



Risques climatiques

Leurs impacts sur les portefeuilles financiers

Face aux bouleversements climatiques et aux réponses politiques attendues, la gestion d'actifs se doit de prendre en compte l'émergence de risques climatiques majeurs. Agir de manière rationnelle impose d'intégrer ces risques dans le processus d'analyse financière. Pour cela, il est nécessaire de développer de nouveaux outils. Anaxis Asset Management présente son cadre d'analyse et l'accompagne d'exemples concrets.

Nous abordons ici les risques climatiques d'un point de vue financier. Ces risques se matérialisent par des pertes de valeur des portefeuilles sous l'effet de changements dans les conditions physiques au sein de régions importantes pour l'activité économique des entreprises.

Un cadre d'analyse spécifique

Les conditions climatiques peuvent être globales ou locales. Elles peuvent prendre la forme d'événements brutaux ou d'évolutions durables à plus ou moins long terme. Les risques climatiques s'étendent aux mesures jugées nécessaires pour limiter l'ampleur des changements en cours et éviter certains dommages prévisibles, ce qui conduit aux concepts d'atténuation et d'adaptation.

L'atténuation consiste à prévenir les causes du changement climatique, par exemple en diminuant les émissions de gaz à effet de serre ou en augmentant la capacité des forêts à les absorber. L'adaptation concerne les effets plutôt que les causes. Elle consiste à prendre des mesures pour réduire l'exposition ou la vulnérabilité des entreprises aux risques climatiques, qu'ils soient physiques, économiques ou autres. Cela fait référence aux actions qui permettent de s'ajuster aux événements climatiques redoutés.

Pour le gérant de portefeuilles, l'enjeu est d'intégrer les risques climatiques dans les stratégies d'investissement afin de prévenir leurs conséquences financières. La méthode mise en œuvre doit respecter cinq principes : viser un impact réel sur la résilience des portefeuilles, être rationnelle compte tenu de l'état des connaissances scientifiques, être réaliste dans le contexte de son déploiement, offrir la transparence requise pour permettre la discussion et le progrès, donner lieu à des rapports utiles aux investisseurs et aux autres parties prenantes.

Une gestion spécifique

La démarche générale comporte la définition d'objectifs adaptés à la stratégie du gérant, l'identification des principaux facteurs de risques climatiques et la construction des indicateurs correspondants. Il est ensuite nécessaire d'intégrer ces éléments dans le processus de gestion et de suivre leur efficacité. Les axes habituels de diversification des risques de marché peuvent se révéler inefficaces pour protéger les portefeuilles contre les événements climatiques, qui sont d'une tout autre origine.

Un facteur de risque climatique doit d'abord être modélisé et évalué, par exemple sous la forme de statistiques, d'événements extrêmes, de



Pierre GIAI-LEVRA

Cofondateur & Responsable
de l'investissement durable

anax

changement de régime ou encore de scénario. La liste des risques envisagés peut inclure des risques physiques provoquant des destructions ou des blocages, mais aussi des risques de transition. La description de ces risques inclut des dimensions géographique et temporelle puisqu'ils varient fortement selon les régions et devraient s'aggraver sur des horizons plus ou moins longs en fonction de leur nature.

Leurs effets économiques sur une entreprise dépendent de son secteur d'activité et de ses implantations géographiques, ainsi que de son degré d'adaptation et de ses possibilités de recouvrement, c'est-à-dire de sa capacité à maintenir ou rétablir ses activités face à un événement catastrophique. Des considérations politiques peuvent aussi entrer en ligne de compte, si l'entreprise bénéficie d'un soutien public ou risque au contraire d'être mise en cause.

Un lien étroit avec l'analyse financière classique

Nous avons souligné que l'impact des risques climatiques sur la valeur des portefeuilles est l'angle retenu. Mais l'analyse des conséquences financières potentielles n'est pas un exercice facile car plusieurs effets peuvent intervenir en fonction du profil financier de l'entreprise et des caractéristiques des titres considérés. Il est nécessaire d'examiner la rentabilité de l'entreprise, ainsi que sa résilience financière, la flexibilité de ses coûts et la répartition des pertes économiques encourues avec les autres maillons de la chaîne de valeur. Dans certains cas, l'entreprise peut couvrir des risques par des polices d'assurance ou des instruments financiers dérivés.

Compte tenu de ces éléments, il faut apprécier l'incidence du risque sur la perception par le marché de la qualité de crédit de l'entreprise et la hausse des coûts de financement ou d'assu-

rance qui en résulte. À plus long terme, la disponibilité des ressources financières que l'entreprise espère mobiliser (par exemple en vue de capex) peut être amoindrie.

Corrélations et propagation

Au-delà de cette analyse d'un risque particulier sur une entreprise considérée de manière isolée, il est essentiel d'intégrer des effets de corrélation et de propagation des risques en amont et en aval de la chaîne de valeur, y compris au niveau des services logistiques. Ces effets peuvent se faire sentir à très longue distance. Un événement climatique affectant localement un acteur important peut avoir des conséquences de grande ampleur. Les bénéfices d'une diversification géographique ou sectorielle sont plus compliqués à obtenir et requièrent une analyse fine des relations économiques entre les différents acteurs présents au sein du portefeuille.

Par ailleurs, on comprend intuitivement que certains risques climatiques sont liés : une hausse des températures peut à la fois provoquer des sécheresses et augmenter la probabilité et l'ampleur des incendies ; elle déséquilibre le climat et augmente aussi le risque de pluies torrentielles, donc d'inondations, dans certaines régions.

Probabilités et scénarios

L'analyse est d'autant plus complexe qu'elle requiert des données granulaires et repose sur des prévisions. L'exercice est particulièrement difficile lorsqu'on aborde le cas des risques émergents ou lorsqu'il s'agit d'examiner des points de basculement ou des changements de régime. Il peut alors être opportun d'utiliser la méthode des scénarios, notamment des scénarios catastrophes. Cette approche complémentaire par rapport aux analyses statistiques a plusieurs avantages. Elle permet d'examiner l'effet d'événements rares ou

difficilement probabilisables contre lesquels il importe de se prémunir. Elle offre un moyen de prendre en compte l'incidence des décisions politiques (en matière d'atténuation et d'adaptation). Elle est aussi un moyen d'étudier les conséquences d'un basculement du climat sur une trajectoire catastrophique de long terme non encore observable mais irréversible.

Le risque lié au courant océanique AMOC (Circulation Méridienne de Retournement Atlantique) est peut-être le plus connu¹. L'AMOC est un courant océanique majeur qui transporte de l'eau chaude des tropiques vers l'Atlantique Nord, puis retourne vers le sud sous forme d'eau froide. Un fort ralentissement de l'AMOC pourrait entraîner des changements climatiques considérables incluant une baisse des rendements agricoles en Europe, des températures insoutenables dans certaines régions, une montée des eaux sur la côte Est américaine et un effondrement des forêts tropicales. Mais ce point de basculement climatique est loin d'être le seul envisagé par les climatologues².

L'analyse des conséquences financières

Quoi qu'il en soit, l'analyse physique et les scénarios associés doivent être traduits en pertes financières. Après l'aperçu général que nous avons donné, entrons maintenant dans des détails plus concrets. Le processus d'analyse doit évaluer l'exposition des entreprises. Pour cela il est utile de traiter les entreprises de manière différenciée en fonction de leurs activités, de leurs implantations, de leur organisation (résilience), de leur degré de préparation (gouvernance), de leur stratégie ou objectifs et du soutien dont elles bénéficient (environnement institutionnel). On compte au moins sept grandes catégories d'impacts financiers : la baisse du chiffre d'affaires, le renchérissement des matières premières, l'augmentation des coûts récurrents (maintenance, surveillance, certifications, assurance), l'apparition de charges exceptionnelles, la perte de valeur des actifs (par exemple des réserves de combustibles, des immeubles exposés, ou encore des brevets obsolètes), la hausse

du coût du capital et, dans le cas de la gestion obligataire (notre spécialité chez Anaxis Asset Management), la violation des clauses applicables à l'emprunteur (covenants).

L'exemple de la taxe carbone

Prenons un exemple de risque de transition, l'introduction hypothétique d'une taxe de 50 € par tonne de CO² rejetée dans l'atmosphère par les entreprises³. L'analyse peut partir d'une projection des émissions de l'entreprise en fonction des engagements pris, des objectifs annoncés et de la trajectoire suivie au cours de dernières années. Les politiques nationales de transition énergétique peuvent également être prises en compte sous forme de scénarios. Il est alors aisé d'en déduire l'impact sur l'EBITDA si on admet que l'introduction de la taxe ne modifie pas le comportement de l'entreprise et si on omet les effets indirects qui se transmettent le long de la chaîne de valeur, par exemple à travers les fournisseurs. Dans le cas d'une analyse centrée sur la gestion obligataire, des modèles peuvent être utilisés pour calculer la hausse du levier financier et la détérioration de la qualité de crédit de l'émetteur, puis en déduire, compte tenu des conditions moyennes du marché, la hausse attendue des coûts de financement. Ces effets combinés réduisent les flux de trésorerie, tirent la valeur des obligations à la baisse et peuvent mettre l'entreprise en difficulté.

Une rationalité élargie

Nous espérons avoir convaincu le lecteur que la prise en compte des risques climatiques dans les décisions de gestion n'est pas une question «extra-financière». Cette démarche n'est pas motivée par des considérations principalement éthiques qui viendraient contraindre les attentes de rentabilité des investisseurs ou entraîneraient en conflit avec la rationalité financière. Bien que l'origine des risques climatiques soit d'une autre nature (une crise écologique inédite), ils se traduisent par des pertes de valeur potentiellement préoccupantes et doivent être intégrés au sein même de l'analyse financière.

¹ Boers, Niklas. Observation-based early-warning signals for a collapse of the Atlantic Meridional Overturning Circulation. *Nat. Clim. Chang.* Vol. 11, p. 680-688 (2021). DOI : 10.1038/s41558-021-01097-4.

² Lenton, Timothy. Tipping points in the climate system. *Wiley Weather*. August 2021. 76(10). DOI : 10.1002/wea.4058..

³ Grollier, Christian. *Le Climat après la fin du mois*. Paris : PUF. 2019. Voir en particulier p. 108-111.