

Les entrées et sorties d'investissements directs étrangers en Belgique

C. Duprez

Ch. Van Nieuwenhuyze^(*)

Introduction

Les investissements directs étrangers (IDE) entrant en Belgique sont considérables. En 2014, leur encours atteignait 216% du PIB belge. Sur la base de ce ratio, la Belgique se plaçait au 14^e rang mondial, alors qu'elle occupait la 25^e position en termes de PIB nominal⁽¹⁾. Selon un sondage effectué par EY (cf. EY, 2015) auprès d'environ 800 investisseurs internationaux, la Belgique est le cinquième pays européen le plus attractif. Selon ces investisseurs, les atouts de la Belgique sont sa position centrale au cœur de l'UE, sa réserve de travailleurs qualifiés, les possibilités qu'elle offre dans le domaine de la recherche et du développement, l'accessibilité aux subventions et aides publiques et la disponibilité de terrains industriels. En revanche, ils pointent comme handicaps la pression fiscale, les charges salariales élevées, les grands problèmes d'encombrement routier, la puissance des syndicats ainsi que la longueur et la complexité des procédures administratives⁽²⁾.

Attirer les IDE est un défi que se lancent de nombreux gouvernements. La littérature économique liste une série d'avantages pour les pays hôtes : ils constituent une source stable de financement, ont des retombées technologiques, contribuent à la formation du capital humain, facilitent l'intégration aux échanges internationaux et favorisent

la création d'un climat plus compétitif pour les entreprises. Certes, pour les pays avancés, certains de ces effets bénéfiques sont moins importants puisque des sources domestiques de financement existent et que les firmes sont plus proches de la frontière d'efficience. Au travers des IDE, les connexions internationales facilitent néanmoins l'intégration dans les chaînes mondiales de valeur et peuvent générer des transferts de savoir-faire et de connaissances. Les investissements directs présentent cependant également des inconvénients, comme la perte de contrôle décisionnel dans certains secteurs-clés, les moindres préoccupations sociales et environnementales des multinationales, voire la plus grande volatilité de l'assiette fiscale.

En Belgique, différentes mesures ont été mises en place pour attirer les IDE. Dans le passé, le régime des centres de coordination a permis aux entreprises qui centralisaient les opérations financières de leur groupe de jouir d'un statut fiscal particulier. Entrée en application en 2006, la déduction fiscale pour capital à risque, dite déduction d'intérêts notionnels, a ensuite été introduite dans la législation fiscale belge, la Commission européenne ayant jugé le régime des centres de coordination incompatible avec les règles en matière d'aides d'État. Cette mesure a pour objectif de renforcer les capitaux propres des sociétés établies en Belgique, en les autorisant à déduire de leur base imposable un montant d'intérêts fictifs calculés sur leurs fonds propres « corrigés »⁽³⁾. D'autres dispositions, comme les *rulings*, l'exonération du précompte mobilier sur certains dividendes ou les mesures en faveur de la recherche et du développement, complètent l'arsenal des mesures visant à attirer les IDE⁽⁴⁾. Outre l'État fédéral, des agences régionales veillent également à stimuler ceux-ci au sein de leur région (Flanders Investment & Trade,

^(*) Cet article a bénéficié des contributions d'H. Dewachter, E. Dhyne, L. Dresse, C. Piette et d'un précieux travail préparatoire sur les données d'A. Antoons et de son équipe.

(1) Selon les données de la CNUCED.

(2) Cf. notamment Bisciari et Piette (2007).

(3) La mesure était également justifiée par le souci de réduire la différence de traitement fiscal entre le financement par endettement et le financement par fonds propres. Cf. Burggraeve *et al.* (2008) pour plus d'informations. En général, le taux de la déduction pour capital à risque est égal au taux moyen des obligations linéaires à dix ans émises par l'État belge durant le troisième trimestre de la pénultième année précédant l'exercice d'imposition.

(4) Cf. <http://www.business.belgium.be> pour plus d'informations.

Brussels Invest & Export et l'Agence wallonne à l'Exportation et aux Investissements étrangers).

Les investissements directs belges à l'étranger font, de manière générale, l'objet de moins d'attention⁽¹⁾. Traditionnellement, ces IDE sortants suscitent des craintes car ils sont souvent considérés comme une première étape vers une délocalisation des activités. Il est vrai aussi que, par rapport à ses pays voisins, la Belgique abrite moins de champions internationaux⁽²⁾. En 2014, près de 600 maisons mères belges effectuaient pourtant des investissements directs à l'étranger. Ceux-ci présentent en effet des avantages. Ils facilitent ainsi l'accès à de nouveaux marchés ou à des ressources qui ne sont pas disponibles en Belgique, ou alors seulement à des prix plus élevés. En outre, au même titre d'ailleurs que les IDE entrants, ils permettent à l'entreprise de réaliser des gains de productivité et des économies d'échelle en optimisant les chaînes de production. Au niveau macroéconomique, ils constituent pour un pays créditeur net comme la Belgique un instrument de mobilisation de l'épargne. À l'inverse des investissements de

portefeuille, ils garantissent un certain pouvoir de décision qui peut influencer favorablement sur le rendement.

L'objet de cet article est d'examiner les retombées économiques récentes pour la Belgique des IDE entrants et sortants. La première partie esquisse le contexte mondial et les évolutions en Belgique. La deuxième partie aborde les aspects financiers. Elle épingle notamment une spécificité de la Belgique par rapport à la majorité des pays avancés, à savoir sa position nette négative en termes d'IDE. Les pays étrangers détiennent en effet en Belgique un encours plus élevé que celui détenu par la Belgique à l'étranger. Elle pointe également le faible rendement des IDE sortants et ses conséquences pour le solde courant. La troisième partie s'attache à décrire les aspects réels des IDE. Elle examine l'apport des multinationales en termes de valeur ajoutée, d'emploi et de contribution à la balance commerciale. Elle évalue également le rôle des entrées de capitaux étrangers en tant que source de financement des investissements réels en Belgique. Enfin, faisant écho aux exemples de multinationales qui ont décidé ces dernières années de cesser ou de réduire leurs activités en Belgique, elle analyse la survie des filiales en Belgique et les mouvements de l'emploi depuis la crise économique de 2008-2009.

(1) Citons toutefois Dhyne et Guerin (2014) pour une analyse de l'impact des primo-investissements belges à l'étranger.

(2) Selon la CNUCED, alors que plusieurs entreprises des pays voisins figuraient dans le top 100 mondial, la Belgique n'en comptait qu'une seule (AB Inbev).

Encadré – Les investissements directs étrangers : concepts et définitions

On parle d'IDE quand une entité acquiert un intérêt durable dans une firme localisée dans un autre pays. La notion d'intérêt durable implique l'existence d'une relation à long terme entre l'investisseur direct et la société qui reçoit l'investissement, ainsi que l'exercice d'une influence notable du premier sur la gestion de la seconde. Suivant les préceptes édictés par le FMI, on considère qu'il y a un intérêt durable, et donc un IDE, lorsque l'investisseur détient au moins 10 % du capital ou des droits de vote d'une entreprise étrangère.

Lorsque l'investisseur est une entreprise étrangère qui acquiert des participations dans une entreprise domestique (filiale), on parle d'IDE entrant. L'IDE sortant s'applique aux cas des entreprises domestiques (maisons mères) qui investissent dans des entreprises étrangères⁽¹⁾.

Au travers des flux d'IDE, l'investisseur constitue une position d'IDE, également dénommée encours. La variation d'une position au cours du temps ne dépend cependant pas seulement des flux, elle est également tributaire de la revalorisation, c'est-à-dire des fluctuations des prix ou des taux de change, ainsi que d'autres ajustements, comme le rééchelonnement ou l'annulation de dettes.

L'IDE comprend l'opération initiale (d'un minimum de 10 %), toutes les opérations financières ultérieures (dont celles de moins de 10 %) entre les deux entités et les crédits entre des entreprises sœurs appartenant au même groupe

(1) Lorsque la source le permet, nous mesurons, aux fins du présent article, les investissements directs sur la base des actifs et des passifs qu'un pays contracte par la voie d'IDE. D'après la terminologie consacrée dans le BPM6, ces actifs et passifs dépassent respectivement les investissements sortants et entrants dans la mesure où, dans ces derniers, les crédits octroyés par les filiales à leur entreprise mère sont portés en déduction.



international. Ces prises de participation peuvent revêtir différentes formes, comme la création de sociétés ou d'établissements (investissements dits greenfield), mais également les acquisitions et les fusions.

On distingue deux grandes catégories d'IDE :

- Les investissements en capitaux propres, qui recouvrent les actions de capital, les souscriptions aux augmentations de capital, les investissements immobiliers et les bénéfices réinvestis, c'est-à-dire la partie non distribuée et mise en réserve des résultats opérationnels courants des filiales ;
- L'« autre capital » – ou les « prêts entre entreprises affiliées » –, qui englobe, d'une part, les prêts entre les investisseurs directs et les entreprises dans lesquelles ils ont investi et, d'autre part, les prêts entre des entreprises du même groupe situées dans des pays différents, même lorsque les sociétés concernées n'ont pas de lien direct en capital social.

La présente analyse s'appuie sur les données de flux, d'encours et de revenus des IDE compilées selon les principes édictés dans le 6^e manuel de la balance des paiements (BPM6)⁽¹⁾. La période d'analyse est toutefois limitée car ces données ne sont disponibles qu'à partir de 2008, voire de 2013 pour les nouvelles séries introduites dans le cadre du BPM6, comme les revenus des IDE. Les revenus, enregistrés dans une rubrique du solde courant, comprennent les intérêts, les dividendes et les bénéfices réinvestis. Ils n'incluent cependant pas les revalorisations d'encours. Précisons que, contrairement aux bénéfices réinvestis, les intérêts et les dividendes ne sont pas repris dans les flux d'IDE.

Enfin, il est utile de préciser qu'on parle d'IDE lorsqu'une entreprise détient des participations (de plus de 10 %) dans une société étrangère. Cette dernière peut toutefois n'être qu'un établissement à finalité financière sans rôle économique réel pour le pays dans lequel il est implanté. Par ailleurs, au sein du groupe des multinationales belges, on ne retrouve pas que des superstars du secteur privé. Certaines petites firmes ou entreprises publiques détiennent également des participations étrangères ou en font l'objet.

(1) Cf. FMI (2009) pour plus d'informations.

1. Tendances mondiales et nationales

Tout comme les autres formes de financement transfrontalier, les IDE (qu'ils soient entrants ou sortants) ont accusé un recul depuis la crise financière, principalement dans l'Union européenne. La présente partie dégage une série de tendances internationales et cherche à savoir si les évolutions récemment observées en Belgique peuvent s'y rattacher. Après une analyse des flux opérée à la section 1.1, la section 1.2 s'attarde sur l'ampleur des encours des IDE et examine s'ils sont conformes à ce qu'énonce la théorie économique.

1.1 Évolution des flux d'investissements directs

Au cours des dernières décennies, les IDE ont enregistré une hausse extrêmement vive à l'échelle mondiale,

outrepassant largement les croissances du PIB et du commerce mondial. Les IDE annuels ont été multipliés par 100 par rapport au niveau qu'ils affichaient au début des années 1970, atteignant 1,2 billion de dollars des États-Unis à la fin de 2014. À titre de comparaison, sur cette même période, les exportations ont progressé d'un facteur 60, tandis que le PIB s'est accru d'un facteur 20.

De manière générale, les IDE sont considérés comme une mesure de l'intégration financière, en ce sens qu'ils impliquent un financement transfrontalier. Mesurée sur la base de ces investissements, l'intégration financière a peu à peu pris le pas sur l'intégration commerciale. La littérature met en évidence une interaction entre l'intégration financière et l'intégration commerciale, qui serait à double sens (cf. Aizenman et Noy, 2006). D'une part, une intensification du commerce international stimulerait la demande de financement international et, partant, les IDE, et, d'autre part, les IDE, en particulier lorsqu'ils ciblent une intégration verticale à l'échelon international, favoriseraient les importations et les exportations⁽¹⁾.

(1) L'intégration verticale signifie que la production d'un bien ou d'un service est fragmentée en plusieurs phases qui se déroulent dans différents pays dans l'optique de tirer profit d'avantages comparatifs et de réduire les coûts. Ce mode de fonctionnement s'inscrit dans le concept des chaînes de valeur mondiales. Des investissements directs peuvent en revanche viser une intégration horizontale, ce qui revient à dire qu'un produit identique en tous points est produit à l'étranger.

Les flux financiers présentent une évolution plus volatile que leurs pendant commerciaux. Les IDE sont en effet sensibles aux changements d'aversion pour le risque et de perception de celui-ci. Qui plus est, les fluctuations des prix des actifs alimentent également la volatilité. Les fusions et acquisitions sont évaluées à leur valeur de marché, et il n'est pas rare d'observer un bond dans le nombre d'acquisitions au moment où elles sont relativement chères et où les marchés financiers traversent une phase d'expansion. Ainsi, les IDE ont culminé lorsque les marchés boursiers étaient au plus haut, juste avant la crise « dotcom » du début des années 2000 et la crise financière de 2007-2008. Une opération (par exemple une acquisition) peut également induire une multitude de transactions financières, faisant ainsi grimper les statistiques relatives aux IDE, par exemple quand l'opération passe par une entité intermédiaire, comme un holding.

La crise financière a par ailleurs sensiblement réduit la part représentée par les économies développées, et plus

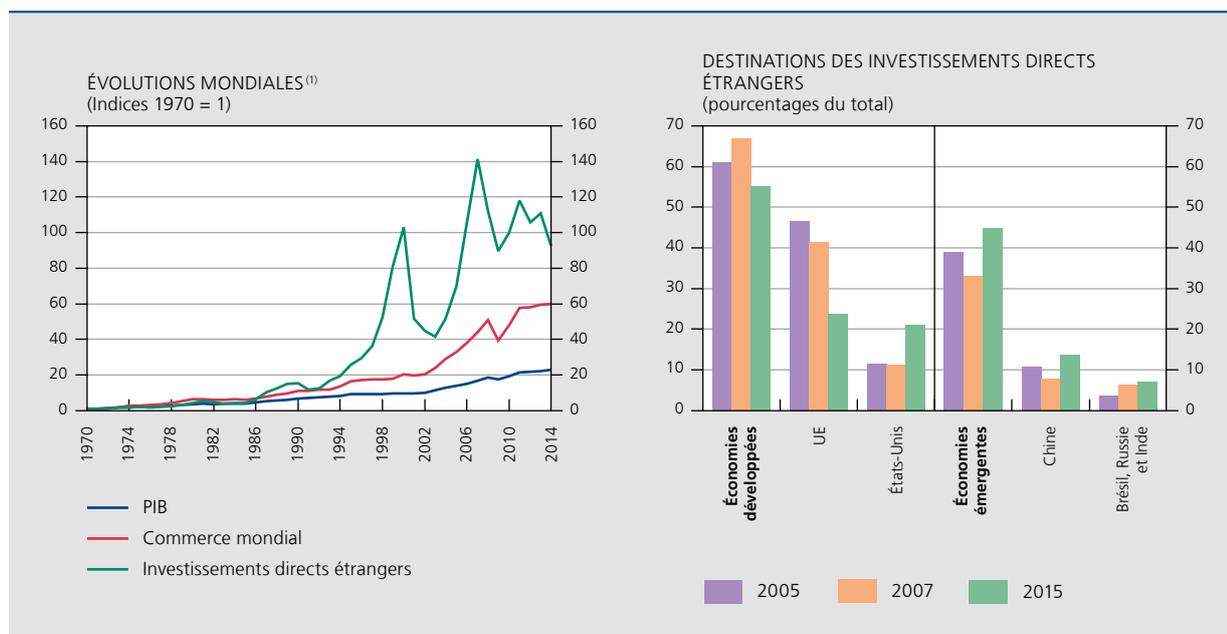
particulièrement celle de l'Union européenne, dans la totalité des IDE reçus, au profit des économies émergentes. Alors qu'avant la crise financière, l'UE⁽¹⁾ attirait encore près de la moitié des IDE totaux, elle a vu sa part retomber à 24 % en 2015. Ce constat s'explique en grande partie par la baisse d'intensité des flux d'IDE entre les États membres de l'UE. Non seulement la circulation internationale des capitaux qui transitent par les banques a nettement diminué au sein de l'UE, mais les IDE se sont également repliés⁽²⁾. Les États-Unis s'en sont sortis à meilleur compte, même si l'accroissement des IDE qui y a été enregistré en 2015 s'expliquerait par une série de restructurations de groupes et ne serait pas le signe d'une reprise durable (cf. UNCTAD, 2016).

L'importance grandissante des pays en développement dans les IDE montre que leur croissance économique plus vigoureuse va également de pair avec une intégration financière accrue, tant entre eux qu'avec le reste du monde. L'instauration d'un cadre réglementaire moins péremptoire en matière d'ouverture aux capitaux étrangers (procédures d'approbation plus souples pour les capitaux étrangers, suppression des limites imposées aux étrangers au sein des organes d'administration) y a notamment contribué (cf. OECD, 2015). Leur part dans l'ensemble des IDE reçus était estimée à 45 % en 2015. Les pays BRIC ont attiré environ la moitié de tous les IDE qui ont afflué vers les économies en développement. Parmi ces pays, la Chine

(1) Les statistiques relatives à l'UE et à la zone euro utilisées aux fins du présent article portent sur l'agrégat des pays individuels et englobent dès lors les investissements effectués entre les différents États membres.

(2) De toutes les formes de financement transfrontalier, les investissements directs sont ceux qui ont à l'origine été les moins affectés durant la crise. De manière générale, on constate que la volatilité des IDE est moins prononcée que celles des investissements de portefeuille et des autres investissements (cf. Lipsey, 1999), ce qui peut tenir à leur orientation à long terme.

GRAPHIQUE 1 ÉVOLUTIONS INTERNATIONALES EN MATIÈRE DE FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS



Sources : CNUCED, OCDE.

(1) Évolutions nominales. Les investissements directs étrangers sont mesurés sur la base des IDE entrants et le commerce mondial sur celle des exportations de biens. En théorie, à l'échelle mondiale, les entrées d'IDE devraient correspondre aux sorties d'IDE et les exportations aux importations. Dans la pratique, des écarts statistiques sont toutefois observés entre ces concepts.

TABEAU 1 FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS AU DÉPART ET À DESTINATION DE LA BELGIQUE

	Flux annuel moyen (pourcentages du PIB belge)		Part des holdings dans l'encours (pourcentages du total)
	2008-2012	2013-2015	2014
Investissements directs étrangers entrant en Belgique	22,0	-4,8	38,2
Actions et bénéfiques réinvestis	12,6	-3,9	38,9
Crédits	9,3	-1,0	36,9
Investissements directs étrangers sortant de Belgique	18,5	-3,1	34,2
Actions et bénéfiques réinvestis	6,2	4,5	14,5
Crédits	12,2	-7,6	46,5
<i>p.m. Taux appliqué aux intérêts notionnels, moyenne sur la période considérée (pourcentages)</i>	3,8	2,3	

Source: BNB.

en a été le principal destinataire. L'examen des IDE sortants amène à tirer des conclusions similaires, bien que le poids des économies en développement soit moindre au vu de leur statut de débiteurs nets.

Comme dans l'UE, les IDE ont également reflué en Belgique dans le sillage de la crise financière. À compter de 2013, il y a même été question de désinvestissement (de -3 à -5 % du PIB au cours de la période 2013-2015), alors que les IDE s'étaient annuellement montés à quelque 20 % du PIB en moyenne sur la période 2008-2012. Ce phénomène concerne tant les IDE vers la Belgique que les IDE de la Belgique à l'étranger. La vive progression et la soudaine baisse des IDE doivent cependant aussi être envisagées dans le contexte du mécanisme des intérêts notionnels. En raison de cet incitant fiscal, les IDE belges entrants et sortants recouvrent toute une série de « transits de capitaux » qui, à peine entrés dans le pays, le quittent la plupart du temps aussitôt. Pour des motifs fiscaux, ces capitaux prennent souvent la forme d'actions lorsqu'ils pénètrent en Belgique et celle d'un crédit (intra-groupe) lorsqu'ils quittent le territoire.

Bien que, sur le plan macroéconomique, il n'existe pas de mesure directe de ces transits de capitaux⁽¹⁾, la composition des flux d'investissements directs donne à penser que le déclin des IDE est largement attribuable à une diminution de ces transits de capitaux depuis 2013. Les partenaires étrangers de la Belgique ont en effet principalement réduit

leurs prises de participation dans le pays, tandis que la Belgique a comprimé son octroi de crédits à l'étranger. Le phénomène inverse a d'ailleurs pu être observé lors de la phase ascendante en 2008-2012, lorsque la Belgique attirait essentiellement des IDE sous la forme d'actions et que ses IDE s'opéraient principalement par la voie de crédits. La contraction de ces transits de capitaux peut s'expliquer par le caractère moins avantageux de la déduction des intérêts notionnels. Cet avantage s'est surtout affaibli à la suite de la baisse des taux d'intérêt à long terme des obligations publiques belges auxquels il est associé.

Le fait que les transits de capitaux soient en grande partie constitués d'actions lorsqu'ils entrent en Belgique et de crédits lorsqu'ils quittent le territoire ressort également de la part représentée par des holdings dans les différentes formes d'IDE. Ces capitaux transitent en effet souvent par un holding établi en Belgique. Le poids de ces compagnies⁽²⁾ dans l'ensemble du capital en actions que la Belgique attire et dans les crédits qu'elle accorde est relativement important (respectivement 38,9 et 46,5 %). Leur poids dans d'autres transactions financières est plus limité, en particulier en ce qui concerne les acquisitions de participations à l'étranger (14,5 %).

1.2 Lien entre l'encours des investissements directs étrangers et le niveau de développement économique

La Belgique entretient d'intenses relations commerciales et d'étroites relations financières avec le reste du monde. Le rapport entre les entrées et sorties d'IDE et le PIB (respectivement 216 et 213 % du PIB en 2014) est nettement

(1) Une analyse de tous les flux liés aux transits de capitaux requiert des données individuelles au niveau des entreprises, étant donné qu'une agrégation peut amener certains flux à se compenser, cf. section 3.2.

(2) Les holdings ont été identifiés comme des entreprises relevant du secteur « institutions financières captives et prêteurs non institutionnels » (S.127) des comptes annuels.

plus élevé en Belgique que dans la zone euro (126 et 147 % du PIB)⁽¹⁾, ce qui confirme le statut de petite économie ouverte de la Belgique.

Une grande part de ces investissements concerne toutefois les transits de capitaux, comme le montre l'importance manifeste des holdings dans les flux d'IDE entrants et sortants de la Belgique. Si on exclut ces holdings, l'encours des IDE belges est comparable à celui de la zone euro. Cela n'empêche toutefois pas d'en conclure que la Belgique fait partie des pays dont l'ouverture financière est relativement grande. D'autres pays comptent en effet des holdings, mais leurs données ne sont pas corrigées pour en éliminer les effets. Le total de la zone euro se voit d'ailleurs gonflé par des pays présentant des valeurs extrêmes en matière d'IDE rapportés au PIB, comme le Luxembourg (dont le ratio est supérieur à 8 000 % du PIB), ce qui laisse supposer qu'il s'agit en grande partie de transits de capitaux (cf. Genson, 2013). Il serait dès lors peut-être plus pertinent de se référer à la médiane de la zone euro, dont l'ouverture se situe à un niveau nettement inférieur à celui de la Belgique.

L'incidence des transits de capitaux ne permet ni d'établir un lien entre le volume des IDE et les caractéristiques structurelles d'une économie, ni de déterminer si un pays attire de l'étranger ou réalise à l'étranger relativement beaucoup ou peu d'IDE. Pour ce faire, il convient de se fonder sur les sorties nettes d'IDE (égales à la différence

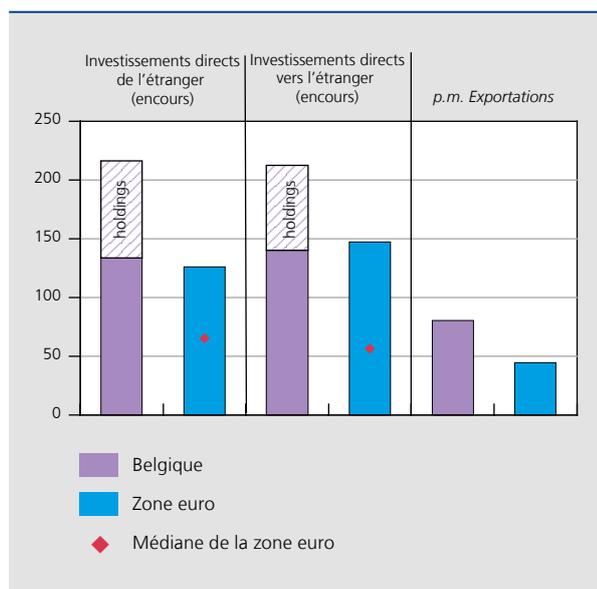
entre les IDE sortants et les IDE entrants), sur lesquelles les transits de capitaux n'exercent aucune incidence puisqu'ils affichent en principe un solde nul.

La littérature, même si elle est assez limitée, vise donc à expliquer le volume d'IDE au moyen de ce concept net. Dunning (1981) affirme que le volume des sorties nettes d'IDE est une fonction du stade de développement d'une économie. Il en distingue cinq :

- premier stade : les sorties nettes d'IDE sont nulles ou légèrement négatives, et les IDE entrants et sortants sont négligeables. Un solde quelque peu négatif peut s'expliquer par des investissements étrangers motivés par la présence de certaines ressources naturelles. Il s'agit ici des économies les moins avancées, offrant peu ou pas d'« avantages à la localisation » (attractivité d'un pays sur les plans économique et juridique) ;
- deuxième stade : la position nette d'investissements directs devient plus négative, les IDE entrants excédant les IDE sortants. Ces pays se caractérisent par des avantages croissants à la localisation, en particulier le développement d'un cadre juridique, un marché en hausse, un recul des risques d'investissement et la disponibilité d'une main-d'œuvre bon marché ;
- troisième stade : si les IDE nets sont encore négatifs, les flux sortants progressent en raison des « avantages spécifiques » que présentent les entreprises du pays⁽²⁾. Elles deviennent plus concurrentielles en raison, entre autres, du transfert de connaissances qui accompagne les IDE entrants. Le repli des avantages à la localisation, et notamment l'avantage comparatif en termes de production intensive en main-d'œuvre, commence à peser sur les IDE entrants car les coûts salariaux augmentent ;
- quatrième stade : la position nette des investissements directs est désormais positive. Les avantages spécifiques croissants des entreprises incitent de plus en plus de sociétés nationales à s'implanter à l'étranger (intégration horizontale ou *market-seeking*). En outre, les avantages à la localisation du pays d'origine s'amenuisent à mesure que le coût de la main-d'œuvre s'alourdit, ce qui pousse les entreprises résidentes à investir à l'étranger (intégration verticale ou *efficiency-seeking*) ;
- cinquième stade : dans la mesure où les pays évoluent du premier au quatrième stade, Dunning argue qu'il

GRAPHIQUE 2 ENCOURS DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS

(pourcentages du PIB, 2014)

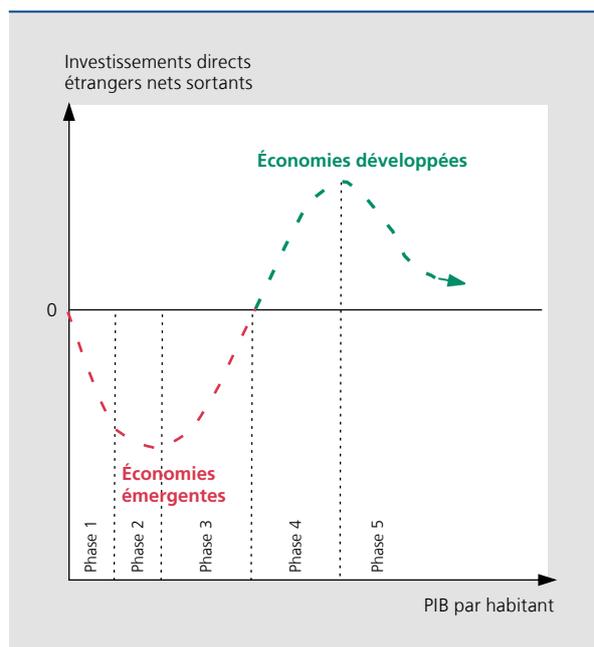


Sources : BCE, BNB.

(1) Comme mentionné précédemment, les chiffres de la zone euro ont été calculés comme étant l'agrégat des États membres et, à l'instar des données présentées par pays, ils englobent les investissements directs tant avec des pays hors zone euro (extra) qu'avec des États membres de la zone euro (intra). En revanche, les statistiques officielles de la balance des paiements et de la position extérieure globale (PEG) de la zone euro ne prennent en compte que les relations avec des pays hors zone euro. D'après ces données, les IDE entrants et sortants (hors zone euro) se sont élevés à, respectivement, 66 et 84 % du PIB en 2014.

(2) Avantages propres à l'entreprise, comme les techniques spécifiques de production, la qualité du management, ou encore un nom de marque.

GRAPHIQUE 3 LA TRAJECTOIRE DE DÉVELOPPEMENT DE DUNNING POUR LES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS



Sources : Dunning (1981), BNB.

est théoriquement impossible que l'ensemble des pays affiche une balance des IDE positive une fois qu'ils

(1) Il convient de signaler que l'économie belge se caractérise bien par un excédent net de financement, qui se présente toutefois essentiellement sous la forme d'investissements de portefeuille et d'autres investissements (essentiellement par l'intermédiaire du secteur financier) vers l'étranger, et pas ou peu sous celle d'investissements directs.

ont tous atteint le quatrième stade. Ces économies entreraient dès lors dans le cinquième stade, alternant déficits et excédents passagers.

En se fondant sur leur niveau de revenus, pour lequel le PIB par habitant peut servir d'indicateur, on s'attend, d'une part, à ce que les économies développées (y compris la Belgique) se caractérisent par des IDE nets sortants positifs et, d'autre part, à ce que les économies émergentes reçoivent des IDE nets.

Si on se fonde sur les données disponibles pour l'année 2014, on constate que la théorie de Dunning permet d'expliquer le volume des IDE nets sortants affiché par les économies du monde, la Belgique faisant toutefois figure d'exception manifeste. Parmi les économies développées qui, pour la plupart, se caractérisent par des IDE nets positifs marqués, la Belgique se démarque par une position légèrement négative, ce qui signifie que le pays reçoit davantage d'IDE qu'il n'en réalise à l'étranger, une situation qui ne cadre pas avec son niveau de développement. En effet, l'excédent d'épargne qu'enregistrent le plus souvent les économies de ce type devrait entraîner un flux net de financement vers l'étranger et non l'inverse, comme c'est le cas pour les IDE⁽¹⁾.

2. Aspects financiers : les investissements directs étrangers apportent-ils un rendement financier à l'économie belge ?

Les nouvelles données concernant les IDE permettent d'analyser plus en détail le rendement financier qu'ils

TABEAU 2 ENCOURS DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS NETS SORTANTS⁽¹⁾
(pourcentages du PIB, 2014)

Économies émergentes	-11,6	Économies développées	7,8
Afrique	-19,6	Union européenne	6,8
Asie et Océanie	-49,3	Belgique	-3,4
Chine	-3,4	Allemagne	16,0
Inde	-6,0	France	21,2
Amérique latine et Caraïbes	-21,3	Pays-Bas	97,8
Europe du Sud-Est et CEI	8,2	États-Unis	5,2
Russie	2,9	Autres économies développées	6,8
<i>p.m. BRIC</i>	-5,2	Total mondial	0,0

Sources : BCE, CNUCED, BNB.

(1) Différence entre les IDE sortants et entrants. Une valeur positive (négative) indique des créances nettes (passifs nets) vis-à-vis de l'étranger.

procurent. Les nouvelles règles comptables du BPM6 stipulent en effet que les revenus générés doivent désormais être enregistrés (cf. encadré). De manière plus générale, les revenus liés aux IDE s'intègrent dans les revenus des placements à l'étranger, ces derniers se composant également d'investissements autres que les IDE. Le revenu net qu'un pays tire de ces transactions financières extérieures contribue au compte courant, et donc au patrimoine net, d'une économie. La section 2.1 examine tout d'abord si les transactions financières avec l'étranger produisent un revenu pour la Belgique ou si elles entraînent un paiement vers l'étranger, avant d'étudier dans quelle mesure les IDE y participent. La section 2.2 se concentre sur le rendement des IDE et tâche d'en fournir une explication en se fondant sur leur volume et sur leur composition.

2.1 Revenus des transactions financières avec l'étranger

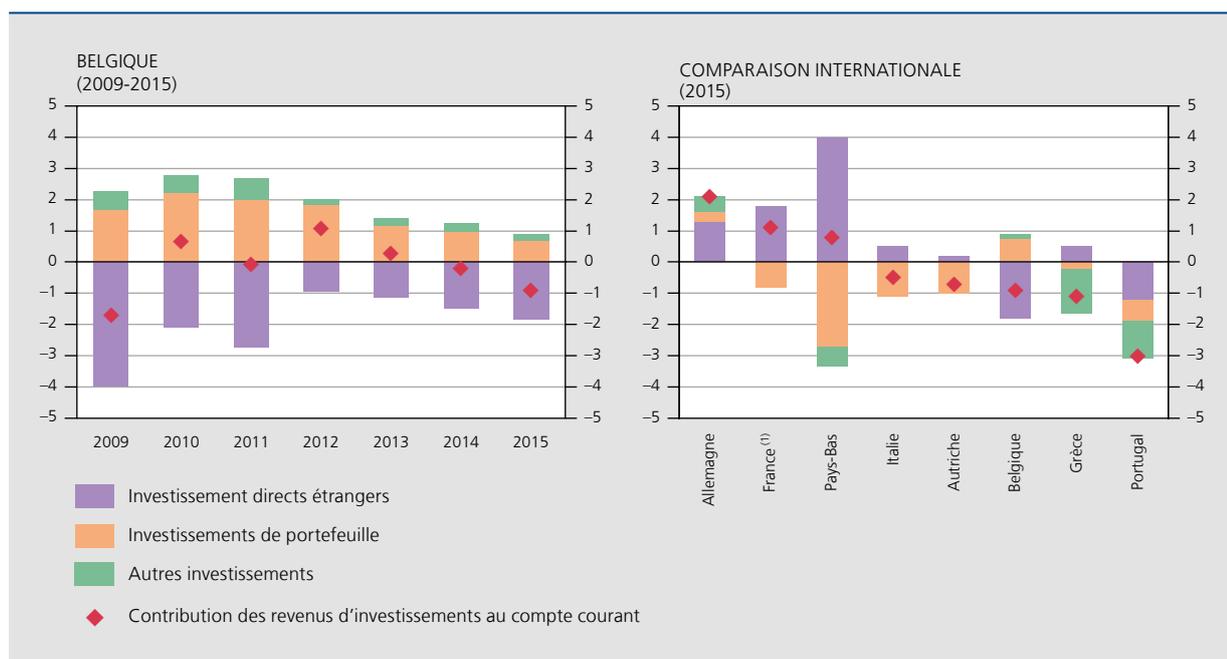
Le compte des opérations financières de la balance des paiements recense les ressources qu'un pays détient ou emprunte à l'étranger au cours d'une année donnée. Les statistiques relatives à la position extérieure globale (PEG) donnent une image du patrimoine ainsi constitué. Outre les IDE, on distingue trois autres grandes catégories d'instruments financiers : les investissements de portefeuille,

les autres investissements (en ce compris les produits financiers dérivés) et les avoirs de réserve.

Si les investissements de portefeuille comprennent, tout comme les IDE, des placements en actions et en obligations, ils ne visent en revanche pas l'acquisition d'un intérêt durable dans une entreprise. En outre, alors que les IDE s'effectuent souvent entre entreprises (fusions et acquisitions, etc.), les investissements de portefeuille émanent fréquemment de particuliers et s'opèrent ou non par l'intermédiaire du secteur financier. Les « autres investissements » se composent d'avoirs sous la forme de numéraire, de dépôts ou de crédits. De par leur nature, ils sont dans la plupart des cas acquis par l'entremise d'intermédiaires financiers (banques). Contrairement à ce qu'on observe pour les sociétés non financières, l'octroi de crédits entre banques n'est pas classé dans les IDE mais dans les « autres investissements », et ce même lorsque celles-ci ont une relation d'investissement direct. Enfin, les avoirs de réserve sont des créances sur l'étranger détenues par les autorités monétaires, qui en assurent par ailleurs le contrôle.

Toutes ces créances et dettes financières génèrent des revenus (dividendes, intérêts). À composition identique des actifs et des passifs, un pays dont les créances extérieures excèdent les engagements enregistre généralement un revenu net positif. Un pays dont les engagements sont

GRAPHIQUE 4 REVENUS NETS DES INVESTISSEMENTS
(pourcentages du PIB)



Sources : CE, BCE, BNB.

(1) Les dernières données complètes pour la France remontent à 2012.

TABEAU 3 COMPARAISON INTERNATIONALE DE LA POSITION EXTÉRIEURE GLOBALE NETTE (PEGN)⁽¹⁾
(pourcentages du PIB, 2015)

	BE	DE	FR	EA	NL
Investissements directs	-0,5	18,6	22,2	20,9	97,9
dont: Actions	-46,7	27,5	22,5	17,1	57,3
Investissements de portefeuille	27,2	3,1	-35,1	-28,7	-49,7
Autres investissements	29,8	22,2	-10,3	-2,4	13,2
Avoirs de réserve	5,4	5,3	5,8	6,2	5,2
PEGN	61,9	49,2	-17,4	-4,0	66,6

Sources: BCE, BNB.

(1) Différence entre les avoirs et les engagements extérieurs. Un nombre positif (négatif) indique des créances nettes (des engagements nets) vis-à-vis de l'étranger.

supérieurs aux créances devra normalement effectuer un paiement net vers l'étranger. Ce revenu positif ou négatif figure dans le compte des revenus d'investissements⁽¹⁾.

Si on considère l'ampleur des créances extérieures nettes de la Belgique (son patrimoine net vis-à-vis du reste du monde, aussi appelé position extérieure globale nette (PEGN), atteignait à la fin de 2015 un montant de 254 milliards d'euros, soit 62 % du PIB), les revenus nets qu'elles engendrent sont relativement faibles. Depuis 2014, le solde des revenus de ces avoirs est même négatif (-3,7 milliards d'euros, soit -0,9 % du PIB en 2015).

Une décomposition des revenus d'investissements selon la classification fonctionnelle révèle que la Belgique enregistre surtout un solde de revenus d'IDE déficitaire. En 2015, 7,5 milliards d'euros, soit 1,8 % du PIB, de revenus nets ont ainsi été versés à l'étranger. Il s'agit là d'une situation atypique au sein de la zone euro, les relations d'IDE permettant à la plupart des pays de dégager un revenu net positif.

Les revenus d'investissements sont influencés à la fois par un effet volume et par un effet prix. Le premier dépend de l'encours des IDE nets, tandis que le second découle du niveau et du différentiel de rendement des IDE entrants et sortants. Ces rendements sont en partie déterminés par la composition des IDE.

(1) Ce compte constitue l'un des postes du compte des revenus primaires, qui est lui-même une composante du compte des transactions courantes. Le solde des revenus des investissements est l'un des facteurs qui différencient le produit national brut (PNB) du produit intérieur brut (PIB). Toutes choses étant égales par ailleurs, lorsque le solde du compte des revenus d'investissements est positif, le PNB est supérieur au PIB. Malgré un solde de revenus d'investissements négatif, le PNB de la Belgique a dépassé son PIB de 0,8 % en 2015, grâce à d'autres revenus primaires, et plus précisément grâce aux revenus nets du travail frontalier. L'écart positif entre le PNB et le PIB se resserre toutefois depuis 2012, une évolution qui est à mettre sur le compte de la dégradation du solde des revenus d'investissements.

(2) Il s'agit de la part du bénéfice qui n'est pas distribuée sous la forme de dividendes mais qui revient à l'investisseur en raison de son investissement direct.

Le fait que les IDE procurent moins de revenus à la Belgique qu'aux pays voisins peut en premier lieu être imputé à un effet volume défavorable. Les sorties nettes d'IDE y sont considérablement moindres que dans les pays limitrophes. Elles sont même légèrement négatives (-0,5 % du PIB en 2015). Cette position nette quelque peu déficitaire en termes d'IDE est étonnante si on songe au montant global très élevé des avoirs nets de la Belgique à l'étranger (62 % du PIB). La Belgique fonde donc son patrimoine essentiellement sur les investissements de portefeuille et sur les autres investissements, et très peu sur les IDE. Ceci peut s'expliquer par l'important patrimoine financier des ménages belges canalisé vers l'étranger principalement au travers du secteur financier. Il convient par ailleurs de souligner que la présence sur leur territoire de quelques grandes multinationales telles que Shell et Unilever motive également la position très bénéficiaire des pays voisins, et en particulier celle des Pays-Bas, en matière d'IDE.

2.2 Rendement des investissements directs étrangers

Le revenu net qu'un pays tire de ses relations d'investissement direct avec le reste du monde dépend non seulement de l'effet volume (c'est-à-dire de la position nette), mais aussi de l'effet prix (c'est-à-dire du rendement).

Le rendement se mesure par le rapport entre les revenus générés par les IDE au cours d'une année donnée (intérêts, dividendes et bénéfices réinvestis⁽²⁾) et l'encours des IDE à la fin de l'année précédente. Selon cette définition, les éventuels changements de valeur des IDE (dus, par exemple, à une variation des cours de bourse ou de change) ne sont pas considérés comme des revenus.

Le rendement moyen des IDE sortants de la Belgique sur la période considérée (2013-2015) a atteint 2,5 %, tandis que celui des IDE détenus par l'étranger en Belgique s'est établi à 3,1 %. Le rendement sur les engagements a donc dépassé celui sur les avoirs. Compte tenu de sa position nette d'IDE légèrement négative, la Belgique a dès lors enregistré un revenu net négatif sur ceux-ci.

Ce résultat défavorable trouve davantage son origine dans le rendement trop faible des investissements directs de la Belgique à l'étranger que dans le rendement trop élevé de nos engagements. Le rendement des IDE entrants en Belgique est en effet comparable à celui observé dans les pays voisins. Par contre, pour ce qui est du rendement des investissements directs à l'étranger, la Belgique se classe avant-dernière parmi les pays de la zone euro pour lesquels des données sont disponibles.

La composition des IDE sortants peut expliquer ce piètre rendement. Contrairement à ceux des pays voisins, les investissements directs de la Belgique prennent essentiellement la forme de crédits (intragroupes). En règle générale, les pays dont les IDE reposent en grande partie sur des participations en actions – et non sur des crédits – encaissent des rendements plus importants. La position extérieure nette en actions très déficitaire de la Belgique (cf. tableau 3) atteste

(1) Souvent, pour des raisons fiscales (déductibilité des intérêts notionnels), ces capitaux entrent en Belgique par le biais de l'achat d'actions et en sortent sous la forme de crédits.

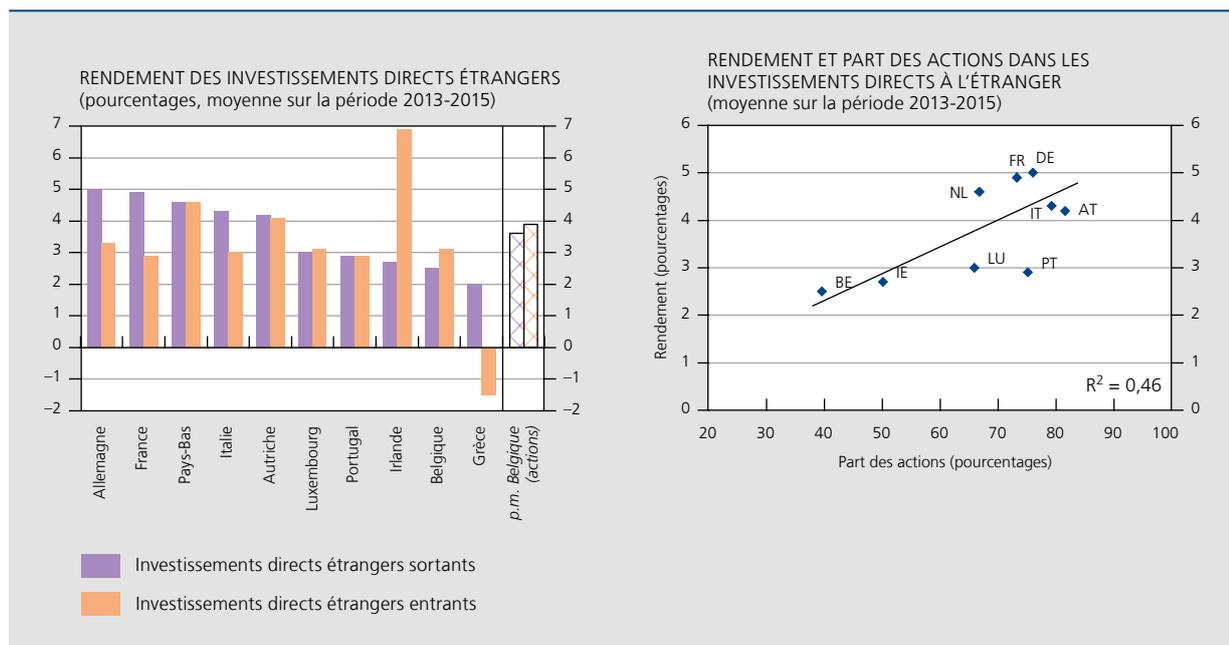
également la composition défavorable des IDE à cet égard. L'excédent des investissements directs en actions reçus de l'étranger par rapport à ceux réalisés par la Belgique équivaut à 46,7 % du PIB. Ce résultat est pour une bonne part attribuable aux capitaux en transit⁽¹⁾.

Toutefois, même lorsque les investissements directs de la Belgique prennent la forme de participations en capital, le rendement qui en découle reste plus bas (3,6 %) que celui obtenu par les pays voisins sur l'ensemble de leurs investissements directs (actions et crédits confondus). Ceci démontre que l'instrument financier utilisé (actions ou crédits) n'est pas le seul facteur explicatif de ce rendement décevant.

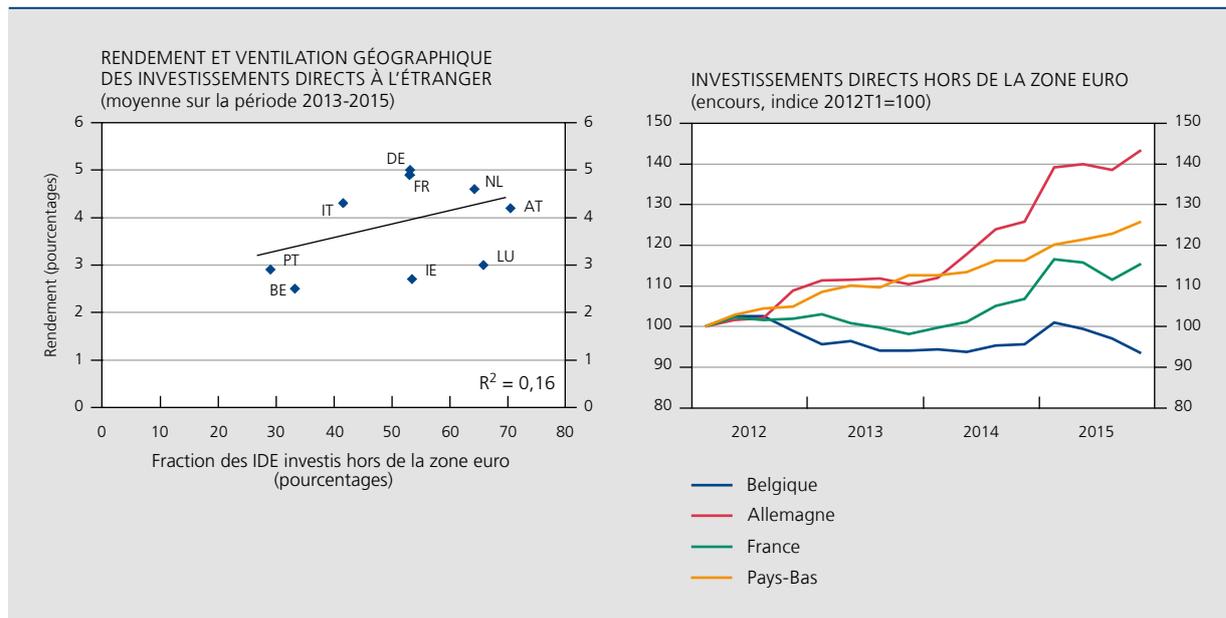
Le rendement que les autres pays recueillent prouve d'ailleurs que les IDE sont potentiellement très rentables. Le rendement moyen des IDE affiché par les pays limitrophes a atteint 4,4 % sur la période 2013-2015, alors même qu'on évoluait dans un environnement de taux bas. Ce haut rendement doit cependant s'apprécier à la lumière du risque encouru, qui est en général plus élevé pour les IDE que pour d'autres types d'investissement. Il convient aussi de préciser que le rendement inclut également les bénéfices reportés et/ou les moins-values réalisées.

Une explication possible du meilleur rendement obtenu dans les autres pays est que leurs IDE visent des marchés plus risqués, tels les pays émergents, où les rendements sont souvent plus avantageux que dans les économies développées.

GRAPHIQUE 5 RENDEMENT ET PART DES ACTIONS DANS LES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS



Sources : CE, BCE, BNB.



Sources : CE, BNB.

Il semble en effet exister une relation positive entre le rendement et la part que les pays investissent dans des marchés situés en dehors de la zone euro. Les investissements directs de la Belgique sont très concentrés sur le marché européen puisque les marchés hors zone euro n'accueillent qu'un tiers du total de nos investissements directs. À titre de comparaison, les pays voisins réalisent (bien) plus de la moitié de leurs investissements directs à l'extérieur de la zone euro. Il convient de remarquer que la forte concentration des investissements belges sur le marché européen résulte en grande partie des investissements directs au Luxembourg (ce pays, qui représente 20% du total des IDE de la Belgique, en est d'ailleurs la première destination). Comme il s'agit pour l'essentiel d'investissements directs dans des holdings et des fonds de placement qui y sont établis, la Belgique détient in fine très probablement plus d'intérêts hors de la zone euro qu'il n'y paraît à la lecture de ces chiffres. Mais, même si on postule qu'une majorité des investissements directs transitant par le Luxembourg sont réalisés en dehors de la zone euro⁽¹⁾, ces marchés ne constituent qu'une portion relativement faible des IDE belges sortants.

Mesurés à l'aune des encours, les pays voisins ont en outre progressivement augmenté leurs IDE à l'extérieur de la zone euro depuis 2012. La Belgique a quant à elle affiché un recul (-6,5%) de ses IDE dans ces pays, et sa part de marché s'est dès lors dégradée en termes relatifs. Les pays voisins semblent donc avoir davantage misé sur la croissance plus soutenue qu'ont enregistrée les économies hors zone euro.

3. Aspects réels: typologie des multinationales et incidence sur l'économie réelle belge

Pour donner une idée précise de l'impact des IDE sur l'économie réelle, la suite de l'article s'appuie sur des données d'entreprises. Ces dernières permettent d'évaluer l'apport des multinationales en termes de valeur ajoutée, d'emploi, de contribution à la balance commerciale et d'investissements réels. Pour ce faire, les données d'entreprises sur les IDE de la balance des paiements ont été couplées à celles de la centrale des bilans et du commerce extérieur. Le taux de couverture de ces bases de données est élevé car elles concernent pratiquement l'ensemble des sociétés non financières du secteur privé, hors indépendants. Il convient cependant de préciser que, malgré leur qualité, il s'agit de données brutes et non corrigées, contrairement aux statistiques macroéconomiques disponibles⁽²⁾.

(1) En moyenne, 66% des investissements directs du Luxembourg en 2015 visaient des destinations en dehors de la zone euro.

(2) Les données d'entreprises sont le plus souvent la source privilégiée utilisée pour établir les agrégats macroéconomiques. L'élaboration de statistiques implique cependant généralement un traitement de ces données, comme les transformations visant à les rendre conformes aux prescriptions statistiques en vigueur, les extrapolations lorsque les données récoltées ne sont pas exhaustives, les corrections lorsqu'elles sont manifestement erronées ou les arbitrages pour garantir une cohérence avec d'autres séries statistiques.

3.1 Poids des multinationales dans l'économie belge

Le recours aux données d'entreprises permet de procéder à une répartition de la valeur ajoutée et de l'emploi salarié en fonction d'un éventuel lien d'investissement direct avec l'étranger. Pour établir un diagnostic précis, les sociétés non financières résidentes hors indépendants ont été scindées en trois catégories. La première regroupe les multinationales, c'est-à-dire les firmes qui enregistrent des IDE entrants ou sortants. On y retrouve donc les maisons mères belges qui ont des filiales à l'étranger et les filiales belges de maisons mères étrangères. La deuxième catégorie réunit les firmes qui ne réalisent elles-mêmes pas d'IDE mais qui sont majoritairement liées à des multinationales. Concrètement, elles détiennent ou sont détenues à hauteur de plus de 50 % par une firme de la première catégorie. On peut en quelque sorte parler de firmes ayant un lien d'investissement « indirect » étranger. Enfin, les firmes purement domestiques complètent la typologie. Elles n'entretiennent pas de relations d'IDE⁽¹⁾ et ne sont pas liées à des multinationales.

Les multinationales et les firmes qui leur sont liées sont relativement peu nombreuses en Belgique. En 2014,

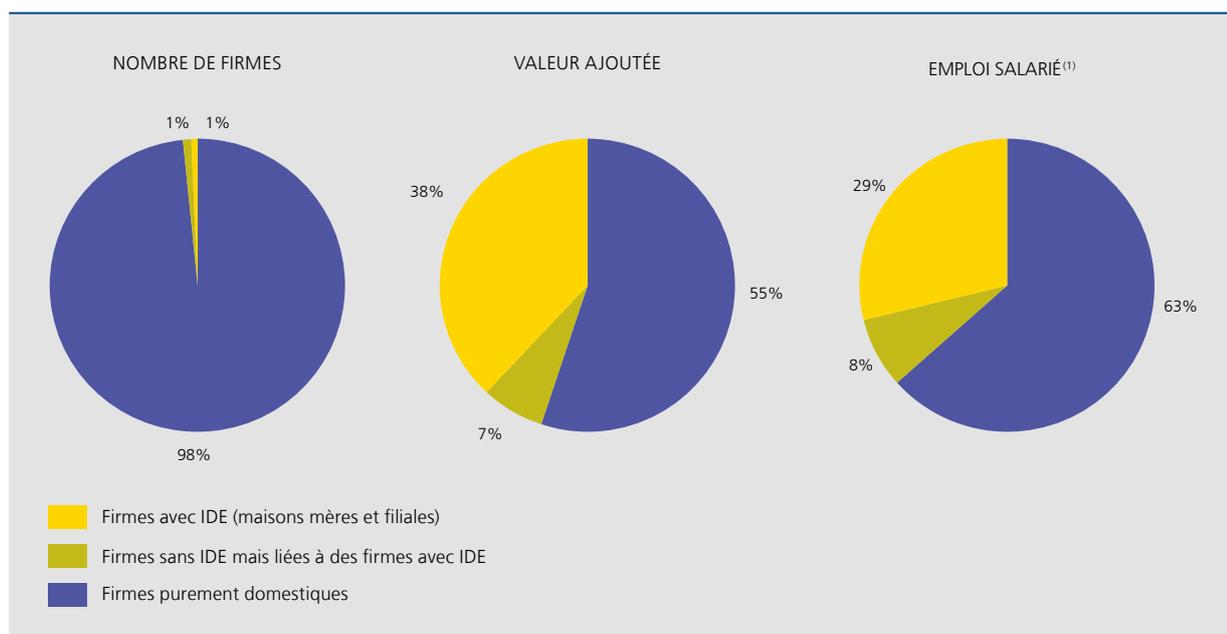
elles représentaient 2 % des sociétés non financières du secteur privé, hors indépendants. Précisons que, parmi les multinationales, on compte environ 2 100 filiales belges de groupes étrangers, contre près de 600 maisons mères belges. Même si elles sont assez peu nombreuses, les multinationales et leurs entreprises liées créent néanmoins 45 % de la valeur ajoutée et emploient environ 37 % des travailleurs salariés. Couplé à leur importance économique, le faible nombre des multinationales souligne qu'elles sont en général de très grande taille. Leur part dans la valeur ajoutée excédant celle dans l'emploi salarié, on peut également noter que les multinationales se caractérisent par une productivité apparente du travail salarié comparativement plus élevée.

Les multinationales jouent par ailleurs un rôle de catalyseur de la productivité d'une économie. Des effets de débordement ont ainsi été mis en lumière dans la littérature économique. Selon la BNB (cf. BNB, 2016), les firmes purement domestiques qui achètent ou qui vendent des biens et des services intermédiaires aux multinationales affichent une productivité supérieure à celle des autres entreprises purement domestiques.

Les multinationales et leurs firmes liées jouent également un rôle crucial en termes de compétitivité

(1) Elles n'ont, l'année concernée, pas de relations d'IDE, ni en termes de flux ni en termes d'encours.

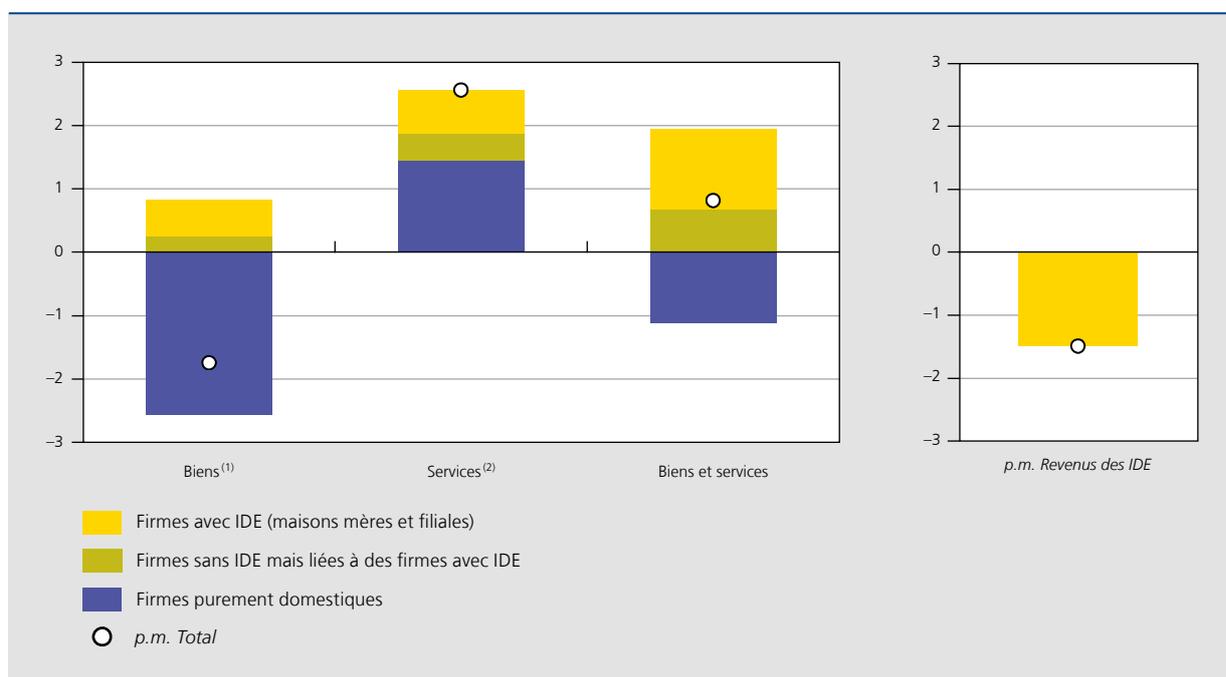
GRAPHIQUE 7 POIDS DES MULTINATIONALES DANS L'ÉCONOMIE BELGE
(2014, total des sociétés non financières du secteur privé, hors indépendants)



Source : calculs propres.
(1) En équivalents temps plein.

GRAPHIQUE 8 POIDS DES MULTINATIONALES DANS LES EXPORTATIONS NETTES

(2014; estimations de la contribution directe au solde courant des sociétés non financières du secteur privé, hors indépendants; points de pourcentage du PIB)



Source : calculs propres.

(1) Estimations sur la base des données du commerce extérieur en concept national.

(2) Estimations sur la base de l'enquête de la balance des paiements.

extérieure. En s'appuyant sur certaines hypothèses⁽¹⁾, on peut estimer leur contribution directe⁽²⁾ à la balance commerciale. En 2014, celle-ci était positive, aussi bien pour les biens que pour les services, atteignant près de 1,9 point de pourcentage du PIB. Par contre, les firmes purement domestiques⁽³⁾ ont contribué négativement à la balance commerciale, en particulier parce qu'elles importent plus de biens qu'elles n'en exportent.

(1) Les données du commerce extérieur sur les échanges internationaux de biens ne couvrent qu'environ 90 % de la totalité des flux, car l'obligation de reporting des échanges intra-UE fait l'objet de seuils, lesquels ont évolué au fil du temps. En 2015, les flux de commerce intra-UE d'une entreprise ne devaient être enregistrés que s'ils dépassaient 1 million d'euros pour les exportations ou 1,5 million d'euros pour les importations. Les enquêtes concernant toutefois l'ensemble des multinationales, les échanges de biens non observés dans les données microéconomiques ont, par hypothèse, été attribués aux firmes domestiques. Pour les services, aucune hypothèse n'a en revanche été formulée, les données étant récoltées sur la base d'une enquête auprès d'un échantillon représentatif d'entreprises dont on n'a pas la garantie qu'il couvre l'ensemble des multinationales. Excepté les dépenses de voyages réalisées par des particuliers, et donc absentes des données recueillies, le taux de couverture des échanges internationaux de services dépasse toutefois 85 %.

(2) L'exercice ne prend en compte que la contribution directe. Pour réaliser leur production à l'exportation, il est possible que les multinationales s'approvisionnent en biens et en services intermédiaires auprès d'entreprises belges qui, elles, importent au préalable. Il est toutefois difficile, voire impossible, d'évaluer la contribution indirecte à la balance commerciale.

(3) Par essence, la contribution directe des firmes purement domestiques au solde commercial provient uniquement des entreprises exportatrices et/ou importatrices. Les autres firmes purement domestiques ne réalisent en effet pas d'échanges de biens ou de services avec des entreprises étrangères.

(4) Pour information, il nous est impossible de calculer la contribution directe totale des multinationales au solde courant car nous ne disposons pas des données sur les revenus nets des investissements de portefeuille.

Il est intéressant de mettre les exportations nettes des multinationales en perspective avec le constat posé à la section 2.1 concernant les revenus nets des IDE. Si les revenus des IDE versés au reste du monde excèdent les revenus des IDE reçus du reste du monde, les multinationales exportent toutefois plus de biens et de services qu'elles n'en importent. Au final, ces deux résultats jouent en sens inverse sur le solde courant, qui reprend en effet ces deux rubriques⁽⁴⁾. Il ne faut cependant pas s'empreser de conclure que les multinationales produisent en Belgique des biens et des services dont le fruit des ventes à l'exportation est rapatrié à l'étranger. Il est ici effectivement question d'exportations nettes et non de bénéfiques. Par ailleurs, nous avons montré à la section 2.2 que les revenus nets négatifs des IDE étaient surtout liés au faible rendement des IDE sortants.

3.2 Les IDE, une source de financement des investissements réels ?

Nous avons jusqu'ici analysé le poids économique des multinationales en termes de valeur ajoutée, d'emploi et de contribution au solde commercial. On cite cependant également souvent les IDE comme étant

une source potentielle de financement des investissements réels, tels les achats de machines ou de terrains, les constructions, mais également les dépenses de recherche et de développement, les brevets, etc. Pour tester cette conjecture sur les données belges couvrant la période 2008-2014, il s'avère toutefois nécessaire de procéder à un examen détaillé des mouvements de capitaux entre les multinationales belges et les sociétés étrangères de leur groupe.

Mener un tel exercice apporte un éclairage complémentaire. Les flux d'IDE, présentés dans les statistiques macroéconomiques disponibles et décrits à la section 1.1, masquent en effet une partie des transits financiers. Surtout à l'œuvre auprès des filiales belges de maisons mères étrangères, ceux-ci gonflent les entrées et les sorties de capitaux. Premièrement, pour un grand nombre de multinationales belges, on observe ainsi des apports en capitaux propres en provenance de sociétés étrangères du groupe et, la même année, l'octroi de prêts à des sociétés étrangères du groupe. Ces mouvements sont en partie liés au mécanisme des intérêts notionnels, qui incite les entreprises implantées en Belgique⁽¹⁾ à augmenter leurs fonds propres, notamment au travers de capitaux étrangers. Elles ont toutefois la possibilité de compenser cette opération en accordant à leur tour des prêts à des sociétés du groupe localisées à l'étranger. Deuxièmement, il se produit également des octrois de nouveaux prêts et des remboursements de prêts existants au cours d'une même année. Un certain nombre de filiales situées en Belgique jouent effectivement le rôle de centres financiers pour l'ensemble de leur groupe, recevant et octroyant simultanément des prêts. Troisièmement, des mouvements financiers se contrebalancent mutuellement au niveau agrégé : des multinationales reçoivent des capitaux, tandis que d'autres en délivrent à des sociétés étrangères de leur groupe.

Entre 2008 et 2014, les entrées totales de capitaux⁽²⁾ enregistrées dans le cadre d'une relation d'IDE se sont chiffrées à plus de 800 milliards d'euros en moyenne par an. Les

sorties de capitaux ont été d'un ordre de grandeur comparable. S'ils concernent tant les filiales belges de maisons mères étrangères que les maisons mères belges, les montants en jeu sont nettement plus élevés pour les premières citées. Au niveau macroéconomique, ces mouvements se compensent toutefois en grande partie.

Ces transits de capitaux ne sont pas uniquement le fait d'un groupe limité de firmes, ni exclusivement celui des holdings. Chaque année, près de 90 % des multinationales belges ont reçu des capitaux d'une société étrangère de leur groupe. Parmi celles-ci, quelque 42 % ont procédé à des sorties de capitaux pour un montant parfaitement similaire à celui de leurs entrées. Pour 36 % de ces multinationales, des sorties de capitaux vers les sociétés étrangères du groupe ont également été notées, même si elles ont été inférieures aux entrées. Elles ont toutefois atteint en moyenne plus de 80 % des montants entrants. Enfin, à peine 22 % de ces multinationales ont reçu des entrées de capitaux étrangers sans enregistrer de sorties de capitaux simultanées. Précisons que le phénomène des transits financiers ne touche pas que les filiales de groupes étrangers, car les pourcentages relatifs aux seules maisons mères belges sont d'une ampleur équivalente. Comme cela a déjà été précisé ci-avant, les montants en jeu sont néanmoins moindres.

Pour déterminer le financement éventuel d'un investissement réel par des fonds étrangers, nous avons dans un premier temps calculé les entrées annuelles nettes de capitaux étrangers pour chaque firme, que nous avons obtenues en déduisant des entrées les sorties de capitaux. Nous avons ensuite examiné la concordance entre ces entrées annuelles nettes et les investissements réels annuels⁽³⁾. Cette comparaison a permis de définir la part de ces derniers qui est éventuellement couverte par les premiers. On parle ici de financement potentiel, car si les entrées de fonds étrangers coïncident avec les investissements réels, nous n'avons aucune certitude formelle que les premiers aient réellement servi au financement des seconds.

Les résultats de cette analyse sont présentés au graphique 9. Ils révèlent que, entre 2008 et 2014, les multinationales ont effectué 33 % des investissements réels belges. Une partie de ceux-ci, à savoir 9 points de pourcentage, ont potentiellement été financés par des entrées nettes de capitaux étrangers. Les autres investissements réels des multinationales, soit 24 points de pourcentage, ont été couverts par des sources alternatives, comme le financement bancaire ou le financement interne domestique. Pour ce qui est des firmes belges liées à des multinationales, nous observons une concordance entre leurs investissements réels et les entrées nettes de capitaux étrangers au sein du groupe auquel

(1) Notons que le mécanisme vaut aussi bien pour les multinationales que pour les firmes purement domestiques.

(2) Plus précisément, en termes de prêts, on définit comme une entrée (sortie) de capitaux du point de vue de la firme belge, soit une augmentation (réduction) des dettes à l'égard de la contrepartie étrangère reprises au passif de la firme belge, soit une réduction (augmentation) des créances à l'égard de la contrepartie étrangère reprises à l'actif de la firme belge. En termes de capitaux propres, on définit comme une entrée (sortie) de capitaux du point de vue de la firme belge, soit une augmentation (réduction) des capitaux propres par la contrepartie étrangère reprises au passif de la firme belge, soit une réduction (augmentation) des participations dans la contrepartie étrangère reprises à l'actif de la firme belge.

(3) En se concentrant uniquement sur les firmes qui enregistrent des investissements réels positifs, vu que la question du financement ne se pose pas pour les ventes d'actifs (désinvestissement réel). L'exercice ne prend pas en compte l'éventualité d'un décalage dans le temps entre le financement et l'investissement réel. Un exercice économétrique fait toutefois apparaître une relation négative entre les entrées nettes de capitaux durant l'année t et les investissements réels en $t+1$, et ce alors que la relation est positive, même si le coefficient est très faible, pour les entrées nettes de capitaux et pour les investissements réels de la même année.

elles appartiennent, qui se sont élevées à 2 % des investissements réels en Belgique. Ici non plus, nous n'avons aucune certitude en ce qui concerne la source du financement. Nous n'avons d'ailleurs pas d'informations quant à un transfert éventuel entre l'entité du groupe qui a enregistré l'entrée de capitaux et la firme liée qui a investi. Nous pouvons simplement constater que, au niveau du groupe, l'investissement réel et l'entrée nette de capitaux étrangers ont été simultanés. Au total, un financement potentiel par des capitaux étrangers s'est donc produit pour 11 % des investissements réels totaux en Belgique. À titre d'information, les montants concernés représentent moins de 1 % des entrées totales de capitaux étrangers. Au final, si celles-ci sont considérables, elles sont en grande partie liées à des transits financiers, et seule une très faible proportion d'entre elles financent les investissements réels en Belgique, même en période de crise, lorsque le financement sur le marché local a pu s'avérer plus difficile.

Dans la littérature économique, on retrouve peu d'articles traitant de ce sujet, notamment parce que l'accès aux données d'entreprises est limité. Ali-Yrkkö et Leino (cf. Ali-Yrkkö et Leino, 2014) ont réalisé une étude similaire à la nôtre, en se fondant sur des données finlandaises. Leurs

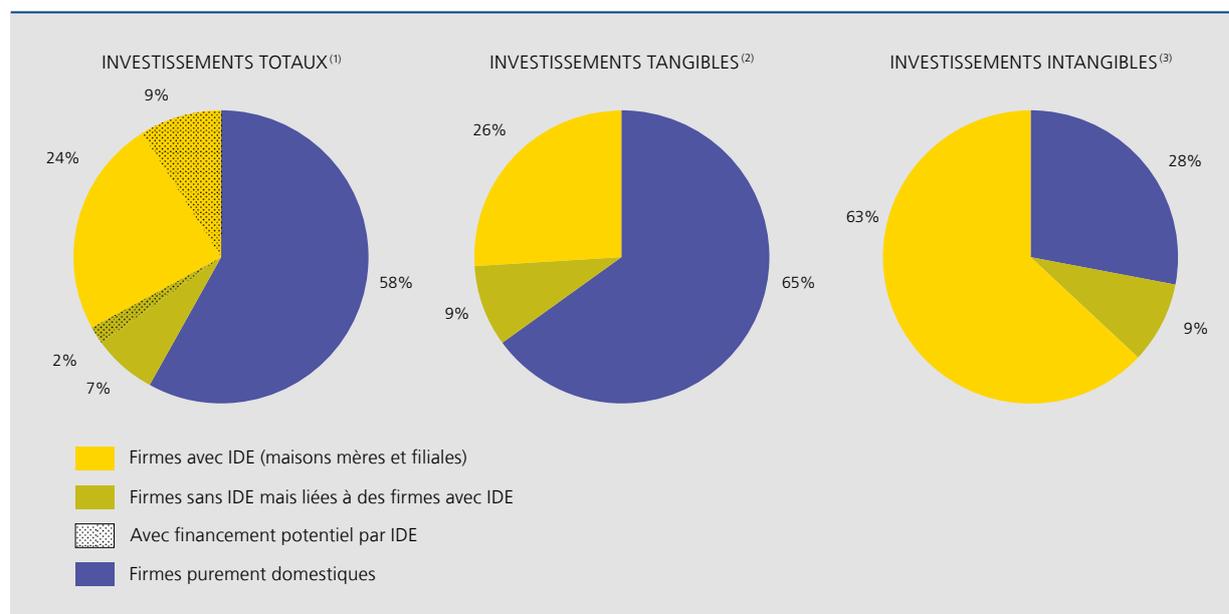
conclusions sont assez proches. En particulier, ils montrent que les flux d'IDE se caractérisent par d'importants transits financiers. En outre, ils estiment que les entrées de capitaux participent très peu au financement de l'économie réelle finlandaise.

Les multinationales jouent un rôle crucial pour le potentiel de croissance. Avec leurs firmes belges liées, elles ont en effet réalisé 42 % des investissements réels en Belgique entre 2008 et 2014, même si ceux-ci n'ont été que modestement financés par des capitaux étrangers. Ces résultats ne tiennent pas à des investissements exceptionnels qui ne se seraient produits qu'une seule année, dans la mesure où une répartition similaire est observée pour le stock de capital.

L'analyse peut être affinée, car les investissements réels se subdivisent en investissements tangibles, qui en constituent la majeure partie, et en investissements intangibles. S'agissant de ces derniers qui incluent notamment les frais de recherche et de développement, les concessions, les brevets et les licences, la part des multinationales est relativement plus élevée. Ce résultat s'explique en partie par le fait que seules les grandes entreprises, au sein desquelles on retrouve de nombreuses multinationales,

GRAPHIQUE 9 INVESTISSEMENTS RÉELS ET FINANCEMENT POTENTIEL PAR DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS

(période 2008-2014, total des sociétés non financières du secteur privé, hors indépendants)



Source : calculs propres.

- (1) On définit les investissements réels totaux sur la base des bilans des entreprises. Ceux-ci fournissent une estimation de la formation brute de capital fixe reprise dans les comptes nationaux et s'obtiennent en calculant la différence entre les acquisitions d'actifs fixes et les cessations d'actifs fixes.
- (2) Les investissements tangibles, définis sur la base des immobilisations incorporelles dans les bilans des entreprises, comprennent les installations, les machines, l'outillage, le mobilier, le matériel roulant, les locations-financements et droits similaires, les immobilisations en cours et les acomptes versés.
- (3) Les investissements intangibles, définis sur la base des immobilisations corporelles dans les bilans des entreprises, comprennent les frais de recherche et de développement, les concessions, les brevets, les licences, le savoir-faire, les marques et droits similaires et le goodwill.

ont les moyens de financer ce type d'investissements. Le fruit des investissements intangibles bénéficie cependant à l'ensemble du groupe, et pas uniquement aux établissements localisés en Belgique. De la même façon, les firmes belges appartenant à des groupes internationaux peuvent tirer profit des recherches menées dans des entreprises sœurs situées à l'étranger. L'empreinte géographique est en revanche plus forte pour les investissements tangibles, qui comprennent les terrains, les constructions, les installations, les machines, l'outillage, le mobilier, le matériel roulant, etc. Ces investissements sont en effet directement en lien avec la production domestique de biens ou de services. Pour ce type d'investissements, le poids des multinationales est toutefois comparativement plus faible.

3.3 La survie des multinationales et les évolutions de l'emploi depuis 2008

Depuis 2008, la presse a relayé plusieurs cas de multinationales ayant fortement réduit leur emploi en Belgique, voire ayant cessé leurs activités. À cet égard, il est utile de procéder à une analyse économétrique de la survie des firmes entre 2008 et 2014 en fonction de leur statut. Dans cette section, les résultats obtenus pour les maisons mères et pour les filiales sont présentés séparément, dans

la mesure où ces deux catégories de multinationales divergent sensiblement⁽¹⁾. Les deux premières spécifications de l'exercice économétrique montrent que la probabilité qu'une maison mère ou une filiale active en 2008 le soit toujours en 2014 a été supérieure de 15 points de pourcentage à celle enregistrée pour les firmes purement domestiques. Ce résultat est toutefois largement lié au fait que les multinationales sont en général de grande taille. Or, les chances de survie des grandes entreprises sont nettement plus importantes que celles des petites, pour lesquelles on observe un taux de rotation beaucoup plus élevé. Un même constat peut être dressé pour les firmes les plus productives. Les effets de la taille (spécification 3) ainsi que de la productivité (spécification 4) ont donc été neutralisés. La différence de probabilité de survie entre les maisons mères et les firmes purement domestiques n'est plus significative lorsqu'elles sont de taille (et de productivité) comparable. En revanche, les chances de survie des filiales sont significativement plus faibles que celles des firmes purement domestiques de la même taille (et de la même productivité). Ce résultat alimente la thèse selon laquelle les filiales de groupes étrangers seraient moins enracinées localement que les firmes domestiques qui partagent les mêmes caractéristiques. Les groupes étrangers pourraient en effet plus facilement relocaliser leurs activités sur d'autres sites de production, en particulier en période de basse conjoncture.

L'impact sur l'emploi ne se limite toutefois pas aux seules disparitions d'entreprises. Au sein des firmes

(1) Les multinationales ont été réparties en fonction de la nationalité de leur maison mère. Si celle-ci est étrangère (belge), la multinationale est classée dans le groupe des filiales (maisons mères).

TABLEAU 4 PROBABILITÉ DE SURVIE DES MULTINATIONALES – RÉSULTATS ÉCONOMÉTRIQUES⁽¹⁾
(différence par rapport à la probabilité de survie des entreprises purement domestiques)

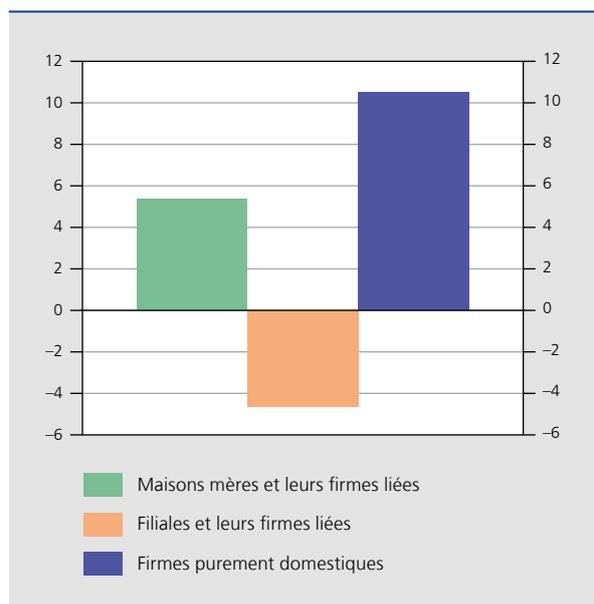
	Effets marginaux sur la probabilité de survie entre 2008 et 2014			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Maison mère	0,152*** (0,017)	0,152*** (0,017)	-0,027 (0,023)	0,017 (0,022)
Filiale	0,150*** (0,009)	0,142*** (0,010)	-0,086*** (0,014)	-0,068*** (0,014)
Emploi salarié (en log)			0,088*** (0,001)	0,084*** (0,001)
Productivité (en log)				0,013*** (0,000)
Binaires sectorielles	Non	Oui	Oui	Oui
Nombre d'observations	143 323	143 292	143 292	143 292

Source: calculs BNB.

(1) Le tableau présente les effets marginaux moyens obtenus à partir d'une régression probit effectuée sur l'échantillon des entreprises dont l'emploi salarié était non nul en 2008. On considère qu'une firme a survécu si elle était toujours active en 2014 et qu'elle dénombrait également une quantité non nulle d'emploi à cette date. Pour les variables explicatives, ce sont les valeurs de 2008 qui sont utilisées. Les écarts-type sont repris entre parenthèses. La mention *** précise que le seuil de significativité est de 1 %, l'absence de mention signifie que le seuil de significativité de 10 % n'est pas atteint.

GRAPHIQUE 10 ÉVOLUTIONS DE L'EMPLOI DANS LES FIRMES PÉRENNES⁽¹⁾

(variations entre 2008 et 2014, pourcentages)



Source : calculs propres.

(1) Sont considérées comme pérennes les firmes qui occupaient un nombre non nul de salariés en 2008 et en 2014 et dont le statut n'a pas changé au cours de cette période.

pérennes, c'est-à-dire parmi celles qui étaient actives en 2008 et en 2014 et dont le statut n'a pas changé au cours de cette période⁽¹⁾, l'emploi a également évolué. Il a ainsi augmenté de plus de 10 % dans les firmes purement domestiques et de près de 5 % dans les maisons mères et leurs firmes belges liées, alors qu'il a diminué de près de 5 % dans les filiales de groupes étrangers et leurs firmes belges liées. Même si ces mouvements s'inscrivent dans un contexte conjoncturel difficile, ils semblent de nouveau être le signe d'un enracinement moindre des multinationales, en particulier des filiales de groupes étrangers.

La variation totale de l'emploi au sein des filiales de groupes étrangers et de leurs firmes belges liées a néanmoins été plus défavorable que celle des seules entreprises pérennes. Pour établir la variation totale du nombre d'emplois, on prend également en compte les destructions d'emplois consécutives aux disparitions de certaines firmes ainsi que les créations d'emplois au sein des nouvelles sociétés. Cette mesure est cependant moins pertinente car elle comptabilise aussi les changements de statut.

(1) Plus précisément, on définit les firmes pérennes comme des firmes qui occupaient un nombre non nul de salariés en 2008 et en 2014 et qui n'ont pas changé de statut au cours de cette période, les trois statuts considérés étant (a) les firmes purement domestiques, (b) les filiales et leurs firmes belges liées et (c) les maisons mères et leurs firmes belges liées.

Conclusion

Le présent article analyse l'incidence économique des investissements directs entrants comme sortants de la Belgique. Sur la base de nouvelles données, il examine si les relations d'investissement direct avec l'étranger génèrent des revenus pour l'économie belge et quelle en est la contribution à l'économie réelle.

Outre d'intenses relations commerciales, la Belgique noue également d'étroites relations financières avec le reste du monde. Les investissements directs confirment le statut de petite économie ouverte de la Belgique. Le rapport entre les encours des IDE entrants et sortants de Belgique et le PIB (respectivement 208,7 et 208,2 % du PIB à la fin de 2015) est sensiblement supérieur à la moyenne des pays de la zone euro (à savoir 132 et 156 % du PIB). Une part considérable de ces IDE concernent toutefois les transits de capitaux, notamment en raison de la politique menée pour attirer les investissements directs de l'étranger, en particulier au moyen d'incitants fiscaux comme la déduction des intérêts notionnels.

En termes nets, et donc en neutralisant les capitaux en transit, la Belgique accueille plus d'investissements directs qu'elle n'en réalise à l'étranger. Les investissements sortants nets s'élevaient ainsi à -0,5 % du PIB à la fin de 2015. Il s'agit d'une situation atypique pour une économie développée affichant un considérable excédent d'épargne net (62 % du PIB à la fin de 2015). Ce patrimoine extérieur de la Belgique est en fait davantage constitué de placements de portefeuille et d'investissements effectués par l'intermédiaire du secteur financier que d'investissements directs.

Les relations d'investissement direct de la Belgique avec l'étranger occasionnent une perte nette de revenu (-1,8 % du PIB à la fin de 2015), qui pèse sur le compte courant. Ce résultat financier défavorable est imputable tant à la faiblesse des sorties nettes d'IDE qu'au rendement relativement bas des investissements directs de la Belgique à l'étranger (2,5 % au cours de la période 2013-2015) par rapport à celui des investissements étrangers en Belgique (3,1 %). Ce maigre rendement – y compris au regard de celui qu'engendrent les IDE des pays voisins (4,4 %) – tient, entre autres, à la composition des IDE sortants. Ceux-ci se caractérisent en effet par un volume assez élevé de prêts intragroupes (et donc par un volume relativement médiocre de participations sous la forme d'actions) et par une sous-représentation des investissements directs sur des marchés extérieurs à la zone euro.

En termes réels, le poids économique des firmes qui nouent des relations d'investissement direct avec l'étranger est

substantiel. Même si ces entreprises sont relativement peu nombreuses (1 % du total des firmes du secteur privé en 2014), elles créent une part significative de la valeur ajoutée (38 %) et emploient un grand nombre de travailleurs salariés (29 %). La crise économique les a toutefois aussi affectées, touchant plus spécialement l'emploi dans les filiales de groupes étrangers implantées en Belgique, qui ont été frappées bien davantage que les maisons mères belges et les firmes purement domestiques.

L'ensemble des multinationales jouent en outre un rôle majeur pour la compétitivité extérieure en contribuant largement aux exportations nettes de la Belgique (1,3 point de pourcentage du PIB en 2014). Elles renforcent le potentiel de croissance en réalisant 33 % des investissements réels du secteur privé (et, en particulier, 63 % de la R&D),

même si une vaste majorité de ceux-ci ne sont pas financés par des entrées de capitaux étrangers.

Le poids considérable des multinationales en Belgique montre l'importance d'une politique soucieuse de l'attrait de l'économie belge. En raison des stimulants fiscaux, tels les intérêts notionnels, les IDE se composent néanmoins d'une vaste part de capitaux en transit, qui ne constituent pas une source de financement d'investissements réels. Dans le même temps, il y a lieu de ne pas négliger l'importance des investissements directs des entreprises belges à l'étranger. Augmenter ces derniers permettrait de diversifier l'excédent d'épargne de la Belgique et procurerait potentiellement à l'économie belge un revenu plus élevé, a fortiori si le rendement des IDE belges à l'étranger se rapprochait de celui obtenu par les pays voisins.

Bibliographie

Aizenman J. et I. Noy (2006), « FDI and trade », *Quarterly Review of Economics and Finance*, 46(3), 317-337.

Ali-Yrkkö J. et T. Leino (2014), « How does foreign direct investment impact on real investment by foreign-owned companies? Firm-level analysis », draft.

Bisciari P. et Ch. Piette (2007), « Investissements directs et attractivité de la Belgique », BNB, *Revue économique*, juin, 31-49.

BNB (2016), Rapport annuel 2015, chapitre 5, « Accroître le potentiel de croissance et la résilience de l'économie ».

Burggraeve K., Ph. Jeanfils, K. Van Cauter et L. Van Meensel (2008), « Impact macroéconomique et budgétaire de la déduction fiscale pour capital à risque », BNB, *Revue économique*, septembre, 7-49.

Dhyne E. et S. Guerin (2014), *Outward foreign direct investment and domestic performance: In search of a causal link*, NBB Working Paper 272.

Dunning J. H. (1981), « Explaining the International Direct Investment Position of Countries: Towards a Dynamic and Development Approach », *Weltwirtschaftliches Archiv*, 117, 30-64.

EY (2015), *Baromètre de l'attractivité belge 2015*.

FMI (2009), *Manuel de la balance des paiements et de la position extérieure globale – sixième édition (MBP6)*, FMI, Washington, DC.

Genson G. (2013), *Regards sur les investissements directs étrangers*, 2/2013, Statec.

Lipsey R. E. (1999), *The Role of Foreign Direct Investment in International Capital Flows*, NBER Working Paper 7094.

OECD (2015), *FDI Regulatory Restrictiveness Index*.

UNCTAD (2016), *Global Investment Trend Monitor*, 22.