

De Belgische bedrijfsinvesteringen in het licht van de crisis

F. De Sloover
K. Burggraeve
L. Dresse

Inleiding

De Belgische economie heeft al bijna vijf jaar af te rekenen met een opeenvolging van uitzonderlijk zware schokken. Hoewel ze gecorreleerd zijn, omdat ze in de eerste plaats verband houden met de snelle ontwikkeling van de financiële crisis en de wereldwijde scherpe recessie en verder met de moeilijke en nog lang niet verwezenlijkte overgang naar een nieuw economisch en financieel evenwicht, komen die schokken op verscheidene gebieden tot uiting. De vraag en de mondiale bedrijvigheid zijn eind 2008 en begin 2009 bruusk ingestort, er deden zich zware spanningen voor op de financiële markten – eerst op het niveau van de interbancaire transacties, vervolgens op het vlak van overheidsschulden in het eurogebied –, de risicoappetijt is sterk afgenomen tegen een achtergrond van grote onzekerheid over de kortetermijnontwikkelingen en van de herbeoordeling van de langetermijnvooruitzichten en er werd een aanvang gemaakt met langdurige herstructureringen. Deze laatste zullen in de meeste economieën moeten worden voortgezet teneinde onhoudbare langetermijnposities inzake de schuldenlast van verschillende sectoren en/of het concurrentievermogen en het groeipotentieel recht te zetten.

Al deze ontwikkelingen hadden een rechtstreekse impact op de investeringsbeslissingen van de ondernemingen. Op korte termijn worden deze beslissingen immers sterk beïnvloed door de conjuncturele schommelingen van het bbp, waarbij hun procyclische profiel deze schommelingen op zijn beurt versterkt. Daarnaast zijn de investeringen op lange termijn bepalend voor het tempo waarin de kapitaalvoorraad aangroeit, waardoor ze de potentiële

groeimogelijkheden van een economie beïnvloeden. Een goed inzicht in de determinanten van de investeringen is daarom onontbeerlijk om de macro-economische ontwikkelingen van de economie te beoordelen. Tegen de achtergrond van de belangrijkste economische crisis sinds de Grote Depressie van de jaren dertig, is het derhalve interessant om na te gaan hoe de bedrijfsinvesteringen zich recentelijk hebben ontwikkeld⁽¹⁾.

In het eerste hoofdstuk van dit artikel wordt het verloop van de bedrijfsinvesteringen sinds 2007 toegelicht, ook vanuit een historisch en internationaal perspectief. Ter verklaring van het recente verloop wordt in het tweede hoofdstuk vervolgens nagegaan waarom de bedrijfsinvesteringen in België tijdens de crisis een weliswaar sterke, maar in vergelijking met andere eurolanden toch beperkte daling lieten optekenen. Het derde hoofdstuk, ten slotte, vat de belangrijkste bevindingen van dit artikel samen en somt enkele aandachtspunten voor de toekomst op.

1. Recent verloop van de bedrijfsinvesteringen

Vóór de crisis vertoonden de Belgische bedrijfsinvesteringen een zeer sterke stijging. Naar volume groeiden ze in 2007 met 8,2% en die toename hield aan tot ze in het tweede kwartaal van 2008 een piek bereikten.

(1) In dit artikel verwijst de term 'investeringen' steeds naar de bedrijfsinvesteringen, tenzij uitdrukkelijk anders vermeld. De reeks 'bedrijfsinvesteringen' omvat de bruto-investeringen in vaste activa van de ondernemingen, zelfstandigen en instellingen zonder winstoogmerk uit de nationale rekeningen. De overheidsinvesteringen en de investeringen van de gezinnen in woongebouwen blijven dus buiten beschouwing.

Na het faillissement van Lehman Brothers, in september 2008, stortten de bedrijfsinvesteringen tijdens het derde kwartaal van 2008 echter in en volgde er een scherpe en langdurige daling die meer dan een jaar lang aanhield. In het eerste kwartaal van 2010 lagen de investeringen aldus 16,1% onder de piek in het tweede kwartaal van 2008. Na een korte stabilisatie op een laag niveau tijdens het tweede kwartaal van 2010, begonnen de investeringen zich vervolgens opnieuw te herstellen vanaf het derde kwartaal van 2010. Het hoogtepunt van deze opleving werd bereikt tijdens het tweede kwartaal van 2011, toen de investeringen 12,3% hoger uitkwamen dan tijdens hetzelfde kwartaal een jaar eerder. In enkele weken tijd sloeg de stemming echter opnieuw om. De sinds het derde kwartaal van 2011 opgetekende stabilisatie heeft te maken met een hernieuwde onzekerheid over de groei-verwachtingen en zou volgens de macro-economische projecties die de Bank in juni 2012 heeft gepubliceerd, gedurende heel 2012 blijven duren. Pas daarna zouden de investeringen opnieuw geleidelijk toenemen.

Het verloop van de bedrijfsinvesteringen kan ook worden vergeleken met dat van het bbp. Hierbij valt op dat de investeringen en het bbp in het algemeen dezelfde ontwikkeling doormaken, waarbij de investeringen echter worden gekenmerkt door grotere schommelingen. Tussen

begin 2007 en het tweede kwartaal van 2008 lieten zowel de bedrijfsinvesteringen als het bbp bijvoorbeeld een forse groei optekenen, waarbij de investeringen in 2007 echter driemaal zo sterk groeiden als het bbp en in 2008 vierenhalf keer zo sterk. De recessie trad ook gelijktijdig in: beide variabelen vertoonden een scherpe inzinking vanaf het derde kwartaal van 2008. Ook hier bleken de investeringen opnieuw volatieler dan het bbp; de investeringen namen in 2009 immers 3,7 keer zo sterk af als het bbp. Het herstel van de investeringen liet wel langer op zich wachten: terwijl het bbp zich reeds vanaf medio 2009 herstelde, hervatte de groei van de investeringen pas in het derde kwartaal van 2010.

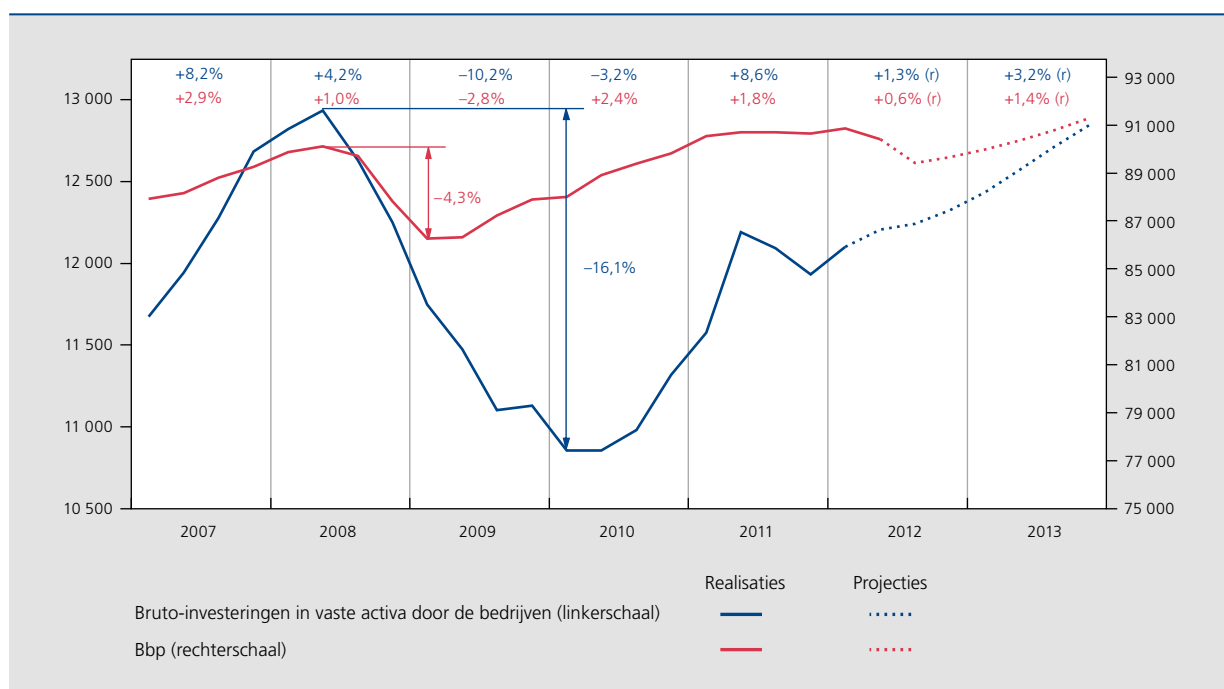
Om de huidige toestand beter te situeren, is het tevens leerrijk het verloop van de investeringen tijdens vorige recessieperiodes na te gaan.⁽¹⁾ Naast de recessie van medio 2008 tot begin 2009 deden zich sinds 1980 drie recessies voor, namelijk aan het begin van de jaren tachtig⁽²⁾, in 1992-1993 en in 2001. De ernst van de crisis van 2008 blijkt duidelijk uit een vergelijking met vorige recessies. Ten eerste werden zowel het bbp als de investeringen

(1) Een recessie wordt gedefinieerd als een daling van het bbp gedurende minstens twee opeenvolgende kwartalen.

(2) Begin jaren tachtig werden formele recessiefases opgetekend tijdens de jaren 1980-1981 en 1983; in 1982 was de bbp-groei dus wel positief, maar gering (0,6% op jaarbasis). Wanneer deze recessieperiode in dit artikel ter sprake komt, zal ze dan ook worden omschreven als 'de crisis aan het begin van de jaren tachtig'.

GRAFIEK 1 VERLOOP VAN DE BELGISCHE BEDRIJFSINVESTERINGEN EN HET BBP

(kwartaalgegevens naar volume; in € miljoen, referentiejaar = 2009; gezuiverd voor seizoen- en kalenderinvloeden)



Bronnen: INR, NBB.

Toelichting: Percentages bovenaan grafiek: reële groei op jaarbasis.

tijdens de recente crisis sterker getroffen dan bij voorgaande recessieperiodes. Voorts duurde het herstel ook veel langer. Na tien kwartalen lagen het bbp en de investeringen nog steeds onder het hoogtepunt van voor de crisis. De investeringen bleven zelfs nog ruim 12 % onder het hoogtepunt van vóór de crisis. Bij elk van de drie vorige crisissen had het bbp zich na tien kwartalen wel al hersteld en bij de crisissen van 1993 en 2000 kwam het bbp na tien kwartalen zelfs al boven het vóór de crisis bereikte hoogtepunt uit. Hoewel de investeringen in 2009 dus de sterkste daling sinds 1980 te zien gaven, wordt deze extreme beweging in een ander daglicht gesteld door ze te vergelijken met het bbp-verloop.

Een andere manier om de relatie tussen investeringen en economische bedrijvigheid weer te geven, is via de investeringsquote. De reële investeringsquote, hier gedefinieerd als de verhouding tussen de reële bedrijfsinvesteringen en het reële bbp, vertoont sinds 1980 een stijgende tendens, die weliswaar wordt onderbroken tijdens recessies. Enerzijds kan deze trend worden verklaard door prijseffecten: de deflator van de investeringen bleek over de beschouwde periode structureel minder dynamisch dan de bbp-deflator en hun verschillende dynamiek droeg bij tot de stijgende trend. Anderzijds kampte de Belgische economie aan het begin van de jaren tachtig met structurele problemen inzake concurrentievermogen die tot

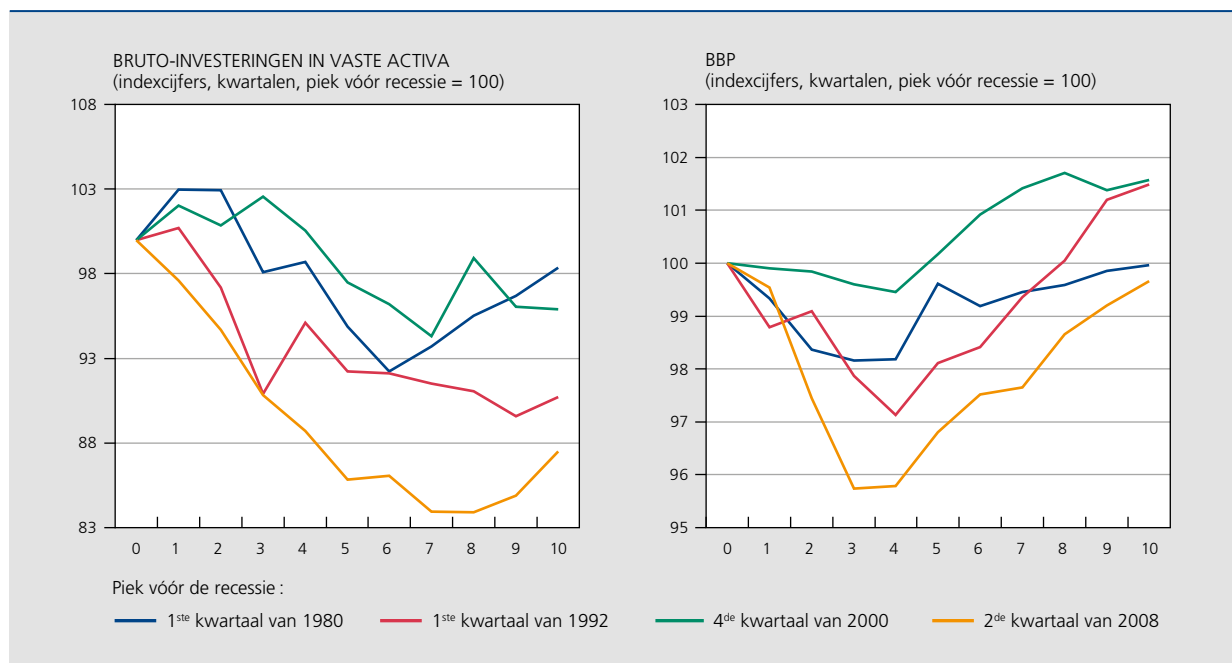
uiting kwamen in een heel lage investeringsquote. Dit effect is ook zichtbaar bij de nominale investeringsquote: deze gaf eveneens een forse stijging te zien aan het eind van de jaren tachtig, toen die concurrentieverstorings werden verholpen. Nadien schommelde de nominale investeringsquote vanaf 1990 aanhoudend rond een gemiddelde waarde van 13,3 % bbp.

Uit de conjuncturele schommelingen van de investeringsquote blijkt dat de Belgische bedrijfsinvesteringen de recente recessie vrij goed hebben doorstaan. Ten opzichte van het hoogtepunt vóór de crisis (tweede kwartaal van 2008) bleek de investeringsquote op haar laagste punt in nominale termen slechts met 2,4 procentpunt te zijn gedaald en in reële termen maar met 2,1 procentpunt. Tijdens de recessie van 2001 bedroeg die daling in nominale termen 2,1 procentpunt en in reële termen 1,2 procentpunt. De bedrijfsinvesteringen zijn tijdens deze crisis dus niet veel sterker gezakt ten opzichte van het bbp dan gedurende voorgaande recessies. De afname van de investeringen tijdens de crisis blijkt dus van een normale grootte-orde te zijn, gezien de zeer grote en onverwachte daling van het bbp, de hoge onzekerheid en de onstabiele verwachtingen.

Ook in internationale context blijkt België de recessie relatief goed te hebben doorstaan. In de buurlanden liepen

GRAFIEK 2 VERLOOP VAN HET BBP EN DE INVESTERINGEN IN VERGELIJKING MET VORIGE CRISISPERIODES

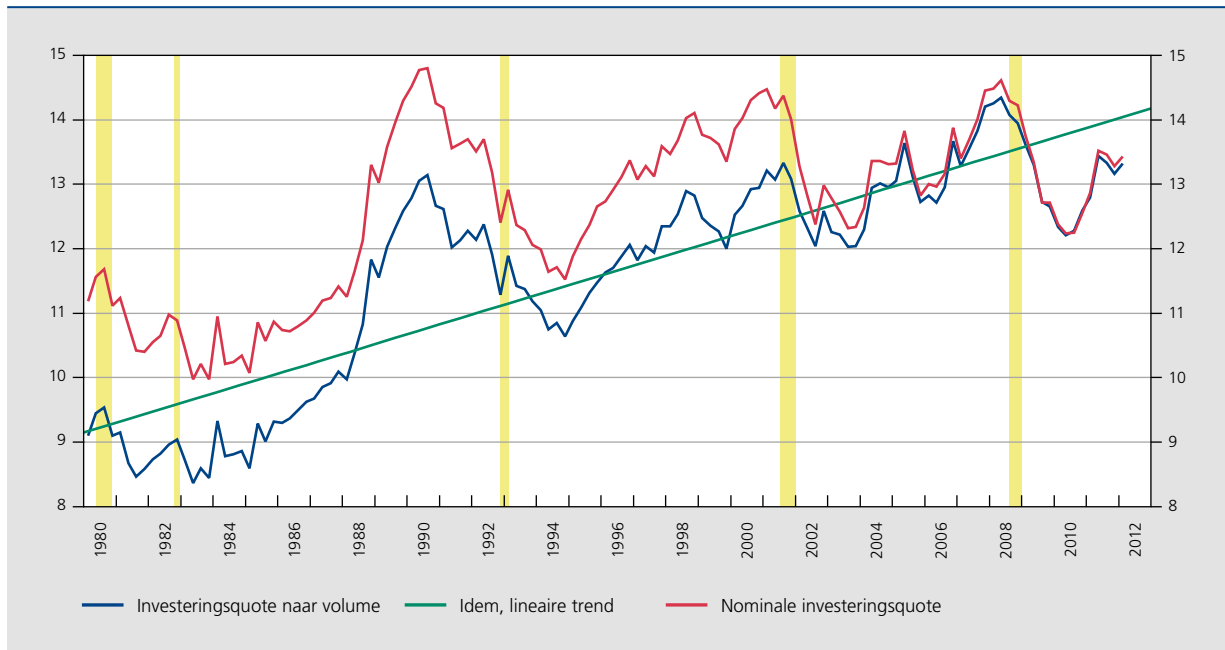
(indexcijfers, piek voor recessie = 100, kwartalen sinds de piek op horizontale as)



Bronnen: INR, NBB.

GRAFIEK 3 INVESTERINGSQUOTE

(brutobedrijfsinvesteringen in vaste activa in % van het bbp, gezuiverd voor seizoen- en kalenderinvloeden)



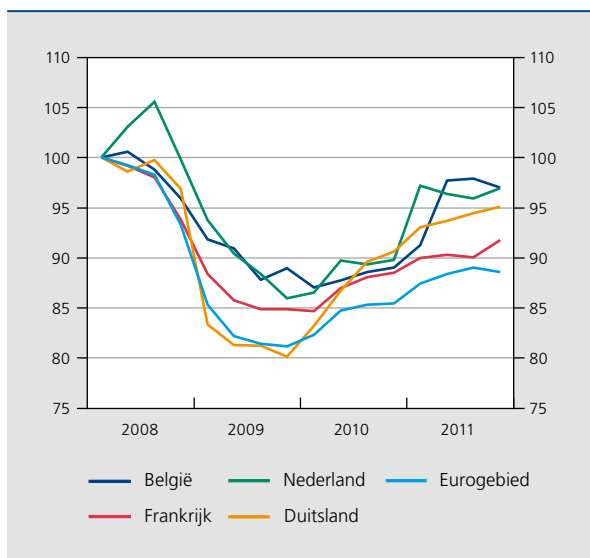
Bronnen: INR, NBB.

de investeringen tijdens de crisis meer terug dan in België. In Nederland en Duitsland veerden ze na de crisis evenwel

sterker en sneller op. Vanaf eind 2009 vertoonden ze immers in beide landen een robuust herstel, terwijl de Belgische bedrijfsinvesteringen zich nog stabiliseerden. In beide landen werd wel al een vertraging van de groei van de bedrijfsinvesteringen opgetekend sinds begin 2011, terwijl dit in België pas het geval was vanaf het tweede kwartaal van 2011. De Franse bedrijfsinvesteringen vertoonden grotendeels dezelfde ontwikkeling als de Belgische, met uitzondering van de versnelling in 2011, die in Frankrijk niet lijkt te hebben plaatsgevonden.

GRAFIEK 4 VERGELIJKING VAN DE BELGISCHE BEDRIJFSINVESTERINGEN MET DE BUURLANDEN EN HET EUROGEBIED

(indexcijfers, 1^{ste} kwartaal van 2008=100)



Bron: OESO.

2. Verklaring van het recente verloop van de investeringen

Het kwartaalmodel van de Bank⁽¹⁾ voor de Belgische economie – dat onder meer wordt gebruikt in het kader van de macro-economische projecties van de Bank – zal in dit hoofdstuk als gids dienen om op een algemene manier het verloop van de bedrijfsinvesteringen tijdens de laatste vijf jaar te verklaren. Vervolgens worden verklaringen gezocht om twee klaarblijkelijk contradictoire vaststellingen van de beschrijvende analyse in het vorige hoofdstuk uit te leggen. Daarbij worden enkele variabelen opgesomd

(1) Zie Jeanfils, Ph. en Burggraeve, K., mei 2005, 'Noname, A New Quarterly Model For Belgium', Working Paper Research n° 68.

die de scherpe daling van de investeringen in het zog van de crisis kunnen toelichten. Voorts worden mogelijke factoren behandeld die kunnen verklaren waarom de bedrijfsinvesteringen desondanks toch maar in een beperkte mate terugliepen.

2.1 Recent verloop van de bedrijfsinvesteringen bekeken vanuit het econometrisch model van de Bank

De productie van goederen en diensten vergt een optimale inzet van kapitaal en arbeid, die in het econometrisch model wordt beschreven door een CES-productiefunctie met constante schaalopbrengsten. Hieruit worden simultaan de optimale vraag naar kapitaal en die naar arbeid afgeleid. De relevante determinanten van de evenwichtsinvesteringsvraag in dit model zijn: de totale vraag naar goederen en diensten vanuit de private sector; de reële kapitaalkosten van de investeringen, dat zijn de kapitaalkosten afgemeten aan de totale productiekosten van de ondernemingen; de steeds stijgende efficiëntie van de productiefactoren arbeid en kapitaal, waardoor eenzelfde hoeveelheid goederen en diensten kan worden geproduceerd met steeds minder productiefactoren; het tempo

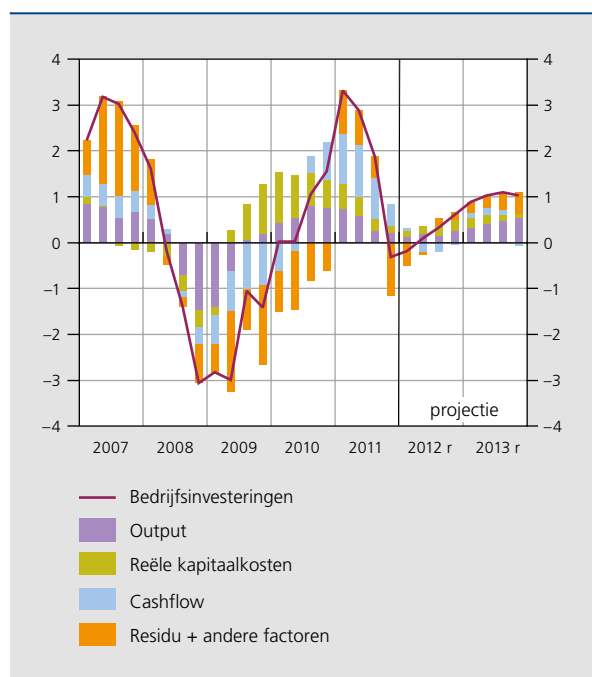
waarin vroegere investeringen worden afgeschreven; de elasticiteit die de substitutie tussen arbeid en kapitaal meet, samen met de distributieparameter die het aandeel van arbeid afweegt tegen dat van kapitaal; en de variabele mark-up die de bedrijven hanteren.

De effectieve vraag naar investeringen wordt ingebed in een zogenaamd *error correction model*, waardoor afwijkingen van de optimale investeringsvraag in de vorige periode geleidelijk worden gecorrigeerd in de richting van de evenwichtsvraag. Daarnaast wordt aandacht besteed aan de typische vertragingen in het investeringsproces. Voorts wordt via een cashflow-kanaal nog een extra determinant in de vergelijking ingebracht, die enkel op korte termijn een invloed kan uitoefenen op de investeringsvraag: hoe groter de cashflow van de bedrijven is, hoe minder zij een beroep moeten doen op externe financiering – wat extra onzekerheid over de uitkomst van het beslissingsproces met zich mee kan brengen – en hoe makkelijker zij bijgevolg nieuwe investeringsprojecten effectief ten uitvoer kunnen leggen.

Een analyse van de bedrijfsinvesteringen volgens de bovenstaande determinanten toont aan dat de grootste bijdrage aan de inzinking van de investeringen na het uitbreken van de financiële crisis werd geleverd door het negatieve verloop van de vraag⁽¹⁾. Vanaf de tweede helft van 2009 verbeterden de vraagvooruitzichten weer, en in hun kielzog ook de investeringsvraag. De bedrijfscashflows en de ermee samenhangende bedrijfsrendementen, die in 2008 een veeleer bescheiden negatieve bijdrage tot de investeringsgroei hadden geleverd, remden de investeringsvraag in 2009 sterk af. Deze tegenvallende bedrijfswinsten zijn uiteraard het gevolg van een sterk afgenomen vraag in combinatie met een aanvankelijk vrij inelastische totale loonsom. Pas nadat de bedrijven hun vraag naar arbeid neerwaarts hadden kunnen herzien (daarbij geholpen door het gebruik van het stelsel van tijdelijke werkloosheid), slaagden zij er in hun rendement langzaam weer op te krikken. Toch duurde het nog tot in de tweede helft van 2010 vooraleer deze cashflows weer positief tot de investeringsgroei bijdroegen. De sterke daling, in 2009, van de kortetermijnrente (en in mindere mate de langetermijnrente) en de transmissie ervan naar de rente op bedrijfskredieten en de totale kapitaalkosten van de ondernemingen, hebben in de tweede helft van 2009 en in de loop van 2010 zeker de bedrijfsinvesteringen ondersteund. Nadat in de loop van 2010 de rente niet meer verder daalde en vanaf het ogenblik dat ook de groei van het uurloon in de private sector begon terug te

GRAFIEK 5 VERLOOP VAN DE INVESTERINGEN EN DETERMINANTEN

(bijdragen tot de kwartaal-op-kwartaal groei⁽¹⁾ van de investeringen volgens het kwartaalmodel van de Bank, in procentpunt)



Bron: NBB.

(1) Uitgevlakte reeksen: gecentreerd glijdend gemiddelde over drie kwartalen.

(1) Om de grillige schommelingen in de kwartaal-op-kwartaal investeringsgroei uit te vlakken, werd hier gewerkt met een gecentreerd glijdend gemiddelde van de groei tijdens het kwartaal zelf, de groei in het vorige kwartaal en de groei in het volgende kwartaal. Dezelfde filter werd uiteraard gebruikt om de bijdrage van de individuele determinanten tot de totale investeringsgroei te berekenen.

lopen, nam de bijdrage van de reële kapitaalkosten tot de investeringsgroei langzaam in kracht af.

De periode vóór de val van Lehman Brothers werd in België gekenmerkt door uitgesproken positieve groei- en investeringsverwachtingen. De positieve bijdrage van de residuen toont dan ook aan dat de investeringen in die periode sterker groeiden dan de determinanten van het model kunnen verklaren. Na het uitbreken van de financiële crisis slaat de bijdrage van de residuen echter om en wordt deze negatief. De sterk toegenomen onzekerheid en het wantrouwen op de internationale en financiële markten deden de investeringsgroei immers ruim onder het groeitempo zakken dat door de klassieke determinanten van het model kan worden verklaard.

Reeds in de tweede helft van 2010 ebde het wantrouwen van de ondernemers langzaam weg en legden de Belgische bedrijven weer positieve investeringsgroei cijfers voor. Gedurende het grootste deel van 2011 groeiden de investeringen wederom sterker dan door de klassieke determinanten kan worden verklaard.

De opnieuw toegenomen onzekerheid aan het einde van 2011 en het begin van 2012 ging gepaard met een nieuwe dip in de investeringsgroei. Volgens de macro-economische projecties van de Bank zou het langzaam wegebden van de binnenlandse onzekerheid – dat op zich het gevolg is van de duidelijkheid die werd gecreëerd door het raamwerk van op begrotingsconsolidatie gerichte overheidsmaatregelen, de veel minder sterk oplopende Belgische langetermijnrente in vergelijking met de zuidelijkere eurolanden en de verwachte geleidelijke verbetering van het conjuncturele klimaat in het eurogebied – aan de basis liggen van het verwachte trage herstel van de investeringsgroei tijdens de periode 2012-2013. Dat groeitempo zou in de eerste plaats worden geschraagd door de vraagverwachtingen, maar ook de reële kapitaalkosten en, in mindere mate, het cashflow-effect zorgen voor een positieve groei bijdrage. Aangezien de effectieve investeringsvraag gedurende deze periode aanhoudend lager dan de evenwichtsvraag zou zijn, zal een geleidelijke convergentie naar deze laatste eveneens voor een extra groei ondersteuning zorgen.

2.2 Waarom lopen de investeringen vanaf medio 2008 terug?

2.2.1 Vraag en economische bedrijvigheid

Het belang van de macro-economische vraag voor de bedrijfsinvesteringen wordt helder toegelicht in de acceleratortheorie. Deze theorie, die tevens aan de basis ligt van de investeringsmodellering in het kwartaalmodel van de Bank, stelt dat als de vraag naar de productie van een onderneming toeneemt, deze haar kapitaal-inbreng dient te verhogen om die extra productie te kunnen realiseren. In principe wordt er dus van een productiefunctie met constante schaalopbrengsten uitgegaan⁽¹⁾.

Het acceleratormodel gaat uit van een onveranderlijke kapitaal-outputratio, waarbij de kapitaal-inbreng telkens evenredig groeit/afneemt met het verloop van de economische bedrijvigheid. Aangezien het niveau van de investeringen de wijziging van de kapitaalvoorraad weergeeft, en de veranderingen in de investeringen de versnelling of vertraging van de groei of de afname van de kapitaalvoorraad (tweede afgeleide) weerspiegelen, zouden de veranderingen in de investeringen procentueel gezien dus een veelvoud zijn van de procentuele wijziging van de kapitaalvoorraad en de economische bedrijvigheid. Precies dit effect wordt het acceleratoreffect genoemd.

Het acceleratoreffect lijkt de Belgische investeringen wel degelijk te beïnvloeden. De investeringen volgen immers een soortgelijk verloop als het bbp maar zijn veel volatiler. Tussen 1980 en 2011 bedroeg de correlatie tussen het bbp en de investeringen 0,98; de investeringen zijn derhalve sterk procyclisch. De standaardafwijking van de procentuele groei van de investeringen was hierbij ongeveer 4,3 keer zo hoog als die van het bbp. Deze theorie zou dus kunnen verklaren waarom de Belgische bedrijfsinvesteringen ineens stortten vanaf het derde kwartaal van 2008, toen de bedrijfsleiders een verslechtering van de conjunctuur waarnamen.

Wanneer de correlatie tussen het bbp en de investeringen evenwel alleen voor de periode 2007-2011 wordt berekend, valt het op dat ze veel minder hoog is: ze bedraagt dan nog slechts 0,4 en de standaardafwijking is slechts 3,1 maal zo groot. Rekening houdend met het feit dat die correlatie op veel minder waarnemingen berust, kan dit toch een indicatie zijn dat in deze periode ook andere factoren dan de inschatting van de vraag een rol hebben gespeeld bij het bepalen van de bedrijfsinvesteringen.

De inzinking van de vraag als gevolg van de in 2008 begonnen economische en financiële crisis, heeft echter zowel op korte als op lange termijn repercussies gehad. Op

(1) Een toename van de productiefactoren arbeid en kapitaal zal hierbij leiden tot een evenredige toename van de output.

korte termijn had de scherpe en onverwachte inzinking van de vraag en de economische bedrijvigheid een weerslag op de bezettingsgraad van het productievermogen. Op langere termijn heeft ze geleid tot een neerwaartse herziening van de vooruitzichten voor de potentiële groei. Aangezien de voorspellingen van de potentiële groei wellicht de inschatting van de bedrijven weerspiegelen met betrekking tot de toekomstige vraag alsook de kapitaalvoorraad die noodzakelijk is om aan deze vraag te voldoen, heeft de neerwaartse herziening van de potentiële groei ook gevolgen gehad voor de investeringsbeslissingen op langere termijn.

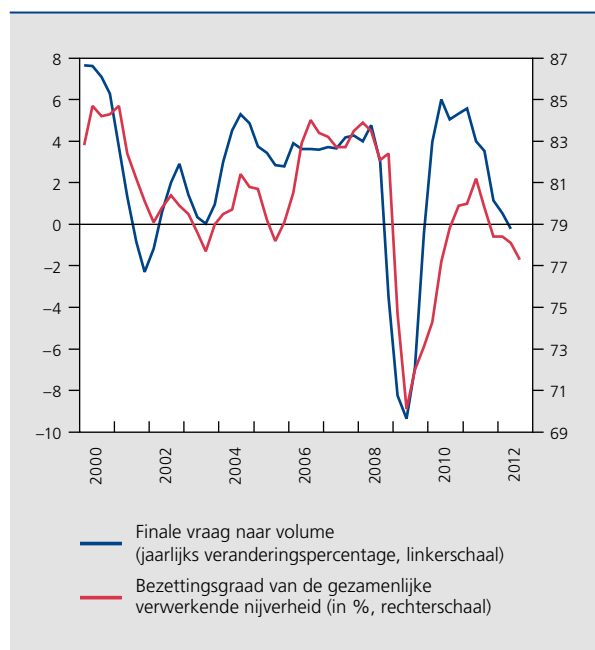
Kortetermijnpact: aanpassing van de bezettingsgraad van het productievermogen

Een inzinking van de vraag beïnvloedt niet onmiddellijk de investeringen. Op korte termijn kunnen de bedrijven immers de bezettingsgraad van het productievermogen aanpassen om de eerste schommelingen in de vraag op te vangen. Wanneer de vraag bijvoorbeeld toeneemt, zullen zij de bestaande productiecapaciteit in eerste instantie beter benutten en aldus afwachten of de geobserveerde trend aanhoudt alvorens middelen te investeren en voor langere tijd vast te leggen in een investeringsproject. Aan investeringen zijn immers hoge aanpassings- en opportuniteitskosten verbonden. In België sluit het verloop van de

bezettingsgraad van het productievermogen heel nauw aan bij dat van de finale vraag. De periode vóór de financiële en economische crisis werd gekenmerkt door een zeer sterke finale vraag en een hoge bezettingsgraad. Nadat de finale vraag vanaf het tweede kwartaal van 2008 in elkaar was gezakt, voornamelijk door een sterke daling van de vraag naar uitvoer, had ook de bezettingsgraad met een inzinking van dezelfde orde te kampen. Beide variabelen bleven teruglopen tot medio 2009, waarna ze zich allebei herstelden.

Het verloop van de bezettingsgraad in 2011 geeft ook een goede indicatie van de wisselwerking tussen aanpassingen van de productiecapaciteit en investeringsbeslissingen. Tot het tweede kwartaal van 2011 steeg de bezettingsgraad van het productievermogen, waarna een daling wordt waargenomen. De bedrijfsinvesteringen begonnen na een sterke stijging tijdens de eerste twee kwartalen van 2011 te dalen vanaf het derde kwartaal van 2011. Dit geeft aan dat de bedrijven tussen het tweede en derde kwartaal van 2011 eerst de bezettingsgraad van hun productievermogen hebben aangepast en pas daarna, toen duidelijk werd dat de conjunctuurvertraging zou blijven duren, de investeringen hebben verminderd. Na een stabilisatie in het eerste kwartaal van 2012, werd de bezettingsgraad in het tweede kwartaal van 2012 alweer verlaagd, tegen de achtergrond van een verder verslappende conjunctuur in het eurogebied.

GRAFIEK 6 VERLOOP VAN DE FINALE VRAAG EN VAN DE BEZETTINGSGRAAD VAN DE PRODUCTIECAPACITEIT



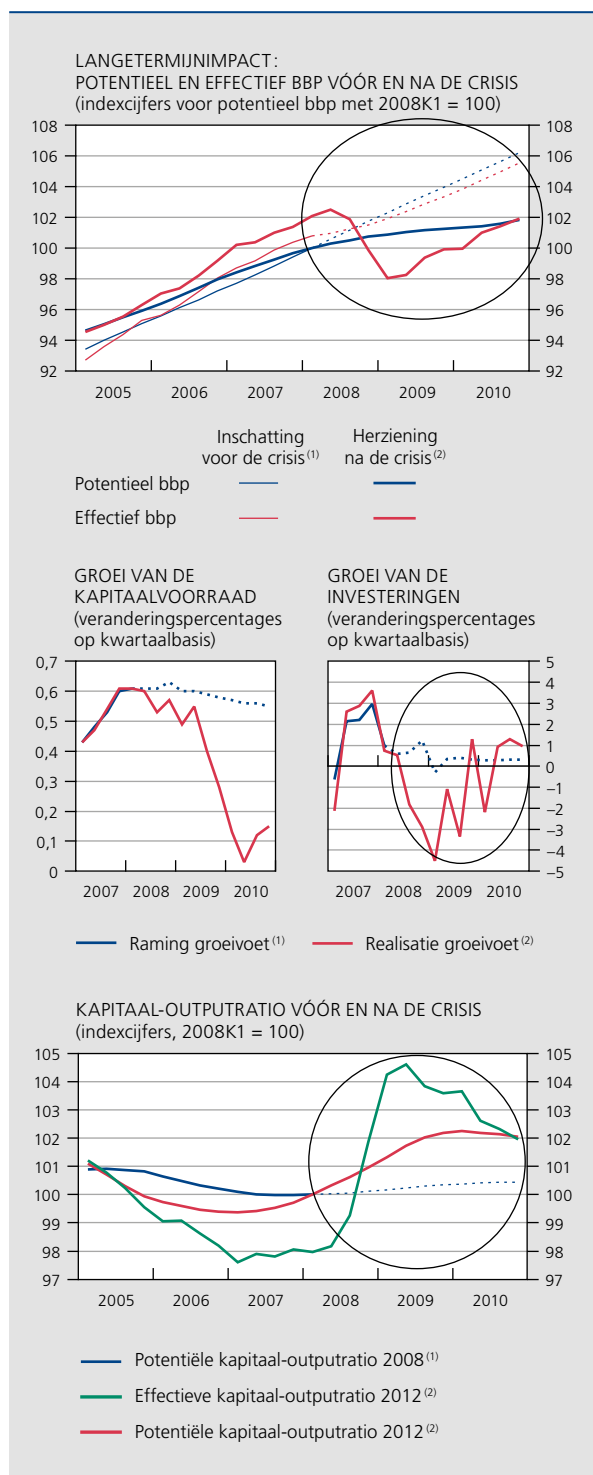
Bronnen: INR, NBB.

Langetermijnpact: aanpassing van de investeringsbeslissingen

De crisis heeft een zware en onverwachte impact gehad op de Belgische economie. Terwijl in de macro-economische projecties van de Bank van juni 2008 nog rekening werd gehouden met een reële groei van de bedrijvigheid met 1,6% in 2008 en met 1,5% in 2009, bleken de opgetekende cijfers met respectievelijk 1% en -2,8% ver onder deze verwachtingen te liggen. De daling van het bbp had een weerslag op de raming van het potentiële bbp, die in vergelijking met de ramingen van juni 2008 ook opmerkelijk neerwaarts werd bijgesteld. Dat komt omdat de aanpassingen die verband houden met de door de crisis verloren gegane bedrijvigheid, door de bruske aard ervan, leiden tot wrijvingen, en dus tot tijdelijke verliezen aan efficiëntie (TFP), of tot een ontmoedigings-effect voor de potentiële werknemers (afname van het aantal gewerkte uren) of een verhoging van de structurele werkloosheidsgraad. Deze factoren hadden op zijn minst een tijdelijke uitwerking op de potentiële groei. Ondanks het feit dat deze op termijn naar verwachting zou terugkeren naar een soortgelijk groeitempo als vóór de crisis, wordt ervan uitgegaan dat het effect van de inzinking van

het potentiële bbp tijdens de crisis niet meer ongedaan kan worden gemaakt.

GRAFIEK 7 POTENTIËLE GROEI, KAPITAALVOORRAAD EN INVESTERINGEN



Bron: NBB.

(1) Realisaties en ramingen afkomstig van de schatting van de potentiële groei van juni 2008, ramingen in stippellijn vanaf het eerste kwartaal van 2008.

(2) Realisaties afkomstig van de schatting van de potentiële groei van juni 2012.

De potentiële output weerspiegelt welke groei een economie kan genereren zonder evenwichtsverstoringen op de goederen- en dienstenmarkt en op de arbeidsmarkt teweeg te brengen. Hoewel het potentiële bbp niet meetbaar is en dus moet worden geschat, weerspiegelt het op impliciete wijze de overwegingen die de economische subjecten, waaronder de bedrijven, hanteren om de toekomstige vraag in te schatten en hun nood aan productiefactoren op langere termijn te ramen. Doordat de potentiële groei onverwachts naar beneden werd bijgesteld, werd ook de kapitaalvoorraad die nodig is om de productie te kunnen realiseren, neerwaarts herzien. De herziening van de noodzakelijke kapitaalvoorraad leidde op haar beurt tot een neerwaartse bijstelling van de noodzakelijke investeringen om die kapitaalvoorraad te bereiken. Opnieuw kan worden opgemerkt dat deze inzinkingen van de investeringsgroei en de groei van de kapitaalvoorraad zich onverwachts voordeden, aangezien ze niet waren gebleken uit de ramingen van de Bank van juni 2008. De daling van de groei van de kapitaalvoorraad was vooral uitgesproken tussen medio 2009 en medio 2010. Pas sinds de investeringen weer zijn beginnen te stijgen in het derde kwartaal van 2010, is de groeivoet van de kapitaalvoorraad opnieuw toegenomen. De werking van het acceleratoreffect wordt hier trouwens duidelijk bevestigd: terwijl de groei van de kapitaalvoorraad met slechts bijna 0,6 procentpunt daalde als gevolg van de crisis, verminderde de groeivoet van de investeringen met ongeveer 5 procentpunt. Ondanks de neerwaartse aanpassing van de kapitaalvoorraad blijft de verhouding van de kapitaalvoorraad tot de potentiële output, zoals die nu wordt ingeschat, echter heel wat hoger dan in 2008 was voorzien.

2.2.2 Rentabiliteit en interne financieringsmogelijkheden: bruto-exploitatietooverschot van de Belgische ondernemingen

Een andere mogelijke oorzaak voor de sterke daling van de bruto-investeringen in vaste activa van de Belgische ondernemingen in 2009 is het verloop van hun bruto-exploitatietooverschot. Aangezien het bruto-exploitatietooverschot voor een onderneming de voornaamste bron van inkomsten is, vormt het immers een indicator van de interne financieringsmogelijkheden ervan. Daarnaast wordt het bruto-exploitatietooverschot ook beschouwd als een indicator voor de rentabiliteit van de ondernemingen en van de investeringen.

Het bruto-exploitatietooverschot van de Belgische bedrijven bleef in 2008 vrijwel stabiel en nam in 2009 scherp af. De stagnatie in 2008 is voornamelijk te wijten aan de scherpe stijging van de kosten voor de bedrijven. Die kosten stegen immers sneller dan de verkoopprijzen van

TABEL 1 BRUTO-EXPLOITATIEOVERSCHOT VAN DE VENNOOTSCHAPPEN
(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)

	2003-2007 Jaar- gemiddelde	2008	2009	2010	2011	2012 r	2013 r
Bruto-exploitatietoerschoot van de vennootschappen	7,9	0,1	-5,3	12,6	3,8	1,1	2,8
Bruto-exploitatietoemarge per verkochte eenheid ..	4,3	-2,1	1,7	6,4	0,0	5,7	0,1
Verkooprijzen per eenheid product	2,2	3,9	-3,9	3,7	4,0	7,5	1,5
Op de binnenlandse markt ⁽¹⁾	2,6	4,4	-2,4	2,5	3,3	6,4	1,5
Op de uitvoermarkten	1,9	3,4	-5,3	5,0	4,6	8,5	1,4
Kosten per verkochte eenheid ⁽¹⁾	1,9	5,0	-4,8	3,7	4,8	7,8	1,7
Ingevoerde goederen en diensten	2,3	6,0	-8,5	6,1	6,2	10,3	1,4
Kosten van binnenlandse oorsprong per eenheid product	0,7	1,9	2,6	-0,4	1,5	3,4	1,3
waarvan loonkosten per eenheid product	0,8	3,5	3,3	-0,9	2,1	2,9	1,5
Eindverkoop naar volume	3,4	2,2	-6,9	5,8	3,8	-4,4	2,7
Op de binnenlandse markt ⁽¹⁾	2,5	2,3	-2,3	2,1	2,0	-2,8	0,8
Op de uitvoermarkten	4,2	2,1	-11,1	9,6	5,5	-5,8	4,5

Bronnen: INR, NBB.

(1) Met inbegrip van de voorraadwijzing.

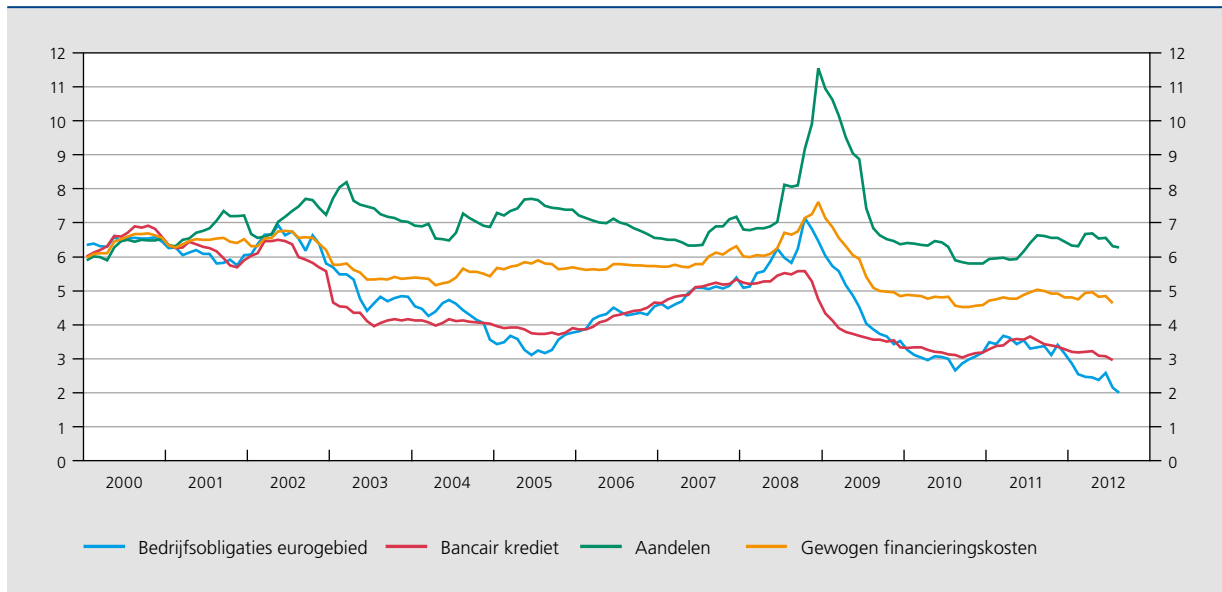
hun producten, waardoor de bedrijfsmarges aanzienlijk werden aangetast. Hoewel deze marges in 2009 opnieuw toenamen – omdat de kosten sterker daalden dan de verkoopprijzen van de producten van de Belgische ondernemingen – blijkt de sterke daling van de vraag het bruto-exploitatietoerschoot toch te hebben gedrukt. De Belgische bedrijven eindigden het jaar 2009 met een negatief verloop van het bruto-exploitatietoerschoot, wat de mogelijkheden tot interne financiering fnuikte. In het jaar 2010 gaf het bruto-exploitatietoerschoot echter een stevig, maar tijdelijk, herstel te zien, vooral omdat de vraag naar producten heropleefde, waarbij vooral de voor de uitvoer bestemde productie belangrijk was. Hoewel de vraag in 2011 opnieuw vertraagde en de marge niet veranderde, bleef de groei van het bruto-exploitatietoerschoot positief. Voor het jaar 2012 wordt een beperkte groei van het bruto-exploitatietoerschoot verwacht als gevolg van een sterke achteruitgang van de finale vraag. Zowel de binnenlandse vraag als de vraag naar producten voor de uitvoer zou dit jaar worden gekenmerkt door een stevige inzinking. In 2013 wordt opnieuw een matige verbetering verwacht, vooral doordat de vraag naar uitvoer weer zou aantrekken, terwijl de groei van de binnenlandse vraag bescheiden blijft. Al bij al zou het groeitempo van het bruto-exploitatietoerschoot geringer blijven dan in de jaren vóór de economische en financiële crisis, in een algemene context van matige economische groei en hoge onzekerheid.

2.2.3 Kosten van externe financiering voor de ondernemingen

Naast de economische vraag en de ontwikkeling van de interne financieringsmogelijkheden kunnen nog andere elementen ten grondslag liggen aan de inzinking van de bedrijfsinvesteringen. De financieringskosten van de ondernemingen zijn bijvoorbeeld vanaf januari 2008 sterk toegenomen. Hoewel de rentetarieven van de bedrijfsobligaties van het eurogebied reeds langere tijd aan het stijgen waren, liepen ze vanaf begin 2008 nog sterk op.⁽¹⁾ Enkel de kosten van het bancaire krediet schijnen begin 2008 niet echt te zijn versneld en zetten hun sinds 2005 stijgende trend voort. Vooral door de aanzienlijke toename van de kosten van financiering via aandelen in een context van kelderende beurskoersen gingen de gewogen financieringskosten voor de niet-financiële vennootschappen vanaf mei 2008 fors omhoog. Een gedeeltelijke verklaring voor de stijging van de financieringskosten nog vóór de crisis toesloeg, wordt verschaft door de contractuele impulsen van het monetaire beleid, gezien de aanpassingen van de beleidsrentes progressief in rekening worden gebracht in de rentes die aan de bedrijven worden aangerekend. Dit mechanisme kan deels verklaren waarom in periodes van hoogconjunctuur een stijging

(1) Deze trend werd ook waargenomen voor de Belgische bedrijfsobligaties. Hier worden echter de bedrijfsobligaties van het eurogebied geanalyseerd omdat de markt voor deze obligaties dieper en meer liquide is.

GRAFIEK 8 KOSTEN VAN EXTERNE FINANCIERING VOOR DE NIET-FINANCIËLE VENNOOTSCHAPPEN
(in %)



Bronnen : NBB, Thomson Reuters Datastream.

wordt waargenomen van de financieringskosten, samen met een toename van de bedrijfsinvesteringen zelf. Nadat de crisis had toegeslagen, stegen de financieringskosten echter verder, omdat de banken en financiële markten de hoge onzekerheid en onstabiele verwachtingen in de aan de bedrijven aangerekende nominale rentes incorporeerden via een hogere risicopremie.

Hoewel de financieringskosten in december 2008 een piek bereikten, bleven ze tot mei 2009 hoger dan vóór de crisis. De hoge financieringskosten tijdens de economische en financiële crisis hebben er dus zeker toe geleid dat ondernemingen bepaalde investeringsprojecten uitstelden of schraptten omdat de hoge financieringskosten het rendement ervan niet meer konden garanderen. Nadien zakten de financieringskosten voor de investeringen van de ondernemingen echter wel tot een historisch laag peil, wat bijdroeg tot de opleving. Toch kan het historisch laag blijvende peil van de nominale financieringskosten de vertraging van de investeringsgroei vanaf medio 2011 niet verklaren, wat opnieuw aangeeft dat de financieringskosten slechts een van de determinanten van een investeringsbeslissing vormen.

2.2.4 Kredietvoorwaarden

Ook het verloop van de kredietvoorwaarden heeft mogelijk een rol gespeeld in de daling van de investeringen na de financiële crisis. In België werden de

kredietvoorwaarden voor leningen aan de niet-financiële vennootschappen door de financiële instellingen systematisch verstrengd vanaf medio 2007, met een absoluut dieptepunt aan het einde van 2008. Tot medio 2009 bleven sommige Belgische banken hun kredietvoorwaarden verstrengen. Na het faillissement van Lehman Brothers is de interbancaire markt in september 2008 bovendien voor het eerst dichtgeslibd. Deze gebeurtenis had rechtstreekse gevolgen voor vele banken, die afhankelijk waren van het functioneren van de interbancaire markt om hun kredietverlening te financieren. De onzekerheid die hiermee gepaard ging, zette vele banken ertoe aan hun strengere kredietvoorwaarden te handhaven of deze zelfs nog te verscherpen om problemen te vermijden, zowel omdat ze zelf moeilijker aan financiering raakten als omdat ze twijfelden aan de kredietwaardigheid van sommige van hun kredietnemers.

Met uitzondering van het tweede kwartaal van 2012 hanteerden de Belgische banken vanaf het tweede kwartaal van 2009 echter ongewijzigde criteria bij de kredietverlening. In het eurogebied, daarentegen, ging de verstrenging van de kredietvoorwaarden onafgebroken door. In het laatste kwartaal van 2011 meldde bijvoorbeeld nog netto 20% van de Europese banken dat ze de kredietvoorwaarden hadden verstrengd⁽¹⁾. Voor het

(1) Gewogen nettoprocentage van banken die een verstrenging (-) of een versoepeling (+) van de kredietvoorwaarden aangeven gedurende de laatste drie maanden.

tweede kwartaal van 2012 werd voor de Belgische markt wel een verstrenging van de kredietvoorwaarden opgetekend. Deze verstrakking werd met name toegepast bij de toekenning van hypothecaire leningen, en in mindere mate ook bij de leningen aan niet-financiële ondernemingen en het consumentenkrediet. Ondanks de ongunstige recente ontwikkelingen wijst deze verstrakking van de kredietvoorwaarden in België voor het tweede kwartaal van 2012 zeker nog niet op een *credit crunch*. De sterke daling van de bedrijfsinvesteringen in 2009 zou dus deels te wijten kunnen zijn aan de verstrenging van de criteria voor het verkrijgen van bankkrediet ter financiering van de investeringen. Aan de andere kant wogen ongunstige conjuncturele factoren in deze periode ook sterk op de vraag naar leningen, waardoor de verstrenging van de kredietvoorwaarden uiteindelijk slechts een beperkte invloed kan hebben gehad op de investeringsbeslissingen.

De halfjaarlijkse enquête naar de investeringen in de verwerkende nijverheid van de Bank bevestigt de voorgaande conclusies. In deze enquête worden de bedrijven expliciet ondervraagd over de determinanten van hun

investeringen. De deelnemers dienen voor een aantal determinanten aan te kruisen of ze deze belangrijk vinden of niet. Gemiddeld stippen slechts drie op de tien ondernemingen aan dat ze de kredietkosten als een belangrijke determinant van de investeringen beschouwen, terwijl acht op de tien het belangrijk achten om de productiekosten te verlagen en zeven op de tien om nieuwe productieprocessen te introduceren.

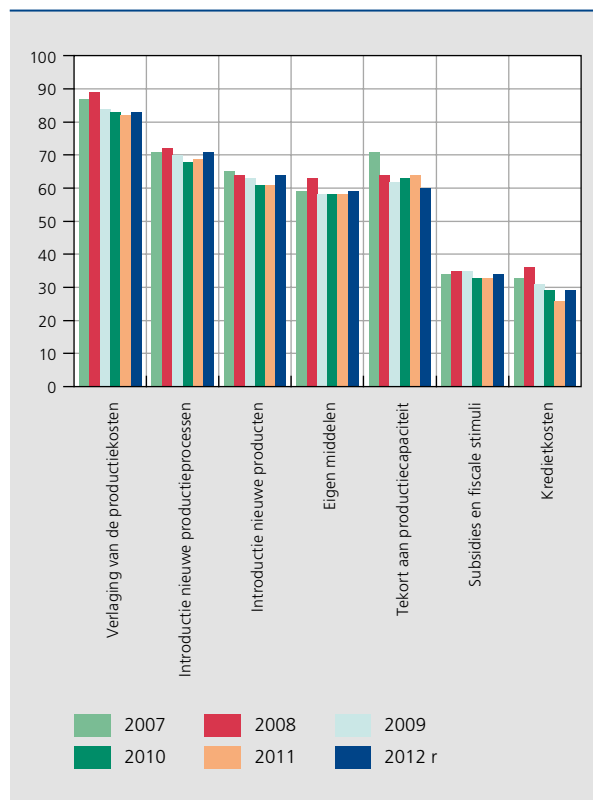
Daarnaast is het wel belangrijk op te merken dat de kredietvoorwaarden voor bepaalde soorten vennootschappen misschien toch een grotere rol hebben gespeeld in het terugdringen van de investeringen tijdens de crisis. Zo is de aanwendingsgraad van de kredieten gewoonlijk omgekeerd evenredig met de bedrijfsgrootte. Er wordt namelijk verondersteld dat kleine ondernemingen meer afhankelijk zijn van bankkrediet en meer financieringsproblemen ondervinden dan grotere. Voor die kleine bedrijven kunnen de kredietvoorwaarden dus wel een belangrijkere rol hebben gespeeld in hun investeringsbeslissingen.

2.2.5 Onzekerheid en verwachtingen

Bij de bespreking van het recente verloop van de investeringen kwam reeds naar voren dat sommige factoren die de investeringsbeslissingen beïnvloeden, niet altijd worden onderkend bij analyses aan de hand van de klassieke determinanten van de investeringen. Nochtans bleken deze residufactoren in bepaalde omstandigheden een aanzienlijke invloed te hebben op de investeringsbeslissingen. Onzekerheid en verwachtingen zijn twee voorbeelden van zulke factoren die een belangrijke rol hebben gespeeld tijdens de crisis.

Onzekerheid is voor bedrijven een dagelijks fenomeen en speelt op verschillende niveaus een rol. Gelet op de tijdsperiode waarover een investering zich uitstrekt en het feit dat een investeringsproject vaak vele lags en aanpassingskosten meebrengt, bepalen de bedrijven hun investeringen immers niet alleen op grond van de huidige economische bedrijvigheid maar ook van de toekomstige. Hoewel een bedrijf dus verwachtingen vormt over de toekomstige vraag en economische bedrijvigheid, zijn deze altijd aan verandering onderhevig. Daarnaast worden de bedrijven geconfronteerd met onzekerheid over de toekomstige prijzen en de toekomstige financieringskosten van de financiële instrumenten. In dit kader kan onzekerheid over de gestelde verwachtingen een domper zetten op de investeringen. De onzekerheid van een bedrijf omtrent de toekomstige vraag en economische bedrijvigheid maakt het immers moeilijker om te beoordelen of een investeringsproject al dan niet winstgevend is. Bedrijven moeten dus niet alleen rekening houden met de mogelijke return-on-investment, maar ook met de risico's om die winst te

GRAFIEK 9 DETERMINANTEN VAN DE INVESTERINGEN VOLGENS DE INVESTERINGSENQUÊTE VAN DE BANK IN DE VERWERKENDE NIJVERHEID (percentage ondernemingen⁽¹⁾ dat de determinant aanstipt)



Bron: NBB.

(1) De ondernemingen mogen meer dan één determinant vermelden.

behalen. In het licht van de crisis is het dan ook mogelijk dat onzekerheid de vereiste return van een investeringsproject heeft verhoogd voor risico-averse investeerders. Daardoor verlaagde de onzekerheid het plafond van de financieringskosten waarboven investeringen als te duur worden beschouwd en niet worden uitgevoerd, met een vermindering van de investeringen tot gevolg.

2.3 Waarom is de daling van de investeringen tijdens de crisis toch relatief beperkt gebleven?

Hoewel de Belgische bedrijfsinvesteringen naar volume de sterkste daling sinds 1980 vertoonden, bleef de afname van de Belgische bedrijfsinvesteringen in internationale context beperkt. In deze paragraaf wordt nagegaan welke factoren de daling van de Belgische bedrijfsinvesteringen tijdens de crisis hielpen intomen.

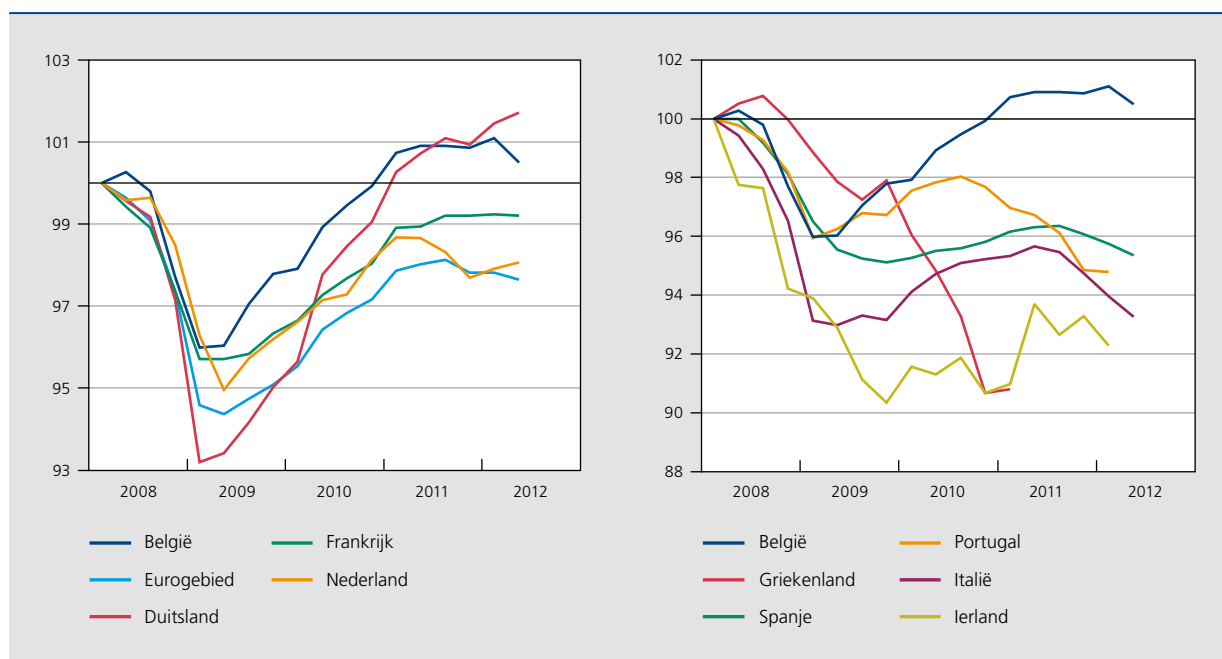
2.3.1 Weerstandsvermogen van de Belgische economie tegen de wereldwijde crisis

In dit kader is het belangrijk te vermelden dat het bbp in België tijdens de crisis relatief gezien minder sterk is gedaald dan in de buurlanden en het eurogebied. Omdat de daling van de macro-economische vraag in België al bij al beperkt bleef, konden de bedrijven zich een iets hoger productieniveau permitteren dan die in de buurlanden en

zagen zij zich minder genooddaakt om hun investeringen sterk terug te schroeven. Ook het herstel van het bbp verliep sneller in België: op basis van een index met het 1^{ste} kwartaal van 2008 gelijk aan 100, is het duidelijk dat het Belgische bbp zich begin 2011 alweer had hersteld naar pre-crisisniveau. Wat het eurogebied betreft, was dit duidelijk nog niet het geval in Frankrijk en Nederland. Enkel Duitsland volgde dezelfde koers, maar moest uit een dieper dal klimmen waardoor het er iets later dan België in slaagde om het bbp van vóór de crisis opnieuw te bereiken. Het verschil is nog meer uitgesproken in vergelijking met de perifere landen, die tijdens de crisis met ernstige problemen kampten (Griekenland, Spanje, Portugal, Italië en Ierland). In geen van deze landen komt het bbp, zelfs nu, nog maar in de buurt van het peil vóór de crisis. De sterke bbp-dalingen in die landen hebben tevens gewogen op het bbp-verloop in het eurogebied, dat aanmerkelijk slechter was dan de ontwikkeling van het Belgische bbp.

Zelfs rekening houdend met de verschillen in de omvang van de recessie, blijkt België op internationaal vlak de crisis goed te hebben doorstaan. De investeringsquote liep in België immers minder sterk terug dan in het eurogebied en de buurlanden, omdat, bekeken over de periode van het tweede kwartaal van 2008 tot het vierde kwartaal van 2009, de investeringen niet abnormaal meer achteruitgingen ten opzichte van het bbp dan tijdens voorgaande

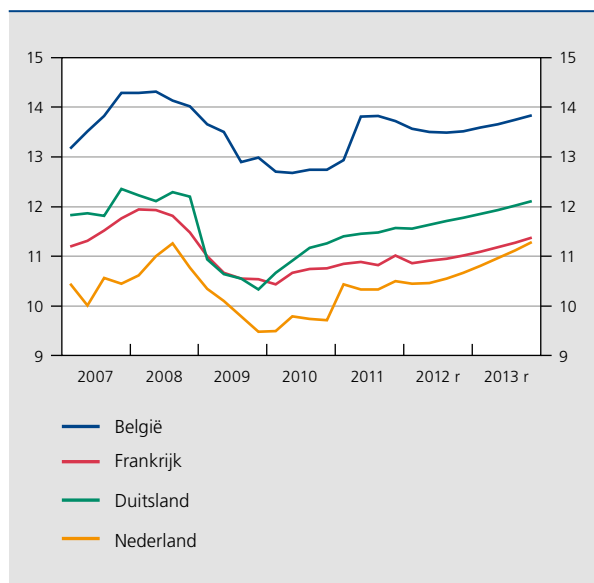
GRAFIEK 10 BELGISCH BBP VANUIT EEN INTERNATIONAAL PERSPECTIEF
(indexcijfers, 1^{ste} kwartaal van 2008 = 100)



Bronnen: NBB, OESO.

GRAFIEK 11 INVESTERINGSQUOTE VANUIT EEN INTERNATIONAAL PERSPECTIEF

(bedrijfsinvesteringen in vaste activa in % van het bbp, kwartaalgegevens)



Bron: OESO.

recessieperiodes⁽¹⁾. Terwijl de investeringsquote zich in Duitsland echter gaandeweg herstelde vanaf eind 2009, werd voor België een stabilisatie van de investeringsquote waargenomen voor 2010, waarna een geleidelijk herstel volgde met een versnelling in de eerste twee kwartalen van 2011. De Belgische investeringen herstelden zich dus trager dan die in de buurlanden, waarbij de ondernemingen zich in 2010 afwachtend opstelden, maar dit werd gevolgd door een sterke groeiperiode in de eerste helft van 2011. Nadien trad er een stabilisatie in.

Naast de conjunctuurschommelingen van de investeringsquote toont de bovenstaande grafiek tevens dat het niveau van de investeringsquote in België structureel hoger ligt dan in de buurlanden. Bij het interpreteren van zulke verschillen moet echter een grote voorzichtigheid aan de dag worden gelegd: ze kunnen immers ook door verschillen in de onderliggende structuur van de economie

(1) Wanneer voor elk van de landen de procentuele daling wordt beschouwd vanaf het absolute hoogtepunt van de investeringsquote vóór de crisis tot het absolute dieptepunt (dat in de verschillende landen in uiteenlopende kwartalen werd bereikt), was in België de inzinking van de investeringsquote het geringst, op Frankrijk na.

(2) De piek van 3,4% bbp die het nettofinancieringssaldo in 2005 bereikte, moet met zeer grote omzichtigheid worden behandeld. De cijfers in dat jaar zijn immers vertekend doordat het grootste deel van de NMBS-schuld werd overgenomen door het Fonds voor Spoorweginfrastructuur (waarvan de activa in 2008 van rechtswege werden overgedragen aan Infrabel), dat deel uitmaakt van de overheidssector (ten belope van € 7,4 miljard). De overige van de overheid ontvangen kapitaaloverdrachten waren in dat jaar dan ook buitenproportioneel hoog. Ook in 2003 is het nettofinancieringssaldo licht vertekend: dat jaar zijn de aan de overheid te betalen kapitaaloverdrachten onevenredig hoog door de overname van de pensioenverplichtingen van Belgacom ten belope van € 5 miljard.

worden veroorzaakt. De hogere investeringsquote komt tot uiting in een groter aandeel van kapitaal in de productie in België, wat tevens aanleiding geeft tot een hoger niveau van zichtbare arbeidsproductiviteit.

2.3.2 Financiële soliditeit

De gezonde financiële situatie van de Belgische ondernemingen is een andere factor die kan verklaren waarom de Belgische investeringen in 2009 minder sterk krompen dan de investeringen in alle buurlanden. Die goede gezondheid blijkt onder meer uit het peil van het bruto-exploitatietooverschot en van het nettofinancieringssaldo.

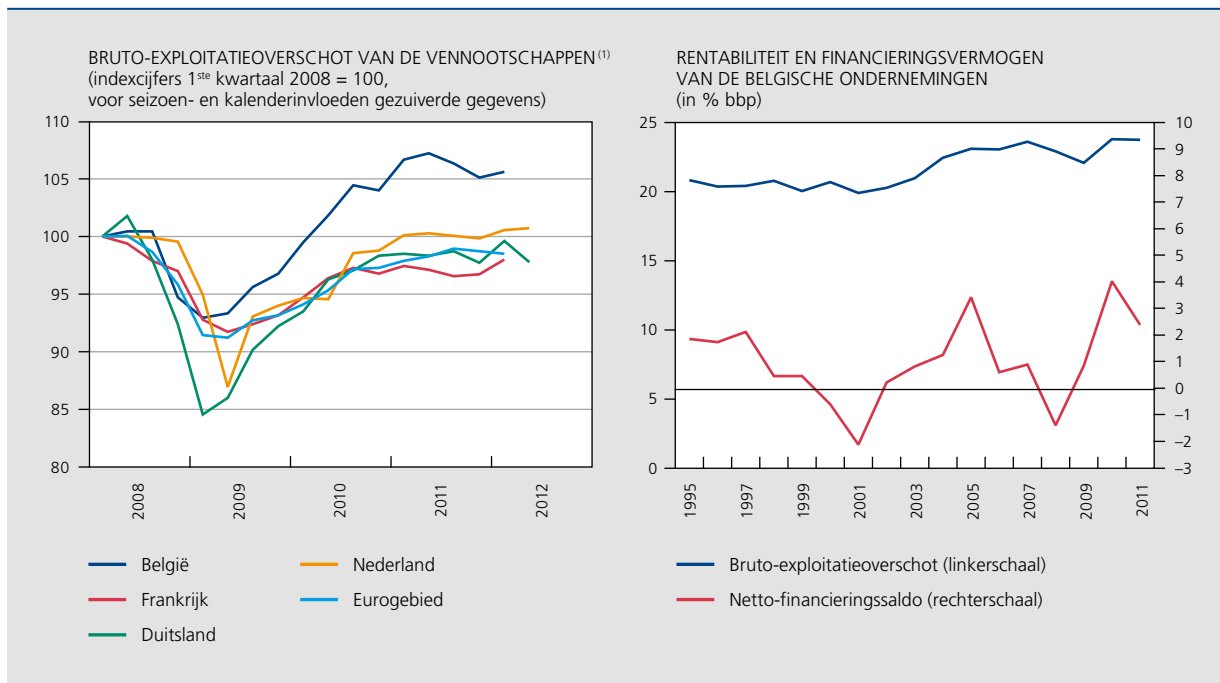
De daling van het bruto-exploitatietooverschot van de Belgische ondernemingen bleef in 2008 en 2009 achter bij die in de buurlanden en het overschot herstelde zich sneller. Zo bereikte het in het tweede kwartaal van 2010 alweer het niveau van vóór de crisis, terwijl het in de andere landen (met uitzondering van Nederland) nog steeds onder dat peil lag. Dat goede resultaat is zowel te danken aan de reeds vermelde weerbaarheid van de bedrijvigheid en de vraag als, ten dele, aan de hogere inflatie in België. Op langere termijn houdt die toestand echter risico's in, omdat deze het concurrentievermogen van de ondernemingen aantast.

Al met al liep het bruto-exploitatietooverschot tussen 2007 en 2009 terug van 24% bbp naar 22% bbp, maar deze waarde ligt nog altijd hoger dan het historisch gemiddelde. Tussen 1995 en 2011 bedroeg het bruto-exploitatietooverschot immers gemiddeld 21,7% bbp. Bovendien liep het in 2010 en 2011 weer op tot bijna 24%, een niveau dat vergelijkbaar is met het peil in de jaren net vóór de crisis en dat hoger is dan in de tweede helft van de jaren negentig en aan het begin van het nieuwe millennium.

Het nettofinancieringssaldo van de Belgische ondernemingen als geheel ging tijdens de financiële crisis eveneens slechts tijdelijk achteruit. Dat saldo was enkel in 2008 negatief, waarna het zich zeer snel en krachtig herstelde tot het in 2010 een piek van 4% bbp bereikte. Ondanks de macro-economische strubbelingen bleef het op een hoog peil in 2011. Afgezien van het jaar 2005, waarin het resultaat van 3,4% bbp werd beïnvloed door een louter statistisch effect⁽²⁾, genereerden de bedrijven tijdens de afgelopen twee jaar het hoogste financieringsvermogen sinds 1997. Naast een hoge rentabiliteit weerspiegelt dat ook de voorzichtigheid die de ondernemingen aan de dag leggen bij hun investeringen.

Het belang van interne financieringsmogelijkheden wordt in de enquête van de Bank naar de investeringen in de verwerkende nijverheid door de bedrijven zelf

GRAFIEK 12 BRUTO-EXPLOITATIEOVERSCHOT EN NETTOFINANCIERINGSSALDO VAN DE BELGISCHE ONDERNEMINGEN

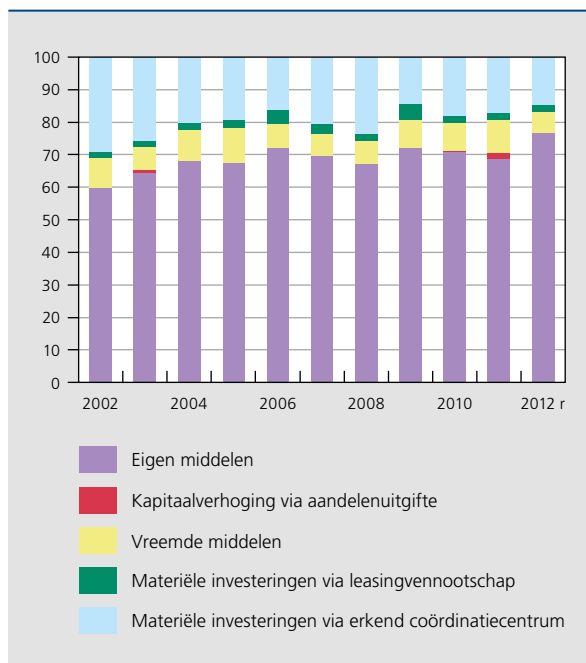


Bronnen: ECB, INR, NBB.

(1) Voor seizoeninvloeden maar niet voor kalendereffecten gezuiverde gegevens voor Frankrijk, Duitsland en Nederland.

aangegeven. Ze worden immers expliciet ondervraagd over de financieringswijze van hun investeringen. De bedrijven uit de verwerkende nijverheid delen in de investeringsenquête mee dat ze 70% van hun investeringen in 2011 met eigen middelen financierden, en dit percentage zou verder oplopen tot 77% in 2012. Hoewel dit percentage altijd al hoog geweest is, steeg het tussen 2002 en 2011 met 10%, wat de toenemende aantrekkelijkheid van interne financiering voor de bedrijven aantoont. De notionele interestaftrek, die de benadeling van de financiering met eigen middelen ten opzichte van de financiering met vreemde middelen trachtte weg te werken, heeft hier mogelijk een invloed op gehad. Het op een na belangrijkste financieringsinstrument zijn de materiële investeringen via erkende coördinatiecentra. Hoewel deze vorm van financiering duidelijk onderhevig is aan een dalende trend – met een aandeel dat gedaald is van 29% van de investeringsbedragen in 2002 tot 17% van de investeringsbedragen in 2011 – door de afschaffing van het gunstige stelsel voor de coördinatiecentra, blijft hij voorlopig een belangrijke rol spelen. Het aandeel van investeringen die met vreemde middelen werden gefinancierd, blijft rond de 10% schommelen, terwijl financiering via kapitaalverhoging verwaarloosbaar klein is (2%) ondanks de sterke stijging in 2011. Voor het jaar 2012 wordt trouwens verwacht dat de financiering via kapitaalverhoging terugloopt tot nul.

GRAFIEK 13 FINANCIERINGSWIJZE VAN DE INVESTERINGEN VOLGENS DE INVESTERINGSENQUÊTE VOOR DE VERWERKENDE NIJVERHEID VAN DE BANK
(in % van de totale investeringsbedragen)



Bron: NBB.

3. Aandachtspunten voor de toekomst

Zoals gewoonlijk het geval is wegens het sterk procyclische karakter van de bedrijfsinvesteringen, werd het verloop ervan tijdens de recente periode van economische recessie en financiële crisis gekenmerkt door omvangrijke bewegingen. Net als andere economische variabelen, zoals de bedrijvigheid, de werkgelegenheid of de particuliere consumptievraag, kan de scherpe daling van de investeringen in 2008-2009, gelet op de omvang van de schokken, in België als relatief gematigd worden beschouwd, een resultaat waartoe met name de gezonde financiële situatie van de niet-financiële vennootschappen heeft bijgedragen. Het eind 2010 en in de eerste helft van 2011 opgetekende herstel van de investeringen, dat zich iets later voordeed dan de verbetering van de vraagvoorwaarden, werd in de tweede helft van het jaar ondermijnd door de sterk toenemende onzekerheid in het eurogebied als gevolg van de intensivering van de overheidsschuldencrisis, en door een forse conjunctuurverslechtering.

Die bevindingen herinneren eraan dat verschillende factoren moeten samengaan om de vraag naar investeringen aan te wakkeren: positieve vraagvooruitzichten, een stabiele macro-economische omgeving – zonder al te veel onzekerheden – en een fundamenteel gezonde en evenwichtige onderliggende toestand van de rentabiliteit en de financiële positie van de ondernemingen.

In een context van geleidelijke versteviging van de bedrijvigheid en de vraag in België en bij zijn handelspartners, en gelet op het lage rentepeil, wordt op middellange termijn over het algemeen een gematigd herstel verwacht.

Dat herstel is evenwel onderhevig aan diverse risico's en potentiële conjunctuurschommelingen. In de eerste plaats is het herstel van de investeringen onderhevig aan de risico's die resulteren uit de onzekerheden omtrent de economische situatie bij onze voornaamste partners, tegen de achtergrond van grote spanningen in het eurogebied.

Wanneer vervolgens de vraag naar bankkredieten weer aantrekt, kan het vermogen van de financiële instellingen om hun rol in de financiering van de economie volop te spelen, terwijl ze hun businessmodel moeten blijven heroriënteren en zich moeten aanpassen aan de strengere prudentiële regels die in de toekomst zullen worden opgelegd, gevolgen hebben voor de financiering van de investeringen en meer algemeen voor een vlottere toegang tot krediet. Bovendien werden wijzigingen goedgekeurd in de vennootschapsbelasting en in de toekenning van investeringssubsidies door de overheid en zouden er, in een context van noodzakelijke begrotingsconsolidatie, nog meer kunnen worden ingevoerd. Die wijzigingen zouden eventueel de investeringsbeslissingen van de ondernemingen kunnen beïnvloeden.

Op lange termijn zijn de bedrijfsinvesteringen één van de doorslaggevende elementen om een robuuste, evenwichtige en dus duurzame langetermijntoekomst mogelijk te maken van het potentieel om toegevoegde waarde te creëren en dus inkomens in de economie te genereren. Het aangetrokken kapitaal is immers een complement van de arbeid en maakt het mogelijk de productiviteit (en dus de beloning) ervan te verhogen door het zogeheten kapitaalverdiepingseffect. De investeringen zijn eveneens een bron van integratie van technologische vooruitgang en van innovatie, om zowel de geproduceerde goederen en diensten te kunnen verbeteren als de productiemethodes ervan efficiënter te maken, met name inzake de aanwending van grondstoffen en energie.

Daarnaast hangt het productiepotentieel eveneens af van de algemene efficiëntie waarmee de productiefactoren arbeid en kapitaal kunnen worden ingezet en van een adequate allocatie van de beschikbare financieringsmiddelen in de economie. In dat opzicht is een stabiele macro-economische omgeving noodzakelijk om te voorkomen dat er vermijdbare onzekerheid ontstaat bovenop de gewone onzekerheid die inherent is aan alle economische vooruitzichten op middellange termijn.

Bibliografie

Afonso A. en M. St. Aubyn (2008), *Macroeconomic rates of return of public and private investment: Crowding in and crowding out effects*, ECB, Working Paper 864, February.

Aghion P. en al. (2012), 'Volatility and growth: Credit constraints and the composition of investment', *Journal of Monetary Economics (in Press)*.

Baatra G. en A.H.W. Stone (2008), 'Investment climate, capabilities and firm performance: Evidence from the world business environment survey', *OECD Journal: General Papers*, Issue 1, 6, 1–37, July.

Barnes S. en C. Ellis (2005), 'Indicators of short-term movements in business investment', Bank of England, *Quarterly Bulletin*, 30–38, Spring.

Campello M., J. Graham en R.H. Campbell (2009), *The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis*, NBER, Working Paper 15552, December.

ECB (2008), 'Business investment in the euro area and the role of firms' financial positions', *Monthly Bulletin*, 10, 57–68, April.

ECB (2009), 'U.S. recessions: What can be learned from the past?', *Monthly Bulletin*, Box 1, 10–12, April.

ECB (2010), 'Business investment, Capacity Utilisation and Demand', *Monthly Bulletin*, Box 5, 46–49, April.

ECB (2012a), 'Bedrijfsinvesteringen in 2012: gegevens afkomstig van korte-termijnindicatoren en enquêtes', *Maandbericht*, Kader 8, 92–96, juni.

ECB (2012b), 'Corporate indebtedness in the euro area', *Monthly Bulletin*, 87–103, February.

Federaal Planbureau (2012), *Economische vooruitzichten 2012-2017* (voorlopige versie mei).

Fuss C. en P. Vermeulen (2006), *The response of firms' investment and financing to adverse cash flow shocks: The role of bank relationships*, ECB, Working Paper 658, July.

Jeanfils P. en K. Burggraeve (2005), *Noname – A new quarterly model for Belgium*, NBB, Working Paper 68.

Jorgenson D.W. (1967), 'The theory of investment behavior', in Ferber R. (ed.), *Determinants of investment behavior*, 129–188.

Martinez-Carrascal C. en A. Ferrando (2008), *The impact of financial position on investment: An analysis for non-financial corporations in the euro area*, ECB, Working Paper 943, September.

Mizen P. en P. Vermeulen (2005), *Corporate investment and cash flow sensitivity: What drives the relationship?*, ECB, Working Paper 485, May.

NBB (2012), *Verslag 2011*, februari.

NBB (2012), 'Economische projecties voor België – Voorjaar 2012', *Economisch Tijdschrift*, juni.

OECD (2007), 'Corporate saving and investment: Recent trends and prospects', *Economic Outlook*, 82, Chapter 3.

OECD (2011), *Economic Outlook* N° 90, December.

OECD (2012), *Economic Outlook* N° 91, June.

Stockhammer E. en L. Graf (2010), 'Financial uncertainty and business investment', *Review of Political Economy*, 22, (4), 551–568.

Vartia L. (2008), *How do taxes affect investment and productivity? : An industry-level analysis of OECD countries*, OECD, Economics Department Working Papers, 656.

Vermeulen P. (2000), *Business fixed investment: Evidence of a financial accelerator in Europe*, ECB, Working Paper 37, November.