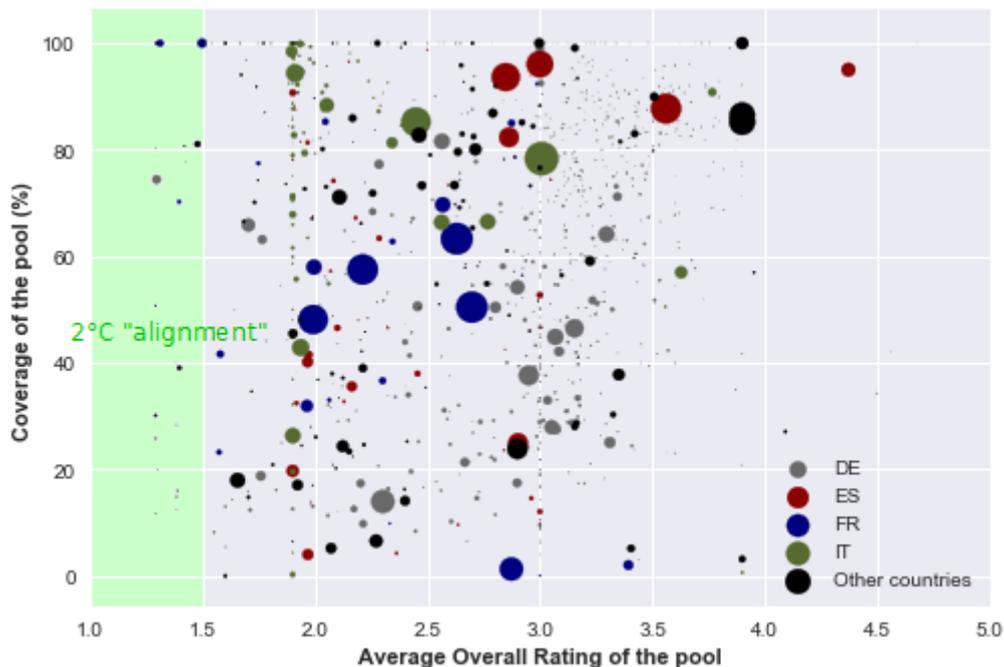


Risques climatiques et collatéral : une expérience méthodologique

Par Oustry Antoine, [Erkan Bünyamin](#), Svartzman Romain et Weber Pierre-François

Les titres acceptés en garantie par l'Eurosystème dans le cadre de sa politique de collatéral ne sont dans l'ensemble pas « alignés » sur les objectifs climatiques de l'Accord de Paris, et sont donc a priori exposés aux risques climatiques dits de transition. Un meilleur « alignement » des pools de collatéral mobilisés par chaque contrepartie semble techniquement possible, mais soulève des questions méthodologiques.

Graphique 1 : Taux de couverture des données et « alignement » climatique des pools de collatéral mobilisés par les contreparties de l'Eurosystème, selon la méthodologie développée par Carbon4Finance



Sources : Carbon4Finance, Eurosystème, calcul des auteurs

Note : les cercles représentent les pools de collatéral mobilisés par les contreparties et leur taille. En abscisse, 1.5 et inférieur correspond à « l'alignement » avec l'Accord de Paris (zone verte); 5 est le score le plus défavorable, et donc a priori le plus exposé aux risques de transition. En ordonnée, le taux de couverture représente la proportion, en encours nominal, d'actifs du pool (incluant les titres publics) pour lesquels des données d'alignement sont disponibles.

Les banques centrales face à la gestion des risques climatiques – A la recherche d’approches adéquates

Le changement climatique représente une grave menace non seulement pour les écosystèmes, les sociétés et l’économie mondiale ([Pachauri et al., 2014](#)), mais également pour le système financier ([NGFS, 2019](#)). Deux principaux types de risques sont généralement identifiés. Les risques physiques désignent les pertes qui pourraient résulter de l’augmentation de la fréquence et de la gravité des événements météorologiques extrêmes et des changements chroniques - tels que l’élévation du niveau des océans - dus au réchauffement climatique. Les risques de transition désignent les conséquences économiques et financières d’une transition brutale vers une économie bas-carbone.

Les banques centrales reconnaissent que les risques climatiques sont mal valorisés par les marchés financiers ([NGFS, 2019](#)). Cela tient en partie au manque d’informations complètes et standardisées quant à l’exposition des entreprises à ces risques. La difficulté des marchés financiers à valoriser les risques climatiques est surtout due à l’incertitude radicale qui les entoure ([Bolton et al., 2020](#)). Notamment, les différents scénarios politiques, technologiques et sociaux de transition climatique sont difficilement probabilisables. Ainsi, fonder la gestion des risques climatiques de la banque centrale sur la pondération de ces scénarios semble pour le moins hasardeux et pourrait nuire à sa crédibilité. Ce constat justifie que les banques centrales explorent des approches alternatives afin de préserver la stabilité financière ([Allen et al., 2020](#)) mais également pour protéger leur propre bilan.

Le document de travail publié par les auteurs de ce billet ([Oustry et al., 2020](#)) explore une approche « défensive », qui vise à limiter les risques de transition auxquels les titres acceptés en garantie par l’Eurosystème dans le cadre de ses opérations de crédit sont exposés sans déroger aux principes actuels de son dispositif de collatéral, à savoir :

- Traiter de façon homogène les différents titres susceptibles de servir de garantie, conformément au principe de neutralité de marché,
- Garantir une protection adéquate de l’Eurosystème contre les risques financiers,
- Assurer l’égal accès des contreparties aux opérations de crédit,
- Préserver la simplicité opérationnelle.

Réduire l’exposition du collatéral – titres des banques centrales aux risques de transition – L’intérêt des méthodologies dites « d’alignement » climatique

Afin de prendre en compte l’incertitude radicale et de respecter les principes guidant la politique de collatéral, une approche possible est de prendre comme référence une trajectoire climatique identifiée comme souhaitable par les instances politiques. Par exemple, l’objectif de l’UE de réduire ses émissions de CO₂ de 55% d’ici à 2030 implique pour l’Eurosystème, au nom de son objectif primaire de stabilité des prix, de prendre acte de transformations économiques significatives à court et moyen terme qui pourraient considérablement impacter la qualité des actifs dans son bilan.

Si déterminer la probabilité de chaque scénario de décarbonation et le prix des actifs qui en résulterait est impossible, on peut estimer, au moins approximativement, dans quelle mesure certaines activités économiques (et les actifs qui s’y rattachent) sont « alignés » ou « compatibles » avec certains scénarios, et ce à relativement court ou moyen terme. De nombreuses méthodologies dites « d’alignement » ont émergé ces dernières années ([Raynaud et al., 2020](#)), qui visent précisément à estimer la compatibilité entre les stratégies

de différents émetteurs d'actifs financiers et les bifurcations sociales et technologiques potentielles qui permettraient de limiter l'augmentation de la température globale moyenne à 1,5°C ou 2°C.

Ces méthodologies ne sont pas dépourvues de limites. Surtout, elles ne mesurent pas les risques financiers de chaque actif. Néanmoins, bien que plus modestes que d'autres, elles fournissent des indications tout à fait pertinentes : plus un portefeuille d'actifs financiers est « aligné 2°C », plus il est à priori capable de faire face aux risques de transition. Ainsi, il est plus prudent « toutes choses égales par ailleurs » pour une banque centrale de se protéger face au risque de transition en acceptant du collatéral « aligné 2°C », plutôt que de ne pas le faire par incapacité à mesurer le risque en situation d'incertitude radicale.

Dans cette perspective, on peut expérimenter une règle imposant que les pools de collatéral mobilisés par les contreparties bancaires dans le cadre des opérations de crédit de l'Eurosystème soient « alignés », l'application au niveau du pool présentant l'avantage de laisser celles-ci libres de choisir (sous contrainte) les actifs mobilisés (pas d'inéligibilité a priori) et de ne pas dépendre de valorisations financières forfaitaires du risque de transition, non disponibles pour l'heure.

Les titres éligibles et les titres mobilisés auprès de l'Eurosystème ne semblent pas dans l'ensemble « alignés 2°C »

En suivant cette logique, deux méthodologies « d'alignement 2°C », développées par [S&P Trucost](#) et [Carbon4Finance](#), ont été appliquées aux données de collatéral de l'Eurosystème. L'analyse couvre environ 80% des encours de titres éligibles et 60% des encours mobilisés par les contreparties de politique monétaire en mai 2020. Malgré des divergences, les deux méthodologies employées convergent sur le fait que le collatéral éligible et mobilisé n'est en moyenne pas « aligné » avec les objectifs de l'accord de Paris, et donc a priori exposé aux risques de transition.

L'analyse suggère également qu'il existe un stock d'actifs éligibles dont la mobilisation permettrait un meilleur « alignement » des *pools*, et donc à priori une meilleure couverture des risques de transition. Cela ne signifie néanmoins pas qu'il serait facile « d'aligner » le collatéral, car de nombreuses questions subsistent. Il n'est par exemple pas certain que les actifs éligibles « alignés » soient effectivement mobilisables par les contreparties. Une règle de mobilisation pourrait par ailleurs avoir des conséquences aussi bien positives (par exemple, la quantité d'actifs « alignés » et éligibles pourrait augmenter si les marchés interprètent cela comme un signal clair permettant de mieux valoriser les risques climatiques) que négatives (par exemple, les prix de différents actifs éligibles mais non « alignés » pourraient être impactés) que [notre document de travail](#) n'évalue pas. Enfin, les résultats obtenus avec différentes méthodologies « d'alignement » peuvent diverger, et demandent donc à être analysés de manière prudente.

Les questions abordées ci-dessus font partie de celles qui seront analysées dans le cadre de la revue stratégique de la BCE, qui comporte un volet spécifiquement dédié aux enjeux climatiques.