NUMÉRO 13 – Fr. 6 – EUROS 4
DU 06.07 AU 23.08.2011

BILAN

Toute l'économie un mercredi sur deux

JOBS DE RÊVE

MÉTIERS Créatif, altruiste, rémunérateur ou à sensations fortes... Quel est votre job idéal? Choisissez parmi les portraits de Bilan.

PLACE FINANCIÈRE Singapour peut-elle dépasser la Suisse? P 11

TECHNO Les vêtements qui réguleront bientôt nos émotions. P 59

TOURISME Les expos à voir absolument en Europe cet été. P 71

Finance

Comment sortir du dollar? PAGE 56

MENU FINANCE EN BREF 56

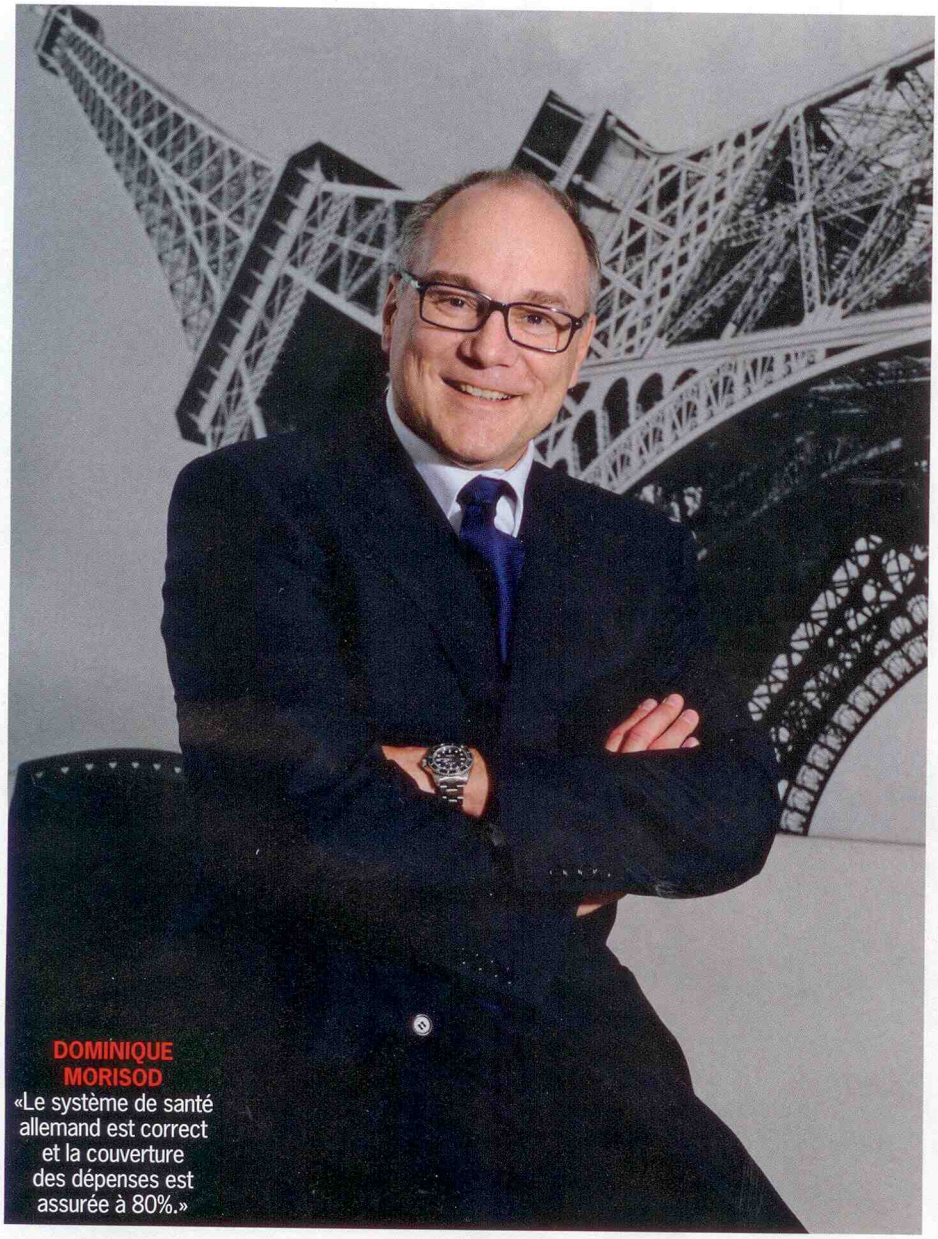
INVESTIR

Les EMS allemands, un placement... sexy

Miser sur l'immobilier de retraite allemand rapporte 6% net par an, sans risque. L'Allemagne est la seule à ne pas avoir connu de bulle immobilière, et à avoir un système de retraites bien provisionné. **PAR MYRET ZAKI**

ÉVOLUTION Le marché allemand des maisons de retraite est promis à une croissance de 5% par an.

PHOTO: SIRI STAFFORD/GETTY IMAGES



DOMINIQUE MORISOD
«Le système de santé allemand est correct et la couverture des dépenses est assurée à 80%.»

Pour une mise de départ de 150 000 euros si vous êtes un investisseur qualifié, ou un million si vous êtes un investisseur institutionnel, il vous est possible de gagner 6% net par an dans un placement des plus sûrs: l'immobilier des maisons de retraite en Allemagne. «Ces dernières bénéficient d'une sorte de garantie de l'Etat allemand, leurs opérateurs faisant l'objet de contrôles stricts. Elles ont un rating d'Etat, et le secteur connaît très peu de faillites», explique Dominique Morisod, partner de Threestones Capital. Cette société de private equity genevoise a investi dans 12 institutions outre-Rhin, pour un total de 60 millions d'euros, avec 70% de dette senior.

L'ALLEMAGNE, PREMIÈRE DE CLASSE

Le marché allemand des retraites est le plus grand d'Europe (45% au total), mais aussi le plus sûr. Fait peu connu, l'Allemagne est le seul pays d'Europe qui a correctement anticipé les coûts de ce qu'on appelle à présent, avec style, l'*ageing society*. C'est le seul à avoir provisionné de manière suffisante pour les retraites futures. En Allemagne, 80% des coûts sont couverts par les assurances avec un système mis en place depuis 1994. Ce système est financé jusqu'en 2020, et une hausse des cotisations permettra de couvrir les coûts au-delà de cette date.

Même à Genève, 70% à 80% des personnes âgées n'ont pas de caisse de pension qui leur permette de payer pleinement une maison de retraite, et les débats s'échauffent en Suisse sur la question du travail jusqu'à 70 ans. Aux Etats-Unis, on estime le déficit actuel à 3000 milliards de dollars pour le financement à court terme des retraites. Dans cinq à dix ans, une importante vague de personnes âgées de 70 à 80 ans viendra accentuer le problème du vieillissement, tant aux Etats-Unis que dans la plupart des pays d'Europe. En comparaison, l'Allemagne s'en sort beaucoup mieux. «Les Allemands n'ont pas de problème de retraites comme le disent les médias anglo-saxons, souligne Dominique Morisod. Le système de santé y est correct, et la couverture des dépenses de santé par les assurances et la sécurité sociale est assurée à 80%. C'est l'Etat qui contrôle le coût des soins, car il en prend de toute façon une partie en charge.»

DÉCORRÉLÉ DU PIB

Rocher de stabilité qui surperforme le continent, l'Allemagne offre nombre d'attraits spécifiques. «Au moment de leur entrée dans l'euro, les Allemands avaient une monnaie forte, ce qui les a forcés à gagner en compétitivité en bloquant les salaires et en travaillant davantage», explique Dominique Morisod. En outre, l'intégration de l'Allemagne de l'Est s'est greffée sur la restructuration de l'économie. Le coût fut conséquent et les Allemands ont dû consentir à une hausse de leur charge fiscale. Celle-ci prend fin à présent avec la fin du processus d'intégration. L'Allemagne se prépare donc à une baisse d'impôts ces prochaines années, au moment où les pays qui l'entourent verront une pression fiscale largement haussière. Le chômage, fléau majeur lors de l'intégration de l'Allemagne de l'Est, diminue fortement grâce aux gains de compétitivité d'une économie basée sur le Mittelstand. Ce réseau de grosses PME atteignant souvent le milliard de chiffre d'affaires a conservé ses racines et sa production en Allemagne. Leurs activités se déploient souvent dans les infrastructures. La balance commerciale allemande est aujourd'hui plus importante que la balance chinoise, et la consommation intérieure progresse. Ainsi, l'Allemagne récolte le fruit de cette mue et profite d'un euro faible pour doper ses exportations. Le dynamisme de ce pays moteur, qui représente plus de la moitié de l'économie européenne, se reflète dans l'évolution de l'indice boursier DAX, qui a gagné 26% sur les douze mois écoulés.

PHOTO: LIONEL FLUSIN

Autre atout majeur, depuis 1990, l'immobilier résidentiel allemand n'a connu aucune bulle de type américain ou britannique. Sur huit à dix ans, il ne s'est apprécié que de 5%. Ainsi, les prix immobiliers sont dix fois moins élevés qu'en Suisse. Ce qu'on achète ici pour 8000-10 000 francs le mètre carré, on l'achète à 800-1500 euros en Allemagne. Seul pays à n'avoir pas connu de bulle immobilière, l'Allemagne offre les rendements les plus élevés de la zone euro. A l'intérieur de cette classe d'actifs, les maisons de retraite sont le marché le plus intéressant, selon Threestones Capital.

AUCUNE BULLE IMMOBILIÈRE

Les bas prix immobiliers et les rendements locatifs élevés sont précisément ce qui fait l'attrait des maisons de retraite. En effet, les opérateurs des maisons de retraite, eux, ne sont pas suffisamment rentables en Allemagne, et encore moins en Suisse d'ailleurs. C'est le dividende et la plus-value immobilière née de la construction d'un portefeuille d'immeubles qui représentent l'opportunité de placement. «On achète l'immobilier, et on le loue à des opérateurs, explique Dominique Morisod. Ceux-ci peuvent ensuite réinvestir pour atteindre la taille critique.»

Ce secteur a par ailleurs l'avantage d'être entièrement décorrélé de l'évolution du PIB allemand, et même de surperformer celui-ci: entre 2001 et 2007, la valeur des maisons de retraite a progressé de 4,45% par an, contre 1,45% par an pour le PIB. En 2009, le PIB allemand a reculé, tandis que le secteur progressait de 5%.

Les deux tiers de la performance d'un investisseur comme le fonds de Threestones reposent sur les loyers encaissés. Le rendement locatif que l'on peut espérer d'une maison de retraite allemande atteint 8% à 9%, ce qui débouche, pour l'investisseur, sur un rendement de 9-10% et un dividende net de 6% par an, après toutes les commissions et l'amortissement de la dette. Autre avantage du marché allemand, sa faible concentration: 90% des maisons de retraite n'appartiennent pas aux gros opérateurs. Ceux-ci génèrent typiquement 250 millions d'euros de chiffre d'affaires. Le marché est plus fractionné que ceux de France ou des Etats-Unis, où les leaders génèrent 1 à 1,5 milliard de chiffre d'affaires. Il existe donc des opportunités pour les fonds d'investissement de jouer la carte de la consolidation en Allemagne.

D'autant qu'une forte demande d'infrastructure se manifestera à long terme, avec l'augmentation de la population vieillissante. Selon un rapport de l'OCDE publié en mars dernier, le nombre de personnes âgées de plus de 65 ans passera de 85 millions en 1970 à 350 millions en 2050 pour les pays de l'OCDE. Le marché allemand des maisons de retraite est promis à une croissance de 5% par an, l'Allemagne ayant un besoin annuel de 213 000 lits supplémentaires ces dix prochaines années.

Comment investit-on concrètement dans les maisons de retraite?

Les fonds de private equity cherchent à maximiser la valeur locative, qui se traduit par des dividendes

Comme dans l'hôtellerie, il y a deux composantes au modèle d'affaires des maisons de retraite: l'opérateur, qui fournit les services (soins, repas) aux pensionnaires, et l'immobilier.
Pour croître, un opérateur doit maîtriser les coûts fixes élevés que constituent les investissements immobiliers. Dès qu'il le peut, il va donc conserver la gestion de la maison de retraite, et vendre l'immobilier. Ceci lui permet de gérer plusieurs maisons de retraite, et ainsi de croître sans augmenter ses charges fixes. Cependant, des opérateurs plus importants qui se sont développés au cours de plusieurs générations détiennent encore un parc immobilier; ceux-ci deviennent des cibles intéressantes pour les investisseurs financiers (private equity), surtout si leur immobilier n'est pas trop endetté.
Première étape: l'investisseur financier rachète l'opérateur et réorganise la structure en séparant l'immobilier de l'opérationnel. Ces deux structures sont ensuite détenues par des sociétés ou des véhicules domiciliés dans des juridictions sans taxes.
Deuxième étape: mise en place de la structure de financement. L'investisseur financier veut en général le plus de dette possible et le moins de fonds propres. L'endettement restera toutefois dans les limites d'attractivité permettant de revendre rapidement l'opérateur à un concurrent, ou de l'introduire en Bourse.
Troisième étape: l'immobilier est amorti très rapidement grâce aux loyers élevés que prélève l'investisseur financier. Cela lui permet de verser des dividendes très généreux à ses clients. La revente du portefeuille immobilier intervient ensuite au bout de quelques années.
Dominique Morisod réprouve une approche trop agressive: «Chez Threestones, notre but n'est pas de prendre des loyers excessifs pour payer des dividendes exorbitants et sortir le plus rapidement possible, mais d'accompagner de petits opérateurs qui croissent en vue de consolider le marché. On prélève les loyers du marché, rien de plus».