

Working paper document

n° 107 January 2007

Importance et évolution des investissements directs en Belgique

Christophe Piette



BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE

WORKING PAPERS - DOCUMENT SERIES

IMPORTANCE ET ÉVOLUTION DES INVESTISSEMENTS DIRECTS EN BELGIQUE

Christophe Piette (*)

L'auteur remercie Luc Dresse pour ses nombreux conseils et commentaires. Cette étude a également bénéficié de la collaboration de Piet D'havé, Nadine Feron et Jean-Marie Van den Berghe pour les aspects liés aux statistiques d'investissement direct.

Les vues exprimées dans ce document sont celles de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement celles de la Banque nationale de Belgique. Toutes les erreurs qui pourraient subsister ne sont imputables qu'à l'auteur.

(*) BNB, Département des Études (e-mail: christophe.piette@nbb.be).

Editorial Director

Jan Smets, Member of the Board of Directors of the National Bank of Belgium

Statement of purpose:

The purpose of these working papers is to promote the circulation of research results (Research Series) and analytical studies (Documents Series) made within the National Bank of Belgium or presented by external economists in seminars, conferences and conventions organised by the Bank. The aim is therefore to provide a platform for discussion. The opinions expressed are strictly those of the authors and do not necessarily reflect the views of the National Bank of Belgium.

The Working Papers are available on the website of the Bank:

<http://www.nbb.be>

Individual copies are also available on request to:

NATIONAL BANK OF BELGIUM
Documentation Service
boulevard de Berlaimont 14
BE - 1000 Brussels

Imprint: Responsibility according to the Belgian law: Jean Hilgers, Member of the Board of Directors, National Bank of Belgium.

Copyright © fotostockdirect - goodshoot
gettyimages - digitalvision
gettyimages - photodisc
National Bank of Belgium

Reproduction for educational and non-commercial purposes is permitted provided that the source is acknowledged.
ISSN: 1375-680X

Abstract

The aim of this study is to give an overview of recent developments in Belgium's direct investment relations with the rest of the world. The analysis is based mainly on two sets of statistics drawn up by the National Bank of Belgium, namely, data on direct investment flows from the balance of payments on the one hand, and the results of an annual survey on direct investment carried out among Belgian companies, on the other.

Foreign direct investment (FDI) flows between Belgium and the rest of the world have, broadly speaking, followed relatively similar trends to FDI flows observed worldwide, but at the same time have shown some specific characteristics, such as the influence of a few sporadic operations involving large amounts and significant differences within the various components making up FDI inflows and outflows, the former consisting essentially of capital injections in companies and the latter mainly taking the form of intercompany loans. This particular structural pattern stems from the presence of the coordination centres in Belgium and the special tax status that these companies enjoy. Apart from those investment flows attributable to the coordination centres, a large part of the FDI inflows recorded in the balance of payments concern investment by multinationals in third countries, for which resident companies act as intermediaries.

Still disregarding funds invested in the coordination centres, the total figures compiled on the basis of the annual survey show that foreign shareholdings in Belgian firms, as measured on the basis of their book value, have stabilized since 2002. Moreover, statistics for subsidiaries of foreign companies established in Belgium show that there is still a fairly high proportion of them active in relatively labour-intensive industrial sectors.

As for Belgium's FDI, the results of the direct investment survey point to a gradual expansion in Belgian companies' activities abroad, which are developing at a faster pace than their domestic business. Both data on outstanding equity and those for subsidiaries abroad indicate that foreign direct investment by resident firms is largely concentrated in other developed countries with similar economic features to Belgium's. This would tend to suggest that the extent of straight business relocations to low-wage countries by Belgian firms via investments abroad remains relatively limited.

JEL-codes: F21, F23

Keywords: Foreign direct investments

Résumé

Cette étude a pour objectif de présenter une vue synthétique des développements récents des relations d'investissement direct que la Belgique entretient avec le reste du monde. L'analyse se base principalement sur deux statistiques établies par la Banque nationale de Belgique, à savoir, d'une part, les données de flux d'investissements directs issues de la balance des paiements et, d'autre part, les résultats d'une enquête annuelle sur les investissements directs conduite auprès des sociétés belges.

Les échanges d'investissements directs étrangers (IDE) entre la Belgique et le reste du monde ont, dans les grandes lignes, suivi des évolutions relativement semblables à celles observées à l'échelle mondiale, mais sont dans un même temps marquées par certaines spécificités, comme l'influence de quelques opérations sporadiques liées à des montants importants et des différences significatives au niveau des différentes rubriques constitutives des entrées et des sorties d'IDE, les premières consistant principalement en des injections en capital social et les secondes prenant plus largement la forme de prêts interentreprises. Ce profil structurel particulier trouve son origine dans la présence en Belgique des centres de coordination et le statut fiscal dont ces sociétés bénéficient. Outre celles imputables aux centres de coordination, une part importante des entrées d'IDE enregistrées dans la balance des paiements se rapporte à des investissements de groupes multinationaux dans des pays tiers, pour lesquels des sociétés résidentes agissent comme des intermédiaires.

Toujours en faisant abstraction des fonds investis dans les centres de coordination, les statistiques d'encours établies sur la base de l'enquête annuelle mettent en évidence une stabilisation des participations étrangères dans les entreprises belges, telles que mesurées sur la base de leurs valeurs comptables, depuis 2002. Les statistiques relatives aux filiales d'entreprises étrangères établies en Belgique montrent par ailleurs qu'une part encore assez importante de celles-ci sont actives dans des secteurs industriels qui recourent au facteur travail de façon relativement intensive.

Concernant les IDE de la Belgique, les résultats de l'enquête sur les investissements directs témoignent d'une expansion graduelle des activités des sociétés belges à l'étranger, qui se développent à un rythme plus soutenu que leurs activités sur le territoire national. Tant les statistiques relatives aux encours de participations que celles portant sur les filiales à l'étranger indiquent que les IDE des entreprises résidentes sont surtout concentrés dans d'autres pays développés présentant des caractéristiques économiques relativement similaires à celles de la Belgique. Ceci peut suggérer que l'ampleur des délocalisations pures et simples d'activités vers des pays à bas salaires opérées par des entreprises belges via des investissements à l'étranger demeure relativement limitée.

Codes JEL: F21, F23

Mots-clés: Investissements directs étrangers

Table de matières

1. Introduction	1
2. Définitions	3
2.1. Les IDE et leurs composantes	3
2.2. Une taxinomie des déterminants des IDE	4
3. Les flux d'investissements directs dans le monde	6
3.1. Tendances récentes	6
3.2. Le rôle de l'investissement étranger dans les stratégies des entreprises multinationales	10
4. Évolution des flux d'IDE de et vers la Belgique	11
4.1. Évolutions globales	11
4.2. Évolutions hors centres de coordination	14
5. Résultats de l'enquête sur les investissements directs	17
5.1. L'enquête sur les investissements directs de la Banque nationale.....	17
5.2. Évolutions globales	21
5.3. Les investissements directs étrangers en Belgique et les activités des filiales d'entreprises étrangères.....	24
5.4. Les investissements directs étrangers des entreprises belges et les activités de leurs filiales à l'étranger	28
6. Synthèse des principaux enseignements.....	33
Références	36
Annexe	37
National Bank of Belgium working paper series.....	39

1. INTRODUCTION

Les investissements directs étrangers (IDE) constituent une des manifestations – à la fois une cause et une conséquence – de la mondialisation de l'économie. Leur essor exponentiel depuis les années 1990 fait l'objet d'une attention particulière, à des titres divers, de l'ensemble des acteurs économiques. Pour les pays émergents, les IDE constituent un moteur de développement du potentiel de production, par l'extension des capacités ou par leur modernisation. Dans les économies développées, les investissements à l'étranger sont perçus comme un signe de délocalisation par le grand public. Pour les dirigeants d'entreprise, ils constituent une option à prendre en considération dans leurs décisions stratégiques. De leur côté, les pouvoirs publics mettent en œuvre des actions en vue d'attirer de nouveaux investissements étrangers, afin d'inscrire leur pays ou leur région dans le développement global. Pour ce faire, ils agissent notamment sur les conditions générales de compétitivité, celles-ci intervenant dans les critères de choix de localisation des productions.

Le phénomène des IDE et, plus encore, ses effets sur l'économie ne se laissent pas facilement mesurer. Les agences publiques de soutien aux investissements directs étrangers et certaines sociétés de conseil aux entreprises procèdent de temps à autre à des enquêtes ou à des recensements des projets dont ils ont connaissance. Si les informations collectées de cette manière présentent l'avantage d'être fondées sur les situations micro-économiques, il n'est pas sûr qu'elles rendent compte des IDE de manière exhaustive et comparable dans le temps, ou par rapport à d'autres économies. Souvent, elles se rapportent aux nouveaux projets, mais ne suivent pas la dynamique des IDE existants. Les systèmes statistiques de balances des paiements, qui se fondent sur des concepts identiques dans les différents pays, devraient être plus performants à ces égards.

C'est cette deuxième source d'information qui est utilisée de manière privilégiée dans le présent document. Plus particulièrement, l'objectif est de présenter une vue synthétique des développements récents des relations d'investissement direct que la Belgique entretient avec le reste du monde, à l'aune de deux statistiques compilées par la Banque nationale de Belgique (BNB), à savoir les données sur les flux d'investissements directs issues de la balance des paiements, d'une part, et les résultats d'une enquête annuelle auprès des sociétés qui ont des liens de participations avec l'étranger, d'autre part.

La balance des paiements recense l'ensemble des échanges de biens, de services, de revenus et de capitaux entre les résidents et les non-résidents, dont notamment les montants des transactions financières relatives à des opérations d'IDE. Principalement collectées par la voie des paiements bancaires jusqu'en 2005, ces données sont disponibles pour la Belgique depuis 1995. Auparavant, elles étaient établies, de manière consolidée pour la Belgique et le Luxembourg, par la Banque

nationale, qui travaillait alors, pour cette activité, sous l'égide de l'Institut Belgo-Luxembourgeois du Change. Une analyse approfondie des flux d'investissements directs de et vers la Belgique a déjà été réalisée sur la base des données issues de la balance des paiements par le Bureau fédéral du Plan (Vandenhove, 2001).

L'enquête sur les investissements directs a été lancée en 1997, sa couverture pouvant être considérée comme satisfaisante depuis 1998. Elle vise à mesurer les mêmes phénomènes que les flux d'IDE de la balance des paiements, mais en s'attachant principalement à l'importance totale, notamment en termes d'encours de participations, et pas uniquement aux transactions réalisées pendant une période donnée. À plusieurs égards, les informations recueillies directement auprès des sociétés par le biais de cette enquête sont plus riches que celles fournies par les données de flux enregistrées dans la balance des paiements et permettent de ce fait de mieux prendre la mesure des activités économiques générées par les investissements dans les filiales étrangères. Disponibles à ce jour pour une période allant jusqu'à l'année 2004, ces résultats ont déjà été partiellement utilisés dans le cadre d'une étude plus vaste sur l'industrie belge réalisée en 2005¹, mais n'ont pas encore fait l'objet d'une publication par ailleurs.

Dans un souci notamment de simplification de la charge statistique des sociétés et des intermédiaires financiers, les flux d'investissements directs de la balance des paiements sont, depuis le début de 2006, également recensés à partir de cette enquête, réalisée à présent par voie électronique.

Le présent document est structuré comme suit. La section 2 passe rapidement en revue les définitions et les principaux concepts relatifs aux investissements directs et aux raisons pouvant théoriquement motiver leur réalisation. La section 3 retrace les tendances qui ont récemment caractérisé les transactions d'investissements directs à l'échelle mondiale afin de replacer celles de la Belgique dans leur contexte international. L'évolution des flux d'IDE de la Belgique, ainsi que leurs principales caractéristiques, sont décrites dans la section 4. La structure des relations d'investissement direct de la Belgique est ensuite examinée d'une manière plus approfondie dans la section 5 au moyen des données établies sur la base de l'enquête annuelle de la Banque. La section 6, enfin, résume les principaux enseignements pouvant être tirés de l'analyse des informations disponibles.

¹ Voir Robert et Dresse (2005) pour une synthèse de cette étude.

2. DEFINITIONS

Cette section présente de manière très succincte les concepts nécessaires à une bonne compréhension des données utilisées dans ce document.

2.1. Les IDE et leurs composantes

Dans son manuel décrivant les principales directives pour l'établissement de la balance des paiements, le Fonds Monétaire International (1993) définit **l'investissement direct** comme **l'acquisition d'un intérêt durable d'une entité résidente d'une économie (l'investisseur direct) dans une entreprise résidente d'une autre économie (l'entreprise d'investissement direct)**. Cet intérêt durable, qui différencie l'investissement direct de l'investissement en portefeuille de valeurs mobilières, est conditionné par **la détention d'au moins 10 p.c. des actions ordinaires ou des droits de vote de l'entreprise d'investissement direct**. Concrètement, un investissement direct peut donner lieu soit à la création d'une nouvelle entreprise, soit à l'achat de parts ou à l'augmentation du capital d'une société existante.

Les capitaux d'investissement direct, c'est-à-dire les apports de fonds de l'investisseur direct à l'entreprise d'investissement direct, peuvent être classés entre trois catégories, qui correspondent chacune à des rubriques distinctes dans la balance des paiements:

1. les investissements en **capital social**, par lesquels s'établissent les relations entre les investisseurs directs et les entreprises d'investissement direct. Les participations au capital d'une entreprise d'investissement direct peuvent être détenues soit par un lien d'appartenance direct, soit par un ou plusieurs liens d'appartenance indirects. Ces derniers relèvent des participations qui ne sont pas détenues par l'investisseur direct lui-même, mais qu'il contrôle par l'intermédiaire d'une ou de plusieurs entreprises apparentées. Sont également reprises dans la même rubrique les acquisitions de biens immobiliers effectuées par des résidents à l'étranger;
2. les **bénéfices réinvestis**, qui correspondent à la part des bénéfices non distribués de l'entreprise d'investissement direct qui revient à l'investisseur direct. Bien que ne donnant pas lieu à un transfert effectif de fonds entre les deux économies concernées², ils permettent d'accroître les moyens financiers que les investisseurs directs mettent à la disposition des entreprises d'investissement direct;

² Pour cette raison, les bénéfices réinvestis ne font pas l'objet d'une déclaration par l'investisseur direct ou par l'entreprise d'investissement direct à la balance des paiements, mais doivent être estimés. Dans le cadre de l'établissement de la balance des paiements de la Belgique, la BNB réalise cette estimation sur la base de son enquête annuelle sur les investissements directs et des données issues de la Centrale des bilans.

3. les autres transactions liées pour l'essentiel aux **prêts interentreprises** que les investisseurs directs, ou des entreprises apparentées, octroient aux entreprises d'investissement direct.

Toujours selon les définitions établies par le FMI, et en fonction de la part du capital social détenu par l'investisseur direct dans l'entreprise d'investissement direct, celle-ci peut être identifiée soit comme une **entreprise affiliée** (si l'investisseur direct détient au maximum 50 p.c. du capital social via des liens d'appartenance directs ou indirects), soit comme une **filiale** (s'il en détient plus de 50 p.c.), soit comme une **succursale** (s'il détient 100 p.c. du capital social de l'entreprise ou si celle-ci n'a pas de personnalité morale distincte). La distinction entre les entreprises affiliées et les filiales est importante dans la mesure où la détention de plus de 50 p.c. des participations au capital social octroie en principe à l'investisseur direct un contrôle absolu sur l'entreprise d'investissement direct.

2.2. Une taxinomie des déterminants des IDE

Les raisons susceptibles d'amener les entreprises à réaliser un IDE sont nombreuses et il est d'autant plus difficile de les dénombrer qu'elles peuvent se combiner. Il est toutefois possible de les ranger dans au moins une des quatre catégories énumérées par Dunning (1998):

- les IDE "**resource-seeking**", réalisés par des entreprises qui investissent dans des unités de production à l'étranger afin d'y exploiter des ressources naturelles;
- les IDE "**market-seeking**", motivés par l'opportunité d'exploiter des marchés étrangers. Ils se caractérisent généralement par l'implantation d'unités de production semblables à celles existant dans les pays d'origine des entreprises qui les réalisent et intègrent l'ensemble du processus de création de valeur ajoutée. Ils peuvent par ailleurs occasionner des économies d'échelle grâce à la répartition de certains coûts fixes (comme des dépenses de R&D, de marketing,...) sur plusieurs unités de production. En un sens, ce type d'IDE peut être considéré comme un substitut au commerce international car la production à proximité des débouchés constitue ici une alternative aux exportations vers ces derniers;

- les IDE "**efficiency-seeking**", dont l'objectif est de réaliser des gains d'efficience en opérant une segmentation internationale des activités afin de tirer parti des différences de coûts des facteurs de production ou d'autres avantages comparatifs, tels que la présence de fournisseurs. À l'inverse des IDE "market-seeking", ce type d'IDE ne vise donc pas à implanter des unités de production à proximité des lieux de vente, mais à les répartir dans plusieurs pays en fonction des avantages que ceux-ci peuvent offrir pour chaque étape de la production³. Les produits finis, issus du stade ultime de la chaîne de valeur ajoutée, peuvent ensuite être exportés vers les marchés où ils seront consommés. Tandis que les IDE "market-seeking" tendent à exercer une pression à la baisse sur le volume du commerce international, les IDE "efficiency-seeking" peuvent avoir pour effet de l'amplifier par le biais d'un accroissement des échanges intra-groupes;
- les IDE "**strategic asset-seeking**", qui se réalisent exclusivement par des fusions ou des acquisitions, tandis que les trois autres types d'IDE précités peuvent également être opérés par la création de nouvelles sociétés. Une entreprise peut recourir à des fusions et acquisitions afin de s'approprier des actifs susceptibles d'accroître sa compétitivité ou pour développer des partenariats.

Il convient par ailleurs de noter que les objectifs des trois premières catégories d'IDE peuvent aussi être rencontrés en recourant au commerce international ou à la sous-traitance à l'étranger. En effet, une entreprise souhaitant exploiter de nouveaux marchés peut simplement y exporter sa production ou accorder une licence d'exploitation à une entreprise locale. Si elle cherche à optimiser son efficience via une fragmentation internationale de ses activités, elle peut en sous-traiter une partie à une entreprise étrangère afin de bénéficier des mêmes avantages comparatifs. Il existe toutefois un certain nombre de raisons qui pourront amener les entreprises à privilégier l'option de l'investissement direct à l'étranger. Il peut par exemple s'agir de l'amortissement de certains coûts sur plusieurs unités de production ou d'éviter de disséminer des connaissances techniques leur procurant un avantage compétitif.

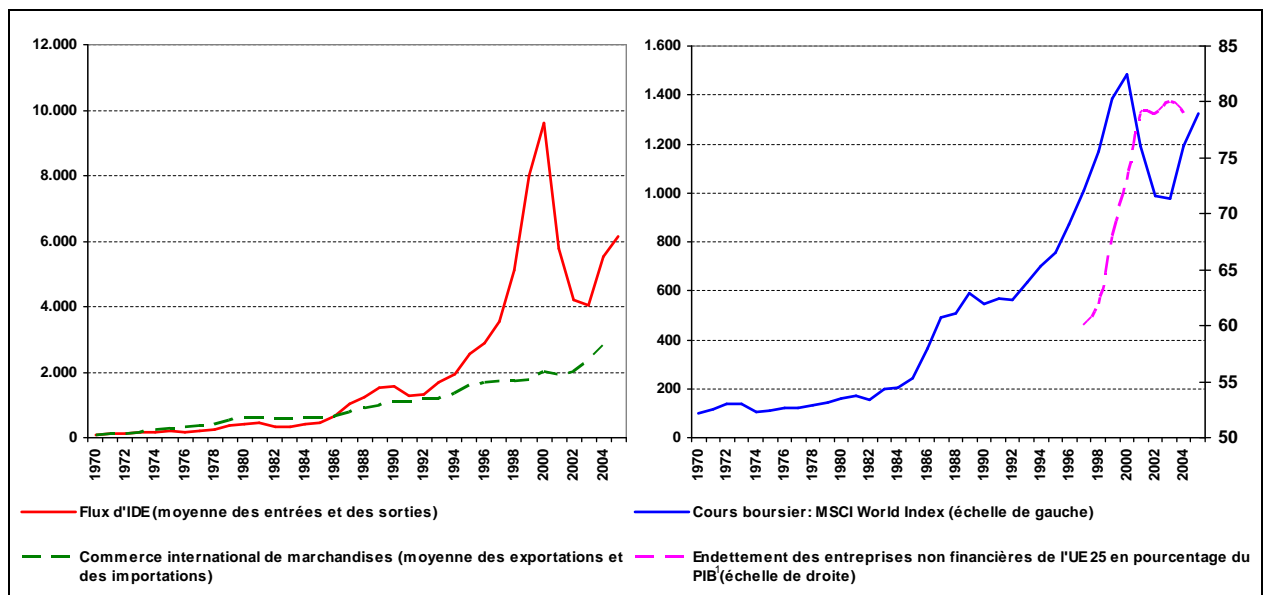
³ Un exemple classique de segmentation consiste, d'une part, à localiser les activités liées à la gestion de l'entreprise ou à la recherche et au développement dans les pays pouvant fournir un personnel suffisamment qualifié et, d'autre part, à établir des unités de production dans des pays où la main-d'œuvre est disponible en abondance et à un coût moindre.

3. LES FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS DANS LE MONDE

3.1. Tendances récentes

L'amplification des mouvements d'investissements directs est un phénomène relativement neuf. Globalement, la croissance de l'IDE est en effet restée inférieure à celle des échanges commerciaux jusqu'aux années 1980. S'ils ont connus une première expansion au cours de cette décennie, notamment dans la perspective de la mise en place du marché unique européen, leur volume s'est accru d'une manière particulièrement vigoureuse entre 1993 et 2000.

Graphique 1 – Évolution des investissements directs à l'échelle mondiale
(1970=100, sauf mention contraire)



Sources: CE, CNUCED, MSCI.

¹ L'endettement des entreprises non financières de l'UE 25 englobe ici les crédits bancaires et non bancaires et les titres autres que les actions.

Les raisons de cet essor sont multiples. L'une d'entre elles tient au fait que bon nombre de pays ont, dans les années 1990, pris des mesures visant à lever des barrières au commerce international et aux mouvements de capitaux, notamment en libéralisant certains secteurs de leurs économies, ce qui s'est entre autres traduit par une intensification de la concurrence sur certains marchés. Afin de renforcer leur compétitivité et leur présence sur le plus grand nombre possible de marchés, les entreprises ont parfois eu recours à des alliances stratégiques et à des opérations de fusions et acquisitions transfrontalières. C'est sous cette forme qu'ont été réalisés la majorité des investissements directs dans les pays industrialisés. La croissance de l'IDE mondial a également été alimentée par les progrès technologiques. Les récentes avancées en matière de technologies de l'information et des télécommunications, en particulier, ont permis de renforcer le degré

d'internationalisation des activités de services - qui représentent une part croissante de l'IDE mondial - en facilitant les échanges d'informations et une gestion intégrée des groupes multinationaux d'entreprises. Étant susceptibles de procurer des avantages compétitifs, d'autres innovations technologiques ont souvent incité des entreprises à investir davantage à l'étranger, soit dans le but de conserver le contrôle de leur propre capital technologique et de prévenir sa dissémination, soit afin de bénéficier de l'expertise d'autres firmes.

L'évolution des montants d'IDE dans le monde a aussi reflété celle des cours boursiers. Conformément à la méthodologie établie par le FMI, les flux d'IDE enregistrés dans les balances des paiements correspondent en effet à la valeur des capitaux exprimée au prix du marché en vigueur au moment du transfert des fonds entre l'investisseur direct et l'entreprise d'investissement direct. Les hausses successives des prix des actifs financiers à la fin de la dernière décennie ont ainsi considérablement élargi les montants déboursés dans le cadre d'opérations de fusions et d'acquisitions.

L'amorçage du déclin des flux mondiaux d'IDE en 2001 a d'ailleurs coïncidé avec l'éclatement de la bulle financière. Cette même année, ainsi qu'au cours des deux années suivantes, la faiblesse de l'activité économique a aussi vraisemblablement pesé sur l'IDE mondial en affectant la capacité des entreprises à libérer des fonds ou à en collecter de nouveaux sur les marchés des capitaux. La contraction des IDE entre 2001 et 2003 a également été partiellement imputée à une phase de consolidation dans plusieurs secteurs, où les sociétés ont préféré éviter d'accroître encore leur endettement après les opérations de fusions et d'acquisitions de la fin des années 1990. Celles-ci s'étant parfois avérées particulièrement onéreuses, notamment dans les secteurs liés à la "nouvelle économie", beaucoup de groupes multinationaux se sont montrés moins enclins à se lancer dans de nouvelles opérations d'investissements (OCDE, 2004). Après trois années de baisses consécutives, une augmentation du montant des échanges d'investissements directs est survenue en 2004 et s'est poursuivie en 2005.

Au cours de ces onze dernières années, les IDE ont majoritairement été opérés dans les pays industrialisés, qui en sont à la fois les principaux pourvoyeurs et les principaux destinataires. Ainsi, entre 1995 et 2005, les pays de l'Union européenne ont totalisé à eux seuls 56,9 p.c. des sorties d'IDE, c'est-à-dire les investissements directs de résidents réalisés hors de l'économie, et 42,8 p.c. des entrées d'IDE, à savoir les investissements des non-résidents dans l'économie. Les États-Unis ont quant à eux compté pour 18,9 p.c. des entrées et 17,5 p.c. des sorties. Pour ce qui concerne la Belgique, ses entrées et ses sorties d'IDE représentaient respectivement 3,4 p.c. et 3,2 p.c. du total.

Tableau 1 – Ventilation géographique des flux d'IDE mondiaux
(moyenne sur la période 1995-2005)

	En pourcentage de l'IDE mondial		En pourcentage du PIB		
	entrées ¹	sorties ²	entrées ¹	sorties ²	entrées nettes ³
Pays développés	68,9	87,9	2,0	2,4	-0,4
Union européenne	42,8	56,9	3,2	4,1	-0,9
dont: Belgique	3,4	3,2	9,0	8,2	0,8
Allemagne	5,4	6,4	1,8	2,0	-0,2
France	5,3	10,3	2,4	4,5	-2,1
Luxembourg	2,7	3,1	87,1	97,8	-10,7
Pays-Bas	4,0	6,6	6,6	10,4	-3,8
dix nouveaux membres	2,6	0,3	4,7	0,5	4,2
États-Unis	18,9	17,5	1,4	1,3	0,2
Japon	0,7	4,2	0,1	0,7	-0,5
Autres pays développés	6,5	9,3	2,5	3,5	-1,0
Pays en développement	31,1	12,1	3,0	1,1	1,9
Asie et Océanie	16,3	7,4	2,8	1,2	1,6
dont Chine	6,6	0,4	4,1	0,3	3,8
Amérique latine et Caraïbes	10,7	3,7	3,9	1,3	2,6
Europe du Sud-est et CEI	2,2	0,8	2,6	0,8	1,7
dont Fédération de Russie	0,8	0,7	1,4	1,2	0,2
Afrique	1,9	0,2	2,3	0,2	2,0
Total	100,0	100,0	2,2	2,1	0,1

Sources: CNUCED, BNB.

¹ Investissements directs étrangers dans l'économie.

² Investissements directs de l'économie à l'étranger.

³ Différence entre les investissements directs de l'étranger dans l'économie et ceux de l'économie à l'étranger.

Les pays développés demeurent pour la plupart des investisseurs nets à l'étranger, leurs investissements sortants ayant été, en moyenne, supérieurs à leurs investissements entrants entre 1995 et 2005. Au cours de la même période, les économies émergentes, telles que la Chine ou les dix pays ayant adhéré à l'Union européenne en 2004, ont été des bénéficiaires nets d'investissements directs, leurs entrées nettes d'IDE avoisinant en moyenne 4 p.c. de leurs PIB. Les afflux d'investissement directs ont également été importants dans les pays d'Amérique latine à la suite des programmes de privatisation d'entreprises publiques qui y ont été menés. Les IDE dans les pays d'Europe du Sud-est et de la Communauté des États Indépendants (CEI) ont quant à eux été principalement concentrés dans les pays riches en ressources naturelles, et portaient généralement sur l'exploitation de gisements et la mise en place d'infrastructures de transport de produits énergétiques⁴.

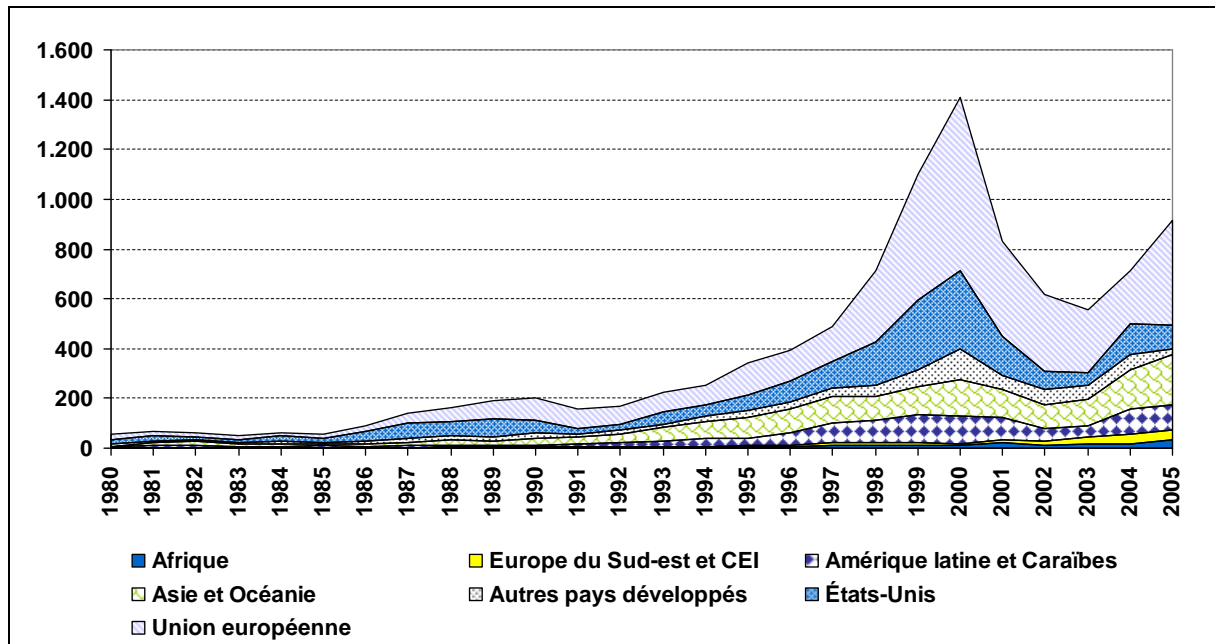
La forme des IDE est très différente selon qu'ils sont réalisés dans les pays développés ou dans les économies émergentes. Les fusions et acquisitions ont totalisé environ 80 p.c. des flux d'IDE

⁴ Cf. Shiells, 2003.

entrants dans les pays industrialisés, mais n'ont concerné que 30 p.c. des IDE à destination des pays en développement. La majorité des flux d'investissement direct vers ces pays s'est donc traduite par la création de nouvelles entreprises.

Exprimés en pourcentage du PIB, les montants des entrées et des sorties d'IDE sont relativement élevés dans le cas de la Belgique. Ceci résulte principalement de la présence des centres de coordination qui jouent un rôle de plaque tournante financière en réallouant des fonds reçus de l'étranger à des entreprises appartenant au même groupe qu'elles. Un rôle d'intermédiation est aussi souvent assumé par des sociétés établies aux Pays-Bas et, dans une mesure encore beaucoup plus large, au Luxembourg.

Graphique 2 - Entrées d'IDE¹ par groupes de pays
(en milliards de dollars)



Source: CNUCED.

¹ Investissements directs étrangers dans l'économie.

Si les statistiques pour l'ensemble de la période 1995-2005 font apparaître une large prédominance des pays industrialisés dans les totaux des entrées et des sorties d'IDE, les évolutions récentes se sont caractérisées par une nette progression de la part des pays en développement dans les entrées. En particulier, la reprise des flux d'investissements directs survenue en 2004 est en grande partie imputable aux investissements dans les pays en développement ou, du moins, dans les plus avancés d'entre eux. Dans son *World Investment Report* de 2005, la CNUCED⁵ attribue

⁵ CNUCED: Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement.

l'augmentation des investissements directs vers ces pays aux pressions concurrentielles subies par les entreprises, incitant celles-ci à trouver de nouveaux moyens d'améliorer leur compétitivité, soit en se positionnant sur de nouveaux marchés, soit en rationalisant leurs activités de production en dégageant des économies d'échelles ou en réduisant leurs coûts de production. L'augmentation du prix des matières premières, en particulier celle des prix des produits énergétiques, ont par ailleurs contribué à stimuler les IDE à destination de pays riches en ressources naturelles. Toutefois, la nouvelle hausse de l'IDE mondial observée en 2005 a quant à elle été alimentée par de nombreuses opérations de fusions et acquisitions internationales dans les pays développés, comme cela fut déjà le cas à la fin des années 1990.

3.2. Le rôle de l'investissement étranger dans les stratégies des entreprises multinationales

Les données de flux d'IDE collectées par les systèmes statistiques de balance des paiements ne fournissent pas directement d'information sur les motivations des sociétés qui en sont à l'origine. Néanmoins, les constatations que les IDE se concentrent encore largement dans les pays développés présentant des caractéristiques économiques similaires (notamment en termes de coûts de production) et qu'ils sont principalement effectués sous la forme d'opérations de fusions et d'acquisitions suggèrent qu'ils s'inscrivent majoritairement dans le cadre de stratégies visant l'exploitation des marchés étrangers et/ou l'appropriation d'actifs stratégiques.

Diverses études⁶ ont cependant mis au jour une propension croissante des entreprises multinationales à opter pour une intégration verticale de leurs structures de production, ce qui se traduirait donc par une importance accrue des motivations de type "efficiency-seeking" dans les flux d'IDE, ainsi que par une expansion des échanges intra-groupe. Il apparaît toutefois que les stratégies de production et de distribution mises en place par les entreprises multinationales présentent généralement des schémas bien plus complexes que ceux représentés par une taxinomie théorique telle que celle décrite dans la section précédente et sont par conséquent bien plus difficile à appréhender. Il est par exemple possible que des filiales s'inscrivent dans une stratégie de segmentation des activités des groupes auxquels elles appartiennent en assumant seulement des fonctions de distribution ou des activités de support administratif ou logistique à destination d'entreprises liées.

C'est aussi à cette dynamique de fragmentation de la chaîne de production et, d'une manière plus générale, aux IDE dans les pays à bas salaires qu'est souvent associée la problématique des délocalisations. Pourtant, le lien entre les IDE et les transferts d'activités vers l'étranger demeure

⁶ Voir OCDE (2002) pour une revue de la littérature sur ce sujet.

assez confus. En principe, les délocalisations d'activités ne concernent que les IDE "efficiency-seeking", les IDE "market-seeking" n'ayant que peu d'implication sur les activités dans le pays d'origine s'ils ne visent pas des débouchés déjà desservis via des exportations. Si une partie des IDE - en particulier ceux destinés à des pays en voie de développement - concerne indubitablement des délocalisations d'activités dans le cadre de stratégies "efficiency-seeking", les statistiques disponibles en matière d'investissements directs n'apportent aucune indication quant à la nature exacte des activités que ces opérations permettent de financer. L'identification des investissements liés à des délocalisations est d'autant plus difficile que, comme souligné plus haut, les stratégies de segmentation des activités adoptées par les entreprises multinationales peuvent s'avérer très complexes dans la réalité et que la mise en place de structures de production fragmentées peut aussi concerner des activités encore inexistantes.

Par ailleurs, les IDE "efficiency-seeking" ne sont qu'une des deux modalités des délocalisations. L'alternative consiste à faire appel à des entreprises étrangères, avec lesquelles il n'existe pas de lien d'investissement direct, pour externaliser une partie ou l'entièreté des activités de production. Cette deuxième modalité ne laisse naturellement aucune empreinte dans les statistiques d'investissements directs. Comme les délocalisations opérées via des IDE, elle peut néanmoins affecter le solde commercial à la suite de l'abandon d'activités donnant lieu à des exportations, et également en raison du fait que certains biens et services destinés à être consommés dans l'économie doivent être dès lors importés.

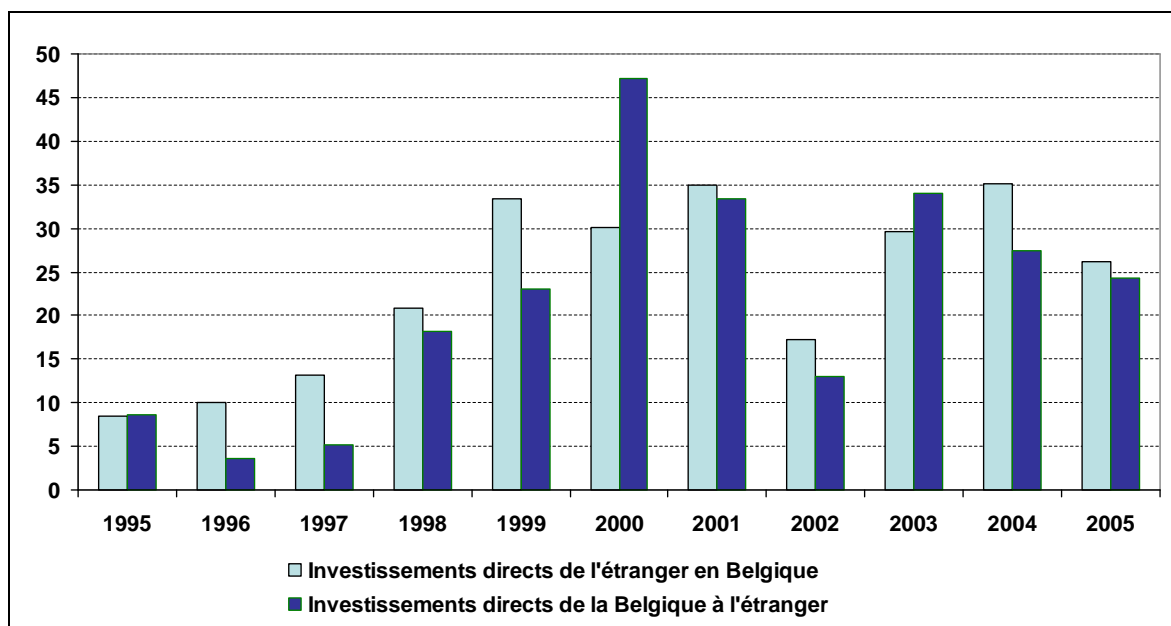
Pour ces diverses raisons, il serait donc vain de tenter d'appréhender et de quantifier des phénomènes de délocalisations sur la seule base de statistiques relatives aux IDE.

4. ÉVOLUTION DES FLUX D'IDE DE ET VERS LA BELGIQUE

4.1. Évolutions globales

Les principales tendances des IDE au niveau mondial se sont également manifestées en Belgique. En particulier, les montants des transactions se sont fortement accrus entre 1997 et 2000, notamment sous l'impulsion des fusions et acquisitions opérées dans le secteur bancaire. Par la suite, le montant des IDE s'est contracté dès 2001 pour les investissements de la Belgique à l'étranger. Leur nouvelle diminution en 2002 a été accompagnée d'un repli de même ampleur des entrées d'IDE. Comme au niveau mondial, un certain regain du flux d'IDE est survenu en 2003 et en 2004, mais il ne s'est toutefois pas poursuivi en 2005.

Graphique 3 – Flux d'investissements directs de et vers la Belgique
(milliards d'euros)



Source: BNB.

De même que dans la plupart des économies industrialisées, les entrées et sorties d'IDE en Belgique ont suivi des évolutions très analogues. Cela s'est traduit par des soldes des transactions liées aux investissements directs assez faibles en regard des montants des flux bruts entrants et sortants.

Au-delà de ces similitudes, les IDE de la Belgique sont marqués de certaines spécificités, notamment l'influence de quelques grosses opérations sporadiques sur les mouvements globaux d'IDE, du fait de la base réduite de ceux-ci, et les compositions très différentes des entrées et sorties d'IDE, même si, au total, le solde net de ces transactions est généralement faible. En particulier, s'agissant de ce dernier point, les investissements directs de l'étranger en Belgique consistent principalement en des injections en capital social, tandis que les investissements des sociétés belges à l'étranger prennent beaucoup plus largement la forme de prêts interentreprises. La part des bénéficiaires réinvestis a quant à elle été le plus souvent assez marginale, tant pour les investissements entrants que sortants.

Tableau 2 – Structure des flux d’investissements directs en Belgique
(milliards d’euros)

	Moyenne 1995-1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
De l'étranger en Belgique	17,1	30,1	34,9	17,3	29,7	35,1	26,2
Capital social	12,2	20,0	32,2	8,8	23,2	25,7	24,5
<i>dont centres de coordination</i>	<i>2,0</i>	<i>11,2</i>	<i>6,9</i>	<i>-0,6</i>	<i>11,4</i>	<i>11,8</i>	<i>1,7</i>
Bénéfices réinvestis	1,2	1,3	1,8	0,6	-0,5	2,8	2,9
Prêts interentreprises	3,7	8,8	0,9	7,9	7,0	6,5	-1,1
<i>dont centres de coordination</i>	<i>0,9</i>	<i>6,1</i>	<i>6,1</i>	<i>2,4</i>	<i>6,0</i>	<i>4,1</i>	<i>4,9</i>
De la Belgique à l'étranger	11,7	47,2	33,4	13,0	34,0	27,4	24,3
Capital social	5,3	17,8	15,9	5,0	12,2	14,2	16,0
Bénéfices réinvestis	0,7	1,9	0,0	-0,3	1,4	3,0	3,0
Prêts interentreprises	5,7	27,5	17,5	8,3	20,3	10,2	5,3
<i>dont centres de coordination</i>	<i>3,3</i>	<i>18,8</i>	<i>14,4</i>	<i>8,4</i>	<i>13,2</i>	<i>11,1</i>	<i>4,5</i>
Flux net de l'étranger en Belgique	5,4	-17,1	1,5	4,2	-4,3	7,7	1,9
<i>dont centres de coordination</i>	<i>-0,4</i>	<i>-1,5</i>	<i>-1,3</i>	<i>-6,6</i>	<i>4,1</i>	<i>4,8</i>	<i>2,2</i>
<i>dont autres entreprises</i>	<i>5,8</i>	<i>-15,6</i>	<i>2,9</i>	<i>10,8</i>	<i>-8,4</i>	<i>2,8</i>	<i>-0,2</i>

Sources: BNB.

Ce profil structurel particulier s’explique par la présence en Belgique des centres de coordination. Entre 1995 et 2005, les flux financiers transitant par eux représentaient une proportion considérable des transactions liées aux investissements directs, puisqu’ils ont compté pour 33 p.c. des investissements directs de l’étranger en Belgique et pour 36 p.c. des investissements directs de la Belgique à l’étranger⁷.

La prépondérance des investissements en capital social dans les investissements directs destinés aux centres de coordination, et l'exclusivité des prêts interentreprises dans ceux qu'ils effectuent à l'étranger, trouvent leur origine dans le statut juridique et fiscal particulier dont ces sociétés bénéficient⁸. Les centres de coordination, qui doivent nécessairement faire partie d'un groupe multinational, ont pour unique objet la centralisation de certains services au profit exclusif d'autres sociétés de leurs groupes, plus particulièrement leurs opérations financières. Ils ne sont pas autorisés à détenir des participations dans d'autres sociétés et ne réalisent donc pas d'investissements en capital social. En revanche, ils contribuent au financement des autres sociétés de leurs groupes via des prêts interentreprises. La structure des flux financiers transitant par les centres de coordination permet aux sociétés liées qui bénéficient des prêts d'en déduire les intérêts

⁷ Les chiffres relatifs aux centres de coordinations cités dans le présent document se réfèrent aux 224 sociétés bénéficiant de ce statut au mois de mars 2005. La liste de ces sociétés nous a été fournie par le SPF Finances.

⁸ Le régime fiscal des centres de coordination est décrit de manière plus détaillée en annexe.

de leur base imposable, tandis que les résultats des centres de coordination, distribués sous la forme de dividendes à la maison mère, bénéficient d'un traitement fiscal favorable.

En dépit de leur importance, les montants des prêts octroyés par les centres de coordination, d'une part, et les fonds que ceux-ci reçoivent de l'étranger pour les financer, d'autre part, tendent globalement à s'équilibrer. De ce fait, leur influence sur le solde des transactions liées aux investissements directs – et par conséquent sur l'ensemble de la balance des paiements – demeure le plus souvent limitée. Néanmoins, comme ils varient au gré des besoins de financement des différentes filiales de leurs groupes, les flux d'investissements directs dans les centres de coordination sont aussi relativement volatils et ont dès lors largement contribué aux importantes variations des investissements en capital social observées depuis 2000. Ils expliquent notamment le recul des IDE de la Belgique en 2005.

4.2. Évolutions hors centres de coordination

Comme les centres de coordination ne font le plus souvent que réacheminer les fonds qu'ils reçoivent sous la forme de prêts vers des entreprises liées, leur prise en compte dans les statistiques sur les investissements directs tend à biaiser à la hausse l'importance perçue des sources de financement extérieures dont bénéficient réellement les entreprises résidentes.

Toutefois, même en excluant les flux financiers transitant par les centres de coordination, les montants des IDE de la Belgique demeurent relativement élevés, en moyenne de l'ordre de 5,7 p.c. du PIB pour les entrées d'IDE et de 5 p.c. pour les sorties d'IDE entre 1995 et 2005, contre environ 3 à 4 p.c. dans l'Union européenne. Mesurés de cette manière, ils présentent aussi une évolution plus régulière, gommant le recul observé en 2005 pour le total des IDE. Leur structure est également plus équilibrée et plus comparable à celle des autres pays, puisque les opérations en capital social dominant tant les entrées que les sorties d'IDE.

Tableau 3 – Structure des flux d'investissements directs en Belgique, hors centres de coordination
(hors bénéficiaires réinvestis; milliards d'euros)

	Moyenne 1995-1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
De l'étranger en Belgique	13,0	11,5	20,1	14,8	12,8	16,3	16,7
Capital social	10,2	8,8	25,3	9,4	11,8	13,9	22,8
<i>dont: industrie manufacturière</i>	0,8	1,1	0,9	0,3	3,0	3,1	3,4
<i>services marchands</i>	5,3	6,1	20,5	7,8	7,6	7,9	3,2
Prêts interentreprises	2,8	2,7	-5,2	5,5	1,0	2,4	-6,0
De la Belgique à l'étranger	7,8	26,5	19,0	4,9	19,3	13,2	16,8
Capital social	5,3	17,8	15,9	5,0	12,2	14,2	16,0
<i>dont: industrie manufacturière</i>	0,2	3,6	0,0	1,2	2,3	13,4	8,3
<i>services marchands</i>	4,6	12,7	15,0	4,4	7,9	0,7	6,3
Prêts interentreprises	2,5	8,7	3,1	-0,2	7,1	-0,9	0,8
Flux net de l'étranger en Belgique	5,2	-15,0	1,0	10,0	-6,5	3,1	-0,1

Sources: BNB.

Note: l'industrie manufacturière correspond à l'industrie hors énergie et construction, soit les codes NACE-BEL 15 à 37. Les services marchands englobent quant à eux les codes NACE-BEL 60 à 74.

Même abstraction faite des centres de coordination, les sociétés opérant dans le secteur des services marchands ont été les plus actives dans les échanges de participations entre entreprises belges et étrangères au cours des dernières années. Sur l'ensemble de la période allant de 1995 à 2005, les IDE des entreprises de services constituaient 57 p.c. des investissements entrants et 60 p.c. des investissements sortants, tandis que les entreprises actives dans l'industrie manufacturière entraînent à hauteur de 15 et 34 p.c. dans les mêmes totaux.

Pour la seconde moitié des années 1990, cette prépondérance des services est partiellement imputable aux fusions et acquisitions opérées dans le secteur bancaire et, dans une moindre mesure, à l'absorption par un groupe français d'une importante société de holding belge. Durant les années suivantes, notamment en 2001, d'autres mouvements de capitaux très importants ont été enregistrés dans le secteur des télécommunications.

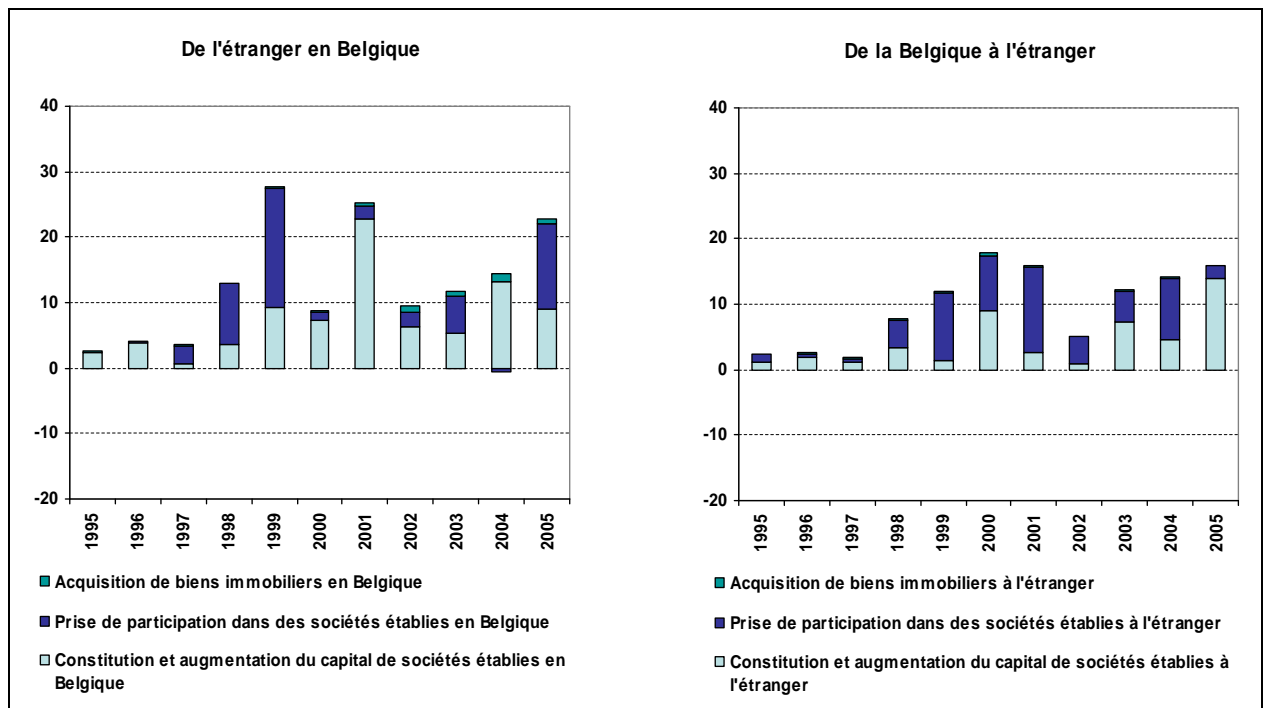
Dans l'industrie manufacturière, une large part des entrées et sorties d'IDE a résulté d'opérations sporadiques impliquant seulement un nombre restreint d'entreprises, parmi lesquelles certaines sont surtout actives dans le secteur de la chimie et de la pétrochimie. Les échanges de participations s'inscrivant dans le cadre de la constitution d'un groupe brassicole belgo-brésilien en 2004 ont également représenté une part significative dans le total des investissements industriels. Les montants de sorties d'investissements directs les plus élevés émanant de l'industrie manufacturière ont été enregistrés en 2004, à la suite de la mise en place en Hongrie d'une filiale

d'un grand groupe pétrochimique et en 2005, lors de l'augmentation de son capital. Ces deux opérations ont été effectuées par l'intermédiaire d'une société établie en Belgique.

L'entrée d'IDE la plus importante enregistrée en 2005 ne l'a pas été par une entreprise industrielle ou de service, mais par le principal opérateur d'électricité belge à la suite de sa reprise par un groupe français.

Au cours de la période examinée, les investisseurs étrangers semblent avoir maintenu un intérêt constant pour le développement de leurs activités sur le territoire belge. D'ailleurs, la majeure partie des investissements en capital social dont a bénéficié la Belgique, même déduction faite de ceux destinés au financement des centres de coordination, se rapporte soit à des constitutions de nouvelles sociétés, soit à des augmentations du capital de sociétés existantes, tandis que les prises de participation dominent les investissements des sociétés belges à l'étranger. Ceci pourrait suggérer qu'une large part des entrées d'IDE a donné lieu à un renforcement des capacités de production de l'économie belge.

Graphique 4 - Investissements en capital social par nature économique, hors centres de coordination
(milliards d'euros)



Source: BNB.

À la lumière d'un examen approfondi des déclarations des entreprises à la balance des paiements, il s'avère cependant que, au cours de ces dernières années, certains groupes multinationaux ont augmenté le capital de leurs filiales belges en vue de financer des investissements dans des pays

tiers, comme dans l'exemple évoqué plus haut. En définitive, dans de tels cas, les montants parfois élevés d'investissements en capital social liés aux constitutions et augmentations de capital de sociétés implantées en Belgique ne bénéficient pas à celles-ci. Étant seulement la contrepartie d'investissements sortants, ils s'inscrivent en réalité dans le cadre de la mise en place de structures de participations complexes entre entreprises liées. Concomitamment avec les flux transitant par les centres de coordination, de telles opérations expliquent ainsi les évolutions analogues des entrées et des sorties d'IDE. Ces phénomènes ne sont certainement pas propres à la Belgique.

L'examen détaillé des données de flux d'investissements directs met donc en exergue un certain nombre de leurs limites pour l'analyse des effets réels sur l'économie. Celles-ci trouvent pour l'essentiel leur origine dans leur nature financière: il est en effet difficile d'associer les mouvements de capitaux enregistrés dans la balance des paiements à l'utilisation finale qui en est faite, c'est-à-dire aux opérations que ces fonds sont supposés contribuer à financer. En particulier, on ne dispose d'aucun renseignement permettant de déterminer la part des IDE dont bénéficie une économie qui est consacrée à la formation de capital physique. Les opérations d'investissements directs se caractérisant aussi par leur sporadicité, il est en outre malaisé de dégager une tendance claire dans leur évolution ou de donner une réelle interprétation économique à celle-ci, par exemple en la confrontant à l'évolution des déterminants fondamentaux qui pourraient contribuer à l'expliquer.

5. RESULTATS DE L'ENQUETE SUR LES INVESTISSEMENTS DIRECTS

Si les données de flux enregistrées dans la balance des paiements ne permettent pas d'établir un lien entre les investissements directs étrangers et l'activité économique réelle, certains résultats de l'enquête annuelle sur les investissements directs conduite par la Banque fournissent néanmoins quelques éléments permettant de mettre en lumière leur importance dans l'économie belge.

5.1. L'enquête sur les investissements directs de la Banque nationale

Depuis 1997, le service de la Balance des paiements de la Banque nationale de Belgique réalise une enquête auprès des entreprises belges dans le but de recenser leurs encours d'investissements directs à l'étranger, ainsi que les encours des investissements directs de l'étranger dont elles ont bénéficiés. Cette enquête est adressée à un échantillon d'entreprises sélectionnées sur la base d'un certain nombre de critères comptables⁹. Seules les entreprises se

⁹ Il s'agit plus précisément des entreprises qui rencontrent au moins l'un des trois critères suivants:

- actifs financiers excédant 5 millions d'euros;
- fonds propres supérieurs à 10 millions d'euros;
- total du bilan se situant au-delà de 25 millions d'euros.

trouvant dans une relation d'investissement direct sont toutefois tenues de compléter les différents questionnaires que comporte l'enquête. Conformément aux définitions établies par le FMI, il s'agit donc de celles qui détiennent, via des liens d'appartenance directs ou indirects, au moins 10 p.c. des actions ordinaires ou des droits de vote d'entreprises établies à l'étranger, ainsi que celles qui sont détenues à concurrence du même pourcentage par une ou plusieurs sociétés non résidentes.

Le contenu des questionnaires à compléter concerne principalement:

- la **structure de l'actionariat** en amont et en aval de l'entreprise, qui permet d'identifier ses éventuels actionnaires étrangers et/ou les sociétés étrangères dans lesquelles elle détiendrait des participations;
- les **capitaux propres**: associés aux taux de participation des investisseurs directs dans les entreprises d'investissements directs, ceux-ci permettent d'obtenir une estimation des encours de capitaux propres des sociétés belges détenus par des sociétés étrangères et inversement. Leur définition étant analogue aux capitaux propres du bilan comptable, ils regroupent le capital social, les primes d'émission, les plus-values de réévaluation, les réserves et les résultats reportés. Par rapport aux rubriques de la balance des paiements, ils correspondent donc à la somme du capital social et des bénéfices réinvestis estimés selon leur valeur comptable;
- les **prêts interentreprises**, qui englobent les prêts contractés entre entreprises résidentes et non résidentes unies par un lien de participation, ainsi que ceux contractés avec des sociétés sœurs¹⁰;
- dans le cas spécifique des filiales d'entreprises belges à l'étranger, le **chiffre d'affaires** et le **nombre de personnes employées** par celles-ci. Il s'agit là d'informations destinées à permettre l'établissement des statistiques dites "FATS" (pour *foreign affiliates statistics*).

L'un des intérêts de cette enquête réside dans le fait qu'elle permet de prendre en compte aussi bien les liens d'appartenance directs que les liens d'appartenance indirects, alors que les chiffres relatifs aux investissements en capital social issus de la balance des paiements ne portent que sur les prises de participation directes. Pour rappel, les liens d'appartenance indirects se rapportent aux relations d'investissement dans lesquelles des investisseurs directs contrôlent des entreprises non résidentes, à hauteur d'au moins 10 p.c. de leurs capital social, par l'intermédiaire d'une ou de plusieurs autres entreprises affiliées.

¹⁰ Des entreprises sont considérées comme des sociétés sœurs dès lors qu'elles dépendent d'une même maison mère, sans être nécessairement unies par un lien de participation.

Cette distinction entre liens d'appartenance directs et indirects est disponible pour les statistiques d'encours de capitaux propres et de prêts interentreprises¹¹. En principe, le même concept devrait s'appliquer aux statistiques relatives aux filiales, pour lesquelles le critère de détention à plus de 50 p.c. devrait concerner tant les liens d'appartenance directs que les liens d'appartenance indirects. Dans la pratique, les liens d'appartenance indirects ne sont pas tous aisément identifiables, les structures d'actionariat de certains groupes multinationaux pouvant s'avérer parfois très complexes. C'est la raison pour laquelle les statistiques FATS pour la Belgique, dans leur forme actuelle, se basent uniquement sur un critère de contrôle direct.

Depuis 2006, les entreprises répondent à l'enquête au moyen d'un formulaire en ligne. Celui-ci devrait permettre de faciliter le traitement des informations qu'elles fournissent au sujet de la structure de leur actionariat et, par là, de mieux identifier les entreprises qui sont également contrôlées par une entité non résidente par le biais d'un ou de plusieurs liens d'appartenance indirects. De cette manière, il devrait également rendre possible l'identification de l'actionnaire ultime des entreprises résidentes.

Le nombre d'entreprises ayant répondu à l'enquête a sensiblement augmenté entre 1998 et 2004, passant de 2.312 à 3.634. Cet accroissement tient en partie à l'augmentation du taux de couverture de l'enquête à la suite de l'introduction de nouveaux critères d'échantillonnage en 2001. L'élargissement de la population à laquelle elle s'adresse n'a cependant pas donné lieu à une rupture importante dans les séries statistiques, les entreprises ajoutées à l'échantillon entre 2000 et 2001 ne comptant que pour une part relativement peu importante du total des encours d'IDE. On estime en effet que, depuis 1998, après une année de rodage en 1997, l'enquête couvre l'essentiel des entreprises entretenant des relations d'investissement direct avec l'étranger. La réduction de l'échantillon de 152 unités en 2004 s'explique principalement par le fait que certaines des entreprises ayant déclaré avoir des liens d'investissement direct avec l'étranger en 2003 n'en avaient plus l'année suivante.

¹¹ Il convient toutefois de noter que les pays qui établissent des statistiques relatives aux encours d'investissement directs sur la base de données comptables se fondent en général sur un principe de consolidation et ne prennent dès lors en considération que les liens d'appartenance directs. La plupart des données utilisées ci-après, qui additionnent relations directes et indirectes, ne sont donc pas entièrement comparables à celles publiées pour d'autres pays.

Tableau 4 – Nombre d'entreprises ayant répondu à l'enquête annuelle sur les investissements directs
(unités)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Nombre total de réponses	2.312	2.315	2.431	3.448	3.530	3.786	3.634
Relations d'IDE (participation directe ou indirecte de plus de 10 p.c.)							
(1) À la fois investisseurs directs et entreprises d'investissement direct	484	520	565	730	777	854	821
<i>dont avec lien d'appartenance indirect</i>	97	112	139	178	188	194	188
(2) Uniquement investisseurs directs	582	537	515	769	730	730	747
(3) Uniquement entreprises d'investissement direct	1.246	1.258	1.351	1.949	2.023	2.202	2.066
<i>dont avec lien d'appartenance indirect</i>	238	270	322	578	583	588	571
(1)+(2) Nombre total d'investisseurs directs	1.066	1.057	1.080	1.499	1.507	1.584	1.568
(1)+(3) Nombre total d'entreprises d'investissement direct	1.730	1.778	1.916	2.679	2.800	3.056	2.887
Relations de filiale (participation directe de plus de 50 p.c.)							
Filiales étrangères en Belgique	1.268	1.266	1.325	1.726	1.816	2.063	1.928
Filiales d'entreprises belges à l'étranger	2.408	2.480	2.840	3.732	3.899	4.012	3.856

Source: BNB.

Parmi les répondants, le gain d'importance des entreprises liées à des investisseurs directs étrangers via des liens d'appartenance indirects est significatif, puisqu'elles représentaient plus du cinquième des entreprises ayant répondu à l'enquête pour l'année 2004, contre 14 p.c. pour 1998. Cette évolution témoigne d'une complexité croissante des liens de participation au sein des groupes multinationaux.

Sur les 3.634 sociétés qui ont participé à l'enquête en 2004, 2.066 (soit 56,9 p.c. du total) déclaraient être au moins partiellement contrôlées par des actionnaires étrangers, sans elles-mêmes détenir des participations à l'étranger. Il convient de noter que la disproportion apparente par rapport aux 747 entreprises belges (soit 20,6 p.c. du total) qui détiennent des IDE sans être liées à des actionnaires étrangers résulte en partie de la nature de l'enquête. En effet, les sociétés belges y sont comptabilisées chacune séparément, mais elles peuvent le cas échéant compter plusieurs sociétés d'investissements directs à l'étranger. 821 répondants (soit 22,6 p.c. du total) sont à la fois des entreprises d'investissements directs et des investisseurs directs. Étant des maillons de chaînes de participations unifiant des groupes multinationaux, les sociétés concernées peuvent contribuer à expliquer le fait que, dans les statistiques de la balance des paiements, des flux d'investissements de l'étranger vers la Belgique coïncident souvent avec des sorties simultanées d'investissements de la Belgique vers l'étranger.

Sur les 2.887 entreprises belges détenues entièrement ou en partie par l'étranger, 1.928 sont des filiales directes d'entreprises étrangères, tandis que les 1.568 entreprises résidentes détenant des participations en dehors de la Belgique auraient, dans leur ensemble, 3.856 filiales à l'étranger, sans en être nécessairement les actionnaires ultimes étant donné que nombre d'entre elles sont elles-mêmes des filiales d'entreprises non résidentes. Ce dernier chiffre diffère sensiblement du nombre de filiales d'entreprises belges recensées dans la base de données "BELMOFI" constituée par le Bureau fédéral du Plan (cf. Joos et Spinnewyn, 2003). Celle-ci comptait 15.742 filiales d'entreprises belges à l'étranger pour l'année 2001. Cette divergence considérable entre les deux sources tient probablement en grande partie aux différences dans les définitions utilisées. La base de données BELMOFI englobe les entreprises non résidentes détenues à hauteur d'au moins 10 p.c. de leur capital par des entreprises établies en Belgique tandis que la méthodologie établie par le FMI, et appliquée par la Banque, ne qualifie les entreprises de "filiale" qu'à partir d'un seuil de 50 p.c. De plus, la base de données BELMOFI prend également en considération des liens d'appartenance indirects, tandis que les statistiques FATS présentées ici ne tiennent compte que des liens d'appartenance directs.

5.2. Évolutions globales

Tant les encours d'IDE de la Belgique à l'étranger que ceux de l'étranger en Belgique, tels qu'ils sont estimés sur la base de l'enquête annuelle, ont été marqués par une hausse continue entre 1998 et 2001. Les années suivantes se sont caractérisées par un ralentissement de la croissance des encours de capitaux étrangers investis en Belgique, tandis que les participations belges à l'étranger ont, pour leur part, poursuivi leur progression à un rythme régulier. En dépit du ralentissement de leur progression, les participations étrangères dans des entreprises résidentes, en tenant compte des liens d'appartenance indirects, totalisaient 300 milliards d'euros en 2004, soit 104 p.c. du PIB. Elles demeuraient ainsi à un niveau nettement plus élevé que le montant de 189 milliards d'euros (soit 65,6 p.c. du PIB) atteint par les capitaux propres détenus à l'étranger par les entreprises belges.

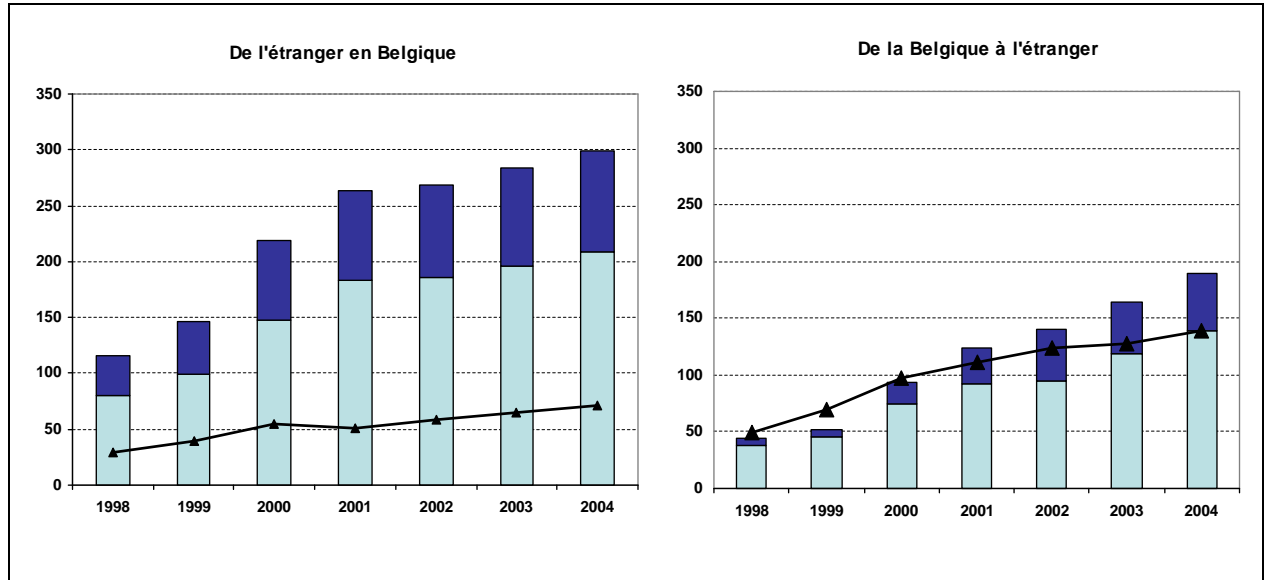
Si elle est restée stable pour les encours des participations étrangères en Belgique, la part des encours de capitaux propres détenus à l'étranger par des entreprises résidentes via des liens d'appartenance indirects a progressé de façon régulière. En 2004, ils représentaient ainsi 26,2 p.c. des participations contrôlées par des entreprises belges à l'étranger, contre 14,8 p.c. en 1998.

La différence la plus notable entre les encours des entrées et des sorties d'IDE se situe dans l'importance des prêts interentreprises accordés à l'étranger par les entreprises belges. En 2004, ceux-ci se chiffraient à 139,2 milliards d'euros, soit presque le double des dettes interentreprises des sociétés résidentes vis-à-vis de l'étranger, qui s'élevaient quant à elles à 71,8 milliards d'euros.

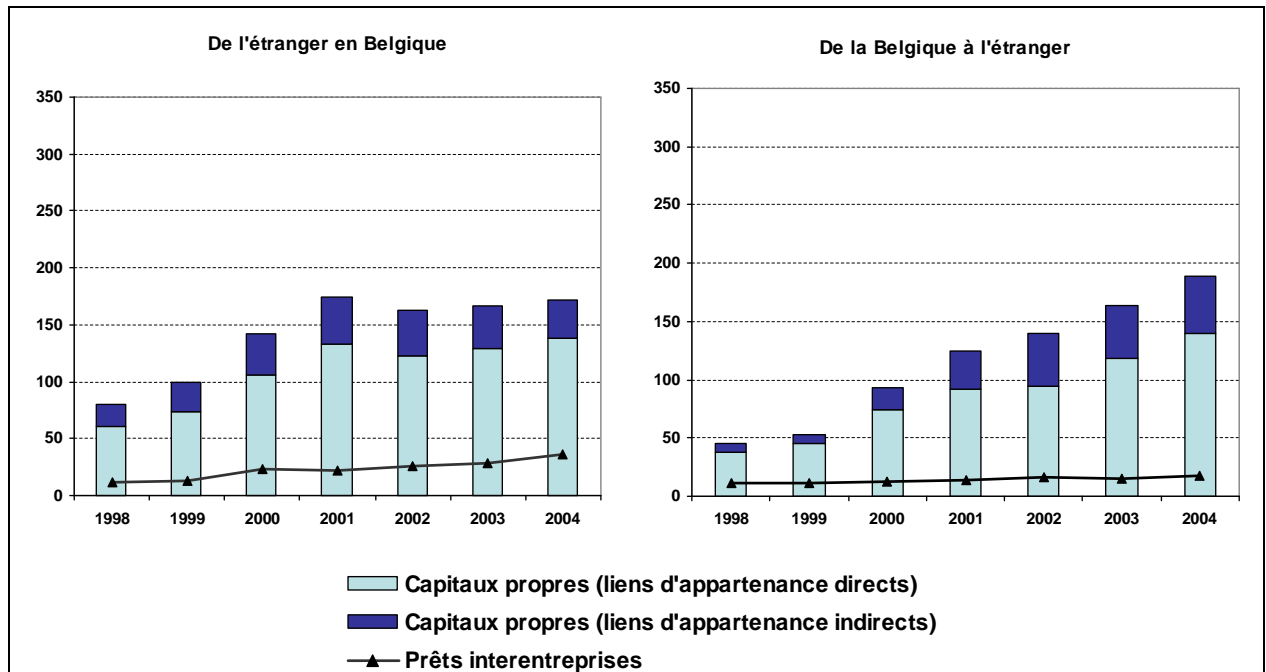
Comme l'avait déjà révélé l'analyse des statistiques de flux, cette marge résulte principalement de l'activité des centres de coordination qui, en 2004, totalisaient à eux seuls 87,2 p.c. des créances sur des entreprises liées établies à l'étranger et 49,1 p.c. des dettes envers ces dernières.

Graphique 5 - Encours des investissements directs étrangers
(milliards d'euros)

Avec les centres de coordination



Hors centres de coordination



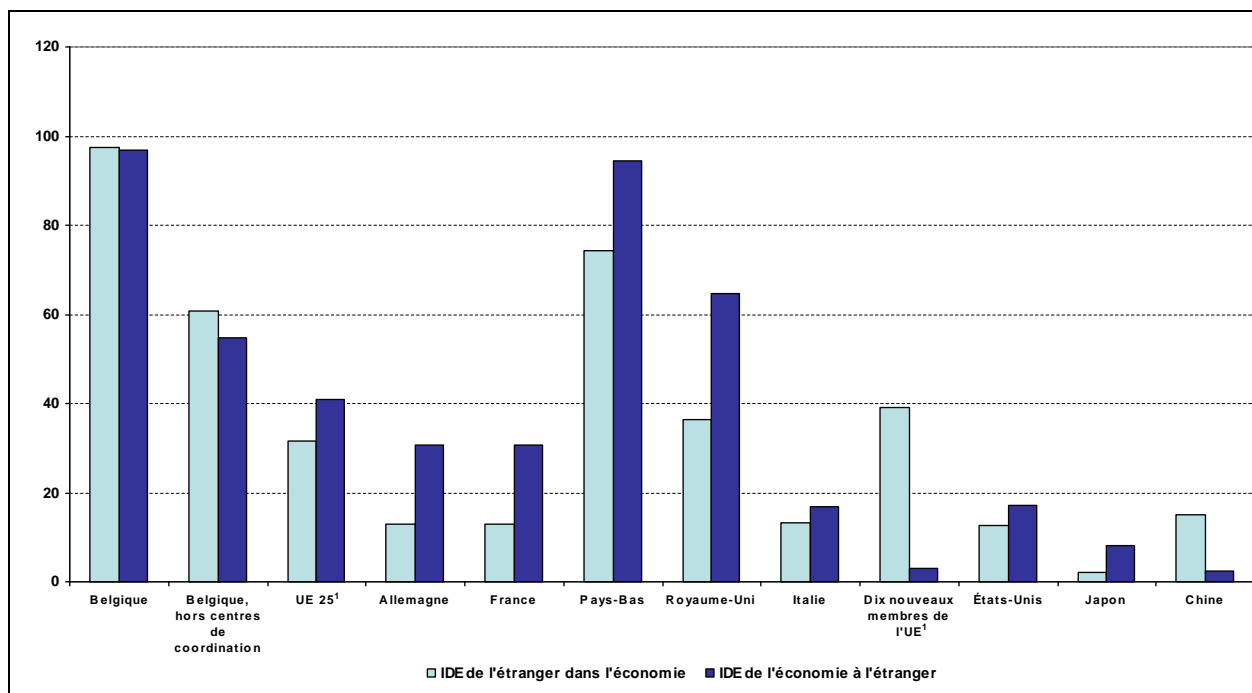
Source: BNB.

En 2004, ces mêmes centres de coordination représentaient 42,4 p.c. des IDE en capital social de l'étranger en Belgique, soit 127 milliards d'euros. Si l'on ne tient pas compte des capitaux investis par l'étranger dans ces sociétés, le profil des IDE en Belgique serait sensiblement différent. Le montant des encours de capitaux propres de l'étranger en Belgique serait ainsi ramené de 104 p.c. à 59,9 p.c. du PIB, soit moins que l'encours de capitaux propres détenus à l'étranger par les entreprises résidentes. Il apparaît également que, expurgé des fonds investis dans les centres de coordination, l'encours des IDE étrangers en Belgique n'aurait pas sensiblement varié entre 2001 et 2004.

Cette stabilisation contraste avec les entrées ininterrompues d'investissements en capital social observées dans les données de la balance des paiements au cours de la même période. Outre les probables divergences d'exhaustivité dans la collecte des données, ceci résulte notamment de différences méthodologiques. En effet, alors que les montants enregistrés dans la balance des paiements correspondent à la valeur de marché des actifs sur lesquels portent les transactions et sont dès lors largement influencés par les fluctuations de ceux-ci, les encours de ces mêmes actifs sont recensés d'après leur valeur comptable au moyen de l'enquête annuelle. Cette dernière tient compte des plus-values de réévaluation, mais ses résultats ne sont pas affectés par les variations des valeurs de marché.

Toutefois, même en ne tenant pas compte de ceux investis dans les centres de coordination, les encours d'IDE de l'étranger en Belgique restent élevés par rapport aux autres pays européens. En faisant abstraction des liens d'appartenance indirects afin d'assurer la cohérence avec les concepts utilisés pour l'établissement des mêmes données dans d'autres pays, les encours d'investissements directs totaux (c'est-à-dire la somme des IDE en capitaux propres et des prêts interentreprises) de la Belgique à l'étranger et ceux de l'étranger en Belgique s'élevaient chacun à environ 97 p.c. du PIB en 2004. Expurgées des encours imputables aux centres de coordination, ces proportions sont ramenées à respectivement 55 et 61 p.c. Les moyennes des pays de l'Union européenne s'élevaient à 42 p.c. du PIB pour ce qui concerne les sorties d'IDE et à 35 p.c. pour les entrées. À l'instar principalement des centres de coordination en Belgique, certaines entreprises implantées dans d'autres pays de l'Union européenne jouent également un rôle de plaque tournante financière. C'est notamment le cas au Royaume-Uni, aux Pays-Bas et, bien plus encore, au Luxembourg dont les encours des entrées d'IDE s'élèvent à 203 p.c. du PIB et ceux des sorties à 145 p.c.

Graphique 6 – Comparaison internationale des encours d'IDE
(pourcentages du PIB; chiffres pour 2004)



Sources: CNUCED, BNB.

¹ Y compris les encours d'IDE entre les membres du même groupe de pays.

Note: Afin d'assurer leur comparabilité avec les statistiques publiées pour d'autres pays, les chiffres pour la Belgique repris dans ce graphique n'incluent que les capitaux propres détenus via des liens d'appartenance directs et les prêts interentreprises.

5.3. Les investissements directs étrangers en Belgique et les activités des filiales d'entreprises étrangères

Les investissements massifs de l'étranger en Belgique entre la fin des années 1990 et 2001 ont naturellement conduit à un renforcement de la part des capitaux des entreprises résidentes placés sous le contrôle d'entités non résidentes. Les participations dans des sociétés détenues directement ou indirectement par des investisseurs étrangers ont ainsi atteint 46,3 p.c. du total des capitaux propres des entreprises établies sur le territoire belge en 2001, contre 31,5 p.c. en 1998, en raison notamment de l'étoffement des liens d'appartenance indirects. À la suite du ralentissement de la croissance des encours de capitaux propres détenus par l'étranger, cette proportion a été ramenée à 44,5 p.c. en 2004. Cette baisse s'est également reflétée dans le nombre total de personnes employées dans les entreprises d'investissement directs, notamment en raison du fait que certaines entreprises résidentes n'étaient plus détenues par des sociétés étrangères en 2004, alors qu'elles l'étaient encore en 2001.

Tableau 5 – Importance des investissements directs de l'étranger dans l'économie belge
(pourcentages du total, sauf mention contraire)

	1998	2001	2004
Part dans le total des capitaux propres des entreprises résidentes	31,5	46,3	44,5
dont: relations directes à plus de 50 p.c. des fonds propres	17,9	29,7	26,6
relations directes à moins de 50 p.c. des fonds propres	4,1	2,5	4,4
relations indirectes	9,6	14,0	13,5
dont centres de coordination	9,7	15,6	18,9
Part dans le total du chiffre d'affaires des entreprises résidentes	40,2	48,5	47,8
dont entreprises détenues à plus de 50 p.c.	26,9	31,1	31,8
dont centres de coordination	0,3	0,3	0,3
Emploi dans les entreprises d'investissement direct¹	413.547	565.825	529.109
dont entreprises détenues à plus de 50 p.c.	287.464	358.635	369.590
dont centres de coordination	5.640	7.829	8.249
Part dans l'emploi des entreprises résidentes	19,0	23,8	22,4
dont entreprises détenues à plus de 50 p.c.	13,2	15,1	15,6
dont centres de coordination	0,3	0,3	0,3
Part dans l'emploi intérieur	10,4	13,6	12,7
dont entreprises détenues à plus de 50 p.c.	7,3	8,6	8,9
dont centres de coordination	0,1	0,2	0,2

Sources: CBFA, ICN, BNB.

¹ L'emploi dans les entreprises d'investissement direct établies en Belgique correspond aux moyennes sur l'ensemble de l'année du nombre de personnes occupées (à temps plein et à temps partiel) indiquées dans le bilan social par les entreprises résidentes.

Une part significative des participations étrangères se retrouvent dans le passif des bilans des centres de coordination. Ces derniers ne faisant le plus souvent qu'office de point de transit, les fonds qui y sont injectés ne génèrent pas une activité économique proportionnelle aux montants investis. De fait, alors que les capitaux étrangers placés dans les centres de coordination correspondaient à 18,9 p.c. des capitaux propres des entreprises résidentes en 2004, ils ne comptaient que pour 0,3 p.c. de leur chiffre d'affaires et de leurs salariés.

L'ensemble des filiales implantées en Belgique réalisaient quant à elles 31,8 p.c. du chiffre d'affaires des entreprises résidentes en 2004 et employaient 15,6 p.c. de leurs salariés, soit 369.590 personnes. Contrairement à ce qui est observé pour les entreprises d'investissement direct dans leur ensemble, le nombre de personnes employées dans les filiales a augmenté depuis 2001, ce qui peut indiquer que les retraits d'investissements étrangers n'ont pas eu une incidence significative sur cette catégorie d'entreprises d'investissement direct.

Les filiales de sociétés étrangères sont pour la plupart actives dans le secteur des services marchands, plus particulièrement dans le commerce et, surtout, dans les services aux entreprises.

C'est également dans cette dernière branche que la majorité des capitaux étrangers ont été investis, ce qui s'explique en grande partie par le fait qu'elle inclut les centres de coordination.

La présence des centres de coordination parmi les services marchands est aussi à l'origine des divergences entre, d'une part, la répartition par branche des encours de capitaux propres investis par l'étranger en Belgique et, d'autre part, celle des indicateurs relatifs aux filiales étrangères, lesquels témoignent d'une importance moindre, en termes d'activité économique réelle, des services marchands. Comme évoqué plus haut, cette divergence résulte surtout du contraste existant entre les fonds investis dans les centres de coordination et l'importance des activités qu'ils entreprennent sur le territoire belge.

Si l'on se réfère aux statistiques FATS, la majorité des activités des filiales étrangères se situeraient en fait dans l'industrie manufacturière. En 2004, les filiales industrielles représentaient en effet 54,6 p.c. du chiffre d'affaires de l'ensemble des filiales étrangères en Belgique et 51,3 p.c. de leurs salariés, bien que ces parts aient diminué depuis 1998 au profit des activités de services. En un sens, on peut considérer que les investissements étrangers sont surreprésentés dans l'industrie dans la mesure où celle-ci ne compte que pour 22,7 p.c. de la valeur ajoutée des secteurs marchands. C'est aussi probablement cette prépondérance des investissements industriels qui explique le fait que les filiales étrangères représentent une part du chiffre d'affaires des entreprises résidentes beaucoup plus importante que celle qu'elles occupent dans le total du nombre de leurs salariés.

Une ventilation plus fine montre que les activités des filiales industrielles se concentrent surtout dans l'industrie chimique, la métallurgie et la fabrication de matériel de transport, qui représentent à eux seuls plus de la moitié du nombre de personnes qu'elles emploient. Parmi ces trois branches, les deux dernières peuvent être considérées comme relativement intensives en facteur travail, leurs parts dans l'emploi des filiales étant plus importantes que leurs parts dans le chiffre d'affaires. Ceci peut constituer un élément de risque dans la mesure où les coûts salariaux, particulièrement élevés en Belgique, pourraient influencer d'une manière négative sur les décisions liées au maintien des activités des filiales concernées sur le territoire belge.

Tableau 6 – Ventilation des investissements directs de l'étranger en Belgique par branche d'activité et par pays d'origine
(pourcentages du total en 2004, sauf indication contraire)

Par branche d'activité

	Encours de capitaux propres	Idem, variation depuis 1998	Nombre de filiales	Chiffre d'affaires des filiales	Emploi dans les filiales	p.m. Part dans la valeur ajoutée marchande
Industrie manufacturière	20,5	-3,0	28,4	54,6	51,3	22,7
dont: Industries agricoles et alimentaires	1,7	-0,1	2,6	4,7	4,3	3,1
Industrie chimique	6,3	-3,9	5,8	13,7	10,4	4,3
Métallurgie et travail des métaux	1,8	0,3	3,7	4,3	6,5	3,5
Matériel de transport	0,6	-0,7	2,1	8,3	10,4	1,9
Machines et équipements	0,9	-0,9	6,1	4,5	8,8	3,1
Activités de services	75,3	2,2	67,0	43,6	46,5	66,5
dont: Commerce et réparations	8,1	3,5	24,3	29,9	14,5	17,1
Transports et communications	4,3	2,5	4,5	4,5	5,0	10,7
Activités financières	7,7	-16,2	6,0	2,4	1,9	7,9
Immobilier, location et services aux entreprises	55,1	12,3	31,3	6,5	22,9	28,7
Autres	4,2	0,8	4,6	1,8	2,2	10,8
Total	100,0	0,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Par pays d'origine

	Encours de capitaux propres	Idem, variation depuis 1998	Nombre de filiales	Chiffre d'affaires des filiales	Emploi dans les filiales	p.m. Part dans les exportations
Pays développés	98,6	0,3	97,8	99,0	99,6	87,1
Union européenne	82,8	2,5	81,1	83,8	84,6	77,7
dont: quatre pays voisins	76,4	-0,2	68,5	74,6	72,5	50,2
dix nouveaux membres	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	2,9
États-Unis	7,7	-5,4	9,5	6,2	8,9	4,5
Autres pays développés	8,1	3,2	7,2	8,9	6,2	4,9
dont Japon	3,3	1,6	2,7	6,6	2,5	0,9
Pays en développement	1,4	-0,3	2,2	1,0	0,4	12,9
Asie et Océanie	0,3	-0,6	0,7	0,7	0,2	8,3
Amérique Latine et Caraïbes	0,4	-0,3	1,1	0,3	0,1	1,1
Autres	0,7	0,5	0,4	0,1	0,1	3,4
Total	100,0	0,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Sources: ICN, BNB.

Note: l'industrie manufacturière correspond à l'industrie hors énergie et construction, soit les codes NACE-BEL 15 à 37. Les services marchands englobent quant à eux les codes NACE-BEL 60 à 74.

Les investissements directs dont a bénéficié la Belgique proviennent, dans leur quasi-totalité, d'autres pays développés, principalement des pays voisins. L'importance du poids de ces pays dans le total des encours de capitaux propres (76,4 p.c.) et dans celui des autres indicateurs, devrait toutefois être quelque peu nuancée dans la mesure où les investisseurs directs situés dans ces pays ne correspondent pas nécessairement aux actionnaires ultimes des groupes d'entreprises auxquelles appartiennent certaines sociétés belges. On peut ainsi supposer qu'une ventilation des statistiques d'encours et des statistiques FATS en fonction des actionnaires ultimes conduirait à revoir à la baisse la part des pays de l'Union européenne dans le total des investissements étrangers en Belgique et à réévaluer à la hausse celles d'autres pays, parmi lesquels on retrouverait probablement les États-Unis.

Les parts de chaque pays ou groupe de pays dans les investissements étrangers en Belgique sont restés relativement stables, à l'exception notable de celle des États-Unis, qui est passée de 13,1 p.c. en 1998 à 7,7 p.c. en 2004. Il apparaît en effet que, tandis qu'une large majorité de pays ont continué à investir en Belgique et à y développer des activités, la croissance des investissements des entreprises américaines a été nettement moins dynamique qu'en moyenne. Ceci confirme les évolutions mises en exergue dans le rapport le plus récent de l'Amcham¹², selon lequel la part de la Belgique dans les investissements des entreprises américaines à l'étranger tendrait à décliner.

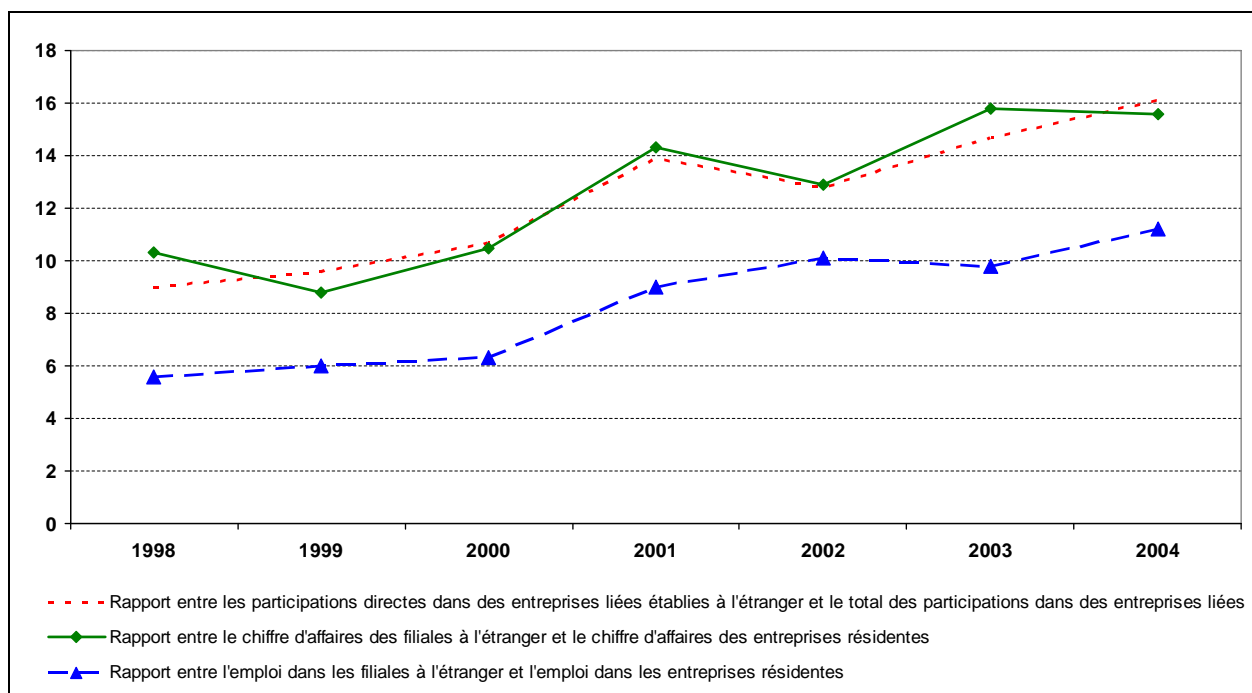
5.4. Les investissements directs étrangers des entreprises belges et les activités de leurs filiales à l'étranger

Selon les indicateurs que l'enquête de la Banque nationale permet d'établir, il apparaît que l'expansion internationale des sociétés belges se poursuit à un rythme graduel. Depuis 1998, les encours de participations détenues directement par des entreprises belges dans des entreprises établies à l'étranger ont crû à un rythme plus soutenu que le montant des participations détenues dans d'autres entreprises résidentes¹³. Elles restent néanmoins relativement marginales au regard du total des participations dans des entreprises liées; en 2004, elles n'en représentaient que 16 p.c.

¹² Voir Amcham Belgium (2005).

¹³ En valeur absolue, les montants investis dans le capital social d'entreprises liées résidentes ont cependant été plus élevés que ceux investis dans les entreprises non résidentes sur l'ensemble de la période allant de 1998 à 2004, sauf en 2001.

Graphique 7 – Importance des investissements directs des entreprises résidentes
(pourcentages)



Source: CBFA, BNB.

La hausse relativement plus élevée des investissements en capital social dans des entreprises établies à l'étranger se reflète également dans d'autres indicateurs plus représentatifs des activités économiques qui y sont développées. De fait, le chiffre d'affaires total des filiales établies à l'étranger et le nombre de personnes employées dans ces dernières ont augmenté plus rapidement que le chiffre d'affaires et l'emploi des entreprises résidentes. En 2004, l'emploi dans les filiales situées hors du territoire national concernait près de 259.000 personnes et équivalait ainsi à 11 p.c. du nombre de salariés que les entreprises belges employaient à l'intérieur des frontières de celui-ci, contre 5,6 p.c. en 1998.

L'analyse des données issues de la balance des paiements avait montré que les flux d'investissements directs sortants étaient, à une large majorité, imputables à des entreprises de services. Cela a entraîné une majoration de 7,9 p.c. entre 1998 et 2004 de la part de celles-ci dans le total des encours de capitaux propres détenus à l'étranger par les entreprises résidentes. À l'inverse, la part des entreprises industrielles dans le même total s'est réduite de 12,2 p.c. sur la même période et ne se chiffre dès lors plus qu'à 31,6 p.c. Elle demeure cependant supérieure à la proportion que l'industrie occupe dans l'économie belge, approchée ici par sa part dans le total de la valeur ajoutée des secteurs marchands.

La majorité des IDE réalisés par les entreprises de services se concentrent dans seulement quelques branches. Il s'agit notamment du commerce - qui compte pour la part la plus élevée du chiffre d'affaires réalisé par les filiales à l'étranger -, des activités financières et des services aux entreprises. S'agissant de ces deux dernières branches, leurs parts élevées dans le total des encours de capitaux propres s'expliquent notamment par le fait qu'elles incorporent les sociétés de holding¹⁴ qui, par définition, consacrent une part importante de leurs actifs à des participations dans d'autres entreprises.

Les investissements des entreprises industrielles sont quant à eux plus disséminés parmi les différentes branches. Selon les statistiques FATS, les plus importantes d'entre elles sont l'industrie chimique, les industries agricoles et alimentaires, la métallurgie et les diverses branches liées à la fabrication de machines et d'équipements.

Il convient enfin de noter une certaine similitude entre les répartitions par branche d'activité des investissements étrangers en Belgique et des investissements des entreprises belges à l'étranger, en particulier pour ce qui concerne la répartition par branche des IDE dans les services. Elle s'explique notamment par les participations croisées liant certaines entreprises résidentes à des entreprises non résidentes. Pour rappel, une part non négligeable (821 sur 3.654 en 2004, soit 22 p.c.) des entreprises ayant déclaré avoir au moins un lien d'investissement direct avec l'étranger sont à la fois des investisseurs directs et des entreprises d'investissement direct.

¹⁴ Les holdings financiers sont classés dans la branche « activités financières » tandis que les holdings non financiers sont repris dans la branche des services aux entreprises.

Tableau 7 – Ventilation des investissements directs de la Belgique à l'étranger par branche d'activité et par pays hôte
(pourcentages du total en 2004, sauf indication contraire)

Par branche d'activité

	Encours de capitaux propres	Idem, variation depuis 1998	Nombre de filiales	Chiffre d'affaires des filiales	Emploi dans les filiales	p.m. Part dans la valeur ajoutée marchande
Industrie manufacturière	31,6	-12,2	36,9	29,1	34,3	22,7
dont: Industries agricoles et alimentaires	6,4	1,2	4,3	6,2	5,6	3,1
Industrie chimique	7,8	-5,7	7,1	7,6	9,0	4,3
Métallurgie et travail des métaux	1,3	-6,5	5,5	3,4	4,6	3,5
Machines et équipements	1,2	2,7	8,2	4,7	6,3	3,1
Activités de services	60,6	7,9	56,0	65,6	57,6	66,5
dont: Commerce et réparations	9,2	2,3	14,5	30,1	13,5	17,1
Transports et communications	6,8	4,1	5,2	2,7	3,3	10,7
Activités financières	16,5	-7,0	9,3	12,1	7,5	7,9
Immobilier, location et services aux entreprises	28,0	8,7	26,8	20,0	31,5	28,7
Autres	7,8	4,3	7,1	5,3	8,1	10,8
Total	100,0	0,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Par pays hôte

	Encours de capitaux propres	Idem, variation depuis 1998	Nombre de filiales	Chiffre d'affaires des filiales	Emploi dans les filiales	p.m. Part dans les exportations
Pays développés	88,6	-3,3	84,1	85,9	76,4	87,1
Union européenne	74,6	-2,5	75,1	75,7	66,5	77,7
dont: quatre pays voisins	58,7	-1,1	46,9	42,2	39,0	50,2
dix nouveaux membres	3,4	2,1	7,4	3,0	5,9	2,9
États-Unis	10,9	-2,4	4,0	4,8	4,7	4,5
Autres pays développés	3,0	1,7	5,0	5,4	5,1	4,9
dont Japon	0,6	0,5	0,9	0,9	0,5	0,9
Pays en développement	11,4	3,3	15,9	14,1	23,6	12,9
Asie et Océanie	7,0	5,7	6,9	9,7	12,5	8,3
dont Chine	1,6	1,0	1,3	0,5	1,6	1,1
Amérique latine et Caraïbes	3,3	-1,9	3,6	1,8	4,5	1,1
Europe du Sud-est et CEI	0,7	0,6	2,2	1,4	1,2	1,5
dont Fédération de Russie	0,3	0,3	0,7	1,3	0,3	0,8
Afrique	0,4	-1,1	3,2	1,3	5,4	1,9
Total	100,0	0,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Sources: ICN, BNB.

Note: l'industrie manufacturière correspond à l'industrie hors énergie et construction, soit les codes NACE-BEL 15 à 37. Les services marchands englobent quant à eux les codes NACE-BEL 60 à 74.

Bien que les nouvelles technologies de l'information ouvrent des potentialités d'offshoring dans le domaine des services, on peut supposer que les IDE importants des branches du commerce, des activités financières ou des services aux entreprises sont principalement réalisés soit pour se rapprocher de leurs débouchés, soit pour établir des alliances stratégiques. Ce sont sans doute également des motivations importantes pour les fusions et acquisitions dans le secteur agro-alimentaire et de la chimie, y compris l'industrie pharmaceutique. Les activités manufacturières propices à une fragmentation internationale de la chaîne de valeur ajoutée et à la localisation de certains segments de la production dans des pays caractérisés par des salaires moyens peu élevés comme, par exemple, l'industrie textile et la fabrication de machines et d'équipements ne représentent qu'une proportion assez réduite des investissements belges à l'étranger.

La conjecture selon laquelle les motivations de type efficiency-seeking ne seraient pas prépondérantes peut être confortée par le fait qu'une large majorité des encours de capitaux propres de la Belgique à l'étranger sont localisés dans d'autres pays industrialisés, principalement dans les pays voisins. Ces derniers, qui sont également ses principaux partenaires commerciaux, en représentent à eux seuls 58,7 p.c. Ce profil géographique résulte entre autres des participations croisées liant des sociétés belges et des entreprises liées localisées dans des pays voisins.

Si les considérations de compétitivité-coûts ne semblent pas constituer les principaux déterminants des choix de localisation des IDE des entreprises belges, il convient toutefois de noter qu'elles peuvent jouer un rôle subsidiaire en s'ajoutant aux autres motivations dans les décisions d'investissement. Elles peuvent ainsi, le cas échéant, être décisives dans des situations où les autres caractéristiques sont comparables à celles de la Belgique.

La ventilation géographique des statistiques relatives aux filiales révèle aussi que la part des pays en développement dans le total de l'emploi des filiales étrangères est, dans l'ensemble, supérieure à leur part dans le chiffre d'affaires. Le nombre d'emplois par unité de chiffre d'affaires des filiales établies dans ces pays est donc en moyenne supérieur à celui des filiales établies dans les pays développés, reflétant une plus grande intensivité en facteur travail. Le même raisonnement peut également s'appliquer aux dix nouveaux pays membres de l'Union européenne.

Un examen plus approfondi des résultats de l'enquête a effectivement montré qu'une part relativement importante des investissements réalisés dans ces pays concernent bien des activités connues pour être intensives en facteur travail. Dans le cas des pays asiatiques, il s'agit par exemple de la métallurgie et de la construction. En Afrique, les filiales sont surtout impliquées dans le commerce, l'industrie alimentaire et les industries du textile et de l'habillement. L'industrie alimentaire, la fabrication de machines et d'équipements et l'industrie automobile sont mieux représentées dans les dix pays ayant adhéré à l'Union européenne en 2004. Un certain nombre de

ces différentes branches d'activité peuvent se prêter à des investissements de type efficiency-seeking, comme la fabrication de machines et d'équipements, l'industrie automobile et l'industrie textile. D'autres, telles que l'industrie alimentaire et le commerce, sont plus souvent associées à des investissements de type market-seeking.

En résumé, les statistiques décrites ici suggèrent donc que certains des IDE effectués par les entreprises belges ont probablement été réalisés dans le but de dégager des réductions de coûts en localisant des filiales dans des pays en développement. L'examen des ventilations géographique et par branche d'activité de ces données semblent toutefois indiquer que ces investissements "efficiency-seeking" ne représentent qu'une très faible part des IDE de la Belgique à l'étranger.

6. SYNTHESE DES PRINCIPAUX ENSEIGNEMENTS

Du fait notamment de leur nature financière, les données sur les investissements directs sont difficiles à interpréter de façon catégorique. Leur analyse détaillée permet néanmoins de mettre en évidence quelques caractéristiques des relations d'investissement direct de la Belgique.

L'un des faits majeurs apparaissant au travers des statistiques de la balance des paiements et de l'enquête de la BNB tient au niveau élevé des IDE en Belgique, même abstraction faite des centres de coordination. Rapportée à la taille de l'économie belge, leur importance reflète l'ouverture de longue date de celle-ci.

Concernant les IDE réalisés par les entreprises belges, les statistiques indiquent qu'ils sont surtout concentrés dans d'autres pays développés, qu'ils ont été majoritairement réalisés par des entreprises de services et le plus souvent sous la forme de prises de participation dans des sociétés existantes. Le fait que la plupart des pays destinataires présentent des caractéristiques économiques relativement analogues à celles de la Belgique suggère en outre que les délocalisations pures et simples d'activités opérées par des entreprises résidentes via des investissements à l'étranger demeurent un phénomène à l'ampleur relativement limitée. Certaines filiales d'entreprises belges établies à l'étranger exercent cependant des activités manufacturières et intensives en facteur travail dans des pays réputés pour le coût peu élevé de leur main-d'œuvre, mais de tels cas de figure apparaissent très minoritaires en regard des profils sectoriel et géographique de la majorité des activités des filiales d'entreprises résidentes. Par ailleurs, rien ne permet d'affirmer que les activités des filiales concernées étaient auparavant exercées par des entreprises établies en Belgique. Si les délocalisations d'activités de la Belgique vers l'étranger, appréciées à l'aune des statistiques sur les investissements directs, semblent très marginales, il convient de rappeler une fois encore que ces mêmes statistiques ne fournissent aucune indication

sur l'autre modalité des délocalisations, c'est-à-dire sur la sous-traitance internationale. En d'autres termes, l'utilisation des seules statistiques sur les IDE pourrait conduire à une sous-estimation des transferts d'activités économiques vers l'étranger. Par ailleurs, au-delà de la problématique des délocalisations, la faible représentation des investissements des entreprises belges dans des économies émergentes peut aussi constituer un désavantage, car ils traduisent également une présence limitée sur des débouchés prometteurs.

S'agissant des investissements de l'étranger en Belgique, il apparaît qu'une part significative d'entre eux ne sert pas au développement d'activités économiques sur le territoire, mais sont redirigés vers l'étranger. Le rôle de centralisation de certaines opérations financières assumé par les centres de coordination est à cet égard symptomatique. Si l'on n'en tient pas compte dans les statistiques d'encours des investissements étrangers en Belgique, ceux-ci se seraient en fait caractérisés par une croissance pratiquement nulle au cours de ces dernières années. Ce phénomène pourrait indiquer que, plutôt que de souffrir de délocalisations brutales, la Belgique a du mal à concrétiser de nouvelles opportunités d'activités, les projets d'investissement des multinationales se réalisant ailleurs. Si cette tendance se poursuivait, cela pourrait nuire au potentiel de croissance de l'économie, notamment parce que les IDE sont également des catalyseurs de développement économique.

L'absence de développement majeur en termes de création de nouvelles activités financées par des fonds extérieurs pose dès lors la question du maintien de l'attractivité de la Belgique vis-à-vis des investisseurs étrangers. Deux enquêtes récentes, conduites respectivement par l'Amcham (2005) et Ernst & Young (2006), fournissent quelques éclairages intéressants sur ce sujet. Les résultats de ces deux enquêtes concordent sur plusieurs points. Concernant les points forts de la Belgique, deux atouts se dégagent très clairement: ses infrastructures et la disponibilité, ainsi que la qualité, d'une main d'œuvre hautement qualifiée. La dotation en infrastructures de transports et de communications fait de la Belgique une localisation favorable au développement d'activités liées à la logistique, notamment grâce à la densité de son réseau ferroviaire, à ses ports maritimes et à la présence à proximité de Bruxelles d'un aéroport d'envergure internationale. S'agissant des qualités des travailleurs belges, l'étude de l'Amcham souligne leur connaissance des langues et leur niveau de productivité élevé. Pour ce qui est des principaux handicaps, les deux études relèvent en particulier les charges salariales et fiscales élevées. Sont plus spécifiquement visés les contributions des employeurs à la sécurité sociale et l'imposition des revenus des sociétés.

Or, les statistiques relatives aux filiales d'entreprises étrangères établies en Belgique montrent qu'une part encore assez importante de celles-ci sont actives dans des secteurs industriels qui recourent au facteur travail de façon relativement intensive et pour lesquels des coûts salariaux élevés pourraient éventuellement constituer un frein au développement de nouvelles activités, voire

même un facteur de risque pour le maintien des activités existantes. L'importance de l'emploi dépendant des investissements étrangers dans ces secteurs "exposés" peut conforter la pertinence d'y maîtriser l'évolution des coûts salariaux. L'importance des investissements étrangers, encore bien ancrés dans son économie, attestent par ailleurs des avantages offerts par la Belgique aux investisseurs étrangers et, dans un même temps, de l'importance de continuer à les préserver et à les valoriser.

Les résultats de l'enquête sur les investissements directs peuvent en outre permettre de relativiser les possibles conséquences de la fin du statut fiscal particulier accordé aux centres de coordination. Bien que représentant une proportion très élevée des investissements étrangers en Belgique, ils ne comptent que pour une très faible part des activités que ceux-ci ont contribué à mettre en place. Si le nouveau régime de déduction des intérêts notionnels permettra de compenser au moins en partie la perte des avantages fiscaux dont ils bénéficient actuellement, il présente par ailleurs l'avantage de s'appliquer à des entreprises actives dans d'autres secteurs, dont certains pourraient s'avérer plus générateurs d'emplois et de valeur ajoutée.

Au-delà du levier fiscal, qui doit être utilisé en tenant compte des efforts encore nécessaires de consolidation des finances publiques, les actions susceptibles de soutenir les IDE comportent de nombreuses dimensions: la qualité et la disponibilité du facteur travail, le fonctionnement des marchés, l'aménagement du territoire, l'innovation, l'efficacité de l'économie, la stabilité macroéconomique, etc. Ce sont ces mêmes ingrédients qui déterminent aussi le potentiel de croissance de l'économie.

Références

- Amcham Belgium (2005), "Survey on US Direct Investment in Belgium – 2004/2005".
- CNUCED (2005), "World Investment Report 2005: Transnational Corporations and the Internationalization of R&D".
- Dunning J.H. (1998), "Location and the Multinational Enterprise: A Neglected Factor?", *Journal of International Business Studies* 29(1), 45-66.
- Ernst & Young (2006), "Baromètre de l'attractivité en Belgique 2006".
- Fonds Monétaire International (1993), "Manuel de la balance des paiements".
- Joos A. et H. Spinnewyn (2003), "Filialen van Belgische ondernemingen in het buitenland: De BELMOFI databank", Working Paper 22-03.
- OCDE (2002), "Étude sur la relation entre le commerce et l'investissement direct étranger", mimeo.
- OCDE (2004), "Trends and recent developments in foreign direct investment", mimeo.
- Robert B. et L. Dresse (2005), "L'industrie en Belgique: Évolutions passées et défis futurs", *Revue économique* III 2005, Banque nationale de Belgique.
- Shiells C. (2003), "FDI and the Investment Climate in the CIS Countries", IMF Policy Discussion Paper 03/5.
- Vandenhove P. (2001), "Directe investeringen in het buitenland. De investeringsstroom vanuit en naar België", Bureau fédéral du Plan, Working Paper 6.01.

LES CENTRES DE COORDINATION

Les centres de coordination sont des sociétés qui bénéficient d'un régime fiscal particulier initialement établi par l'arrêté royal n° 187 du 30 décembre 1982. Jusqu'à la fin 2005, ce régime était accordé, pour une période de dix ans renouvelable, à une société qui en faisait la demande si elle satisfaisait à un certain nombre de critères. Elle devait notamment faire partie d'un groupe multinational, ne pouvait exercer d'activité commerciale ou de production, et devait uniquement avoir pour objet la prestation de certains services destinés à d'autres sociétés appartenant au même groupe¹. Pour obtenir un agrément la désignant comme un centre de coordination, la société en question devait également occuper au moins dix salariés en équivalents temps plein et ne pas posséder de participation dans une autre entreprise, sauf pour placer des excédents de liquidités dans des entreprises ne détenant elles-mêmes aucune participation. Le but de cette dernière condition était d'exclure les sociétés de holding du champ d'application du régime fiscal propre aux centres de coordination. Ce dernier a donc été taillé sur mesure pour s'appliquer aux sociétés centralisant les opérations financières des groupes multinationaux auxquels elles appartiennent, ce qui permet à ceux-ci de dispenser de charges fiscales une partie des revenus de leurs filiales.

Le revenu imposable des centres de coordination était principalement déterminé sur la base d'un pourcentage de leurs coûts de fonctionnement (méthode dite "cost plus"). Fluctuant généralement entre 5 et 8 p.c., ce pourcentage était fixé par le SPF Finance après examen au cas par cas des dossiers des sociétés ayant introduit une demande d'agrément. Les centres de coordination sont par ailleurs soumis à une taxe annuelle supplémentaire qui dépend du nombre de leurs salariés, mais bénéficient dans un même temps d'une série d'exonérations, notamment de précompte mobilier sur les revenus distribués et de droit d'apports sur l'injection de nouveaux capitaux.

Le régime fiscal particulier des centres de coordination a été remis en question dès 1998, à la suite de l'adoption par le Conseil Ecofin d'un code de bonne conduite sur l'application des règles relatives aux aides d'État aux mesures relevant de la fiscalité directe des entreprises. Après une enquête de grande envergure sur les régimes fiscaux appliqués dans les États membres, la Commission assimila les exonérations fiscales accordées aux centres de coordination à une aide d'État incompatible avec le marché commun. Les critiques de la Commission portaient surtout sur

¹ Selon les termes de la loi du 24 décembre 2002 modifiant le statut des centres de coordination, les activités pouvant être exercées par ces derniers comprennent les opérations financières, la couverture de risques de change et des fluctuations des taux d'intérêt, l'assurance et la gestion des risques, la recherche scientifique, les relations non commerciales avec les autorités nationales et internationales, la comptabilité, l'administration, l'informatique, la fourniture et le rassemblement d'informations, l'assistance à la gestion, les opérations d'achat et toute autre activité ayant un caractère préparatoire ou auxiliaire pour les sociétés du groupe.

certaines charges qui étaient alors déduites de la base imposable, telles que les charges de personnel et les charges financières. Le 17 février 2003, la Commission formula une décision enjoignant à la Belgique de mettre fin à l'incompatibilité du régime fiscal des centres de coordination avec la législation européenne en matière d'aides d'État, soit en l'abrogeant, soit en le modifiant. Pour ce qui concerne le statut des centres déjà agréés à ce moment-là, la Commission exigea leur expiration pour le 31 décembre 2010 au plus tard. Le gouvernement belge opta dans un premier temps pour la modification du régime, en déterminant la base imposable des centres de coordination sur l'ensemble des coûts de fonctionnement, mais en préservant certaines exonérations, dont celles relatives au précompte mobilier et aux droits d'apport. La Commission marqua son accord quant à la nouvelle méthode de calcul de la base imposable, mais maintint ses critiques sur les diverses exonérations fiscales dont les centres de coordination continuaient de bénéficier et décida donc de lancer une nouvelle procédure formelle à l'encontre de la Belgique. Par ailleurs, l'État belge demanda au Conseil européen de l'autoriser à renouveler les agréments arrivant à échéance avant la fin 2010 jusque fin 2005. Le Conseil marqua son accord, mais la Commission estima cette décision illégale et décida de former un recours en annulation devant la Cour de Justice. Le jugement de celle-ci, donnant gain de cause à la Belgique, est intervenu en juin 2006. Dans l'intervalle, un accord avait déjà été conclu entre l'État Belge et la Commission au sujet de l'exonération de précompte mobilier et les droits d'apport en mai 2004. Cet accord consistait à étendre les exonérations incriminées à l'ensemble des sociétés belges.

Afin de préserver l'attrait fiscal de la Belgique, le gouvernement a introduit une nouvelle mesure permettant à toutes les sociétés de déduire un "intérêt notionnel" de leur base imposable. Le principe de l'intérêt notionnel consiste simplement à créer une charge fictive, correspondant au produit d'une partie des fonds propres et du taux d'intérêt des emprunts linéaires à long terme de l'État belge (l'OLO à 10 ans), et à le déduire de la base imposable. L'idée est d'assimiler ces intérêts notionnels aux charges que les entreprises doivent assumer si elles se finançaient par emprunt, les intérêts versés pour ceux-ci étant fiscalement déductibles au titre de charge.

NATIONAL BANK OF BELGIUM - WORKING PAPERS SERIES

1. "Model-based inflation forecasts and monetary policy rules" by M. Dombrecht and R. Wouters, *Research Series*, February 2000.
2. "The use of robust estimators as measures of core inflation" by L. Aucremanne, *Research Series*, February 2000.
3. "Performances économiques des Etats-Unis dans les années nonante" by A. Nyssens, P. Butzen, P. Bisciari, *Document Series*, March 2000.
4. "A model with explicit expectations for Belgium" by P. Jeanfils, *Research Series*, March 2000.
5. "Growth in an open economy: some recent developments" by S. Turnovsky, *Research Series*, May 2000.
6. "Knowledge, technology and economic growth: an OECD perspective" by I. Visco, A. Bassanini, S. Scarpetta, *Research Series*, May 2000.
7. "Fiscal policy and growth in the context of European integration" by P. Masson, *Research Series*, May 2000.
8. "Economic growth and the labour market: Europe's challenge" by C. Wyplosz, *Research Series*, May 2000.
9. "The role of the exchange rate in economic growth: a euro-zone perspective" by R. MacDonald, *Research Series*, May 2000.
10. "Monetary union and economic growth" by J. Vickers, *Research Series*, May 2000.
11. "Politique monétaire et prix des actifs: le cas des Etats-Unis" by Q. Wibaut, *Document Series*, August 2000.
12. "The Belgian industrial confidence indicator: leading indicator of economic activity in the euro area?" by J.-J. Vanhaelen, L. Dresse, J. De Mulder, *Document Series*, November 2000.
13. "Le financement des entreprises par capital-risque" by C. Rigo, *Document Series*, February 2001.
14. "La nouvelle économie" by P. Bisciari, *Document Series*, March 2001.
15. "De kostprijs van bankkredieten" by A. Bruggeman and R. Wouters, *Document Series*, April 2001.
16. "A guided tour of the world of rational expectations models and optimal policies" by Ph. Jeanfils, *Research Series*, May 2001.
17. "Attractive Prices and Euro - Rounding effects on inflation" by L. Aucremanne and D. Cornille, *Documents Series*, November 2001.
18. "The interest rate and credit channels in Belgium: an investigation with micro-level firm data" by P. Butzen, C. Fuss and Ph. Vermeulen, *Research series*, December 2001.
19. "Openness, imperfect exchange rate pass-through and monetary policy" by F. Smets and R. Wouters, *Research series*, March 2002.
20. "Inflation, relative prices and nominal rigidities" by L. Aucremanne, G. Brys, M. Hubert, P. J. Rousseeuw and A. Struyf, *Research series*, April 2002.
21. "Lifting the burden: fundamental tax reform and economic growth" by D. Jorgenson, *Research series*, May 2002.
22. "What do we know about investment under uncertainty?" by L. Trigeorgis, *Research series*, May 2002.
23. "Investment, uncertainty and irreversibility: evidence from Belgian accounting data" by D. Cassimon, P.-J. Engelen, H. Meersman, M. Van Wouwe, *Research series*, May 2002.
24. "The impact of uncertainty on investment plans" by P. Butzen, C. Fuss, Ph. Vermeulen, *Research series*, May 2002.
25. "Investment, protection, ownership, and the cost of capital" by Ch. P. Himmelberg, R. G. Hubbard, I. Love, *Research series*, May 2002.
26. "Finance, uncertainty and investment: assessing the gains and losses of a generalised non-linear structural approach using Belgian panel data", by M. Gérard, F. Verschueren, *Research series*, May 2002.
27. "Capital structure, firm liquidity and growth" by R. Anderson, *Research series*, May 2002.
28. "Structural modelling of investment and financial constraints: where do we stand?" by J.- B. Chatelain, *Research series*, May 2002.
29. "Financing and investment interdependencies in unquoted Belgian companies: the role of venture capital" by S. Manigart, K. Baeyens, I. Verschueren, *Research series*, May 2002.
30. "Development path and capital structure of Belgian biotechnology firms" by V. Bastin, A. Corhay, G. Hübner, P.-A. Michel, *Research series*, May 2002.
31. "Governance as a source of managerial discipline" by J. Franks, *Research series*, May 2002.

32. "Financing constraints, fixed capital and R&D investment decisions of Belgian firms" by M. Cincera, *Research series*, May 2002.
33. "Investment, R&D and liquidity constraints: a corporate governance approach to the Belgian evidence" by P. Van Cayseele, *Research series*, May 2002.
34. "On the Origins of the Franco-German EMU Controversies" by I. Maes, *Research series*, July 2002.
35. "An estimated dynamic stochastic general equilibrium model of the Euro Area", by F. Smets and R. Wouters, *Research series*, October 2002.
36. "The labour market and fiscal impact of labour tax reductions: The case of reduction of employers' social security contributions under a wage norm regime with automatic price indexing of wages", by K. Burggraeve and Ph. Du Caju, *Research series*, March 2003.
37. "Scope of asymmetries in the Euro Area", by S. Ide and Ph. Moës, *Document series*, March 2003.
38. "De autonijverheid in België: Het belang van het toeleveringsnetwerk rond de assemblage van personenauto's", by F. Coppens and G. van Gastel, *Document series*, June 2003.
39. "La consommation privée en Belgique", by B. Eugène, Ph. Jeanfils and B. Robert, *Document series*, June 2003.
40. "The process of European monetary integration: a comparison of the Belgian and Italian approaches", by I. Maes and L. Quaglia, *Research series*, August 2003.
41. "Stock market valuation in the United States", by P. Bisciari, A. Durré and A. Nyssens, *Document series*, November 2003.
42. "Modeling the Term Structure of Interest Rates: Where Do We Stand?", by K. Maes, *Research series*, February 2004.
43. Interbank Exposures: An Empirical Examination of System Risk in the Belgian Banking System, by H. Degryse and G. Nguyen, *Research series*, March 2004.
44. "How Frequently do Prices change? Evidence Based on the Micro Data Underlying the Belgian CPI", by L. Aucremanne and E. Dhyne, *Research series*, April 2004.
45. "Firms' investment decisions in response to demand and price uncertainty", by C. Fuss and Ph. Vermeulen, *Research series*, April 2004.
46. "SMEs and Bank Lending Relationships: the Impact of Mergers", by H. Degryse, N. Masschelein and J. Mitchell, *Research series*, May 2004.
47. "The Determinants of Pass-Through of Market Conditions to Bank Retail Interest Rates in Belgium", by F. De Graeve, O. De Jonghe and R. Vander Vennet, *Research series*, May 2004.
48. "Sectoral vs. country diversification benefits and downside risk", by M. Emiris, *Research series*, May 2004.
49. "How does liquidity react to stress periods in a limit order market?", by H. Beltran, A. Durré and P. Giot, *Research series*, May 2004.
50. "Financial consolidation and liquidity: prudential regulation and/or competition policy?", by P. Van Cayseele, *Research series*, May 2004.
51. "Basel II and Operational Risk: Implications for risk measurement and management in the financial sector", by A. Chapelle, Y. Crama, G. Hübner and J.-P. Peters, *Research series*, May 2004.
52. "The Efficiency and Stability of Banks and Markets", by F. Allen, *Research series*, May 2004.
53. "Does Financial Liberalization Spur Growth?" by G. Bekaert, C.R. Harvey and C. Lundblad, *Research series*, May 2004.
54. "Regulating Financial Conglomerates", by X. Freixas, G. Lóránth, A.D. Morrison and H.S. Shin, *Research series*, May 2004.
55. "Liquidity and Financial Market Stability", by M. O'Hara, *Research series*, May 2004.
56. "Economisch belang van de Vlaamse zeehavens: verslag 2002", by F. Lagneaux, *Document series*, June 2004.
57. "Determinants of Euro Term Structure of Credit Spreads", by A. Van Landschoot, *Research series*, July 2004.
58. "Macroeconomic and Monetary Policy-Making at the European Commission, from the Rome Treaties to the Hague Summit", by I. Maes, *Research series*, July 2004.
59. "Liberalisation of Network Industries: Is Electricity an Exception to the Rule?", by F. Coppens and D. Vivet, *Document series*, September 2004.
60. "Forecasting with a Bayesian DSGE model: an application to the euro area", by F. Smets and R. Wouters, *Research series*, September 2004.
61. "Comparing shocks and frictions in US and Euro Area Business Cycle: a Bayesian DSGE approach", by F. Smets and R. Wouters, *Research series*, October 2004.

62. "Voting on Pensions: A Survey", by G. de Walque, *Research series*, October 2004.
63. "Asymmetric Growth and Inflation Developments in the Acceding Countries: A New Assessment", by S. Ide and P. Moës, *Research series*, October 2004.
64. "Importance économique du Port Autonome de Liège: rapport 2002", by F. Lagneaux, *Document series*, November 2004.
65. "Price-setting behaviour in Belgium: what can be learned from an ad hoc survey", by L. Aucremanne and M. Druant, *Research series*, March 2005.
66. "Time-dependent versus State-dependent Pricing: A Panel Data Approach to the Determinants of Belgian Consumer Price Changes", by L. Aucremanne and E. Dhyne, *Research series*, April 2005.
67. "Indirect effects – A formal definition and degrees of dependency as an alternative to technical coefficients", by F. Coppens, *Research series*, May 2005.
68. "Noname – A new quarterly model for Belgium", by Ph. Jeanfils and K. Burggraeve, *Research series*, May 2005.
69. "Economic importance of the Flemish maritime ports: report 2003", F. Lagneaux, *Document series*, May 2005.
70. "Measuring inflation persistence: a structural time series approach", M. Dossche and G. Everaert, *Research series*, June 2005.
71. "Financial intermediation theory and implications for the sources of value in structured finance markets", J. Mitchell, *Document series*, July 2005.
72. "Liquidity risk in securities settlement", J. Devriese and J. Mitchell, *Research series*, July 2005.
73. "An international analysis of earnings, stock prices and bond yields", A. Durré and P. Giot, *Research series*, September 2005.
74. "Price setting in the euro area: Some stylized facts from Individual Consumer Price Data", E. Dhyne, L. J. Álvarez, H. Le Bihan, G. Veronese, D. Dias, J. Hoffmann, N. Jonker, P. Lünemann, F. Ruml and J. Vilmunen, *Research series*, September 2005.
75. "Importance économique du Port Autonome de Liège: rapport 2003", by F. Lagneaux, *Document series*, October 2005.
76. "The pricing behaviour of firms in the euro area: new survey evidence, by S. Fabiani, M. Druant, I. Hernando, C. Kwapił, B. Landau, C. Loupias, F. Martins, T. Mathä, R. Sabbatini, H. Stahl and A. Stokman, *Research series*, November 2005.
77. "Income uncertainty and aggregate consumption, by L. Pozzi, *Research series*, November 2005.
78. "Crédits aux particuliers - Analyse des données de la Centrale des Crédits aux Particuliers", by H. De Doncker, *Document series*, January 2006.
79. "Is there a difference between solicited and unsolicited bank ratings and, if so, why?" by P. Van Roy, *Research series*, February 2006.
80. "A generalised dynamic factor model for the Belgian economy - Useful business cycle indicators and GDP growth forecasts", by Ch. Van Nieuwenhuyze, *Research series*, February 2006.
81. "Réduction linéaire de cotisations patronales à la sécurité sociale et financement alternatif" by Ph. Jeanfils, L. Van Meensel, Ph. Du Caju, Y. Saks, K. Buysse and K. Van Cauter, *Document series*, March 2006.
82. "The patterns and determinants of price setting in the Belgian industry" by D. Cornille and M. Dossche, *Research series*, May 2006.
83. "A multi-factor model for the valuation and risk management of demand deposits" by H. Dewachter, M. Lyrio and K. Maes, *Research series*, May 2006.
84. "The single European electricity market: A long road to convergence", by F. Coppens and D. Vivet, *Document series*, May 2006.
85. "Firm-specific production factors in a DSGE model with Taylor price setting", by G. de Walque, F. Smets and R. Wouters, *Research series*, June 2006.
86. "Economic importance of the Belgian ports: Flemish maritime ports and Liège port complex - report 2004", by F. Lagneaux, *Document series*, June 2006.
87. "The response of firms' investment and financing to adverse cash flow shocks: the role of bank relationships", by C. Fuss and Ph. Vermeulen, *Research series*, July 2006.
88. "The term structure of interest rates in a DSGE model", by M. Emiris, *Research series*, July 2006.
89. "The production function approach to the Belgian output gap, Estimation of a Multivariate Structural Time Series Model", by Ph. Moës, *Research series*, September 2006.

90. "Industry Wage Differentials, Unobserved Ability, and Rent-Sharing: Evidence from Matched Worker-Firm Data, 1995-2002", by R. Plasman, F. Rycx and I. Tojerow, *Research series*, October 2006.
91. "The dynamics of trade and competition", by N. Chen, J. Imbs and A. Scott, *Research series*, October 2006.
92. "A New Keynesian Model with Unemployment", by O. Blanchard and J. Gali, *Research series*, October 2006.
93. "Price and Wage Setting in an Integrating Europe: Firm Level Evidence", by F. Abraham, J. Konings and S. Vanormelingen, *Research series*, October 2006.
94. "Simulation, estimation and welfare implications of monetary policies in a 3-country NOEM model", by J. Plasmans, T. Michalak and J. Fornero, *Research series*, October 2006.
95. "Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area: a summary of the Inflation Persistence Network evidence ", by F. Altissimo, M. Ehrmann and F. Smets, *Research series*, October 2006.
96. "How Wages Change: Mirco Evidence from the International Wage Flexibility Project", by W.T. Dickens, L. Goette, E.L. Goshen, S. Holden, J. Messina, M.E. Schweitzer, J. Turunen and M. Ward, *Research series*, October 2006.
97. "Nominal wage rigidities in a new Keynesian model with frictional unemployment", by V. Bodart, G. de Walque, O. Pierrard, H.R. Sneessens and R. Wouters, *Research series*, October 2006.
98. "Dynamics and monetary policy in a fair wage model of the business cycle", by D. De la Croix, G. de Walque and R. Wouters, *Research series*, October 2006.
99. "The kinked demand curve and price rigidity: evidence from scanner data", by M. Dossche, F. Heylen and D. Van den Poel, *Research series*, October 2006.
100. "Lumpy price adjustments: a microeconomic analysis", by E. Dhyne, C. Fuss, H. Peseran and P. Sevestre, *Research series*, October 2006.
101. "Reasons for wage rigidity in Germany", by W. Franz and F. Pfeiffer, *Research series*, October 2006.
102. "Fiscal sustainability indicators and policy design in the face of ageing", by G. Langenus, *Research series*, October 2006.
103. "Macroeconomic fluctuations and firm entry: theory and evidence", by V. Lewis, *Research series*, October 2006.
104. "Exploring the CDS-Bond Basis" by J. De Wit, *Research series*, November 2006.
105. "Sector Concentration in Loan Portfolios and Economic Capital", by K. Düllmann and N. Masschelein, *Research series*, November 2006.
106. "R&D in the Belgian Pharmaceutical Sector", by H. De Doncker, *Document series*, December 2006.
107. "Importance et évolution des investissements directs en Belgique", by Ch. Piette, *Document series*, January 2007.