

M² = Minds and Markets

Stratégie Alternative : Hôtellerie en Europe & Techniques Quantitatives

Septembre 2019

L'introduction de l'immobilier direct dans les portefeuilles d'institutionnels favorise la diversification et permet une rémunération suffisante associée au sous-jacent. L'appétit des investisseurs pour l'immobilier s'est accentué pour les actifs immobiliers alternatifs car ils permettent d'obtenir des performances absolues et une exposition à des sous-jacents très variés. Nous montrons par des techniques quantitatives d'allocations d'actifs que l'hôtellerie en Europe répond à la diversification recherchée par les investisseurs en surcroît d'une rentabilité soutenue, à risque contrôlé.

Stratégie diversifiée

L'hôtellerie a été souvent approchée par le secteur coté, et **les indices boursiers globaux ont historiquement généré des performances globales supérieures aux indices nationaux**. L'exposition à des géographies différentes, Amérique, Europe, Asie, Europe de l'Est, pays émergents ou pays développés, sur l'ensemble des territoires permet une déconcentration de l'exposition et une captation différenciée des cycles hauts et bas. Le premier graphique illustre l'exemple de **cette surperformance de l'indice hôtellerie Europe comparativement à l'indice STOXX 600**.



Sur les marchés de l'immobilier direct en Europe, l'hôtellerie n'est pas recensée, via les données INREV¹, comme un secteur à part entière, témoignage du peu de fonds dédiés à ce segment. L'analyse des statistiques INREV suggère que l'hôtellerie s'ajoute à des stratégies plus classiques mais essentiellement pour doper la performance, notamment quand il s'agit de redéveloppements liés au repositionnement d'actifs ou stratégies « mixed-used ». Sur les trois premiers trimestres de 2018, 50% des fonds levés se sont concentrés sur le logement, 27% sur la logistique, 11% pour les commerces, 7% pour les bureaux, 2% pour l'hôtellerie et 2% pour la santé. Sur d'autres périmètres géographiques, les fonds panaméricains ou panasiatiques spécialistes de l'hôtellerie **répliquent simplement une stratégie d'indice global** de diversification d'allocations sur le sous-jacent.

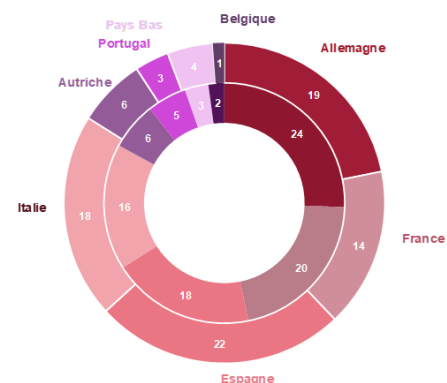
Les arguments traditionnels mis en avant pour expliquer les atouts de l'investissement immobilier du secteur hôtelier :

- **Rentabilité supérieure.** Les performances de l'immobilier hôtelier en Europe, telles que calculées par l'indice MSCI paneuropéen, associent un rendement total supérieur aux autres classes d'actifs et cela quel que soit l'horizon d'investissement, 3, 5 ou 10 ans. Le rendement à plus de 10% p.a sur les trois dernières années s'explique par la forte hausse des rendements en capital tirés par un marché très concurrentiel.
- **Stabilité des rendements locatifs à plus de 5% p.a.** L'indexation des baux sur des périodes longues rend cette classe d'actifs particulièrement recherchée car synonyme de stabilité des cash flows.
- **Moindre érosion des rendements** suite à la grande récession, comparativement aux autres classes d'actifs. La moindre liquidité de ce segment explique aussi sa moindre volatilité dans le passé.
- **Le ratio rendement ajusté du risque est supérieur à 1** en liaison avec la moindre volatilité des rendements en capital et en vertu de la stabilité des rendements locatifs.

Diversification, allocation optimale

Les données MSCI sur l'hôtellerie par pays sont relativement hétérogènes autant en termes historiques ou de profondeur de marché pour tout exercice de diversification de portefeuille. Les données de croissance de RevPar par pays et par gamme sont les références quand il s'agit de réellement mesurer les moteurs sous-jacents à l'immobilier. **Un bon proxy du RevPar est le nombre de nuitées**, comme sources de données pour utiliser les modèles quantitatifs d'allocations.

Nuitées (cercle extérieur) versus Arrivées (cercle intérieur) % du total en Europe



¹ Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles

M² = Minds and Markets

Stratégie Alternative : Hôtellerie en Europe & Techniques Quantitatives

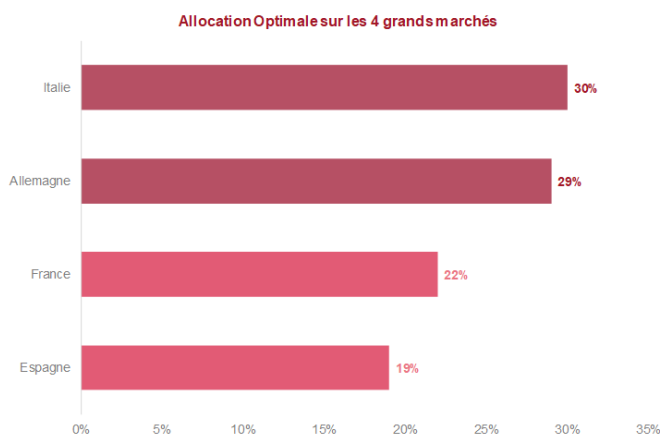
Septembre 2019

D'après analyses des données Eurostat², 80% des arrivées touristiques se concentrent sur 4 Grands marchés, l'Allemagne, la France, l'Espagne et l'Italie, 75% pour les nuitées. L'Allemagne se caractérise essentiellement par une demande en tourisme d'affaires tandis que l'Espagne associe une demande de loisirs très domestique, pour illustrer en synthèse les moteurs économiques à l'œuvre dans la dynamique des cycles.

Une diversification de portefeuille, par techniques quantitatives³, telle qu'élaborée par un investisseur institutionnel donnerait les allocations optimales suivantes :

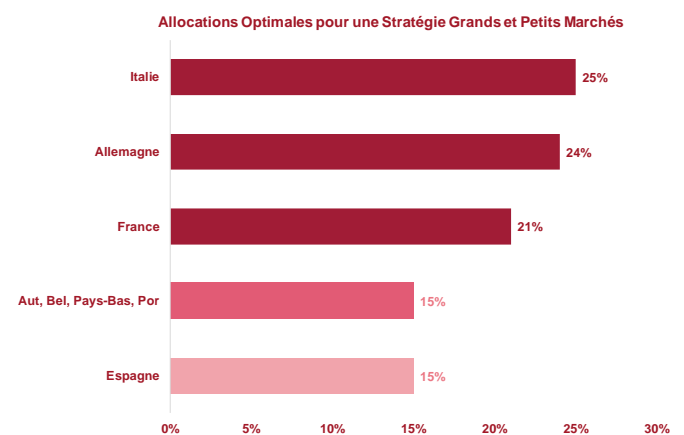
Sous hypothèse de concentration de la stratégie sur les 4 grands marchés Core, l'allocation optimale, via le modèle quantitatif, est très équilibrée : les 59% alloués au duo Italo-Allemand sont liés au peu de volatilité des nuitées dans ces pays, tirée par le tourisme d'affaires essentiellement en Allemagne et par un mix d'affaires et de loisirs en Italie. Les 41% alloués au duo Franco-Espagnol s'expliquent par plus de volatilité des nuitées sur ces marchés engendrée par une corrélation plus forte avec la demande pour le tourisme de loisirs.

L'allocation pour l'Espagne à 19%, faible comparativement au fait que ce pays soit la première destination en termes de nuitées (près de 300 millions) s'explique par la forte volatilité - exacerbée pendant la crise de la dette souveraine et plus tard par un saut de demande (nouvelle volatilité) lié aux risques politiques dans certains pays du bassin méditerranéen. Ces remarques sur l'Espagne sont fondamentales pour légitimer un recalibrage tactique plus conséquent sur ce pays, en regard des perspectives à venir⁴.



2 Aussi, Eurostat offre des études « clés en main » du secteur de l'hôtellerie, les flux, les arrivées, les nuitées, la demande par nationalités et l'offre par segment. Ces analyses permettent d'identifier les mutations côté offre (changement de gammes des différents produits) mais aussi demande (loisirs versus affaires).

Sous hypothèse d'ouverture de la stratégie initiale Core, via 4 plus petits marchés, la stratégie reste également très équilibrée : 49% pour le duo Italo-Allemand, 51% pour les marchés qui ont tendance à dynamiser la performance (via une très forte croissance des nuitées depuis 2014). La part de l'Espagne se réduit au bénéfice des autres petits marchés, dont le rendement risque en termes de croissance de nuitées est supérieur à celui de l'Espagne.



Notre conviction : à long terme, l'hôtellerie offre une exposition à la croissance économique mondiale, et à l'effet richesse par tête engendrée par la croissance notamment sur le continent asiatique. L'Europe qui concentre aujourd'hui près de 51% du tourisme mondiale, en arrivées et en nuitées, n'est pas prête de perdre sa place de position de leader compte tenu de l'intensification du tourisme d'affaires ou de loisirs. **Nos travaux quantitatifs via les modèles d'allocation démontrent l'intérêt d'une exposition en immobilier sur le segment hôtelier en Europe.** Cette exposition permet une forte diversification géographique et sectorielle, en termes de moteurs de demande et de gammes, soit une différenciation horizontale et verticale !



Béatrice Guedj (PhD)

beatrice.guedj@swisslife-am.com

Directrice Recherche et Innovation

www.fr.swisslife-am.com/realestate

3 Différents profils de risque sont associés, mais les résultats sont agrégés pour une « photographie » simple et lisible.

4 L'étude de la matrice des corrélations entre les différents marchés permet de visualiser le pouvoir de diversification à l'œuvre dans le processus d'allocation d'actifs, via la compréhension des interdépendances commerciales ou non entre les différents périmètres.