

7.3

Des investissements en berne au Luxembourg

Depuis 2019, le volume des dépenses d'investissement au Luxembourg a nettement reculé, à l'inverse de la tendance relevée en zone euro. Cette baisse s'observe dans la plupart des branches d'activité excepté l'administration publique, les transports et l'information et communication. Le taux d'investissement poursuit son déclin, amplifié par des effets de réallocation sectorielle. Malgré un rebond attendu de l'investissement en volume, les perspectives restent freinées par des conditions financières encore contraignantes et un contexte international incertain.

Les six dernières années sont marquées par une perte de dynamisme des dépenses d'investissement en volume au Luxembourg (-13% entre 2019 et 2025, contre +3.1% en zone euro) et un nouveau déclin du taux d'investissement (cf. graphique A). Au sein de la zone euro, seuls cinq pays affichent une baisse de l'investissement en volume entre 2019 et 2025, le Luxembourg enregistrant l'un des plus forts reculs, juste après l'Irlande (-40%). Le taux d'investissement a en revanche diminué dans onze pays membres de la zone euro sur cette période, la valeur ajoutée progressant plus fortement que l'investissement. Le taux d'investissement a particulièrement diminué en Irlande, Finlande, à Malte et au Luxembourg. Alors que le Luxembourg affichait un taux d'investissement proche de celui de la zone euro en 2014, il se classe dernier depuis 2023.

Au niveau agrégé par produit, l'investissement en volume s'est replié dans presque tous les domaines au Luxembourg, entre 2019 et 2025 :

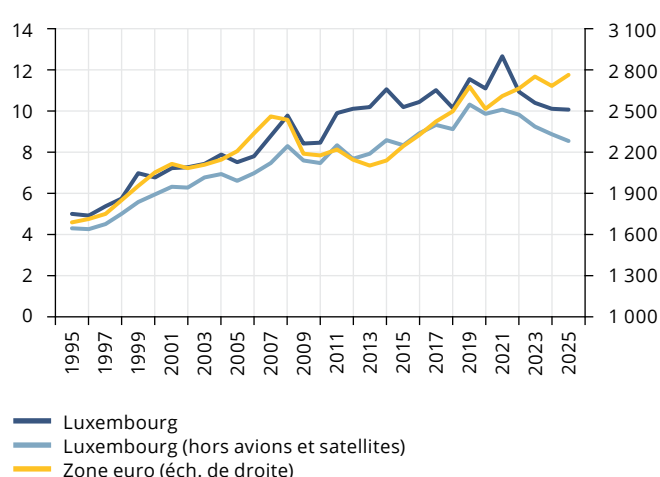
- -42% dans le matériel de transport hors avions et satellites (-7% pour le transport total en zone euro) ;
- -24% dans le logement (-3% seulement en zone euro) ;
- -15% dans les machines et équipements (+2% en zone euro) ;
- -9% dans les ouvrages de construction non résidentielle (+12% en zone euro).

Graphique A

Investissement au Luxembourg et en zone euro

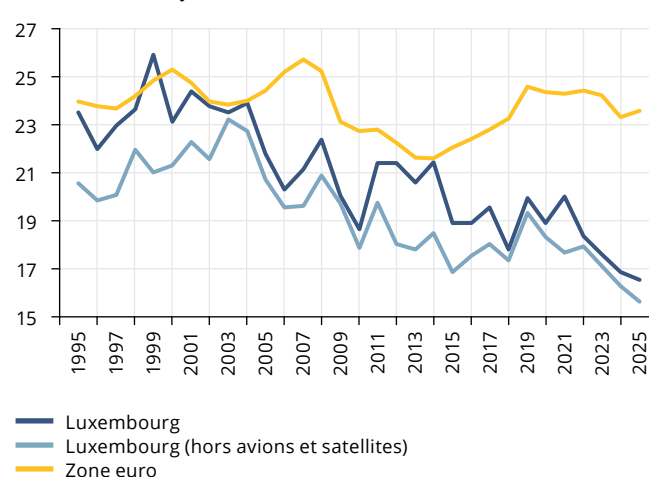
Investissement en volume

En Mia EUR



Taux d'investissement (données en valeur)

En % de la valeur ajoutée



Sources : Eurostat, STATEC

Les avions et satellites se démarquent au Luxembourg, les investissements dans ce domaine ayant été multipliés par deux sur les cinq dernières années. Ce type d'investissement est très volatil, représentant de 3% à 17% des dépenses totales d'investissement selon l'année. Ces dernières années sont marquées par le lancement de GovSat-1 en 2018 (joint venture publique-privée), de SES-17 à la fin de 2021 (par l'opérateur luxembourgeois privé de satellites SES) et du système satellitaire gouvernemental d'observation de la terre LUXEOSys en 2025. L'acquisition de satellites a donc des effets positifs temporaires sur l'investissement (formation brute de capital fixe), mais elle engendre en contrepartie une hausse des importations de biens qui neutralise au final l'impact positif sur le PIB. Les autres types d'investissement ont progressé de 2% entre 2019 et 2025, portés par la recherche et développement, alors que les équipements informatiques et logiciels ont diminué (selon les données détaillées disponibles jusqu'en 2024).

Notons que les données commentées ci-avant se basent encore pour certaines années sur des estimations partielles¹, et sont donc sujettes à des révisions ultérieures. Ainsi, les premières estimations de l'investissement en volume des six dernières années ont toutes été revues à la baisse au Luxembourg (-3.5 points de % en moyenne de croissance annuelle, hors avions et satellites²), ce qui signifie que la variation de l'investissement avait été surévaluée lors des premières estimations.

Repli marqué des investissements dans la finance, l'immobilier et l'industrie

La diminution de l'investissement en volume sur les cinq dernières années³ s'observe pour la quasi-totalité des branches d'activité au Luxembourg, excepté l'administration publique, les transports et l'information et communication⁴ (cf. graphique B). Les branches contribuant le plus à la baisse sont :

- Les services financiers (-55% au Luxembourg, contre +4% en zone euro) ;
- Les activités immobilières (-9%, contre +3% en zone euro) ;
- L'industrie (-37%, -9% en zone euro) ;
- Le commerce (-43%, -29% en zone euro) ;
- les services administratifs et de soutien (-27%, -30% en zone euro).

Le secteur financier luxembourgeois a particulièrement diminué ses investissements dans les logiciels, bases de données et dans les bâtiments, après cinq années de forte hausse (ils avaient été multipliés par trois dans les logiciels et bases de données et par six dans les bâtiments entre 2015 et 2019, ce qui pourrait être, en partie du moins, lié aux relocalisations dues au Brexit⁵ et aux besoins d'infrastructures pour faire face à la hausse des réglementations).

Pour les activités immobilières, la majorité de la baisse provient des investissements en logements des ménages, devenus plus coûteux avec la remontée des taux d'intérêt dès 2022. Ces investissements se sont aussi repliés dans la moitié des pays de la zone euro, mais affichent une forte croissance dans les pays du Sud (notamment en Espagne, Grèce, Italie, Croatie et au Portugal).

L'industrie manufacturière est la branche affichant la plus forte diminution de l'investissement en zone euro entre 2019 et 2024 (-40 Mia EUR). Mais contrairement à la zone euro où il avait bien progressé entre 2009 et 2019, l'investissement baisse depuis 2008 dans l'industrie au Luxembourg. De l'autre côté, l'administration publique luxembourgeoise a augmenté ses investissements en recherche et développement, en logements et en bâtiments (cf. graphique C), ces derniers ayant aussi particulièrement augmenté en zone euro.

1 Les estimations de l'investissement en logements et bâtiments non résidentiels au Luxembourg reposent par exemple sur l'enquête des bâtiments achevés dont les dernières données disponibles se réfèrent à 2020. Pour les années suivantes, les estimations se basent sur les autorisations de bâtir et seront révisées à mesure que les données sur les bâtiments achevés seront mises à disposition.

2 La révision moyenne du taux de croissance de l'investissement en volume (hors avions et satellites) a été de 1 point de % un an après la première estimation (4 points en moyenne absolue), -3 points deux ans après (3 points en moyenne absolue) et 0.3 point trois ans après (2 points en moyenne absolue).

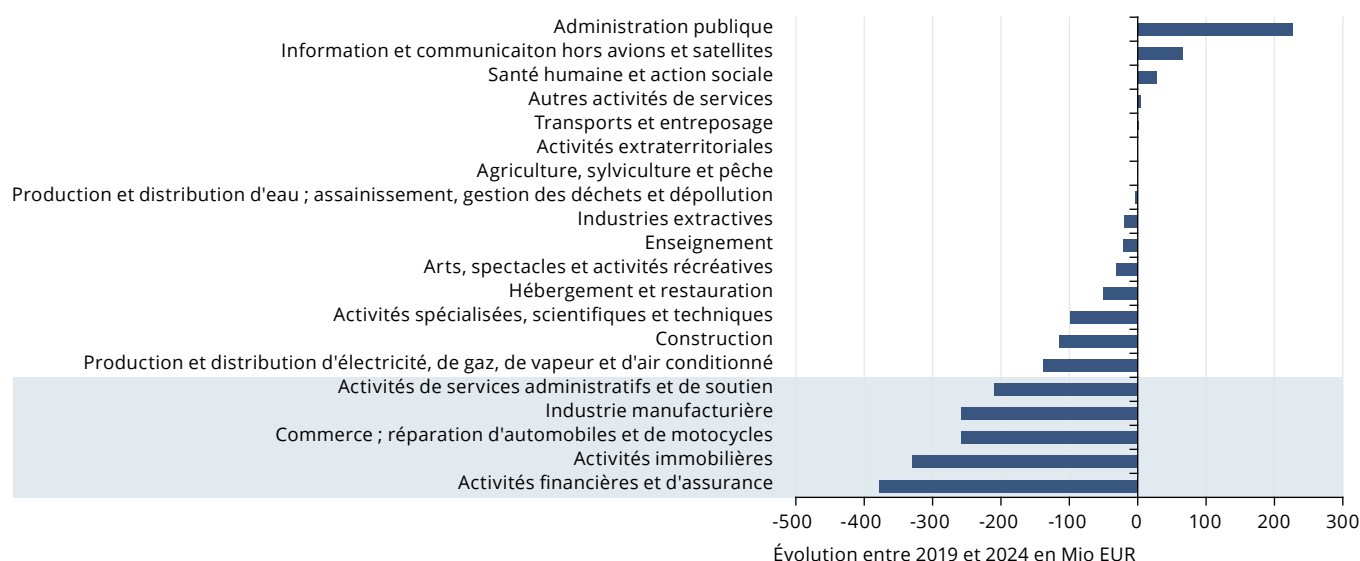
3 Entre 2019 et 2024, dernière année disponible pour ce niveau de détail.

4 Hors avions et satellites.

5 L'Irlande, qui a attiré le plus de relocalisations de sociétés financières liées au Brexit, a aussi enregistré une forte hausse de l'investissement volume dans le secteur financier entre 2015 et 2019 (+30%), puis un repli conséquent (-50%) entre 2019 et 2024. L'Irlande avait aussi, dans ce contexte, attiré des entreprises technologiques qui avaient particulièrement dynamisé les investissements en information et communication (multipliés par cinq entre 2015 et 2019, puis divisés par trois entre 2019 et 2024).

Graphique B

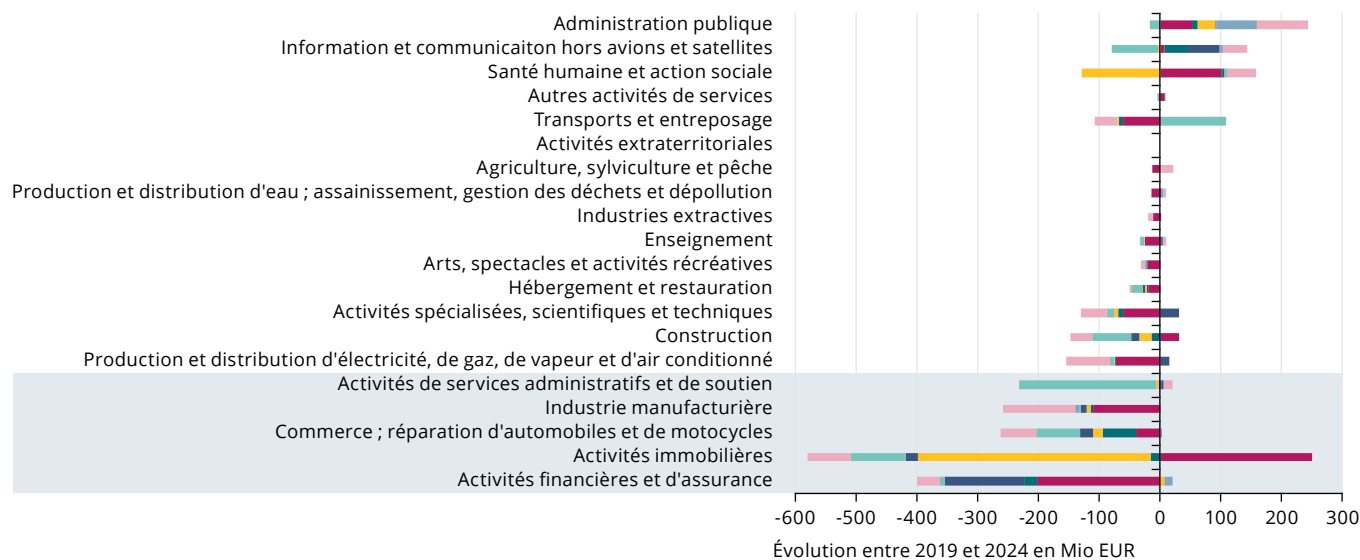
Investissement en volume au Luxembourg par branche d'activité (évolutions entre 2019 et 2024)



Sources : Eurostat, STATEC

Graphique C

Investissement en volume au Luxembourg par branche d'activité et produit (évolutions entre 2019 et 2024)



■ Autres bâtiments et ouvrages de génie civil ■ Équipements TIC ■ Logements
 ■ Logiciels et bases de données ■ Matériel de transport (hors avions et sat.) ■ Recherche et développement
 ■ Autres

Sources : Eurostat, STATEC

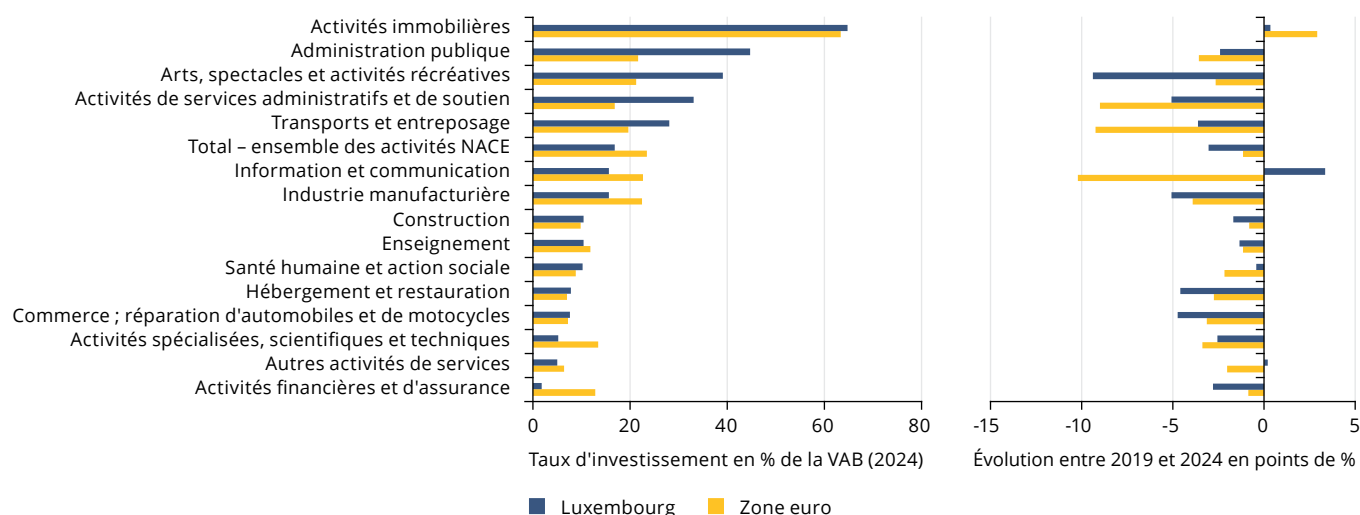
La diminution du taux d'investissement s'explique par des effets intrinsèques et de réallocation

Le taux d'investissement, qui mesure le rapport entre l'investissement et la valeur ajoutée à prix courants, a diminué dans presque toutes les branches au Luxembourg et en zone euro sur les cinq dernières années (cf. graphique D). Le taux d'investissement des services financiers a fortement baissé au moment de la crise financière, et demeure très faible depuis au Luxembourg (à 1.8%, soit le plus faible taux observé en zone euro, qui

affiche une moyenne d'environ 13%). L'investissement des sociétés financières s'est en effet replié, alors que leur valeur ajoutée a continué à progresser (cf. graphique E). Le secteur financier luxembourgeois se distingue aussi de la zone euro par sa spécialisation dans la gestion de fonds d'investissement, qui a moins besoin d'agences physiques et d'investissements en capital que les activités bancaires traditionnelles. Les services immobiliers et l'administration publique du Luxembourg ont des taux d'investissement particulièrement élevés mais qui ne progressent plus.

Graphique D

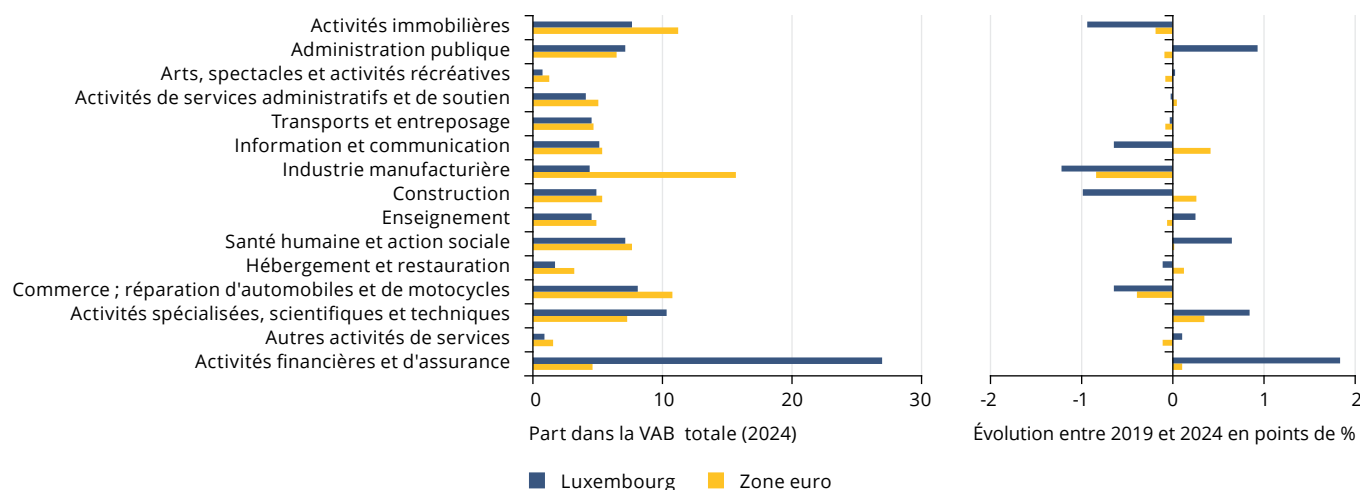
Taux d'investissement par branche d'activité



Sources : Eurostat, STATEC

Graphique E

Part de la valeur ajoutée de chaque branche d'activité



Sources : Eurostat, STATEC

Pour savoir dans quelle mesure cette baisse du taux d'investissement provient d'une diminution de l'investissement au sein des branches d'activité ou d'une progression plus forte de la valeur ajoutée des branches moins intensives en capital, une analyse « shift share » a été menée⁶. Elle consiste à décomposer l'évolution du taux d'investissement en trois parties : l'effet réallocation (en jaune), l'effet intrinsèque (en bleu) et l'effet dynamique (en rouge) :

$$i^1 - i^0 = \sum_j (s_j^1 - s_j^0) i_j^0 + \sum_j (i_j^1 - i_j^0) s_j^0 + \sum_j (i_j^1 - i_j^0) (s_j^1 - s_j^0),$$

avec $i_j = \frac{I_j}{VA_j}$ et $s_j = \frac{VA_j}{VA}$

où $i^1 - i^0$ correspond à la variation du taux d'investissement entre les années 0 et 1, i_j représente le taux d'investissement de la branche d'activité j et s_j est égal à la part de la valeur ajoutée de la branche d'activité j dans la valeur ajoutée totale.

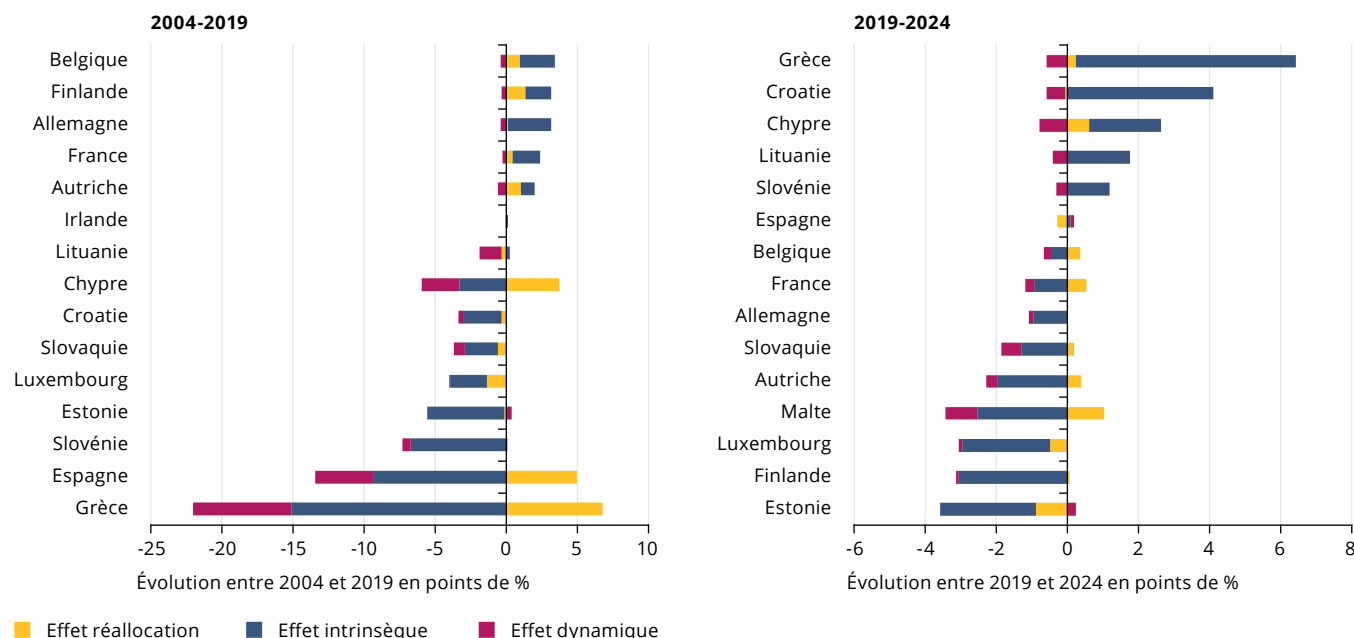
L'**effet de réallocation** met en évidence la variation des taux d'investissement due à la modification de la pondération des différentes branches d'activité dans la valeur ajoutée, les taux d'investissement restant constants.

L'**effet intrinsèque** correspond quant à lui aux variations de l'investissement au sein d'une même branche, les parts de chaque branche dans la valeur ajoutée restant constantes. L'**effet dynamique** correspond à la variation des taux d'investissement due à l'expansion (ou la contraction) des secteurs affichant une croissance plus forte (plus faible) de leur taux d'investissement.

Si l'effet intrinsèque est la principale cause de la baisse du taux d'investissement au Luxembourg et dans deux tiers des pays de la zone euro sur les vingt dernières années, l'effet de réallocation pèse aussi sur l'évolution du taux d'investissement au Luxembourg (cf. graphique F). Cet effet de réallocation compte en effet pour un quart de la baisse du taux d'investissement au Luxembourg sur les vingt dernières années (16% sur les cinq dernières années uniquement). Il s'explique principalement par le recul de la part de l'industrie manufacturière et de l'immobilier (principalement l'investissement résidentiel des ménages), secteurs plus intensifs en capital, dans la valeur ajoutée.

Graphique F

Analyse shift share de l'évolution du taux d'investissement par pays



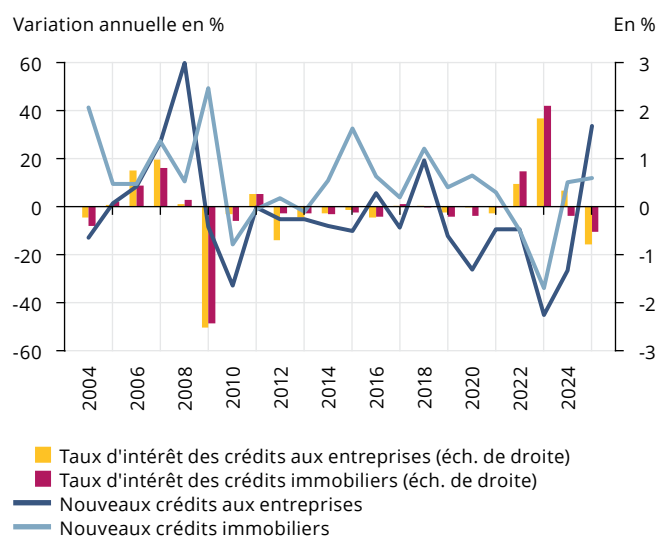
Source : Eurostat

6 Cf. https://economy-finance.ec.europa.eu/document/download/c357a195-1c3d-4bcc-ab73-b41b895fca5_en?filename=ip062_en.pdf et STATEC (2018), Note de conjoncture 2-2018.

La hausse des coûts de financement et la dégradation des profits pèsent sur les investissements

La forte remontée des taux d'intérêt en 2022 et 2023 a entraîné un alourdissement des coûts de financement qui a pesé sur la demande et les projets d'investissement. Les taux appliqués aux nouveaux prêts bancaires pour les entreprises ont été multipliés par trois entre 2019 et 2024 (passant de 1.2% en moyenne en 2019 au Luxembourg à 3.7% en 2024) et ils demeurent encore élevés en février 2026 (à 2.7%, soit 1.5 point de % de plus que sur la période 2016-2021). Il en est de même pour les crédits à l'habitat (cf. graphique G), ce qui a contribué négativement à l'investissement immobilier. Toutefois, alors que le taux appliqué aux prêts immobiliers au Luxembourg est très proche du taux moyen en zone euro, le taux des crédits aux entreprises proposé par les banques du Luxembourg est toujours l'un des plus faibles de la zone euro (-1 point de % par rapport au taux moyen en zone euro entre 2022 et 2026). Les critères et conditions d'octroi de crédits bancaires s'étaient par ailleurs fortement durcis au Luxembourg et en zone euro d'après l'enquête sur la distribution du crédit bancaire⁷. Si les critères se sont assouplis pour les entreprises au 1^{er} trimestre 2026, ce n'est pas encore le cas des conditions d'octroi (demandes de garanties, frais et marges élevés).

Graphique G
Nouveaux crédits octroyés par les banques du Luxembourg



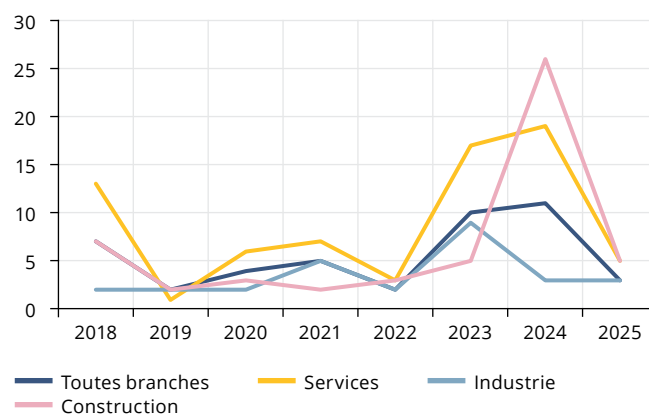
Source : BCL

⁷ https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/index.fr.html

Selon l'enquête sur l'investissement menée par la Banque européenne d'investissement (EIBIS⁸), les entreprises du Luxembourg ont été particulièrement contraintes financièrement en 2023 et 2024 (jusqu'à un quart des entreprises de construction interrogées et 20% des entreprises de service, cf. graphique H)⁹. Un tiers des entreprises du Luxembourg interrogées pour l'enquête de la Chambre de Commerce sur le baromètre de l'économie¹⁰ (dont près de la moitié des entreprises de construction) déclaraient en 2023 et 2024 que les conditions de financement étaient l'un des principaux freins à leur développement économique, après le coût du travail et le manque de main-d'œuvre qualifiée. Si ces deux derniers restent un problème pour la majorité des entreprises interrogées à l'automne 2025, c'est moins le cas pour les conditions de financement (citées comme un frein par 27% des entreprises, contre 34% en 2023). Les contraintes financières demeurent néanmoins un des principaux facteurs limitant l'activité des entreprises de la construction et de l'industrie au 1^{er} trimestre 2026 selon les enquêtes de conjoncture menée par le STATEC. Le facteur principal limitant leur production et leurs investissements reste la demande insuffisante.

Graphique H
Proportion d'entreprises contraintes financièrement au Luxembourg

En % des entreprises



Source : EIB Group Survey on Investment and Investment Finance (EIBIS)

⁸ <https://data.eib.org/eibis/graph>

⁹ Les entreprises contraintes financièrement comprennent celles qui ne sont pas satisfaites du montant du financement obtenu, les entreprises qui ont recherché un financement externe mais ne l'ont pas reçu et celles qui n'ont pas cherché de financement externe parce qu'elles pensaient que les coûts d'emprunt seraient trop élevés ou qu'elles se le verraient refusé.

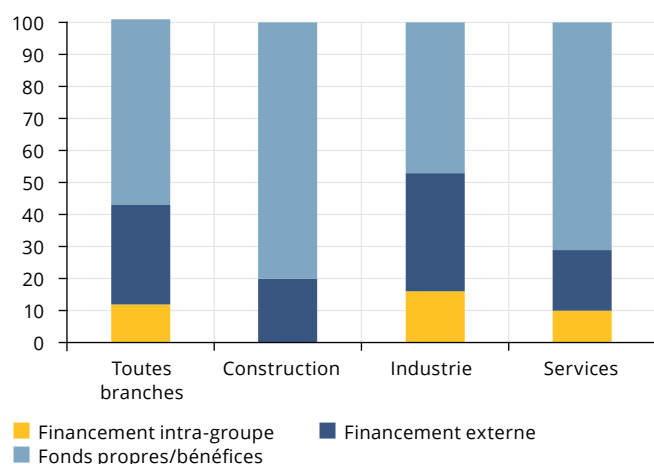
¹⁰ <https://www.cc.lu/barometre-economie-bi>

La baisse de l'investissement peut également s'expliquer par la diminution du taux de profit¹¹ (-4 points de % au Luxembourg entre 2019 et 2025, contre -0.2 point en zone euro), les fonds propres et bénéfices constituant la plus grande source de financement de l'investissement (66% en moyenne en zone euro, 58% au Luxembourg, cf. graphique I). Les plus fortes baisses du taux de marge s'observent dans l'industrie et la construction au Luxembourg (resp. -10 points de % et -7 points de % entre 2019 et 2025). Les salaires pèsent en effet de plus en plus pour ces deux branches, la masse salariale représentant 70% de la valeur ajoutée dans l'industrie en 2025 (+11 points de % depuis 2019) et près de 80% dans la construction (+7 points de %).

Graphique I

Sources de financement des investissements au Luxembourg (2025)

Part de financement moyenne



Source : EIB Group Survey on Investment and Investment Finance (EIBIS)

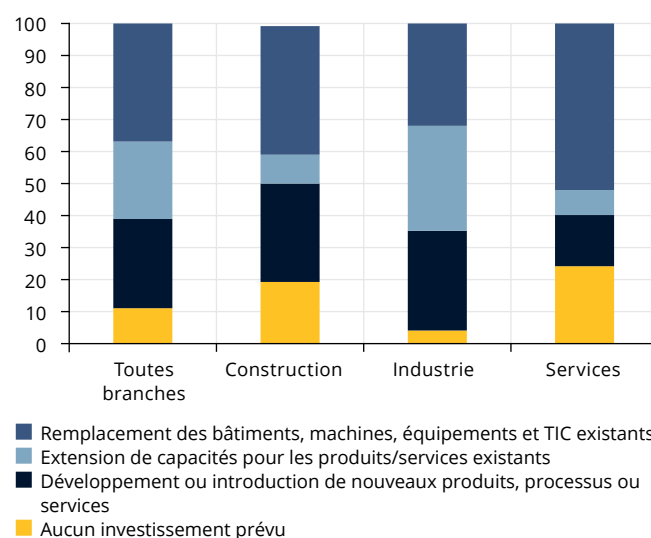
L'investissement devrait rebondir, mais moins que prévu

Selon le baromètre de l'économie de la Chambre de Commerce au Luxembourg, seules 18% des entreprises interrogées prévoient d'augmenter leurs investissements au 1^{er} semestre 2026 (dont 17% des entreprises de commerce, 9% de la construction, 22% de l'industrie, 21% des services financiers). Ces investissements concerneraient principalement le renouvellement d'équipements obsolètes ou usagés (39%), la modernisation des équipements et installations (31%), l'introduction de nouveaux produits ou services (21%) et, dans une moindre mesure, des mises aux normes (12%, qui concernent principalement le secteur financier). Ces résultats convergent avec ceux obtenus des entreprises interrogées dans l'enquête sur l'investissement de la BEI, où les priorités d'investissement concernent le remplacement des équipements (37% des entreprises interrogées), le développement ou l'introduction de nouveaux produits (28%) et enfin des extensions de capacités (24%).

Graphique J

Priorités pour les futurs investissements prévus

Part des entreprises



Source : EIB Group Survey on Investment and Investment Finance (EIBIS)

¹¹ Le taux de profit, ou taux de marge, est mesuré en comptabilité nationale par le rapport entre l'excédent brut d'exploitation et la valeur ajoutée.

Le STATEC a revu à la baisse ses prévisions d'investissement par rapport à la Note de conjoncture 2-2025 en raison de la dégradation de la confiance, des perspectives de demande et des conditions financières avec les conflits au Moyen-Orient. L'investissement devrait ainsi progresser, mais moins que prévu à l'hiver dernier (+1.8% en 2026, +4.1% en 2027), porté par les dépenses en logements résidentiels (+3% en 2026 et +4% en 2027) et par les avions et satellites planifiés pour 2027.

La Banque centrale européenne a aussi revu à la baisse le 20 mars ses prévisions sur la croissance de l'activité et de l'investissement en zone euro en raison des tensions liées à la guerre en Iran (-0.3 point de % pour les deux en 2026, -0.1 point de % sur le PIB et -0.7 point sur l'investissement en 2027 selon le scénario central)¹². Le conflit devrait freiner temporairement l'investissement privé en raison d'une incertitude accrue et d'une baisse de la demande prévue. Plus le conflit durera, plus il pèsera sur les prix, la demande étrangère, la confiance, l'activité et l'investissement. Selon le scénario central, la progression de l'investissement dépasserait néanmoins celle du PIB jusqu'en 2028¹³. L'investissement des entreprises serait en effet soutenu par la demande intérieure et étrangère, l'augmentation des dépenses de défense et d'infrastructure et le renforcement des bénéfices. L'investissement immobilier devrait par ailleurs se redresser grâce à la hausse des revenus, dans un contexte de marchés du travail résilients, mais il est probable qu'il croîtra à un rythme modéré en raison des taux d'intérêt élevés.

Selon les prévisions d'avril d'Oxford Economics, l'investissement en zone euro serait principalement tiré par l'Espagne en 2026 (qui contribuerait à la moitié de la hausse totale prévue) et par l'Allemagne en 2027 et 2028. Le scénario d'une guerre prolongée conduirait à un resserrement des conditions financières (remontée des taux d'intérêt à court et long terme, dégradation des marchés boursiers), ce qui pèserait sur l'investissement en 2026 et 2027 (resp. -0.6% et -0.5%, contre +1.3% et +2.3% dans le scénario central).

Conclusion

La faiblesse de l'investissement au Luxembourg résulte à la fois de facteurs conjoncturels et structurels. La remontée des taux d'intérêt et le durcissement des conditions de financement depuis 2022 ont pesé sur les décisions d'investissement, en particulier dans les secteurs sensibles aux taux comme l'immobilier et la construction. L'investissement s'est aussi replié dans le secteur financier (en particulier dans les logiciels, bases de données et dans les bâtiments) après avoir fortement augmenté lors du Brexit. Le taux d'investissement s'affaiblit sous l'effet des baisses de dépenses dans ces branches particulièrement importantes de l'économie, mais aussi à cause du recul des parts relatives dans l'activité de l'industrie manufacturière et de l'immobilier, plus intensifs en capital. Les entreprises de l'industrie et de la construction souffrent d'une insuffisance de demande et d'une baisse marquée du taux de profit.

Si une reprise progressive est attendue, soutenue par la demande et certains investissements publics ou spécifiques (notamment dans les avions et satellites), celle-ci devrait rester modérée. Les incertitudes géopolitiques et le niveau encore élevé des taux continueront en effet de peser sur la dynamique d'investissement à court terme.

Cette analyse empirique mériterait d'être complétée par une approche théorique qui s'appuie sur des modèles, des hypothèses et la littérature pour expliquer les variations de l'investissement. Le mécanisme d'accélérateur financier est particulièrement utile pour comprendre dans quelle mesure les chocs économiques affectent les conditions de financement (coût et accès au crédit) et amplifient les impacts sur l'investissement au Luxembourg¹⁴ et en zone euro.

¹² Cf. https://www.ecb.europa.eu/press/projections/html/ecb.projections202603_ecbstaff-ebc291cd3d.en.html#toc3

¹³ L'investissement progresserait de 1.9% en 2026 (contre +0.9% pour le PIB), 1.7% en 2027 (contre +1.3%) et 2.1% en 2028 (contre +1.4%).

¹⁴ Cf. Économie et statistiques N° 112/2020 Le mécanisme d'accélérateur financier et l'économie réelle : une étude empirique pour le Luxembourg