

LOÏC FÉRY,
CEO et co-CIO
de **Chenavari
Investment Managers,**
revient sur les récentes
tensions des marchés
de crédit et livre
sa vision pour 2019.



« Il y a une énorme bulle sur le marché de la dette non cotée »

Partagez-vous les craintes de nombre d'investisseurs qui placent la liquidité comme un des risques majeurs sur les marchés ?

C'est l'un des points de vigilance pour 2019. Nous ne souscrivons toutefois pas au scénario d'une crise économique majeure mais plutôt, en Europe, à celui d'une faible croissance avec peu d'inflation. Ce n'est pas le plus engageant, mais ce n'est pas négatif pour un portefeuille crédit. Le marché devrait néanmoins rester très volatil et il faut être très attentif aux excès ainsi qu'à l'évolution des flux et à la liquidité du marché qui tend à se dégrader. Acheter dans un marché porteur, c'est facile. Mais quand le marché se fige, la liquidité dispa-

raît et cela devient compliqué, comme nous avons pu le constater récemment sur le *high yield* et les financières. Nous sommes à un stade avancé du cycle qui se traduit par une hausse de l'endettement des entreprises. Il y a déjà des tensions dès qu'elles annoncent des résultats inférieurs aux attentes qui se traduisent par des baisses de 10 à 15 points sur les prix des obligations.

Le secteur bancaire est l'un de ceux qui a le plus souffert en 2018. Doit-on s'attendre à un scénario comme celui de 2007-2008 ?

Non, nous n'en sommes pas là. Les banques européennes sont censées bénéficier du cycle de hausse



Depuis deux ans, nous réfléchissons à nous implanter de nouveau en France »

des taux. Leur rentabilité a été pénalisée ces dernières années par les taux d'intérêt négatifs en zone euro. Bien sûr, le haut de cycle devrait se traduire par une hausse de leur coût du risque, mais elles sont aujourd'hui bien capitalisées. La correction récente est excessive. Elle a été exacerbée par la situation en Italie et l'interdépendance entre les économies de la zone euro. Nous pensons qu'il y aura des opportunités sur ce segment dans les 12 à 24 prochains mois.

La forte exposition de certains fonds monétaires aux dettes subordonnées bancaires est-elle inquiétante ?

C'est peut-être sur ce point que l'on peut faire des rapprochements avec 2007. Il y a de nouveau un problème d'adéquation entre le passif des fonds, très liquides, et des actifs illiquides ou souffrant d'une faible liquidité, à l'actif. Certains de ces fonds, pouvant peser jusqu'à plusieurs dizaines de milliards d'euros, ne sont investis qu'en dettes subordonnées bancaires de type AT1 (*Additional Tier 1*) et LT2 (*Lower Tier 2*). Le risque est asymétrique en raison de la faible profondeur de ce marché depuis que les investisseurs asiatiques et les banques privées ont commencé à vendre leurs positions dans ces fonds. Certains gros fonds spécialisés ont accusé d'importantes sorties ces derniers mois. C'est inquiétant. Des ordres

portant sur une dizaine de millions d'euros peuvent faire bouger fortement le marché. Cela peut bien se terminer s'il y a un retour de la liquidité. Mais en cas d'effet boule de neige, l'ensemble du marché sera entraîné. Le risque de correction peut être systémique.

Un autre segment de marché est illiquide, la dette non cotée...

Il y a une énorme bulle sur ce marché du *direct lending* « classique », qui risque d'exploser. La situation est d'autant plus risquée que c'est une activité de prêt non régulée. Nombre d'*asset managers* ont prospéré sur cette classe d'actifs et levé des milliards d'euros, profitant de la baisse des rémunérations de la plupart des classes d'actifs. Jusqu'à présent, il y a eu un refinancement permanent de ce marché par les nouveaux fonds créés qui ont été financés par d'autres fonds « amis ». Conséquence, certains font plus le bonheur des gérants que des investisseurs. Cela fonctionne tant qu'il y a de l'argent disponible. Quand la liquidité va manquer, cela ne sera plus viable. D'autant que le marché est aujourd'hui surévalué. En 2012,

ce type d'opération rapportait 10 % avec un effet de levier de 1 à 2 fois. Elle ne rapporte plus que 4 % à 6 % avec un levier de 5 à 7 fois. La classe d'actifs n'a en outre pas été testée. Depuis 2013, sur la dette privée, Chenavari se concentre principalement sur les activités de *direct lending* spécialisées, avec des collatéraux tangibles comme sous-jacents à nos prêts.

Chenavari s'est développé depuis 2013 dans le secteur du crédit spécialisé. Quel est votre objectif ?

Nous gérons un total de 5,4 milliards d'actifs dans le secteur du crédit, des financements structurés et de la dette privée, exclusivement en Europe, et comptons 110 personnes dans la société de gestion et près de 1.000 personnes dans ces sociétés de financement. Nous sommes un des leaders en Europe sur ce dernier segment qui regroupe des activités de *leasing*, d'affacturage, de *trade finance*, d'actifs réels ou de crédit à la consommation. Ce développement des marchés privés est lié à la réglementation Bâle 3 qui a obligé les banques à réduire la voilure en raison des exigences de capital réglementaire. Leurs rentabilités sur fonds propres ont été divisées par 2 ou 3 du fait de ces évolutions. Ces métiers restent lucratifs mais les banques préfèrent concentrer leurs capitaux sur des marchés stratégiques où elles sont leaders. Elles sortent donc des petits marchés pourtant très rentables. Et nous essayons d'en faire profiter nos investisseurs, grâce à notre expérience et notre réseau d'origination dans 12 pays en Europe. Nous acquérons non seulement les portefeuilles bancaires de crédit, mais parfois aussi les équipes, ce qui nous permet de continuer à opérer l'origination et le *servicing*.

Vous venez de reprendre la banque Aegean Baltic Bank...

Oui, c'est la sixième banque grecque. Nous détenons déjà 5 % du capital et avons passé un accord pour en acquérir un peu plus de 80 %. Le dossier est actuellement entre les mains du régulateur pour effectuer le changement de contrôle.

Dans la perspective du Brexit, envisagez-vous de vous installer à Paris ?

Nous avons créé, dès 2008, une société de gestion au Luxembourg. S'il faut aller plus loin, nous le ferons. Depuis deux ans, nous réfléchissons à nous implanter de nouveau en France parce que nous avons parmi nos clients beaucoup d'institutionnels français. Nous allons probablement ouvrir un bureau ou racheter une société de gestion existante qui pourrait être complémentaire de ce que nous faisons. ■

Propos recueillis par Xavier Diaz, Alexandre Garabedian et Guy Marchal



Retrouvez l'intégralité de l'entretien dans la version digitale de L'AGEFI HEBDO et sur agefi.fr