



# Les taux plus élevés commenceront à peser sur les entreprises en 2024

**PRINCIPAUX ENSEIGNEMENTS :** L'impact des hausses de taux sur les entreprises devrait augmenter en 2024. Jusqu'à présent, les entreprises ont été peu affectées car elles ont pu utiliser les liquidités obtenues durant la crise du Covid et leurs besoins de refinancement sont restés limités. Mais ils devraient être plus importants à partir de 2024. Les PME et les émetteurs HY les moins bien notés seront les plus touchés. Les retombées de la hausse des taux seront moins importantes pour les émetteurs IG.



**Valentine AINOUC**

Responsable de la Stratégie  
Taux – Amundi Investment  
Institute



**Sergio BERTONCINI**

Macro Stratégiste Senior,  
Obligations – Amundi  
Investment Institute

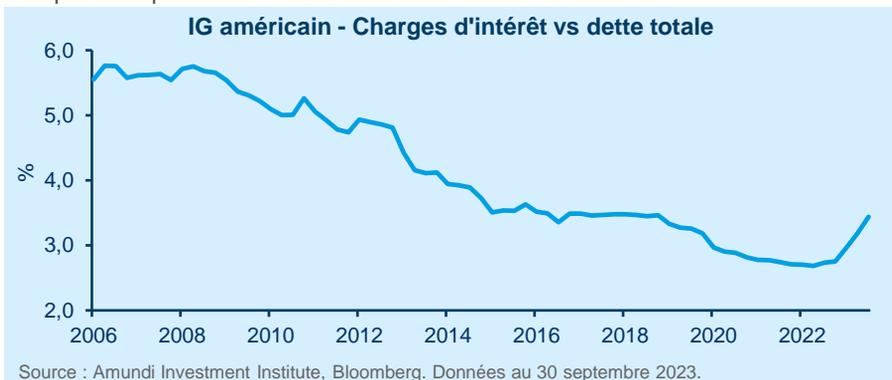
**Les fondamentaux des entreprises se dégradent, mais à partir de niveaux sains.**

Aux États-Unis et en Europe, les entreprises sont sorties de la crise du Covid avec des fondamentaux solides (marges et ratios de couverture des intérêts élevés, niveaux records de liquidités, etc.). Elles ont bénéficié du faible coût moyen de la dette, résultat d'années de taux historiquement bas. Aussi, jusqu'à présent, elles n'ont pas été trop affectées par la hausse des taux. Leurs fondamentaux se dégradent maintenant, mais à partir de niveaux sains (voir graphique).

**Après deux années d'offre assez faible, le volume brut des émissions d'obligations de sociétés non financières devrait augmenter en 2024**, sous l'effet principalement des besoins de refinancement. Les besoins en investissements, en dividendes ou en fusions et acquisitions étant moindres, les émissions nettes de titres IG ou HY ne devraient pas beaucoup augmenter.

**Pour l'heure, aucun mur des échéances n'est attendu sur les marchés du crédit en 2024**, en particulier dans les segments à bêta élevé, tels que le HY américain et européen. En Europe, les émissions nettes d'obligations de sociétés non financières IG devraient rester modérées, comme lors des dernières années, mais les obligations financières devraient confirmer leur rôle de premier plan en 2024. Toutefois, étant donné que les TLTRO (opérations de refinancement à plus long terme) ont pour la plupart déjà été remboursées et que les perspectives de ralentissement de la croissance impliquent une baisse du volume des prêts à refinancer, l'offre nette d'émissions financières devrait moins surprendre à la hausse qu'en 2023 et en 2022.

**Jusqu'à présent, une demande persistante a porté sur les titres IG davantage que HY, aux États-Unis comme en Europe :** cela s'explique par une combinaison attractive de rendement absolu et de risque de durée, bien que les spreads de crédit n'aient pas atteint des niveaux historiquement élevés. Dans l'environnement de taux plus bas que nous attendons en 2024, du fait du ralentissement de la croissance et du retournement de la politique monétaire, la demande d'obligations d'entreprises de haute qualité devrait bien résister : les titres IG continueront de représenter une alternative attractive à la dette souveraine, surtout si l'on tient compte de la persistance d'une offre élevée sur cette dernière.





« **Nous anticipons une concentration des défauts parmi les émetteurs HY les moins bien notés.** »

### **Hausse des défauts, tirée par les entreprises HY les moins bien notées.**

Les défauts sur le HY européen, en nombre d'émetteurs et pondérés par la valeur, étaient respectivement de 2,7 % et 1,2 % en octobre, ce qui reste historiquement très faible et inférieur à la médiane à long terme. De plus, l'ensemble des défauts a concerné les titres les moins bien notés (CCC), les titres B et BB étant restés stables au cours de l'année écoulée. La bonne situation actuelle, notamment pour les émetteurs de qualité supérieure, est attribuable à plusieurs causes. Les principaux facteurs top-down sont 1) les bons fondamentaux initiaux, 2) la croissance économique ralentie, mais toujours positive, et 3) le temps nécessaire à la transmission de la politique monétaire alors que les besoins de refinancement sont limités compte tenu de l'activité record sur le marché primaire pendant les années de pandémie et des liquidités accumulées. Parmi les facteurs bottom-up, citons principalement la très faible proportion de titres CCC en Europe, l'absence de problème sectoriel manifeste et les ratios de détresse assez faibles.

**Nous anticipons en 2024 une légère augmentation des défauts, qui resteront toutefois à des niveaux proches des moyennes à long terme** et concentrés sur les émetteurs les moins bien notés et les PME. Notre scénario central, qui suppose une croissance faible mais sans récession en Europe, table sur un niveau de 3,5 %/4,0 %, les risques étant à la hausse en cas de détérioration de l'environnement macroéconomique. Même sans récession, la hausse des coûts de financement sera le principal catalyseur des défaillances.

**Les murs des échéances ont évidemment leur importance, mais, à cet égard, 2024 semble gérable**, car l'année dernière, les entreprises ont déjà commencé à s'attaquer aux échéances de 2025, en réduisant leur stock sur le marché des prêts et, dans une moindre mesure, sur celui des obligations. Selon nos projections, les échéances 2025 et 2026 présenteront davantage de défis que 2024. Le mécanisme de transmission des hausses de taux prend du temps et le coupon moyen vient tout juste d'atteindre 4,1 % contre 3,6 % en 2022. Cette hausse devrait se poursuivre, mais l'impact global sur les fondamentaux des entreprises mettra plusieurs années à se manifester et sera surtout perceptible en 2025 et 2026.

En fin de compte, **nous nous attendons à ce que les taux de défaut culminent à des niveaux plus bas mais y restent plus longtemps**. Cette tendance devrait être alimentée par les émetteurs de faible qualité, tandis que les émetteurs de bonne qualité, qui représentent la part dominante des marchés HY européens, resteront résilients. En outre, un dénominateur commun traditionnel des cycles de défaut est la présence d'un ou plusieurs secteurs « problématiques ». Durant la pandémie, par exemple, c'était le commerce de détail, les services aux consommateurs et l'hôtellerie, en 2016, l'énergie, et en 2001, les télécommunications et la technologie. Les ratios de détresse actuels ne révèlent aucune spécificité sectorielle susceptible d'alimenter le cycle. Enfin **les petites et moyennes entreprises devraient être davantage touchées que les entreprises HY de qualité moyenne et supérieure** dans un contexte où les ratios de détresse restent très faibles alors que les normes de prêt bancaire sont restrictives, l'impact de la hausse des taux sur les prêts étant beaucoup plus rapide.

**Aux États-Unis, nous prévoyons que les taux de défaut du HY atteindront des niveaux légèrement supérieurs à ceux observés en Europe**, à savoir 5,5/6 %, du fait principalement des émetteurs les moins bien notés. Contrairement aux scénarios de référence de certaines agences de notation, qui prévoient un pic au T1 et T2 suivi d'une tendance à la baisse au S2, nous nous attendons à ce que les défaillances se stabilisent à ces niveaux.

## 3,5/4 %

Taux de défaut attendu en 2024 sur le HY européen.

## 5,5/6 %

Taux de défaut attendu en 2024 sur le HY américain.

## CCC

Segment où se concentreront les défauts, et dont le poids est très faible en Europe.

Source : Amundi Investment Institute, au 28 novembre 2023.

## INFORMATIONS IMPORTANTES

Le présent document est communiqué à titre purement informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'offre d'achat, ni une recommandation d'un quelconque titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services cités en référence peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et sont susceptibles de ne pas être agréés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans le présent document sont réservées à votre usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante d'un quelconque instrument ou produit financier ou indice.

En outre, aucun élément du présent document n'est destiné à fournir un conseil fiscal, juridique ou d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 14 décembre 2023. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Les informations contenues dans le présent document sont indiquées « en l'état » et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. Les données historiques et les analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie concernant toute analyse, prévision ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées au sujet des tendances du marché et de l'économie sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres, et aucune assurance ne peut être donnée quant au fait que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces opinions ne doivent pas être utilisées comme un conseil d'investissement, une recommandation à l'égard d'un titre ou une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent des risques, notamment politiques, de marché, de liquidité et de change.

De plus, toute personne impliquée dans la production de ce document ne saurait en aucun cas être tenue responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif ou consécutif (y compris, à titre non exhaustif, en cas de manque à gagner) ou de tout autre dommage.

Date de première utilisation : 14 décembre 2023.

Document publié par Amundi Asset Management, société par actions simplifiée (SAS) au capital de 1 143 615 555 € – Société de gestion de portefeuille régie par l'AMF sous le numéro GP04000036 – Siège social : 90–93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Crédits photo : ©iStock/Getty Images Plus – hxdzbzxy.

### Contributeurs de l'Amundi Investment Institute

**AINOUZ Valentine,**

*Responsable de la stratégie Taux, CFA*

**BERARDI Alessia,**

*Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique*

**BERTHON Jean-Baptiste,**

*Macrostratégiste Senior, Recherche Cross-Asset*

**BERTONCINI Sergio,**

*Stratégiste Senior Taux*

**BOROWSKI Didier,**

*Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques*

**CARULLA Pol,**

*Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client*

**CESARINI Federico,**

*Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset*

**DHINGRA Ujjwal,**

*Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client*

**DI SILVIO Silvia,**

*Macrostratégiste Senior, Recherche Cross-Asset*

**DROZDZIK Patryk,**

*Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

**GEORGES Delphine,**

*Stratégiste Senior Taux*

**HERVÉ Karine,**

*Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

**HUANG Claire,**

*Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

**MIJOT Eric,**

*Responsable de la Stratégie Actions*

**PORTELLI Lorenzo,**

*Responsable de l'équipe Recherche Cross-Asset, Responsable de la Recherche Amundi SGR Italy*

**PRADHAN Mahmood,**

*Responsable Macroéconomie*

**ROSENBERG Anna,**

*Responsable Géopolitique*

**USARDI Annalisa,**

*Économiste Senior, CFA*

**VARTANESYAN Sosi,**

*Analyste souverains senior*

### Directeurs de la publication

**DEFEND Monica,**

*Directrice d'Amundi Investment Institute*

**MORTIER Vincent,**

*Directeur des Gestions*

### Rédactrices en chef

**BERTINO Claudia,**

*Responsable de l'équipe Édition et Publication*

**FIOROT Laura,**

*Responsable de l'Édition & des Divisions Client*

### Rédacteurs en chef adjoints

**PANELLI Francesca,**

*Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client*

**PERRIER Tristan,**

*Macroéconomiste & Spécialiste de l'Édition*

**GALLARATE Gianluca,**

*Spécialiste Édition & Publication*