



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

## L'hôtellerie en Europe face aux mesures chocs de Donald Trump

Les annonces de Donald Trump le 2 Avril dernier, suite au « Libération Day » ont agité les marchés et pénalisé les bourses mondiales, le dollar et les bons du trésor américain. A mesure que les semaines s'écoulent, la solution du pire n'est plus la plus probable puisque les accords bilatéraux sont désormais le *modus operandi* pour trouver une solution par le haut.

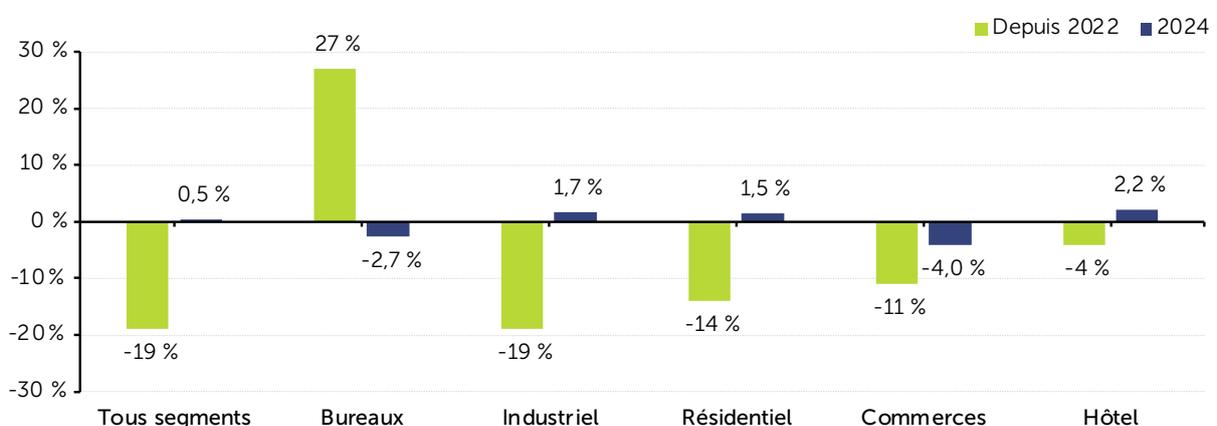
Néanmoins, à l'heure où demeurent les incertitudes, des travaux analytiques s'imposent pour déterminer les liens de cause à effet sur le secteur de l'*Hospitality* et de l'hôtellerie en fonction de différents critères : l'impact d'une hausse des tarifs douaniers sur l'hôtellerie, en absolu; l'impact d'une hausse des tarifs douaniers sur l'industrie hôtelière européenne, en relatif ; le degré de dépendance à la clientèle américaine en Europe ; les changements structurels dans le haut de gamme et son impact sur la France. Après chaque analyse, nous partageons nos convictions.

### L'Hôtellerie et la règle d'or des investisseurs institutionnels

En 2024, selon les données de l'index PEPFI *Pan-European Property Fund Index*, l'industrie hôtelière paneuropéenne a enregistré la meilleure performance en termes de rendement en capital : +2,2 % contre +0,5 % pour les autres secteurs. Rétrospectivement, la baisse des rendements en capital depuis le pic de 2022 n'aura été que de 4 % contre 19 % pour les autres classes d'actifs. Les facteurs explicatifs de cette moindre perte en capital et du redressement enregistré en 2024, sont simples : un rebond de la demande liée à une croissance des prix par chambre en termes réels supérieure à l'inflation ; une croissance des revenus qui compense la hausse des taux d'intérêt, via un effet numérateur du *cash-flow* supérieur à l'effet dénominateur.

D'une manière générale, la prise de conscience, qu'en univers de taux d'intérêt élevés, la croissance du revenu devient le principal levier de performance en immobilier favorise de facto la perception du secteur de l'hôtellerie et l'appétit pour la classe d'actifs, devenue plus *mainstream*.

### Pan-European Fund Index: rendements en capital



Sources : MSCI et Swiss Life Asset Managers.

De manière plus opérationnelle, l'accélération des changements structurels dès 2020 puis à partir de 2022 via le travail hybride dopant la demande les lundi et vendredi des capitaux *lifestyle* et autres spots, expliquent en partie la moindre volatilité des taux d'occupation comparativement à l'avant crise sanitaire. La notion de *lifestyle* est aujourd'hui un concept à part entière chez les exploitants, qu'ils soient cotés ou non cotés : les métriques opérationnelles témoignent que ce concept, décliné localement, est source d'une croissance des revenus à deux chiffres, parfois supérieurs à celles du luxe<sup>1</sup>.

D'autre part, la généralisation de la stratégie des prix dynamiques, pilotée en instantané par les outils de *data analytics* et autres technologies minimisant les coûts et/ou maximisant les revenus des opérateurs, rend la stratégie murs et fonds beaucoup plus attractive et plus lisible pour les investisseurs en recherche de stratégie active.

Le marché de l'investissement européen témoigne de cet engouement depuis 2022, puisque l'hôtellerie représente 6 % de l'investissement total. En 2024, les volumes de transactions sont ressortis à 20 milliards d'euros contre 13 milliards en 2023, en hausse de 25 % par rapport à leur moyenne de long terme depuis 2008. Sans surprise, les périmètres géographiques les plus gagnants sont la France, l'Espagne, l'Italie (34 % de l'investissement hôtelier en 2024) en lien avec des destinations prisées, notamment depuis l'accélération des voyages inter-européens.

**Notre conviction** ; pas de changement à l'horizon en termes de conviction sur les performances à moyen et long terme en dépit des vents contraires de ce début d'année 2025.

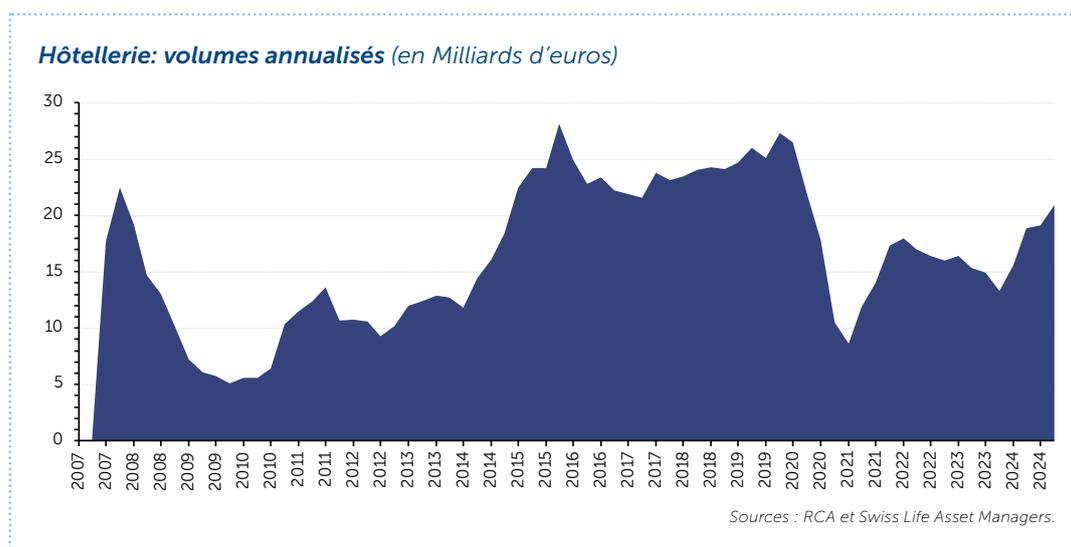
## L'Hôtellerie à l'heure du Trumpisme et des tarifs douaniers

Le premier trimestre 2025 a été jalonné d'annonces, qui expliquent la dynamique de montagnes russes des marchés boursiers, avec ses retournements vertigineux et ses rebonds. Le décryptage des signaux n'est pas aisé, surtout depuis l'annonce de la hausse des tarifs douaniers et l'absence de deal avec l'Europe. Mais après plus d'un mois, quelques tendances se dégagent.

Pour rappel, en 2024, l'indice boursier MSCI du secteur de l'*Hospitality*, plus large que le seul secteur hôtelier, a surperformé l'indice Euro Stoxx 50 (+17,8 % contre +8,2 %) en regard des bons résultats opérationnels de l'ensemble des spécialistes. Sur le segment de l'hôtellerie, les opérateurs européens, tels Accor, Covivio, Hotelim, Hotel Baverez, Lamp, Mhp, Méliá, Minor, Scandic ont enregistré une hausse de leurs cours entre 8 % et 50 %<sup>2</sup>.

Début 2025, les annonces du *Der Plan* allemand ciblé sur les infrastructures, puis du plan européen *Readiness 2030* entraînaient un rebond de certains secteurs et une révision des anticipations de croissance de l'Allemagne et de toute la zone Euro : le secteur de l'*Hospitality*, via l'indicateur MSCI, gagnait alors 5,7 % tandis que l'Euro Stoxx enregistrerait une hausse de 13,1 % entraînée par les surperformances inédites du secteur de la Défense.

L'annonce, début avril, par Donald Trump de la mise en place de tarifs douaniers aura été délétère pour tous les indices boursiers, le secteur de l'*Hospitality* européen perdait 10,7 %, moins que l'Euro Stoxx qui enregistrerait une baisse de 12,4 %. Aux Etats-Unis, l'indice des REITs spécialisés dans l'*Hospitality* était en retrait de 14,5 % tandis que les cours des exploitants dont les portefeuilles sont très concentrés aux Etats-Unis dévissaient de 35 % à 40 %.



<sup>1</sup> Il s'agit du RevPAR depuis 2022 : Accor, est le leader européen sur ce concept en termes d'offre avec le développement de plusieurs marques dont Mama Shelter, 25 hours, The Hoxton et Mondrian. Hyatt, avec une forte concentration de son RevPAR aux Etats-Unis, dispose d'une offre étoffée avec Andaz, Thompson, The Standard, Dream Hotels, Breathless, JdV, Bunkhouse, Me and all hotels, l'ensemble contribuant à 45 % du RevPar du portefeuille aux Etats-Unis.

<sup>2</sup> Dans la suite de l'analyse, nous ne commentons pas les baisses de cours des opérateurs, si ces baisses sont supérieures à 50 %.

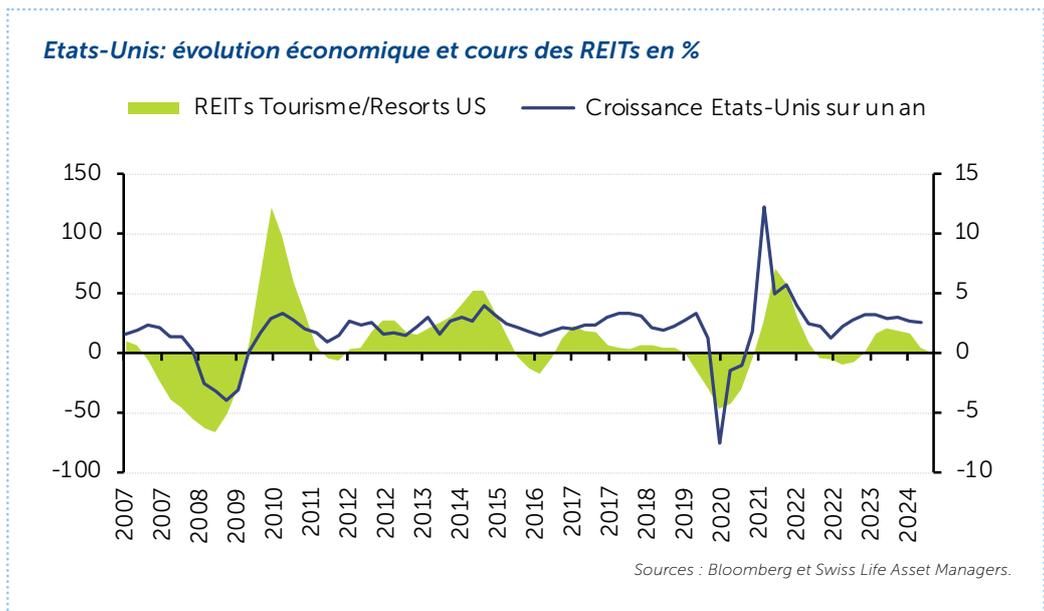


A contrario, les opérateurs américains plus diversifiés géographiquement suivaient leurs pairs européens et témoignaient de plus de résilience.

Depuis le gel des tarifs douaniers, les bourses au 16 mai 2025, ont rebondi, l'indice européen de l'*Hospitality* a gagné +17,1% légèrement devant l'Euro Stoxx 50 (+16,5%) et loin devant les indices *Hospitality* des autres zones géographiques : +13,7% pour l'indice Monde, +4% pour les pays émergents. Les indices REITS des États-Unis, se sont redressés après les accords avec le Royaume-Uni et la Chine, mais l'indice est en retrait de près d'un tiers (21,2%) depuis le début de l'année. Cette différence d'appréciation entre l'Europe et les États-Unis s'expliquerait par une défiance des investisseurs sur le potentiel de la croissance américaine en 2025<sup>3</sup> et son impact négatif sur le tourisme aux États-Unis, en cas

de récession : sur longue période, il existe en effet une corrélation de 0,58 entre les indices des REITS spécialisés dans le loisir et la croissance économique américaine. Les cours des compagnies aériennes américaines Delta Airlines, United Airlines, American Airlines, Jetblue ou encore Skywess ont d'ailleurs plongé et restent de 15% à 35% inférieurs à leurs niveaux de janvier<sup>4</sup>, en lien avec la fin de « l'exceptionnalisme » de la croissance américaine telle qu'elle se caractérisait encore en 2024 (+2,8% contre +0,8% en zone euro).

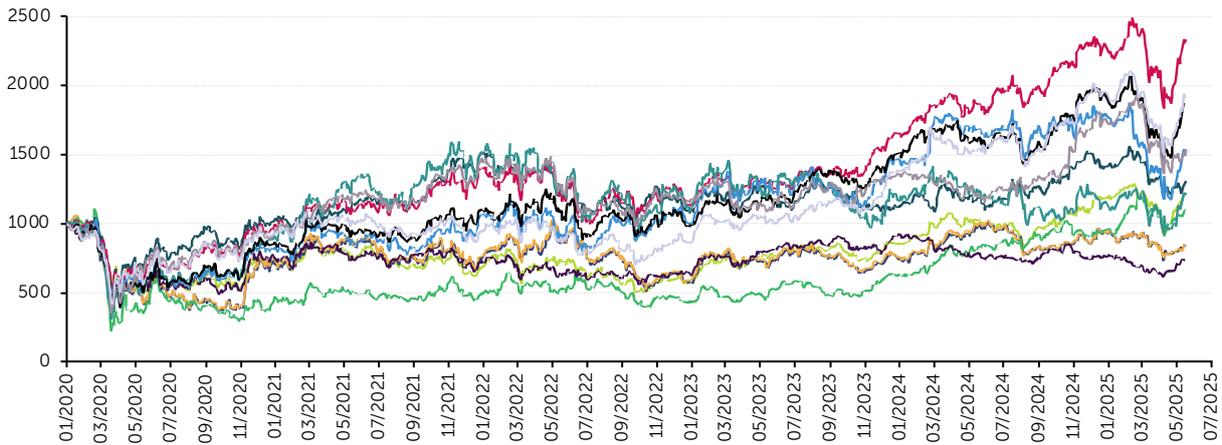
**Notre conviction ;** l'hôtellerie américaine souffrirait beaucoup plus de l'hôtellerie européenne de la politique tarifaire et de l'isolationnisme de Donald Trump, par le biais d'un ralentissement de la croissance américaine qui pèserait sur le pouvoir d'achat des ménages américains.



<sup>3</sup> Selon l'indicateur développé par Fédéral Reserve d'Atlanta, le PIB américain au premier trimestre 2025 serait en très nette décélération.

<sup>4</sup> A contrario, Air France-KLM et Lufthansa sont respectivement à +11,3 et +5,4% depuis le début de l'année 2025 au 16 mai 2025.

### Cours boursiers de spécialistes en Hôtellerie au 16 mai 2025 (Base 100 fin 2019)



Sources : Bloomberg et Swiss Life Asset Managers.

### L'hôtellerie européenne et l'avantage de sa diversification

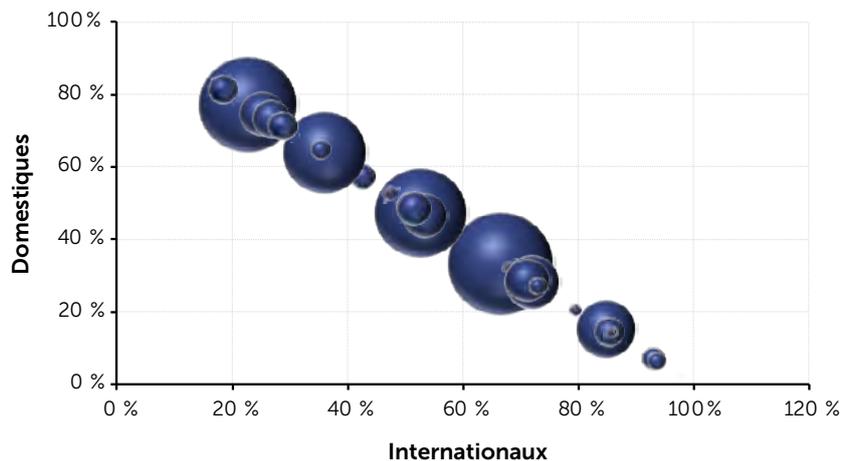
En Europe, la lecture des signaux boursiers reste difficile en lien avec la forte volatilité et les incertitudes persistantes. Mais du côté des cours des opérateurs, quelques tendances se dégagent : en synthèse, les opérateurs avec une exposition majoritairement européenne paraîtraient mieux résister, c'est du moins ce que suggère le plus fort rebond des cours de bourse au 17 avril 2025. Les investisseurs anticiperaient que les tarifs douaniers imposés par les Etats-Unis, n'affecteraient pas directement le tourisme en Europe, compte tenu de la régionalisation des échanges comme l'analyse ci-après le suggère.

L'Europe est la première destination touristique mondiale avec près de 1,8 milliards de nuitées dans les hôtels<sup>5</sup>. Structuellement, l'hôtellerie européenne associe toujours un bon équilibre entre tourisme domestique (50 %) et tourisme étranger (50 %), même si la distribution par pays est relativement différenciée par pays, comme en témoigne la représentation graphique ci-contre. Cette demande étrangère se caractérise par des flux

intereuropéens pour 33 %, relativement bien diversifiés entre les différentes géographies.

En termes de nuitées hôtelières, les 4 grandes destinations, l'Espagne, l'Allemagne, l'Italie et la France, représente 61 % des nuitées totales, tandis que les 39 % des nuitées restantes se répartissent sur plus de 25 autres géographies, proposant des destinations très différenciées, de l'urbain au littoral. La nature de la demande qu'elle soit résidente, non résidente<sup>6</sup>, affaires, loisir ou lifestyle, permet en outre de diversifier le risque par géographie et d'optimiser les

### Répartition des touristes internationaux versus domestiques



Sources : Données Nationales et Swiss Life Asset Managers.

<sup>5</sup> En 2024, la croissance des nuitées a dépassé son niveau de 2019, avec +3 % tandis que les RevPAR sont supérieurs de 12 % en moyenne par rapport à leur niveau de 2019. Cette capacité des hôteliers à piloter taux d'occupation et prix pour optimiser les marges opérationnelles, expliquent aussi l'intérêt pour les investisseurs d'avoir également une stratégie d'exploitation.

<sup>6</sup> En Allemagne, la demande est domestique pour 77 %, contre 64 % en France, 47 % en Italie et 33 % en Espagne. Les pays nordiques, Suède, Norvège, Finlande se caractérisent également par un tourisme domestique important (plus de 70 %) tandis que les destinations du Sud, dont le Portugal, la Grèce ont essentiellement un tourisme étranger (plus de 70 %).

prix, en fonction du pouvoir d'achat au-delà de la seule saisonnalité.

**Notre conviction** ; l'Union fait la force, au-delà d'une Europe politique, l'Europe du tourisme est bien une et indivisible pour les ressortissants européens : l'Europe est la première destination des européens et pas uniquement la première destination de tourisme mondiale.

### L'hôtellerie européenne et la clientèle américaine

Aussi, un ralentissement économique voire une récession aux Etats-Unis n'affecterait pas outre mesure le secteur du tourisme européen dans son ensemble, il aurait des effets ciblés par pays et par typologie.

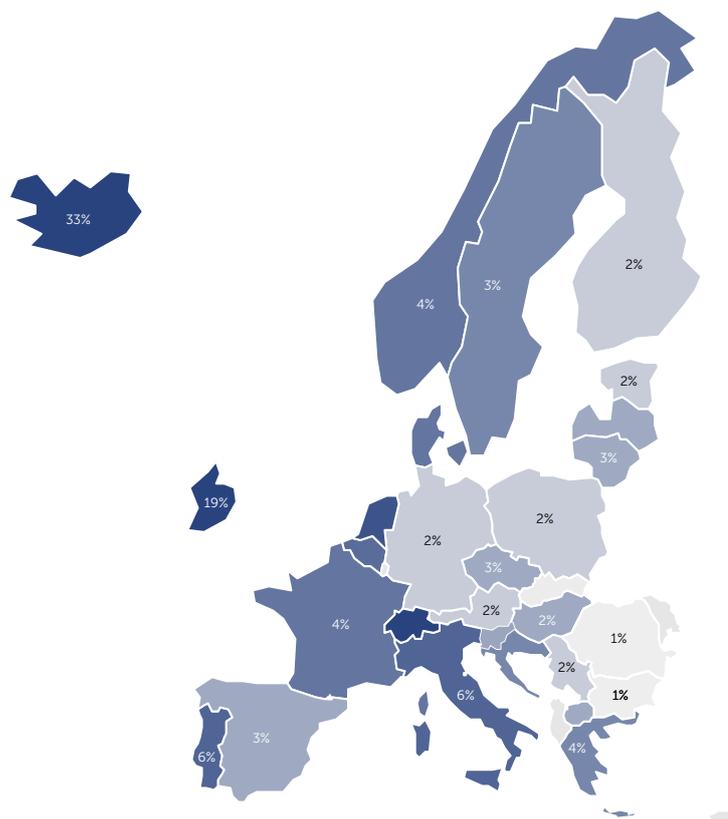
Les touristes américains représentent moins de 4 % de l'ensemble des touristes non-européens en Europe : leurs séjours sont très concentrés en Italie (19 %), en Espagne<sup>7</sup> (12 %), en France (11%), en Allemagne (7%), en Irlande (6,2 %) et dans une moindre mesure en Grèce (5,6 %), au Portugal (4,6 %) et aux Pays-Bas (4 %). Toutefois, le tourisme américain a très fortement progressé au cours de ces deux dernières années, associant des nuitées bien supérieures à leur niveau de 2019 : +68 % au Portugal, +46 % en Grèce par exemple, +27 % en Italie, +18 % en Espagne, +17% aux Pays-Bas, pour ne citer que ces pays. Pour ces destinations, le risque d'une moindre clientèle américaine est bien réel et les inquiétudes sont légitimes.

En termes de fréquentation hôtelière, les séjours loisirs des Américains se concentrent essentiellement sur des segments plutôt haut de gamme<sup>8</sup>; l'analyse des données sur longue période suggère une relation positive entre croissance des séjours en Europe et appréciation du dollar vis-à-vis de l'euro. Aussi, la dépréciation du taux de change américain vis-à-vis de l'euro (-10 % depuis janvier 2025) combinée à une baisse de la richesse financière des ménages américains (-16 % du S&P 500) impacteraient négativement les taux d'occupation des hôtels haut de gamme, tel que le suggère une analyse économétrique<sup>9</sup>. Plus spécifiquement, l'élasticité des nuitées au taux de change est d'autant plus grande que le prix de référence de la chambre ou le coût de

la vie est élevé : en d'autres termes, l'hôtellerie haut de gamme en France et en Italie serait plus impactée que l'hôtellerie haut de gamme espagnole ou portugaise. Le facteur sous-jacent à cette plus faible élasticité prix en Espagne ainsi qu'au Portugal s'explique par la meilleure « *value for money* » qu'offrent ces deux destinations en dehors de l'hébergement et du climat. Quant aux séjours sur le segment très haut de gamme (palaces, cinq étoiles de luxe et autres classifications assimilées), l'élasticité au taux de change serait relativement faible au regard du prix moyen payé pour une suite.

Enfin, si la demande américaine est plus le fait du loisir en Espagne, en Grèce, au Portugal, c'est moins le cas en Italie et en France ; les Etats-Unis sont le second partenaire commercial de l'Italie (10,7 % des exportations italiennes, notamment pour des biens d'équipements et pharmaceutiques) et le second partenaire de la France (8,7% des exportations françaises, en biens manufacturés

**Part de la Clientèle venant des Etats-Unis (en % du total par pays)**



Sources : Données Nationales et Swiss Life Asset Managers.

<sup>7</sup> Les séjours, mesurés par les nuitées, des Américains en Espagne ont été multipliés par 3 depuis 2008. Ils ont été multipliés par près de 7 au Portugal et par près de 4 en Grèce sur cette même période. Ce sont les hausses les plus spectaculaires, soutenues par des stratégies gouvernementales pour soutenir le secteur, post crise de l'euro.

<sup>8</sup> Classification égale ou supérieure aux 4 étoiles.

<sup>9</sup> En supposant des prix par chambre constant. Par anticipation, les opérateurs peuvent « neutraliser » cet effet, en diminuant le prix moyen à hauteur de la dépréciation du taux de change (en impactant une partie de la marge opérationnelle des exploitants). Les degrés de liberté ou levier pour compenser la baisse du taux de change sont bien entendus très différents par profil d'opérateur et selon le nombre de clés par actif.

et produits chimiques). La mise en place de tarifs douaniers aurait donc un impact directement négatif sur la demande d'affaires sur ces deux géographies, en sus d'un effet lié au taux de change et d'un effet richesse négatif.

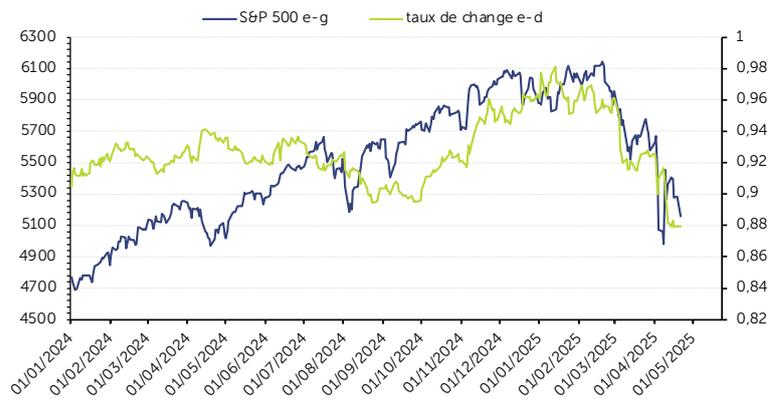
**Notre conviction ;** le manque de la clientèle américaine aurait l'effet d'un « coup de froid » pour certaines destinations. Néanmoins, par anticipation et pragmatisme, les opérateurs pourraient piloter leur RevPAR via une diminution de leur prix moyen et une augmentation de leur taux d'occupation en 2025, toutes choses égales par ailleurs, afin de capter une population européenne plus haut de gamme.

### L'hôtellerie européenne haut de gamme

Depuis 2022, parmi les grands de la zone euro, l'Espagne et l'Italie enregistrent des taux de croissance élevés en termes de nuitées, au-delà des statistiques sur la croissance des prix moyens et du RevPAR : +6 % par an contre +1 % pour la France. Sur ces deux destinations, c'est la demande internationale qui a le plus significativement progressé, soit 13 % par an pour l'Italie, 9 % par an pour l'Espagne contre 5 % par an pour la France<sup>10</sup>. En Espagne, comme en Italie, les soldes historiquement élevés de la balance des services associée au tourisme (à respectivement 261 milliards d'euros et 84 milliards d'euros), témoignent de cette bonne santé du tourisme étranger<sup>11</sup>. Plus précisément, les recettes générées par le haut de gamme sont en forte croissance, comme en témoigne l'évolution des RevPAR quand ils sont disponibles. Il semblerait que l'Espagne et l'Italie soient désormais très compétitifs avec la France en termes de prestation d'hôtellerie de luxe au sens large<sup>12</sup>, notamment pour la clientèle internationale.

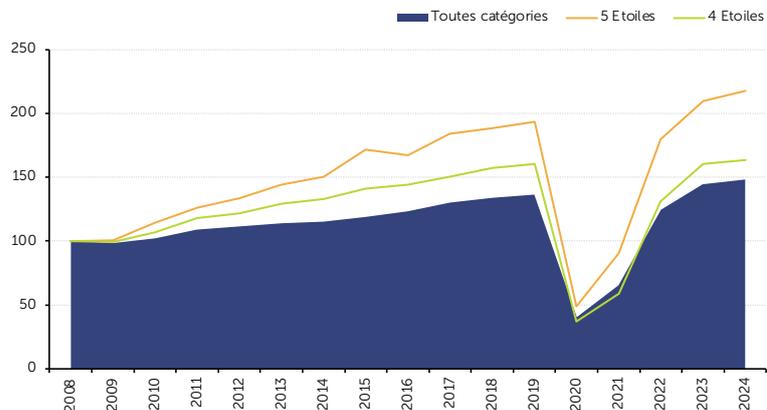
L'Espagne se classe première destination en termes de croissance

### Etats-Unis: Cours du S&P 500 et taux de change euro-dollar



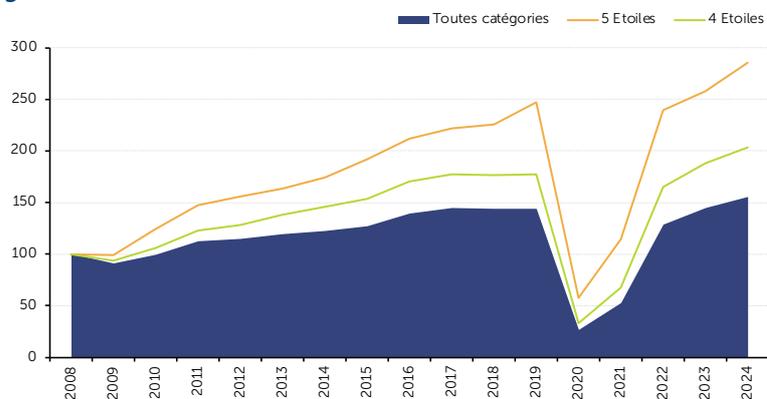
Sources : Bloomberg et Swiss Life Asset Managers.

### Italie: Evolution de la fréquentation en Hôtellerie haut de gamme (Base 100 en 2008)



Sources : Données Nationales et Swiss Life Asset Managers

### Espagne : Evolution de la fréquentation en Hôtellerie haut de gamme (Base 100 en 2008)



Sources : Données Nationales et Swiss Life Asset Managers

<sup>11</sup> Quant à la balance des services en France, elle n'a pas renoué avec son niveau post attentat de 2015.

<sup>12</sup> Certes la distinction Palace, créée en 2010, valorise les hôtels 5 étoiles aux services et situation géographique unique : la France dispose de 31 Palace devant l'Italie et l'Espagne.

de la clientèle étrangère dans les plus de 4 étoiles : 4,5 % par an depuis 2008 contre 2,5 % pour l'ensemble du secteur. Les séjours dans les hôtels 5 étoiles par la clientèle internationale ont été multipliés par près de 3 depuis 2008, de Barcelone à Madrid, la capitale espagnole devenant prisée pour son art de vivre, son environnement culturel et sa *movida de dia o de noche*. Cette lecture du rythme de croissance sur longue période illustre les raisons des investisseurs internationaux pour le repositionnement d'actifs hôteliers, plus haut de gamme, sur l'ensemble de la péninsule ibérique. En 2024, près de 10 % de la clientèle internationale en Espagne sont hébergés en 5 étoiles contre 4 % en 2008.

En Italie, la croissance de la clientèle internationale dans les plus de 4 étoiles ressort à 3,4 % depuis 2008 contre 2,4 % pour l'ensemble du secteur. Les séjours dans les 5 étoiles ont progressé à un rythme de 6 % l'an depuis 2008, mais ils n'hébergent que 4 % de la clientèle internationale. Comme en Espagne, la clientèle internationale est plus représentée dans les plus de 4 étoiles pour 68 % contre 51 % en 2008. Cette surreprésentation s'explique par une hôtellerie plus atomistique en Italie qu'en Espagne par

exemple. L'institutionnalisation du secteur s'accélérait, l'offre devrait rapidement monter en gamme à l'image de ce qui est observé en Espagne.

Le renforcement de l'hôtellerie haut de gamme & *premium*, en Europe du Sud est devenu polymorphe, avec des offres singulières ou « prestigieuses collections », depuis les capitales culturelles mixant patrimoine architectural et lifestyle aux *resorts* des bords de mer. Cette hôtellerie plus haut de gamme offre une *mixité fonctionnelle* pour mieux diversifier et maximiser ses revenus en ouvrant son *Hospitality* et ses prestations du petit déjeuner d'affaires au DJ sets intimistes. Ainsi, se dessine un nouveau triangle d'or entre la France, l'Espagne et l'Italie ou la stratégie murs et fonds semble la plus appropriée pour dynamiser les performances de long terme.

**Notre conviction** ; la France serait structurellement concurrencée par l'Espagne et l'Italie plus que par les mesures de Donald Trump. En vertu de l'importance du secteur pour l'économie française, et de son ruissellement sur d'autres industries, il est urgent de sonner l'alarme !

*Achevé de rédigé le 19 mai 2025.*