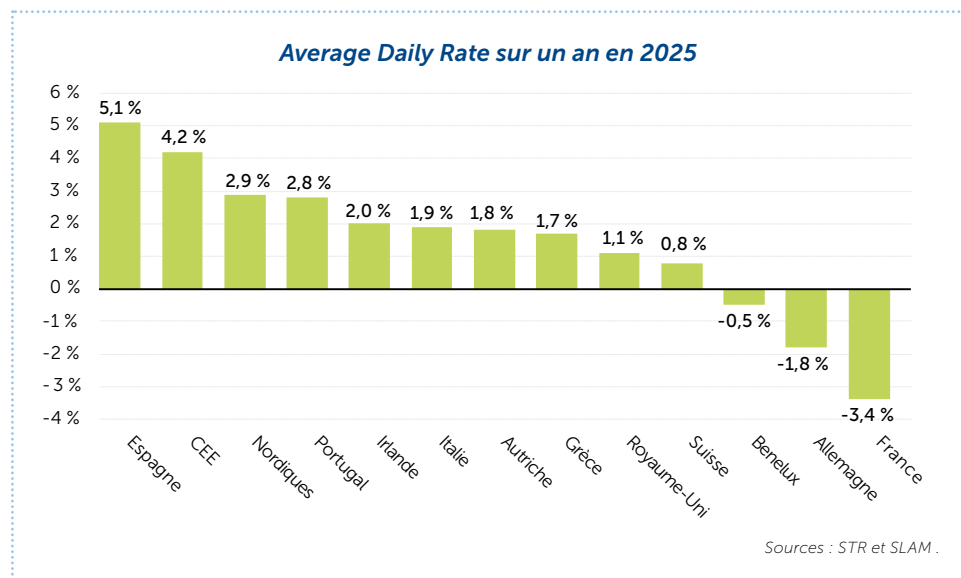




Béatrice Guedj,
(PhD, *fellow* Institut Louis
Bachelier) ; Directeur de la
Recherche et de l'Innovation,
Swiss Life Asset Managers
France ; Senior Advisor, IEIF

Hôtellerie européenne en régime de croisière en 2025 : Quid de 2026 ?

En 2025, le secteur de l'hôtellerie paneuropéenne n'a pas été impacté, outre mesure, par les tarifs douaniers de Trump : l'élasticité au taux de change de la clientèle américaine, sur le segment du luxe étant faible, pas de changements majeurs enregistré en termes de flux et de taux d'occupation sur le segment haut de gamme : il faut dire qu'à part certains pays très exposés, cette clientèle ne représente que 2% à 5% de l'ensemble des voyageurs sur chacune des destinations. En revanche, certaines destinations business ont subi les effets d'une moindre coopération commerciale depuis le *Liberation Day*.



Sur le continent, la clientèle européenne a continué de répondre présente avec des flux intra-européens renforcés, en particulier sur le triangle d'or, Espagne, Italie, France. Du côté des données d'exploitation, en particulier sur le prix des chambres en Europe en 2025, le secteur semble avoir entamé une forme de *soft landing* avec une croissance des prix bien inférieure à celle des rythmes observés depuis ces 3 dernières années. Si, selon les géographies, les prix ont continué de hausser à des rythmes plus faibles, l'ADR n'a pas systématiquement suivi sur toutes les localisations comme en témoigne les données STR (Graphique : 1), la France et l'Allemagne enregistrent une baisse de leur ADR comparativement aux autres marchés.

La volatilité des marchés boursiers profite au non coté du secteur hôtelier

Rien de neuf sous le soleil, a priori en 2025, si ce n'est que la volatilité des marchés boursiers et la sous-performance de l'indice boursier *hospitality* européen comparativement à l'Euro Stoxx 50 s'explique par une rotation sectorielle majeure aux bénéfices d'autres mégatendances. En effet, suite à l'annonce du *Der Plan* allemand puis du plan Européen *Readiness 2030*, les investisseurs se sont massivement exposés aux secteurs de la Défense et autres secteurs d'activités industrielles promus par l'agenda Européen, comme en témoignent les performances boursières de ces secteurs (+25 % à +50 % en moyenne). Conséquence directe, pour éviter la volatilité et la sous-performance boursière du secteur hôtelier, les investisseurs institutionnels se sont détournés des marchés cotés vers les marchés non cotés pour bénéficier du potentiel à long terme

du secteur hôtelier européen. Néanmoins, si les volumes poursuivent leur trajectoire en lien avec l'appétit des investisseurs, les valorisations témoignent de dynamiques assez différentes, selon l'échantillon d'analyse.

Un marché de l'investissement immobilier toujours soutenu

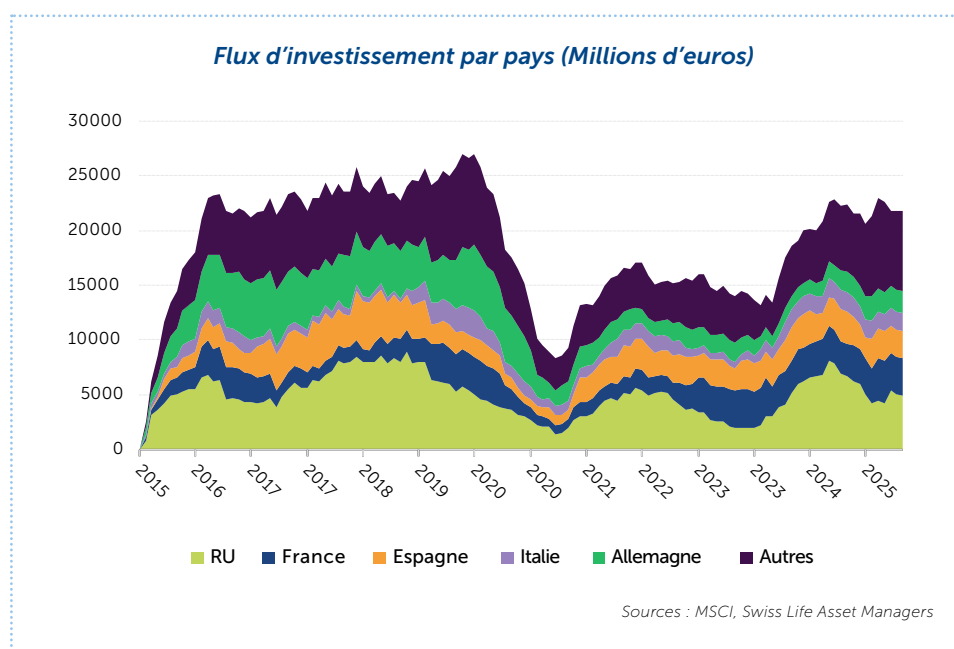
En 2025, le marché de l'investissement européen enregistre 225 milliards d'euros de transactions dont plus de 10 % en Hôtellerie¹ : les 23 milliards d'euros d'engagements sont en ligne avec leur niveau de 2024 et ils ne diffèrent pas en absolu des montants historiques observés en moyenne sur longue période. Néanmoins, en termes de typologies de transactions une rupture s'est observée, révélatrice de nouvelles stratégies : avant la crise sanitaire, 44 % des volumes investis dans le secteur étaient le fait d'acquisitions de portefeuilles contre 54 % pour les acquisitions unitaires : la stratégie était associée à un « effet d'allocation » pur. L'effet d'allocation se justifiait pleinement par la structure du marché, moins de liquidité en lien avec un pool d'investisseurs plus restreint et des stratégies classiques, essentiellement concentrées sur l'acquisitions de murs. Après 2022, les volumes d'acquisition de portefeuilles d'hôtels ne représentent que 31 % contre 69 % pour des acquisitions unitaires : « l'effet de sélection » ou *stock picking*, domine en vertu d'une césure du potentiel sur les produits, localisations et changements structurels opérés depuis la crise sanitaire².

En 2025, le *stock picking* unitaire représente 75 % des transactions, il est de 90 % au premier trimestre 2026. Sur les trois premiers mois de 2026, l'investissement ressort à 22 milliards d'euros annualisés. Pour rappel, fin février, les anticipations d'un conflit de courte durée (3 à 4 semaines) expliquent qu'un potentiel retournement ou une posture «wait and see» ne soient pas encore visibles dans les données d'investissement du premier trimestre 2026.

L'Europe du Sud reste l'Eldorado en volume

En 2025, le Royaume-Uni (21 %) reste la première destination des engagements, suivi de la France (18 %), de l'Espagne (12 %). Cette répartition occulte néanmoins des ruptures en termes dynamiques : un effet ciseau s'est opérée, ou la part du Royaume-Uni s'est fortement abaissée (27 %), tandis que celle de la France a doublé (contre 9 % antérieurement).

- L'Espagne reste un pays phare, la localisation par excellence synonyme de nouvel *Eldorado*³, même si le marché est moins profond que ses pairs. En termes stratégiques, le repositionnement vers une montée en gamme est quasi-systématique. L'Espagne, destination du *value for money* par excellence, se classe première localisation en termes de croissance de la clientèle étrangère dans les hôtels de 4 étoiles et plus : 4,8 % par an depuis 2008 contre 2,5 % pour l'ensemble du secteur de l'hébergement hôtelier⁴. Au-



¹ Contre 7 % sur longue période. A titre de comparaison, le bureau, grand perdant du nouveau cycle, ne représente plus que 23 % des engagements sur le volume total contre 40% avant la crise sanitaire : a contrario, le secteur industriel représente 19 % des engagements contre 10 % antérieurement, tandis que le secteur résidentiel passe de 10 % à 20 %.

² La digitalisation et l'IA, la généralisation de la stratégie des prix dynamiques et autres technologies minimisant les coûts et/ou maximisant les revenus des opérateurs, rend la stratégie murs et fonds plus attractive et plus lisible pour les investisseurs en recherche de stratégie active.

³ Dans la littérature institutionnelle américaine, l'Espagne est assimilée à la Floride, comme spot de concentration touristique.

⁴ Les séjours dans les hôtels 5 étoiles par la clientèle internationale ont été multipliés par près de 3 depuis 2008, de Barcelone à Madrid. Ces chiffres expliquent les allocations récentes des investisseurs internationaux pour le repositionnement d'actifs hôteliers, plus haut de gamme, sur l'ensemble de la péninsule ibérique. En 2025, près de 12 % de la clientèle internationale en Espagne est hébergé en 5 étoiles contre 4 % en 2008.

delà de l'hôtellerie standard, le pays semble aussi à fort potentiel pour d'éventuels resorts, hôtels de plein air *lifestyle* et *premiumisé*. Corollaire aux stratégies actives, plus de 50 % des transactions en Espagne sont le fait du *private equity* contre 25 % depuis la fin de la crise de la dette souveraine : le statut de l'Espagne a changé comme en témoigne le resserrement avec les *spread* de taux allemands à 58 bps en moyenne, point historiquement bas depuis la Crise Financière Globale.

- En Italie, les mêmes causes produisent les mêmes effets en matière d'appréciation du potentiel hôtelier : l'institutionnalisation du secteur, plus atomistique qu'en Espagne, s'est accélérée, avec 55 % d'investissement transfrontaliers et près de 40 % émanant des acteurs du *private equity*. Comme en Espagne, les stratégies sont hybrides à l'instar des opportunités du potentiel à long terme. L'Italie a aussi bénéficié d'un resserrement avec les *spreads* de taux allemands à 70 bps.
- A contrario, l'Allemagne qui représentait 20 % du volume des investissements de 2007 à 2020, et second marché après le Royaume-Uni lors du précédent cycle, ne représente que 10 % des engagements (2,2 milliards d'euros en 2025, soit -50 % par rapport à son niveau d'avant la crise sanitaire). Ce marché a été un des plus boudés par les investisseurs au cours des cinq dernières années, en lien avec les disruptions liées à la digitalisation et une croissance économique sous potentiel depuis la guerre en Ukraine. Néanmoins, l'annonce du *Der Plan* d'infrastructures, aurait pu être un *Game Changer* pour les investisseurs les plus audacieux, mais la guerre en Iran susceptible d'entraîner un scénario de stagflation en Europe pourrait étouffer dans l'œuf les chances de reprise du marché de l'investissement hôtelier en Allemagne en 2026.

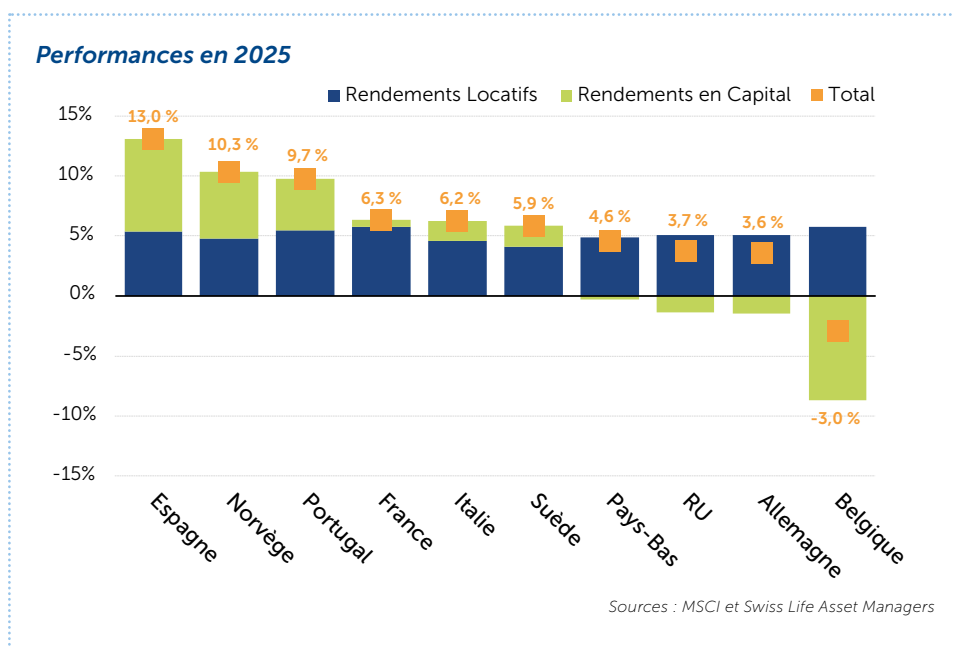
L'Europe du Sud superforme en valeur

Sur le front des valorisations, l'analyse par pays est la plus pertinente pour apprécier les singularités par pays et les potentiels points de rupture. En 2025, les dynamiques de rendements en capital sont homothétiques à l'analyse des transactions en volume⁵.

- L'Espagne est en tête de classement avec des rendements en capital de quasi 8 % en 2025, soit une performance cumulée des rendements en capital de 21 % depuis l'ajustement monétaire de 2022. Autre pays du Sud, à fort potentiel, le Portugal enregistre des rendements en capital de 4,3 %, soit une hausse de 15,5 % depuis 2022, mais avec de très forts écarts de performances entre segments et typologies de produits.
- Si l'Italie enregistre un rendement en capital modéré de 1,6 % en 2025, la performance cumulée depuis 2022 est la plus élevée de tous les pays européens. Quant à la France, le rendement en capital est de +0,6 % en 2025 avec de forts écarts entre segments : la sur-performance des rendements en capital est significative pour les actifs les plus performants .
- Les pays nordiques, plus volatils, enregistrent des rendements en capital, à +5,5 % pour la Norvège et +1,8 % pour la Suède : sur ces marchés, pas de différences très notables entre segments et produits comparativement à la France ou le Portugal.

Régimes à deux vitesses sur d'autres destinations

- Belgique (-8,8 %) : le dénominateur commun est l'offre de produits localisée sur des destinations affaires et très dépendantes d'un environnement économique local



⁵ Quand les données de benchmark sont disponibles.

très altéré depuis la crise sanitaire. Une analyse plus fine, entre segments témoigne de la fragmentation des différents marchés. En Belgique, la dislocation reste élevée : les rendements en capital, associés aux actifs les moins performants enregistrent la plus forte contraction à -15,6 % contre -4,5 % pour ceux de l'Allemagne. En cumulé depuis 2022, les rendements en capital sur les actifs les moins performants, sont de -40 % en Belgique et de -21 % en Allemagne, de quoi imaginer un repositionnement pour un autre usage dans les années à venir. Au Royaume-Uni, sur certaines localisations, la baisse cumulée des rendements atteints -35 %.

- Sans surprises, certaines des sous-performances du secteur de l'hôtellerie sont corrélées à la sous-performance de certains marchés de bureaux, c'est le cas sur les localisations secondaires : cette corrélation est de 76 % pour la France et de 94 % au Royaume-Uni.
- Les rendements locatifs sont soutenus en 2025 : à titre d'illustration, le rendement locatif médian est de 5,1 % pour les actifs dits les moins performants quand il monte à 6,2 % pour les actifs les plus performants⁶.

Le nouveau choc iranien

La guerre en Iran constitue un nouveau choc dont aucune place boursière dans le monde n'aura été épargnée. Le prix du baril de pétrole a atteint 138 dollars pour atteindre 115 dollars à la mi-avril : la fermeture du détroit d'Ormuz par les forces iraniennes bloque environ 20 % de la production mondiale de pétrole et de gaz naturel liquéfié, environ 80 % à destination de l'Asie, un peu moins de 10 % à destination de l'Europe. Dans ce contexte, l'indice des REITs asiatiques associé au tourisme s'est contracté de 13 % la plus forte baisse comparativement à ses homologues. Chez les spécialistes du secteur avec une couverture internationale, les baisses les plus prononcées, au plus fort de la crise, ont été observées pour les acteurs dont les portefeuilles sont les plus exposés en au Moyen-Orient et Asie dont Accor (-18,7 %), Hilton (-16,2 %), Hyatt (-13,2 %). En revanche, avec moins d'exposition sur ces régions, les cours de Marriott (-6,5 %), IHG (-6,4 %) et Hilton (-5,1 %) ont mieux résisté. D'autres acteurs, tel le britannique Whitbread (-11,8 %), a été fortement impacté, malgré une exposition domestique : cette baisse s'explique par une hausse des taux longs britanniques impacté par la hausse des prix du gaz. En Europe, les compagnies aériennes accusent le choc, et les réservations sur les long-courriers sont en baisse, mais pour certaines destinations uniquement. En

France, selon MKG à la mi-avril, aucun effondrement du tourisme n'est à noter ; certes l'avance prise en février est en train d'être grignotée, avec, il est vrai une accentuation de l'attentisme sur les « dernières minutes ». Néanmoins, sur la question des fréquentations de la clientèle moyen orientale dans les palaces, aucune rupture de tendance.

A la fin du mois de mai, les espoirs d'une réouverture du détroit d'Ormuz, en vertu du *memorandum* d'entente, ont permis un très fort recul du baril de pétrole à 92 dollars et une détente sur les taux longs américains. Sur le marché des *futures*, la probabilité d'une hausse des taux par la FED avant la fin 2026 diminuait également, et les indices de volatilité étaient en baisse.

Quels scénarios de chocs pour le secteur hôtelier ?

Si le conflit ne dure pas dans le temps, le secteur de l'hôtellerie en 2026 pourrait enjambrer ce nouveau choc, matérialisée par une hausse du prix moyen du baril de Brent à 90 dollars. En cas de nouveau rebondissement sur les négociations en cours associant un choc énergétique prolongé avec un prix du baril à 120 dollars en 2026, le secteur serait soumis à un choc stagflationniste, combinant faible croissance et inflation à 3,5 % en zone euro : le pouvoir d'achat des ménages européens serait alors grevé, ce qui pèserait sur les dépenses de tourisme sans toutefois les sacrifier. Un tel scénario renforcerait le tourisme intra-domestique, plus que transfrontaliers ou long-courriers : il s'agira de maximiser une fonction de bien être sous contraintes de dépenses. Les arbitrages entre les variables durée moyenne de séjour, hébergements, restauration (F&B), transports, culture & loisir, shopping, et autres dépenses annexes sont donc multiples à l'image des différents profils de clientèle. Les travaux de l'industrie montrent que ce sont les dépenses discrétionnaires (shopping et excursions) qui sont les premières impactées par une baisse de pouvoir d'achat, avec un ticket F&B moyen en baisse, notamment pour les familles. En cas de scénario de stress, soit une rupture majeure d'approvisionnement, et un prix moyen du baril de pétrole à 150 dollars, associant une inflation à 4,4 % en 2026 et 4,8 % en 2027, une partie du secteur ne pourrait échapper à une récession. Mais le scénario du pire n'est pas le plus probable, comme le suggèrent les derniers développements de cette fin mai ! *La paix est le seul combat qui vaille d'être mené, Albert Camus, Editorial de Combat, 8 août 1945.*

Achevé de rédigé le 29 Mai 2026.

⁶ A la différence de l'Espagne, l'Italie et le Portugal, c'est la hausse du taux des OAT depuis 2024, qui a mécaniquement freiné la performance des rendements en capital pour les actifs en France.