, la date du premier roll, le contrat à terme arrivant à échéance cote 44,28 dollars et celui d'échéance suivante à 45,32 dollars. En revendant 1 contrat, il était donc possible d'acheter moins d'un contrat suivant, précisément  $44,28/45,32 = 0,977$ . Le marché est en contango. Sur les certificats 100% indexés sur ces contrats, la parité est ajustée en conséquence, elle passe ainsi à 1 certificat pour 0,977 contrat. Suite à cette opération, la valeur du certificat affiche une baisse identique à celle réalisée en cas d'un investissement direct sur les contrats. Lorsque les prix sont en backwardation, le gain du roll viendra s'ajouter à la valeur du certificat dans des proportions identiques.

### Lexique

**Le roll consiste à revendre le contrat qui arrive à échéance et à acheter le contrat d'échéance suivante.**

Le prix du nouveau contrat dépend de la forme de la courbe des prix à terme de la matière première concernée :

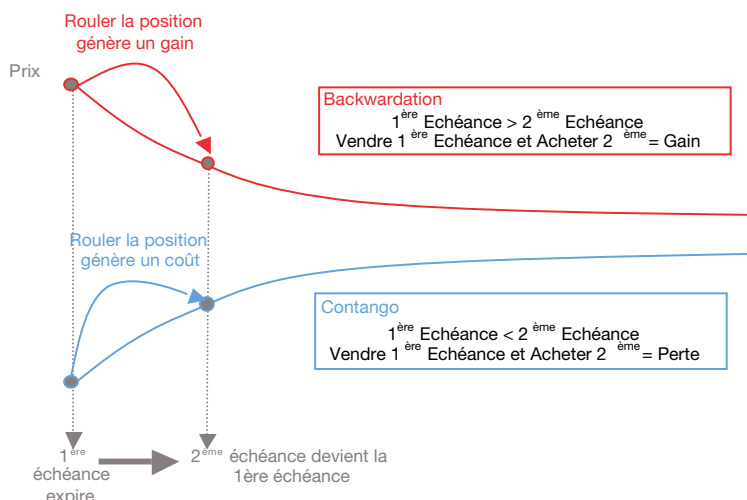
**si elle est croissante**, l'opération va générer un coût de frottement, le prix du nouveau contrat est plus élevé que le prix de l'ancien future qui est vendu. **On parle alors de «contango» ou «report».**

**si elle est décroissante**, l'opération va générer un gain, les prix à terme sont inférieurs au cours actuel. **On parle alors de «backwardation» ou «déport».**

### Contrat à terme

Un contrat à terme (future en anglais) est un engagement de livraison standardisé, dont les caractéristiques sont connues à l'avance, portant sur une quantité déterminée d'un sous-jacent, à une date, appelée échéance et négocié sur un marché à terme organisé.

### Structure de la courbe des prix à terme



Le présent document est un document à caractère commercial et non un document à caractère réglementaire.

Le produit présenté dans ce document a fait l'objet d'un prospectus visé par l'Autorité des Marchés Financiers ou a fait l'objet d'un certificat d'approbation notifié à l'Autorité des Marchés Financiers par l'autorité d'un autre État membre de l'Union Européenne en vertu de la Directive 2003/71/CE du Parlement Européen et du Conseil du 4 novembre 2003. Une information complète sur les facteurs de risques inhérents à la souscription de ces produits ne peut être obtenue qu'en lisant la rubrique «facteurs de risques» de la note d'opération ou du prospectus du produit concerné, disponible(s) sur le site de l'Autorité des Marchés Financiers et sur le site [www.sgbourse.fr](http://www.sgbourse.fr).

Certains éléments du présent document sont fournis sur la base des données de marché constatées à un moment précis et qui sont susceptibles de varier.

Avant tout investissement dans l'un quelconque des produits, vous devez procéder, sans vous fonder exclusivement sur les informations qui vous ont été fournies, à votre propre analyse des avantages et des risques du produit concerné du point de vue juridique, fiscal et comptable, en consultant si vous le jugez nécessaire, vos propres conseils en la matière ou tous autres professionnels compétents. Sous réserve du respect des obligations que la loi met à sa charge, aucune des sociétés du groupe Société Générale ne pourra être tenue responsable des conséquences financières ou de quelque nature que ce soit résultant de l'investissement dans l'un quelconque de ces produits.

Ces produits peuvent faire l'objet de restrictions à l'égard de certaines personnes ou dans certains pays en vertu des réglementations nationales applicables à ces personnes ou dans ces pays. Il vous appartient donc de vous assurer que vous êtes autorisés à investir dans ces produits.

LES CERTIFICATS ET LA GARANTIE N'ONT PAS ÉTÉ ET NE SERONT PAS ENREGISTRÉS EN VERTU DU UNITED STATES SECURITIES ACT 1933, TEL QU'AMENDE, ET LA NÉGOCIATION DES BONS D'OPTION N'A PAS ÉTÉ APPROUVÉE PAR LA UNITED STATES COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION EN VERTU DU UNITED STATES COMMODITY EXCHANGE ACT. NI LES BONS D'OPTION, NI AUCUN DROIT SUR CEUX-CI, NE POURRONT A AUCUN MOMENT ÊTRE OFFERTS, VENDUS, REVENDUS, NÉGOCIÉS OU LIVRES, DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT, AUX ÉTATS-UNIS NI A DES RESSORTISSANTS DES ÉTATS-UNIS OU POUR LEUR COMPTE OU A LEUR PROFIT. SUR LA DESCRIPTION DES RESTRICTIONS EN MATIÈRE D'OFFRE ET DE VENTE DES BONS D'OPTION, VOIR LE CHAPITRE «RESTRICTIONS A L'OFFRE DES BONS D'OPTION» DU PROSPECTUS DE BASE.

L'attention des investisseurs est attirée sur le fait que la valeur des certificats peut être à tout moment inférieure à leur valeur nominale, son détenteur pouvant perdre tout ou partie de son investissement. A tout moment, le prix de ces produits pourra connaître une volatilité importante en raison de l'évolution des paramètres de marché.

Les certificats bénéficient d'une garantie de la part de Société Générale. A ce titre, le paiement à la date d'exigibilité de toutes sommes dues au titre de ces certificats par leur émetteur est garanti par Société Générale. Dans ce cas, l'investisseur supporte in fine un risque de crédit sur Société Générale.

Les produits peuvent comporter des modalités d'ajustement ou de substitution afin de prendre en compte les conséquences sur ces produits de certains événements extraordinaires pouvant affecter le ou les sous-jacents de ces produits ou, le cas échéant, la fin anticipée de ces produits.

Les chiffres relatifs à des performances futures sont des prévisions qui ne constituent pas un indicateur fiable quant aux performances futures.

Les gains ou pertes éventuels ne prennent pas en compte les frais, commissions et redevances éventuels supportés par l'investisseur (ex : impôts, taxes ou autres frais induits par la réglementation locale, frais de courtage ou autres commissions prélevés par l'intermédiaire financier...).

## Société Générale

Publication GEDS/DAI/COM

17 cours Valmy

92987 Paris - La Défense Cedex

Siège Social : Société Générale,

29 Boulevard Haussmann, 75009 Paris

552 120 222 RCS de Paris - Numéro APE : 651C

La Société Générale est un établissement de crédit de droit français agréé par le CECEI.

Conformément à la loi n°78.17 du 06/01/1978 relative à l'informatique, aux fichiers et aux libertés, vos droits d'accès, de rectification et d'opposition à nos fichiers peuvent être exercés auprès de Publication GEDS/DAI/COM, Tour - Société Générale, 17 cours Valmy, 92987 Paris la Défense cedex.