

Les investissements des entreprises belges dans le contexte de la crise

F. De Sloover
K. Burggraeve
L. Dresse

Introduction

Depuis près de cinq ans, l'économie belge subit une succession de chocs d'une ampleur exceptionnelle. Quoiqu'interdépendants, puisque tous liés au développement rapide de la crise financière et de la grande récession mondiale, dans un premier temps, puis à la transition, difficile et encore loin d'être réalisée, vers un nouvel équilibre économique et financier, dans un deuxième temps, ces chocs se manifestent sur plusieurs plans. La demande et l'activité mondiale ont chuté brutalement à la fin de 2008 et au début de 2009, et des tensions majeures sont apparues sur les marchés financiers – d'abord au niveau des opérations interbancaires, puis à celui des dettes souveraines de la zone euro, l'appétence pour le risque a fortement reculé, dans un contexte de grande incertitude quant aux évolutions à court terme et à la réappréciation des perspectives à long terme, et des efforts de longue haleine de restructuration ont été initiés, qui devront se poursuivre dans la plupart des économies pour assainir des positions insoutenables à long terme en matière d'endettement des différents secteurs et/ou de compétitivité et de potentiel de croissance.

Tous ces développements ont exercé une incidence directe sur les décisions d'investissement des entreprises. À court terme, celles-ci sont, en effet, lourdement influencées par les fluctuations conjoncturelles du PIB, leur profil procyclique les renforçant à son tour. En outre, les investissements à long terme sont décisifs en ce qui concerne le rythme de progression du stock de capital, influençant ainsi le potentiel de croissance de l'économie. Il est donc nécessaire de bien comprendre les facteurs

qui déterminent les investissements si l'on veut juger les développements macroéconomiques de l'économie. Dans le contexte de la plus importante crise économique survenue depuis la Grande Dépression des années 1930, il est donc intéressant d'examiner l'évolution récente des investissements des entreprises⁽¹⁾.

Le premier chapitre du présent article analyse l'évolution des investissements des entreprises depuis 2007, y compris des points de vue historique et international. Ensuite, pour expliquer l'évolution récente, le deuxième chapitre aborde la question de savoir pourquoi les investissements des entreprises en Belgique ont affiché, lors de la crise, une baisse certes sensible mais par ailleurs néanmoins modérée par rapport à d'autres pays de la zone euro. Le troisième et dernier chapitre résume les principales constatations et relève une série de points d'attention pour l'avenir.

1. Évolution récente des investissements des entreprises

À la veille de la crise, les investissements des entreprises belges ont très fortement augmenté. En 2007, ils ont progressé de 8,2 % en volume, et cette remontée s'est poursuivie jusqu'à ce qu'ils atteignent un sommet au deuxième trimestre de 2008. Toutefois, après la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, les investissements

(1) Dans le présent article, le terme « investissements » est, sauf mention contraire, utilisé au sens d'investissements des entreprises. La série « investissements des entreprises » concerne la formation brute de capital fixe des entreprises, des indépendants et des institutions sans but lucratif dans les comptes nationaux. Les investissements des administrations publiques et ceux en logements des ménages n'entrent donc pas en ligne de compte.

des entreprises se sont effondrés au troisième trimestre de 2008, enregistrant par la suite une baisse marquée qui a perduré pendant plus d'un an. Au premier trimestre de 2010, les investissements étaient inférieurs de 16,1 % au pic du deuxième trimestre de 2008. Après une brève stabilisation à un faible niveau pendant le deuxième trimestre de 2010, les investissements ont ensuite commencé à se rétablir à partir du troisième trimestre de 2010. Ce redressement a culminé au deuxième trimestre de 2011, lorsque les investissements ont dépassé de 12,3 % le niveau qu'ils avaient atteint au cours du même trimestre de l'année précédente. En l'espace de quelques semaines, le climat s'est toutefois à nouveau détérioré. La stabilisation constatée depuis le troisième trimestre de 2011 tient à une recrudescence de l'incertitude quant aux prévisions de croissance et, selon les projections macroéconomiques publiées par la Banque en juin 2012, elle serait appelée à persister tout au long de 2012. Ce n'est qu'ensuite que les investissements afficheraient à nouveau une hausse progressive.

L'évolution des investissements des entreprises peut également être mise en perspective par rapport à celle du PIB. Ce faisant, l'on constate que les investissements et le PIB enregistrent globalement la même évolution, les investissements se caractérisant toutefois par des fluctuations

plus amples. Ainsi, entre le début de 2007 et le deuxième trimestre de 2008, tant les investissements des entreprises que le PIB se sont inscrits en forte hausse, la progression des investissements en 2007 étant cependant trois fois plus élevée que celle du PIB et, en 2008, quatre et demie fois plus élevée. La récession est par ailleurs apparue simultanément: les deux variables ont présenté un net fléchissement à partir du troisième trimestre de 2008. Ici aussi, les investissements se sont avérés plus volatils que le PIB; en effet, en 2009, les investissements ont affiché une baisse 3,7 fois plus importante que le PIB. La reprise des investissements s'est cependant fait attendre plus longtemps: alors que le PIB s'était redressé dès la mi-2009, la croissance des investissements ne s'est concrétisée qu'au troisième trimestre de 2010.

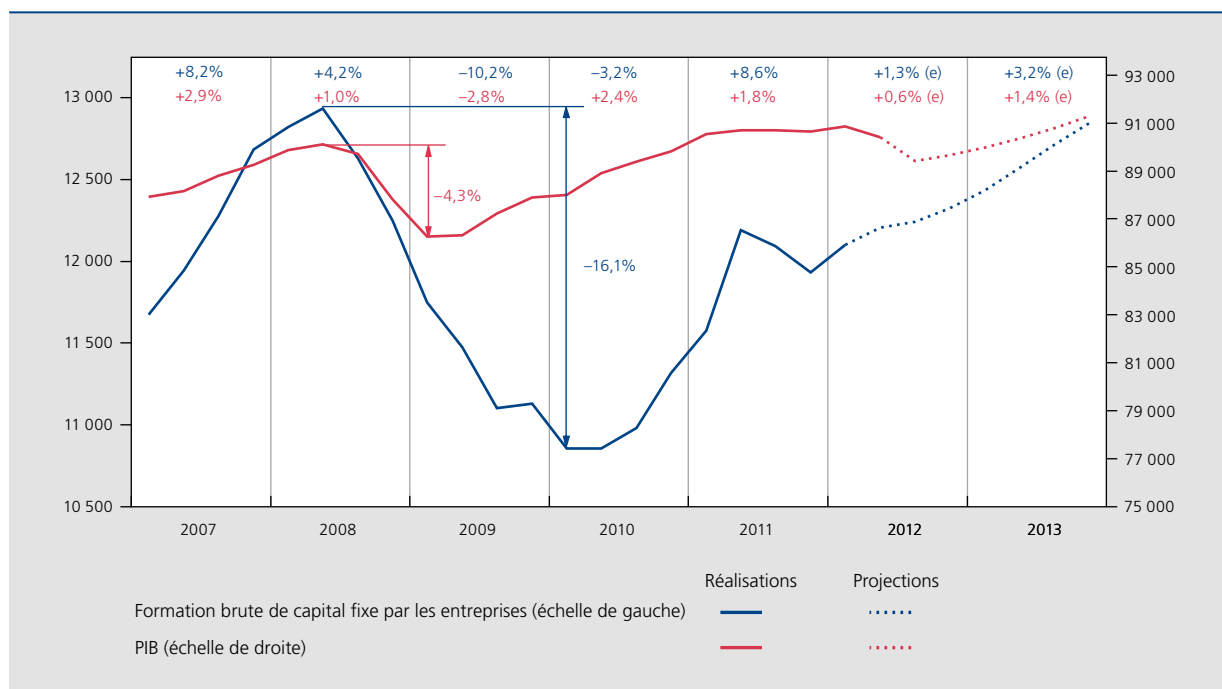
Pour mieux situer les conditions actuelles, il est également intéressant d'examiner l'évolution des investissements au cours des périodes de récession précédentes⁽¹⁾. Outre celle qui a frappé de la mi-2008 au début de 2009, l'on peut distinguer trois récessions depuis 1980⁽²⁾, à savoir celle du début des années 1980, celle de 1992-1993 et celle

(1) La récession se définit comme deux trimestres consécutifs de PIB en baisse.

(2) Le début des années 1980 a été marqué spécifiquement par des phases de récession lors des années 1980-1981 et 1983; en 1982, la croissance du PIB était donc bien positive, mais faible (0,6% sur une base annuelle). Dans cet article, cette période de récession sera désignée comme « la crise du début des années 1980 ».

GRAPHIQUE 1 ÉVOLUTION DES INVESTISSEMENTS DES ENTREPRISES BELGES ET DU PIB

(données trimestrielles en volume, millions d'euros, année de référence = 2009, données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Sources : ICN, BNB.

Note : pourcentages dans la partie supérieure du graphique : croissance annuelle réelle.

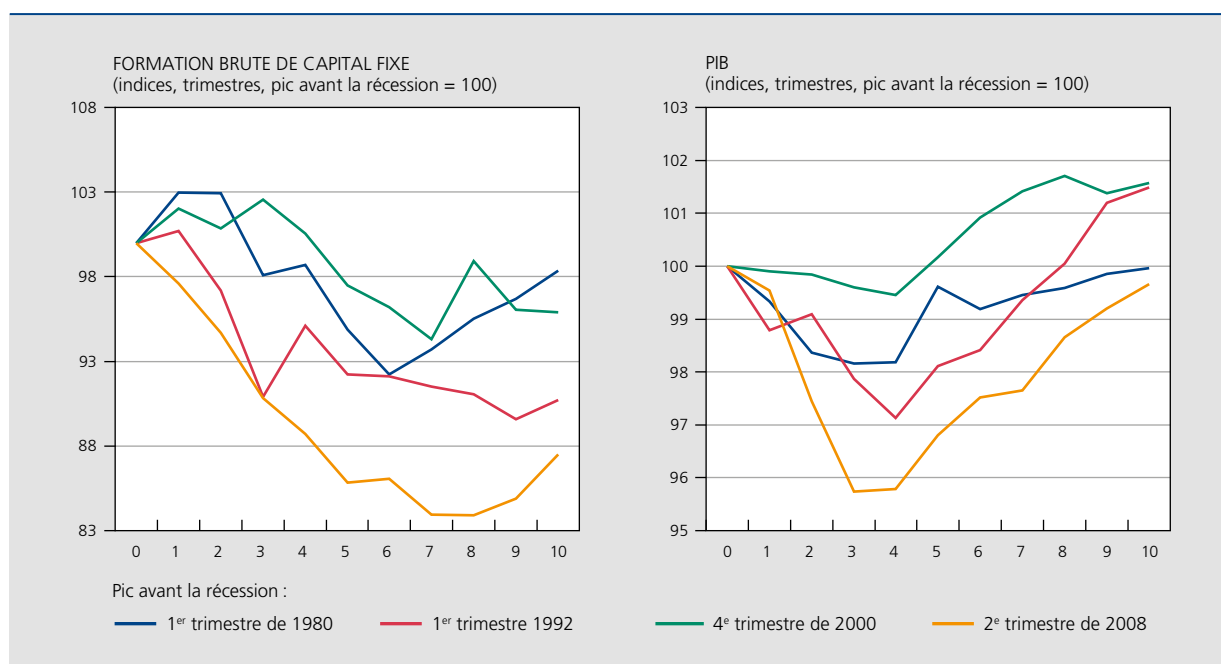
de 2001. La gravité de la crise de 2008 se distingue nettement de celle des épisodes passés. Tout d'abord, tant le PIB que les investissements ont été plus durement touchés lors de la crise récente que lors des périodes de récession antérieures. De plus, la reprise a été beaucoup plus lente. Dix trimestres après le pic enregistré juste avant la crise, le PIB et les investissements étaient toujours en deçà du niveau d'avant la crise. Les investissements étaient même encore inférieurs de plus de 12 % au sommet d'avant la crise. Lors de chacune des trois crises précédentes, le PIB s'était déjà redressé après dix trimestres et, lors des crises de 1993 et de 2000, le PIB dépassait même, après dix trimestres, le pic d'avant la crise. Bien que les investissements aient donc subi en 2009 leur plus net recul depuis 1980, ce mouvement extrême appelle à la nuance lorsqu'on le compare à celui du PIB.

La relation entre les investissements et l'activité économique peut également être mise en lumière en examinant les taux d'investissement. Le taux d'investissement réel, défini ici comme le rapport entre les investissements réels des entreprises et le PIB réel, s'inscrit depuis 1980 dans une tendance haussière, certes interrompue lors des périodes de récession. D'une part, cette tendance peut s'expliquer par des effets-prix: au cours de la période examinée, le déflateur des investissements étant apparu structurellement moins dynamique que celui du

PIB, leur profil différent a contribué à cette tendance à la hausse. D'autre part, au début des années 1980, l'économie belge a été confrontée à des problèmes de compétitivité structurels qui se sont traduits par un taux d'investissement très faible. Cet effet se perçoit également à la lecture du taux nominal d'investissement: celui-ci s'est également caractérisé par une nette progression à la fin des années 1980, lorsque ces problèmes structurels ont été résorbés. Par la suite, le taux nominal d'investissement a fluctué de manière constante à partir de 1990, autout d'une moyenne de 13,3 % du PIB.

Les fluctuations conjoncturelles du taux d'investissement indiquent que les investissements des entreprises belges ont assez bien résisté à la récente récession. Entre le pic de la crise (deuxième trimestre de 2008) et le creux du taux d'investissement, celui-ci s'est avéré n'avoir régressé que de 2,4 points de pourcentage en termes nominaux et de 2,1 points de pourcentage en termes réels. Lors de la récession de 2001, ce repli s'est établi à 2,1 points de pourcentage en termes nominaux et à 1,2 point de pourcentage en termes réels. Pendant cette crise, les investissements des entreprises n'ont donc pas affiché une baisse nettement plus forte par rapport au PIB que lors des périodes de récession précédentes. La chute des investissements lors de la crise s'inscrit donc dans un ordre de grandeur normal, étant donné la

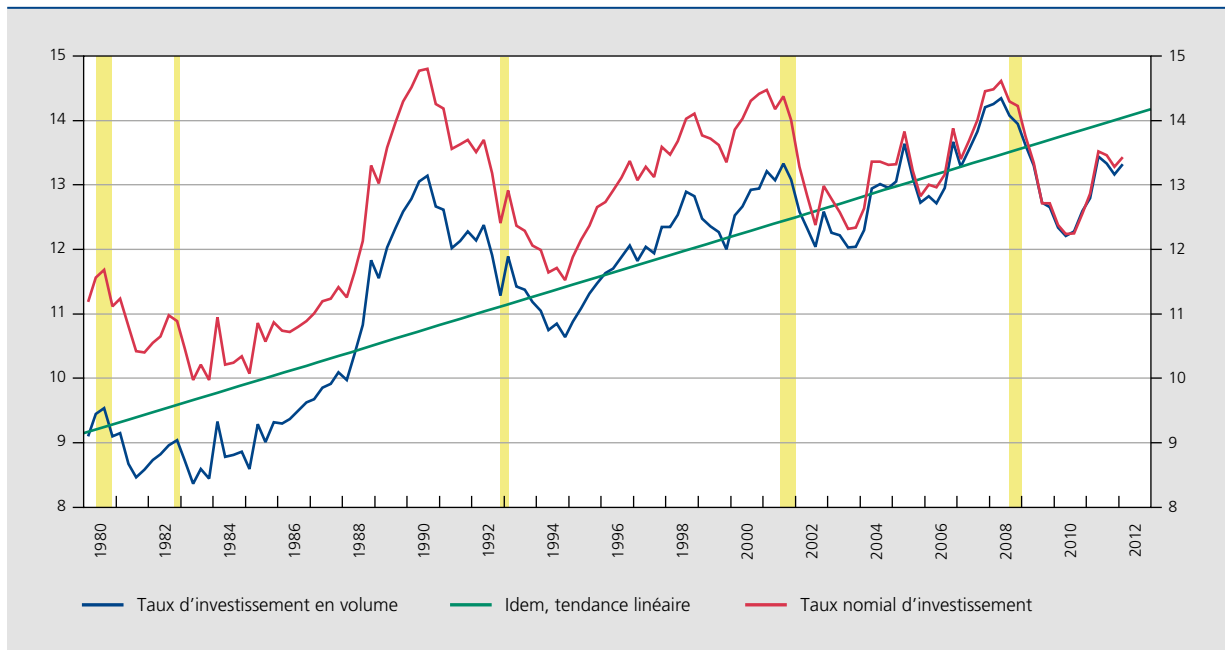
GRAPHIQUE 2 ÉVOLUTION DU PIB ET DES INVESTISSEMENTS PAR RAPPORT AUX PÉRIODES DE CRISE PRÉCÉDENTES
(indices, pic avant la récession = 100, trimestres depuis le pic en abscisse)



Sources : ICN, BNB

GRAPHIQUE 3 TAUX D'INVESTISSEMENT

(formation brute de capital fixe en pourcentage du PIB, corrigée des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Sources : ICN, BNB.

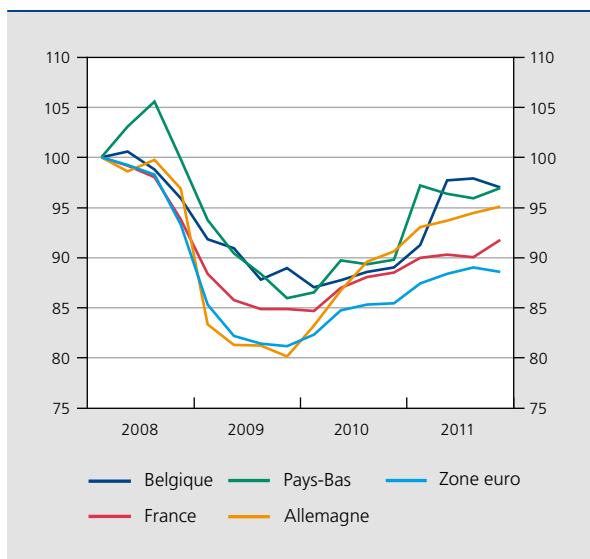
diminution très vive et imprévue du PIB, le haut degré d'incertitude et l'instabilité des attentes.

Sur le plan international également, la Belgique a relativement bien résisté à la récession. Dans les pays voisins,

les investissements ont reculé plus fortement qu'en Belgique lors de la crise. Aux Pays-Bas et en Allemagne, ils se sont toutefois redressés plus sensiblement et plus rapidement après la crise. À partir de la fin de 2009, ils affichaient en effet une reprise robuste dans ces deux pays, alors que les investissements des entreprises belges en étaient encore à se stabiliser. Toutefois, les Pays-Bas et l'Allemagne ont subi un ralentissement de la croissance des investissements des entreprises dès le début de 2011, alors que notre pays n'a constaté ce repli qu'à partir du deuxième trimestre de 2011. Les investissements des entreprises françaises ont suivi grosso modo la même évolution que les investissements des entreprises belges, à l'exception de l'accélération de 2011, qui ne semble pas s'être produite en France.

GRAPHIQUE 4 COMPARAISON DES INVESTISSEMENTS DES ENTREPRISES BELGES AVEC LES PAYS VOISINS ET LA ZONE EURO

(indices, premier trimestre de 2008 = 100)



Source : OCDE.

2. Explication de l'évolution récente des investissements

Dans cette section, le modèle trimestriel de la Banque⁽¹⁾ pour l'économie belge – qui est par ailleurs utilisé dans le cadre des projections macroéconomiques – servira de guide pour expliquer de manière générale l'évolution des investissements des entreprises au cours des cinq dernières années. Ensuite, l'on s'efforce d'expliquer deux

(1) Cf. Jeanfils, Ph. et K. Burggraeve, mai 2005, *Noname – A New Quarterly Model For Belgium*, Working Paper Research n° 68.

constats apparemment contradictoires qui ont été abordés à l'issue de l'analyse descriptive présentée à la section précédente. Une série de variables susceptibles d'éclairer la question de la forte baisse des investissements dans le sillage de la crise seront examinées, d'une part, de même que des facteurs pouvant justifier pourquoi les investissements des entreprises se sont néanmoins caractérisés par un recul d'amplitude limitée, d'autre part.

2.1 L'évolution récente des investissements des entreprises à l'aune du modèle économétrique de la Banque

La production de biens et de services requiert une allocation optimale du capital et du travail, allocation décrite au sein du modèle économétrique par une fonction de production CES à rendements d'échelle constants. L'on peut en déduire simultanément la demande optimale de capital et de travail. Dans ce modèle, les déterminants pertinents de la demande d'investissement d'équilibre sont les suivants : la demande totale de biens et de services du secteur privé, le coût réel du capital des investissements, c'est-à-dire le coût du capital mesuré par rapport au coût de production total des entreprises, l'efficacité croissante des facteurs de production que sont le travail et le capital, en conséquence de quoi produire la même quantité de biens et de services requiert toujours moins de facteurs de production, le rythme d'amortissement des investissements antérieurs, l'élasticité, qui mesure la substitution entre le travail et le capital, ainsi que le paramètre de distribution, qui compare l'importance du travail à celle du capital, et le mark-up variable utilisé par les entreprises.

La demande effective d'investissements est intégrée dans un modèle à correction d'erreurs, qui permet de corriger graduellement les écarts de la demande optimale d'investissement durant la période précédente pour tendre vers la demande d'équilibre. L'on tient par ailleurs compte des délais qui interviennent habituellement dans le processus d'investissement, et un déterminant supplémentaire est inséré dans l'équation via les cash-flows, ce déterminant or n'influençant la demande d'investissement qu'à court terme : plus le cash-flow des entreprises est important, moins elles devront recourir au financement externe – ce qui entraîne une incertitude supplémentaire quant à l'issue du processus de décision – et plus elles sont dès lors à même de mener effectivement de nouveaux projets d'investissement.

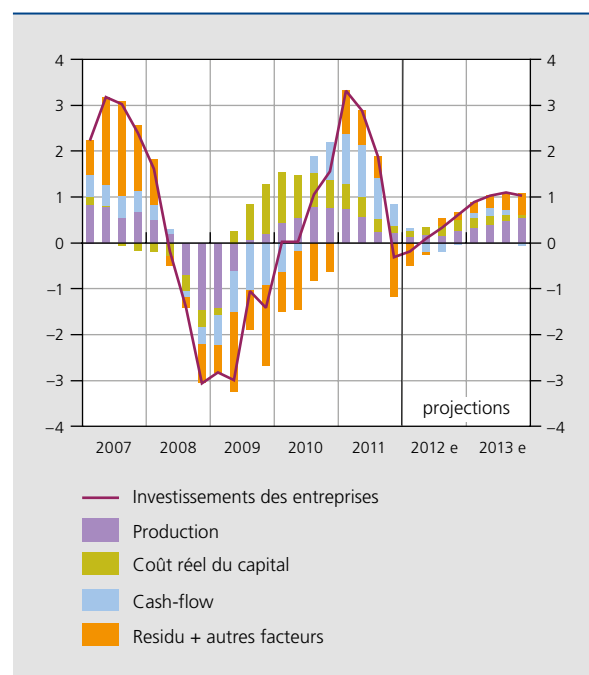
Une analyse des investissements des entreprises selon les déterminants précités montre que la principale cause du fléchissement des investissements après l'éclatement de la crise financière réside dans l'évolution négative de

la demande⁽¹⁾. À partir du second semestre de 2009, les perspectives de la demande se sont à nouveau améliorées, entraînant ainsi la demande d'investissement. Les cash-flows d'exploitation et les rendements d'exploitation connexes, qui, en 2008, avaient apporté une contribution plutôt modestement négative à la croissance des investissements, ont fortement freiné la demande d'investissement en 2009. Ces bénéfices décevants des entreprises sont évidemment la conséquence de la dégradation notable de la demande associée à une masse salariale globale initialement assez inélastique. Ce n'est qu'après que les entreprises ont pu revoir leur demande de travail à la baisse (aidées en cela par le recours au système du chômage temporaire) qu'elles sont parvenues à relever lentement leur rendement. Il faudra toutefois attendre jusqu'au second semestre de 2010 pour que ces cash-flows concourent à nouveau positivement à l'augmentation des investissements. Le repli marqué des taux d'intérêt à court terme (et, dans une moindre mesure, des taux d'intérêt à long terme) survenu en 2009 et sa transmission aux taux appliqués aux crédits des entreprises et

(1) Pour lisser les variations erratiques de la croissance des investissements à un trimestre d'écart, l'on a eu recours à une moyenne mobile centrée de la croissance du trimestre en cours, du trimestre précédent et du trimestre suivant. Le même filtre a bien évidemment été utilisé pour calculer la contribution des déterminants individuels à la croissance globale des investissements.

GRAPHIQUE 5 ÉVOLUTION DES INVESTISSEMENTS ET DES DÉTERMINANTS

(contributions à la croissance à un trimestre d'écart⁽¹⁾ des investissements selon le modèle trimestriel de la Banque, en points de pourcentage)



Source : BNB.

(1) Séries lissées : moyenne mobile centrée sur trois trimestres.

au coût global du capital des entreprises ont certainement soutenu les investissements des entreprises au deuxième semestre de 2009 et en 2010. Lorsque, en 2010, les taux d'intérêt ont cessé de reculer et que la progression du salaire horaire dans le secteur privé a commencé à diminuer, la contribution du coût réel du capital à la croissance des investissements s'est lentement amoindrie.

La période précédant la faillite de Lehman Brothers s'est caractérisée, en Belgique, par des prévisions de croissance et d'investissement nettement positives. La contribution positive des résidus montre donc également que les investissements réalisés au cours de cette période ont progressé plus vivement que ne peuvent l'expliquer les déterminants du modèle. Toutefois, après le déclenchement de la crise financière, l'évolution des résidus s'inverse, et leur participation devient négative. En effet, la nette recrudescence de l'incertitude et la méfiance sur les marchés internationaux et financiers ont fortement déprimé la hausse des investissements, la ramenant à un niveau inférieur au rythme de croissance que peuvent expliquer les déterminants classiques du modèle.

Dès le second semestre de 2010, la méfiance des entrepreneurs s'est lentement atténuée, et les entreprises belges ont à nouveau affiché des taux de croissance des investissements positifs. Durant la majeure partie de 2011, les investissements ont une fois de plus augmenté plus sensiblement que ne peuvent l'expliquer les déterminants classiques.

Le regain d'incertitude qui a marqué la fin de 2011 et le début de 2012 s'est accompagné d'un nouveau creux dans l'expansion des investissements. Selon les projections macroéconomiques de la Banque, le lent reflux de l'incertitude sur le marché intérieur – qui résulte de la clarté amenée par le cadre de mesures gouvernementales en faveur de la consolidation fiscale, de l'augmentation beaucoup moins forte des taux d'intérêt belges à long terme en comparaison avec les pays plus méridionaux de la zone euro et de l'amélioration progressive attendue du climat conjoncturel dans la zone euro – permettra la lente reprise anticipée de la croissance des investissements au cours de la période 2012-2013. Ce rythme de hausse serait soutenu principalement par les prévisions relatives à la demande, mais le coût réel du capital et, dans une moindre mesure, l'effet des cash-flows concourent également de manière positive à la croissance. Étant donné qu'au cours de cette période, la demande effective d'investissement resterait constamment inférieure à la

demande d'équilibre, la convergence graduelle vers cet équilibre va elle aussi apporter une contribution supplémentaire à la croissance.

2.2 Pourquoi les investissements ont-ils baissé à partir de la mi-2008 ?

2.2.1 Demande et activité économique

L'importance de la demande macroéconomique pour les investissements des entreprises est clairement expliquée par la théorie de l'accélérateur. Selon cette théorie, qui constitue le fondement de la modélisation des investissements dans le modèle trimestriel de la Banque, si la demande de production d'une entreprise augmente, cette dernière doit accroître son apport en capital pour pouvoir réaliser cette production supplémentaire. En principe, l'on part donc d'une fonction de production à rendements d'échelle constants⁽¹⁾.

Le modèle de l'accélérateur se fonde sur un rapport du capital à la production inchangé, où l'apport en capital (dé)croît proportionnellement à l'évolution de l'activité économique. Puisque le niveau des investissements reflète la variation du stock de capital et que les variations des investissements traduisent l'accélération ou le ralentissement du rythme de (dé)croissance du stock de capital (dérivée seconde), les variations des investissements seraient donc, en pourcentage, un multiple de la modification en pourcentage du stock de capital et de l'activité économique. C'est ce phénomène que l'on qualifie d'effet accélérateur.

L'effet accélérateur semble bien s'appliquer aux investissements belges. En effet, les investissements suivent une trajectoire similaire à celle du PIB, mais sont beaucoup plus volatils. Entre 1980 et 2011, la corrélation entre le PIB et les investissements était de 0,98 ; les investissements étaient donc fortement procycliques. L'écart type du taux de croissance des investissements était environ 4,3 fois supérieur à celui du PIB. Cette théorie pourrait donc expliquer pourquoi les investissements des entreprises belges se sont effondrés à partir du troisième trimestre de 2008, lorsque les chefs d'entreprise ont observé une détérioration de la conjoncture.

Si, en revanche, l'on limite le calcul de la corrélation entre le PIB et les investissements à la période 2007-2011, il apparaît qu'elle est beaucoup moins élevée : elle n'est que de 0,4, et l'écart-type n'est que 3,1 fois plus important. Compte tenu du fait que cette corrélation contient bien moins d'observations, cela peut tout de même indiquer que d'autres facteurs que l'estimation de la demande au

(1) Une augmentation des facteurs de production travail et capital entraînera ainsi une hausse proportionnelle de la production.

cours de cette période ont joué un rôle dans la détermination des investissements des entreprises.

Le tassement de la demande à la suite de la crise économique et financière qui a éclaté en 2008 a toutefois eu des répercussions tant à court qu'à long termes. À court terme, le recul sensible et imprévu de la demande et de l'activité économique a eu une incidence sur le degré d'utilisation des capacités de production. À plus long terme, il a engendré une révision à la baisse des prévisions de la croissance potentielle. Les anticipations relatives à la croissance potentielle étant susceptibles de refléter l'appréciation que les entreprises portent sur les perspectives de demande future et sur le stock de capital nécessaire pour la satisfaire, la révision à la baisse de la croissance potentielle a également eu des conséquences sur les décisions d'investissement à plus long terme.

Incidence à court terme: adaptation du degré d'utilisation des capacités de production

Une chute de la demande n'influence pas immédiatement les investissements. En effet, à court terme, les entreprises peuvent adapter le degré d'utilisation des capacités de production pour absorber les premières fluctuations de la demande. En cas de hausse de la

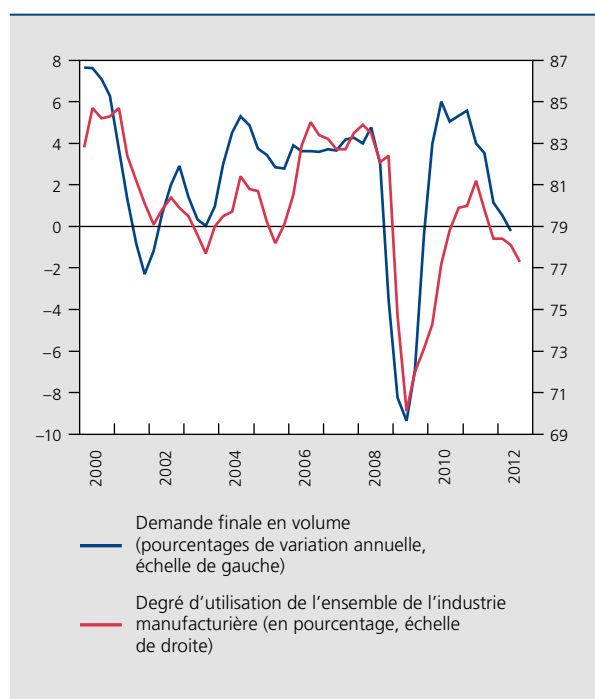
demande, par exemple, elles vont d'abord optimiser l'utilisation des capacités de production existantes et attendre de voir si la tendance observée se poursuit avant d'engager des ressources qui resteront immobilisées à plus long terme dans un projet d'investissement. Les investissements impliquent en effet des coûts d'adaptation et d'opportunité élevés. En Belgique, l'évolution du degré d'utilisation des capacités de production est étroitement liée à celle de la demande finale. La période précédant la crise financière et économique s'est caractérisée par une très forte demande finale et par un degré d'utilisation élevé. Lorsque la demande finale s'est écroulée à partir du deuxième trimestre de 2008, principalement en raison d'une forte baisse de la demande d'exportations, le degré d'utilisation a été marqué par un fléchissement du même ordre. Ces variables sont toutes les deux restées en recul jusqu'à la mi-2009, avant de se redresser.

L'évolution du degré d'utilisation en 2011 fournit elle aussi une bonne indication de l'interaction entre l'adaptation des capacités de production et la décision d'investissement. Jusqu'au deuxième trimestre de 2011, le degré d'utilisation des capacités de production a augmenté, avant d'amorcer un repli. Après une forte hausse au cours des deux premiers trimestres de 2011, les investissements des entreprises ont commencé à baisser à partir du troisième trimestre de 2011. Ce constat met en évidence qu'entre les deuxième et troisième trimestres de 2011, les entreprises ont d'abord adapté le degré d'utilisation de leurs capacités de production, pour ne réduire leurs investissements qu'ultérieurement, lorsqu'il est clairement apparu que le ralentissement conjoncturel allait perdurer. Après une stabilisation au premier trimestre de 2012, le degré d'utilisation a encore décliné au cours du deuxième trimestre de 2012, dans le contexte de la dégradation persistante de la conjoncture dans la zone euro.

Incidence à long terme: adaptation des décisions d'investissement

La crise a eu une conséquence notable et imprévue sur l'économie belge. Tandis que les projections macroéconomiques de la Banque de juin 2008 tablaient encore sur une croissance réelle de l'activité de 1,6 % en 2008 et de 1,5 % en 2009, les réalisations se sont avérées bien inférieures à ces anticipations, à respectivement 1 % et -2,8 %. Le recul du PIB a eu une incidence sur l'estimation du PIB potentiel, qui a lui aussi été sensiblement revu à la baisse en comparaison avec les prévisions de juin 2008. Cela résulte du fait que, par leur caractère brutal, les ajustements liés aux pertes d'activité dues à la crise donnent lieu à des frictions, et donc à des pertes temporaires d'efficacité (TFP) ou à un

GRAPHIQUE 6 ÉVOLUTION DE LA DEMANDE FINALE ET DU DEGRÉ D'UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION

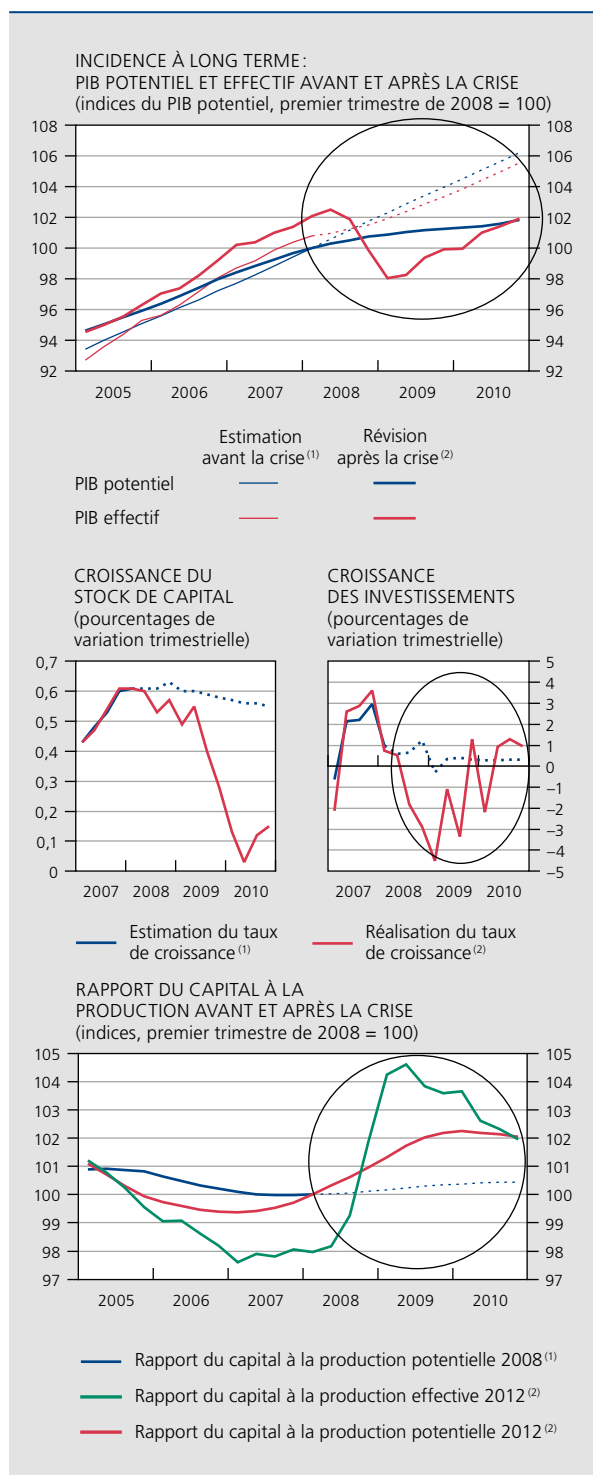


Sources : ICN, BNB.

effet de découragement pour les travailleurs potentiels (diminution du nombre d'heures ouvrées), ou encore à un

relèvement du taux de chômage structurel. Ces facteurs ont à tout le moins exercé une influence temporaire sur la croissance potentielle. Bien que l'on s'attende à terme à ce que celle-ci revienne à un rythme de croissance comparable à celui d'avant la crise, l'on considère que l'effet du tassement enregistré lors de la crise est irréversible.

GRAPHIQUE 7 CROISSANCE POTENTIELLE, STOCK DE CAPITAL ET INVESTISSEMENTS



(1) Réalisations et estimations provenant de l'estimation de la croissance potentielle de juin 2008, estimations en pointillés à partir du premier trimestre de 2008.
(2) Réalisations provenant de l'estimation de la croissance potentielle de juin 2012.

La production potentielle reflète la croissance dont l'économie est capable sans créer de déséquilibre sur le marché des biens et des services ni sur celui du travail. Bien que le PIB potentiel ne soit pas mesurable et ne puisse donc qu'être estimé, il est peut refléter implicitement l'évaluation faite par les agents économiques, dont les entreprises, de la demande future et leur besoin de facteurs de production à plus long terme. La croissance potentielle ayant brusquement été revue à la baisse, il en a été de même pour le stock de capital nécessaire à la réalisation de la production. La révision du stock de capital requis a, à son tour, entraîné une révision à la baisse des investissements nécessaires à l'établissement de ce stock de capital. Dans ce cas aussi, l'on peut observer que ces reculs de l'expansion des investissements et de la hausse du stock de capital n'étaient pas prévus, puisqu'ils n'ont pas été signalés par les estimations de la Banque de juin 2008. Le ralentissement de la croissance du stock de capital a été particulièrement marqué de la mi-2009 à la mi-2010. Ce n'est qu'après que les investissements ont commencé à repartir à la hausse, au deuxième trimestre de 2010, que le taux de croissance du stock de capital a de nouveau progressé. La présence de l'effet accélérateur est d'ailleurs clairement confirmée dans ce cas-ci : alors que le taux de hausse du stock de capital n'a cédé que près de 0,6 point de pourcentage en raison de la crise, le taux de gonflement des investissements a diminué d'environ 5 points de pourcentage. En dépit de l'ajustement à la baisse du stock de capital, le rapport du stock de capital à la production potentielle demeure toutefois, selon les estimations actuelles, notablement plus élevé que ce que l'on prévoyait en 2008.

2.2.2 Rentabilité et possibilités de financement interne : excédent brut d'exploitation des entreprises belges

Une autre cause possible de la forte baisse de la formation brute de capital fixe par les sociétés belges en 2009 réside dans l'évolution de leur excédent brut d'exploitation. Ce dernier étant la principale source de revenus d'une société, il constitue en effet un indicateur de ses possibilités de financement interne. Par ailleurs, l'excédent brut d'exploitation est également considéré comme un indicateur de la rentabilité des entreprises et des investissements.

L'excédent brut d'exploitation des sociétés belges est demeuré relativement stable en 2008, avant de nettement

TABLEAU 1 EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION DES SOCIÉTÉS

(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	2003-2007 Moyenne annuelle	2008	2009	2010	2011	2012 e	2013 e
Excédent brut d'exploitation des sociétés	7,9	0,1	-5,3	12,6	3,8	1,1	2,8
Marge brute d'exploitation par unité vendue	4,3	-2,1	1,7	6,4	0,0	5,7	0,1
Prix de vente unitaire	2,2	3,9	-3,9	3,7	4,0	7,5	1,5
Sur le marché intérieur ⁽¹⁾	2,6	4,4	-2,4	2,5	3,3	6,4	1,5
À l'exportation	1,9	3,4	-5,3	5,0	4,6	8,5	1,4
Coûts par unité vendue	1,9	5,0	-4,8	3,7	4,8	7,8	1,7
Biens et services importés ⁽¹⁾	2,3	6,0	-8,5	6,1	6,2	10,3	1,4
Coûts d'origine intérieure par unité produite	0,7	1,9	2,6	-0,4	1,5	3,4	1,3
dont coûts salariaux unitaires	0,8	3,5	3,3	-0,9	2,1	2,9	1,5
Ventes finales en volume	3,4	2,2	-6,9	5,8	3,8	-4,4	2,7
Sur le marché intérieur ⁽¹⁾	2,5	2,3	-2,3	2,1	2,0	-2,8	0,8
À l'exportation	4,2	2,1	-11,1	9,6	5,5	-5,8	4,5

Sources: ICN, BNB.

(1) Y compris la variation des stocks.

se tasser en 2009. La stagnation observée en 2008 est principalement imputable à la hausse massive des coûts des sociétés. Ceux-ci se sont en effet accrus plus rapidement que les prix de vente des produits des entreprises, de sorte que les marges des sociétés ont été sensiblement rabotées. Bien que ces dernières se soient à nouveau élargies en 2009, les coûts ayant reculé plus vivement que les prix de vente des produits des entreprises belges, il appert que la franche contraction de la demande a cependant entamé l'excédent brut d'exploitation. Les sociétés belges ont clôturé l'exercice 2009 sur une évolution négative de l'excédent brut d'exploitation, ce qui a écorné les possibilités de financement interne. L'exercice 2010 s'est toutefois caractérisé par un rétablissement énergique, quoique temporaire, de la croissance de l'excédent brut d'exploitation, en raison essentiellement d'un redressement de la demande de biens, en particulier sur les marchés à l'exportation. Même si un nouveau ralentissement de la demande a été enregistré en 2011 et si la marge est demeurée inchangée, l'augmentation de l'excédent brut d'exploitation est restée positive. Pour 2012, l'on anticipe une hausse modeste de l'excédent brut d'exploitation, vu la forte détérioration de la demande finale. La demande intérieure et la vente de produits destinés à l'exportation devraient reculer fortement cette année. En 2013, l'on devrait à nouveau observer une légère amélioration, qui tiendrait surtout à une reprise de la demande à l'exportation, alors que la demande intérieure poursuivrait son repli. Au total, le taux de progression de l'excédent brut d'exploitation

des sociétés resterait moins élevé que dans les années antérieures à la crise économique et financière, dans un environnement général de croissance économique modérée et de forte incertitude.

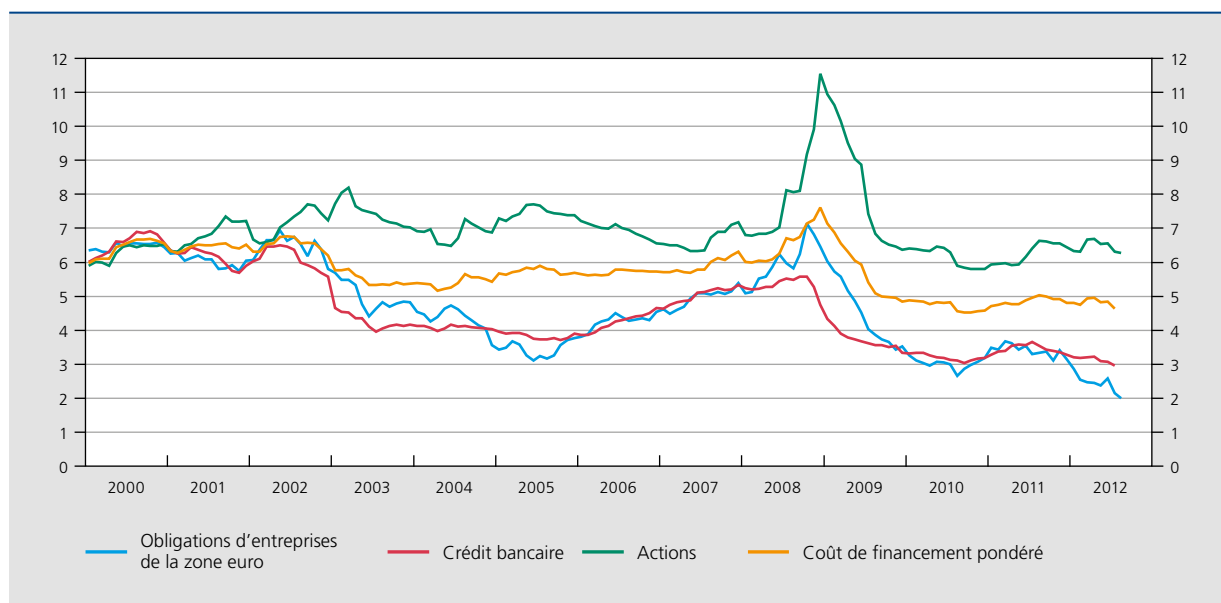
2.2.3 Coûts de financement externe des sociétés

Outre la demande économique et l'évolution des possibilités de financement interne, d'autres éléments sont susceptibles d'être à l'origine de l'effondrement des investissements des sociétés. Les coûts de financement des entreprises se sont ainsi fortement accrus à compter de janvier 2008. Même si les taux d'intérêt des obligations d'entreprises de la zone euro étaient orientés à la hausse depuis quelque temps déjà, ils se sont eux aussi affichés en sensible progression à partir du début de 2008⁽¹⁾. Seul le coût du crédit bancaire semble ne pas avoir subi de véritable accélération au début de 2008, poursuivant la tendance ascendante qui est la sienne depuis 2005. C'est surtout en raison de l'augmentation marquée du coût de financement par actions dans un contexte de chute des cours boursiers que le coût de financement pondéré des sociétés non financières s'est affiché en forte hausse à dater de mai 2008. L'alourdissement du coût de financement, avant même la crise, tient en partie aux impulsions contracycliques de la politique monétaire,

(1) Ce phénomène a également été observé pour les obligations d'entreprises belges. Il a toutefois été décidé de se fonder sur les obligations d'entreprises de la zone euro, ce marché étant plus profond et plus liquide.

GRAPHIQUE 8 COÛTS DE FINANCEMENT EXTERNE DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

(en pourcentage)



Bronnen : NBB, Thomson Reuters Datastream.

ces adaptations des taux directeurs étant progressivement répercutées sur les taux d'intérêt appliqués aux sociétés. Ce mécanisme explique en partie pourquoi l'on observe, parallèlement à un gonflement des investissements des sociétés, un renchérissement du coût de financement durant les périodes de haute conjoncture. Après l'éclatement de la crise, les coûts de financement ont toutefois continué de se creuser, les banques et les marchés financiers ayant incorporé la vive incertitude et l'instabilité des anticipations aux taux d'intérêt nominaux qu'ils appliquaient aux sociétés en majorant la prime de risque.

Le coût de financement, qui avait atteint son plus haut en décembre 2008, est resté supérieur à son niveau d'avant la crise jusqu'en mai 2009. Les coûts de financement élevés durant la crise économique et financière ont donc certainement incité les entreprises à reporter ou à annuler certains projets d'investissement dont le rendement ne pouvait plus être garanti en présence de ces charges financières. Le coût de financement des investissements des entreprises est toutefois retombé ensuite à un plancher historique, contribuant ainsi à la reprise. La persistance du niveau historiquement bas du coût de financement nominal ne peut cependant expliquer le ralentissement de la croissance des investissements observé à partir de la mi-2011, ce qui indique une fois de plus que le coût de financement n'est que l'un des déterminants d'une décision d'investissement.

2.2.4 Conditions d'octroi de crédit

L'évolution des conditions de crédit est elle aussi susceptible d'avoir joué un rôle dans le recul des investissements après la crise financière. En Belgique, les conditions de crédit régissant l'octroi de prêts aux sociétés non financières par les établissements financiers se sont systématiquement durcies à partir de la mi-2007, atteignant un creux absolu à la fin de 2008. Quelques banques belges ont continué de resserrer leurs conditions de crédit jusqu'à la mi-2009. En septembre 2008, après la faillite de Lehman Brothers, le marché interbancaire s'est en outre tari pour la première fois. Cet événement a eu une conséquence directe pour bon nombre de banques, qui étaient tributaires du fonctionnement du marché interbancaire pour financer leurs octrois de crédits. L'incertitude qui en a découlé a incité un grand nombre d'établissements à maintenir des conditions de crédit renforcées, voire à les durcir encore pour éviter les problèmes, tant parce qu'elles rencontraient elles-mêmes des difficultés accrues pour se financer que parce qu'elles nourrissaient des doutes quant à la solvabilité de certains de leurs emprunteurs.

À l'exception du deuxième trimestre de 2012, les banques belges ont laissé leurs conditions d'octroi de crédit inchangées à partir du deuxième trimestre de 2009. Dans la zone euro, par contre, le durcissement des conditions de crédit s'est poursuivi sans relâche.

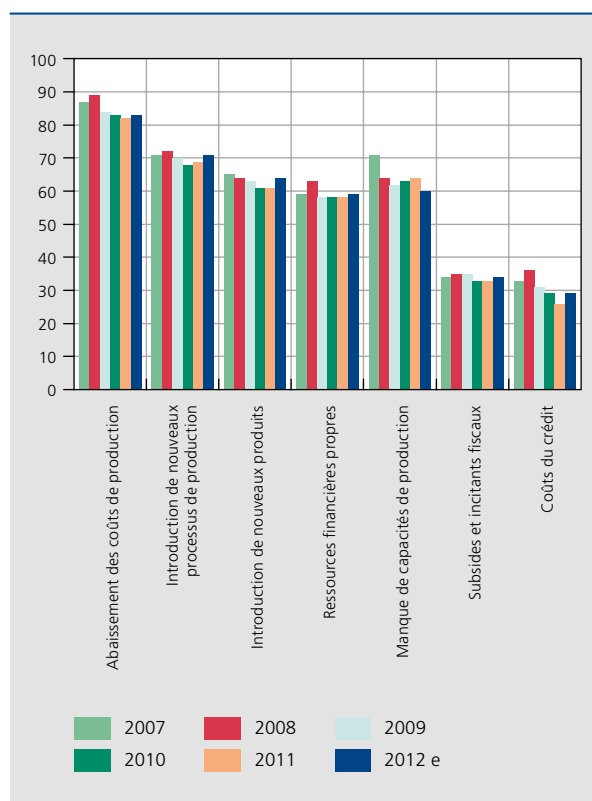
Au dernier trimestre de 2011, par exemple, le pourcentage net de banques européennes qui indiquaient qu'elles avaient durci leurs conditions de crédit était encore de 20 %⁽¹⁾. Un resserrement des conditions de crédit sur le marché belge a cependant été enregistré au deuxième trimestre de 2012. Ce durcissement concerne surtout les prêts hypothécaires, et dans une moindre mesure les crédits aux sociétés non financières et les crédits à la consommation. En dépit des récents développements défavorables, le durcissement des critères d'octroi de crédit au deuxième trimestre de 2012 n'augure pas encore un crédit crunch en Belgique. La vive contraction des investissements des sociétés observée en 2009 pourrait donc être partiellement imputable au resserrement des critères d'obtention du crédit bancaire à des fins d'investissement. Cela dit, des facteurs conjoncturels ont également fortement ralenti la demande de prêts durant la crise, de sorte que, finalement, le durcissement des conditions de crédit ne peut avoir eu qu'une incidence limitée sur les décisions d'investissement.

L'enquête semestrielle de la Banque sur les investissements dans l'industrie manufacturière confirme les conclusions présentées ci-avant. Dans le cadre de cette enquête, les sociétés sont explicitement interrogées sur les déterminants de leurs investissements. Les participants se voient soumettre une série de déterminants, qu'ils doivent cocher s'ils les jugent importants. En moyenne, à peine trois entreprises sur dix indiquent qu'elles considèrent les coûts du crédit comme un déterminant notable des investissements, alors qu'elles sont huit sur dix à cocher l'abaissement des coûts de production et sept sur dix l'introduction de nouveaux processus de production.

Par ailleurs, il importe de signaler que, s'agissant de certains types de sociétés, les conditions de crédit ont peut-être tout de même joué un rôle plus important dans le recul des investissements durant la crise. Ainsi, de manière générale, le taux d'utilisation des crédits est inversement proportionnel à la taille de l'entreprise. L'on suppose que les petites sociétés sont davantage tributaires du crédit bancaire et qu'elles rencontrent plus de problèmes de financement que les entreprises de plus grande taille. Pour ces petites sociétés, il est donc possible que les conditions de crédit aient pesé plus lourdement dans leurs décisions d'investissement.

GRAPHIQUE 9 DÉTERMINANTS DES INVESTISSEMENTS SELON L'ENQUÊTE DE LA BANQUE SUR LES INVESTISSEMENTS DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE

(pourcentages d'entreprises⁽¹⁾ qui cochent le déterminant)



Source : BNB.

(1) Les entreprises peuvent cocher plusieurs déterminants.

2.2.5 Incertitude et attentes

S'agissant de l'évolution récente des investissements, il a déjà été fait mention du fait que certains facteurs influençant les décisions d'investissement ne sont pas toujours identifiés dans les analyses fondées sur les déterminants classiques des investissements. Il s'est pourtant avéré que, dans certaines circonstances, ces facteurs résiduels motivaient fortement les décisions d'investissement. L'incertitude et les attentes sont deux exemples de ces facteurs qui ont joué un rôle important durant la crise.

Pour les entreprises, l'incertitude est un phénomène habituel qui intervient à différents niveaux. Compte tenu de la période sur laquelle s'étend un investissement et du fait qu'un projet d'investissement entraîne souvent de nombreux délais et coûts d'adaptation, les entreprises tiennent en effet compte, pour déterminer les investissements, non seulement de leur activité économique actuelle, mais également de leur activité future. Même si une société formule dès lors des attentes quant à la demande et à l'activité économique futures, ces facteurs sont toujours sujets à changement. Par ailleurs, les

(1) Pourcentage net pondéré des banques qui font état d'un durcissement (-) ou d'un assouplissement (+) des conditions de crédit au cours des trois derniers mois.

sociétés sont confrontées à une incertitude relative aux prix et au coût de financement futurs des instruments financiers. Dans un tel contexte, l'incertitude quant aux attentes formulées peut plomber les investissements. Si une entreprise n'a aucune certitude en ce qui concerne la demande et l'activité économique futures, il lui est difficile de s'assurer d'évaluer la rentabilité d'un projet d'investissement. Les sociétés doivent donc tenir compte à la fois de l'éventuel retour sur investissement et des risques à courir pour réaliser ces bénéfices. Dans le contexte de la crise, il se pourrait dès lors que l'incertitude ait accru le retour exigé d'un projet d'investissement pour les investisseurs frileux. L'incertitude aurait ainsi abaissé le plafond des coûts de financement, ceux situés au-delà ayant été considérés comme trop onéreux et n'ayant dès lors pas été réalisés, ce qui aurait diminué le montant des investissements.

2.3 Pourquoi le repli des investissements est-il néanmoins resté relativement limité durant la crise ?

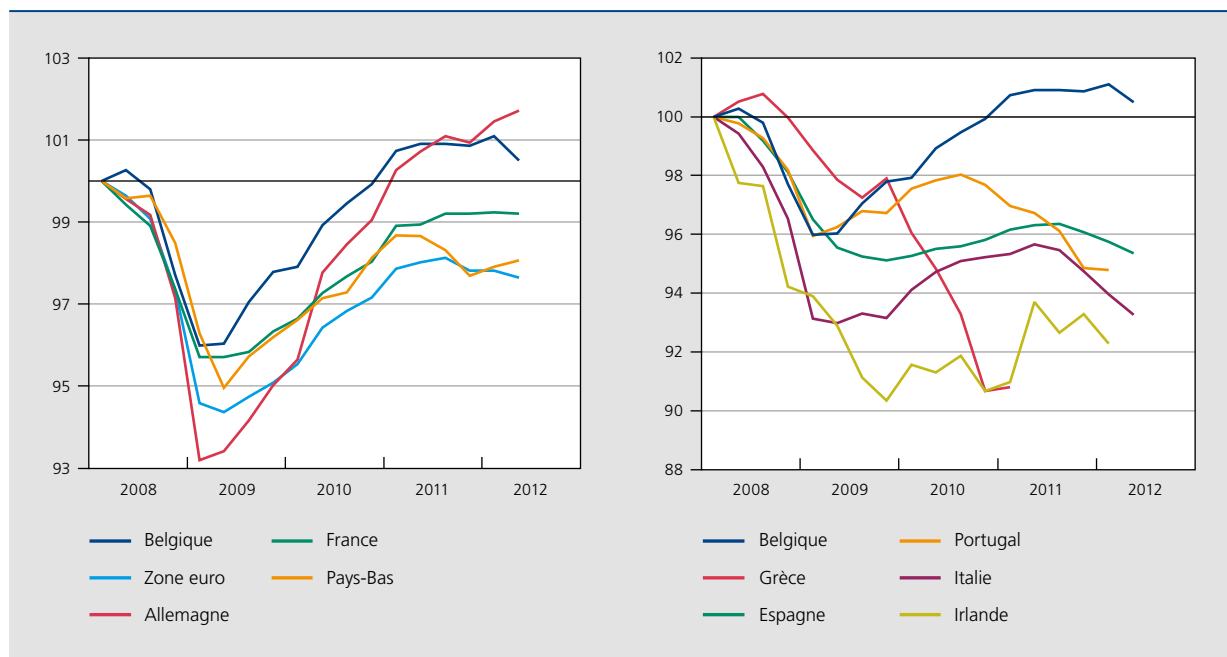
Même si les investissements en volume des entreprises belges ont été confrontés à la plus forte chute jamais observée depuis 1980, le recul des investissements des entreprises belges est resté ténu si on le considère dans une

perspective internationale. La présente section examine les facteurs qui ont contribué à limiter le repli des investissements des entreprises belges durant la crise.

2.3.1 Relative résilience de l'économie belge face à la crise mondiale

Dans ce contexte, il importe de signaler que, comparativement, la baisse du PIB durant la crise a été moins vive en Belgique que dans les pays voisins et dans la zone euro. La diminution de la demande macroéconomique étant restée globalement limitée en Belgique, les entreprises ont pu s'autoriser un niveau de production légèrement plus élevé que leurs homologues des pays voisins et ont moins ressenti la nécessité de procéder à des réductions draconiennes en matière d'investissements. Par ailleurs, le PIB s'est redressé plus rapidement en Belgique : sur la base d'un indice fixé à 100 pour le premier trimestre de 2008, il est clair que le PIB belge avait retrouvé son niveau d'avant la crise au début de 2011, alors que ce n'était visiblement pas encore le cas dans la zone euro, en France et aux Pays-Bas. Seule l'Allemagne a suivi un cours similaire, mais au départ d'un creux plus profond, de sorte que son PIB n'a pu retrouver son niveau d'avant la crise qu'un peu après la Belgique. La différence est encore plus marquée par rapport aux pays périphériques qui ont rencontré de graves

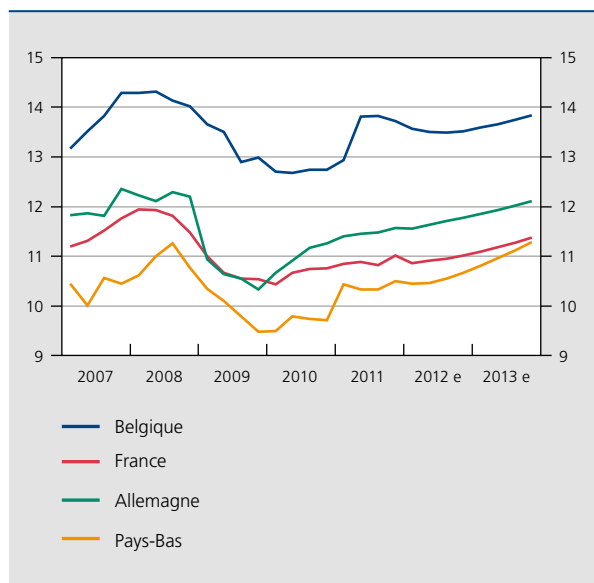
GRAPHIQUE 10 PIB BELGE DANS UNE PERSPECTIVE INTERNATIONALE
(indices, premier trimestre de 2008 = 100)



Sources : BNB, OCDE.

GRAPHIQUE 11 TAUX D'INVESTISSEMENT DANS UNE PERSPECTIVE INTERNATIONALE

(formation de capital fixe des entreprises en pourcentage du PIB, données trimestrielles)



Source : OCDE.

problèmes durant la crise (Grèce, Espagne, Portugal, Italie et Irlande). Aujourd'hui encore, aucun de ces pays n'affiche un PIB qui soit ne fût-ce que proche de son niveau d'avant la crise. La vive contraction du PIB dans tous ces pays a d'ailleurs pesé sur l'évolution du PIB de la zone euro, qui a été nettement moins favorable que celle du PIB belge.

Même si l'on prend en compte les différences de gravité de la récession, la Belgique s'avère avoir bien traversé la crise sur le plan international. Le taux d'investissement a en effet moins vivement reculé en Belgique que dans la zone euro et dans les pays voisins, parce que, sur la période qui va du deuxième trimestre de 2008 au quatrième trimestre de 2009, la baisse des investissements n'a, par rapport à celle du PIB, pas été excessivement supérieure au regard des périodes de récession précédentes⁽¹⁾. Alors qu'en Allemagne, le taux d'investissement s'était en revanche progressivement relevé à partir de la fin de 2009, la stabilisation du taux d'investissement belge enregistrée en 2010 a été suivie d'un rétablissement graduel, puis d'une accélération au cours des deux premiers trimestres de 2011. Les investissements se sont donc redressés plus lentement en Belgique que dans les pays voisins, et les entreprises ont adopté une position attentiste en 2010, à laquelle a toutefois succédé une période de vive croissance au premier semestre de 2011. Une stabilisation est revenue par la suite.

Outre les fluctuations conjoncturelles du taux d'investissement, le graphique ci-dessus montre également que le niveau du taux d'investissement est structurellement plus élevé en Belgique que dans les pays voisins. Ces différences doivent toutefois être interprétées avec une grande prudence : elles peuvent en effet également être dues à des différences dans la structure sous-jacente de l'économie. Le taux d'investissement plus élevé se reflète dans une plus grande part de capital dans la production en Belgique, ce qui donne lieu par ailleurs à un niveau supérieur de productivité apparente du travail.

2.3.2 Solidité financière

La bonne santé financière des entreprises belges est un autre facteur susceptible d'expliquer pourquoi les investissements belges ont affiché en 2009 une contraction moins marquée que dans tous les pays voisins. Elle se reflète notamment dans le niveau de l'excédent brut d'exploitation et du solde net de financement.

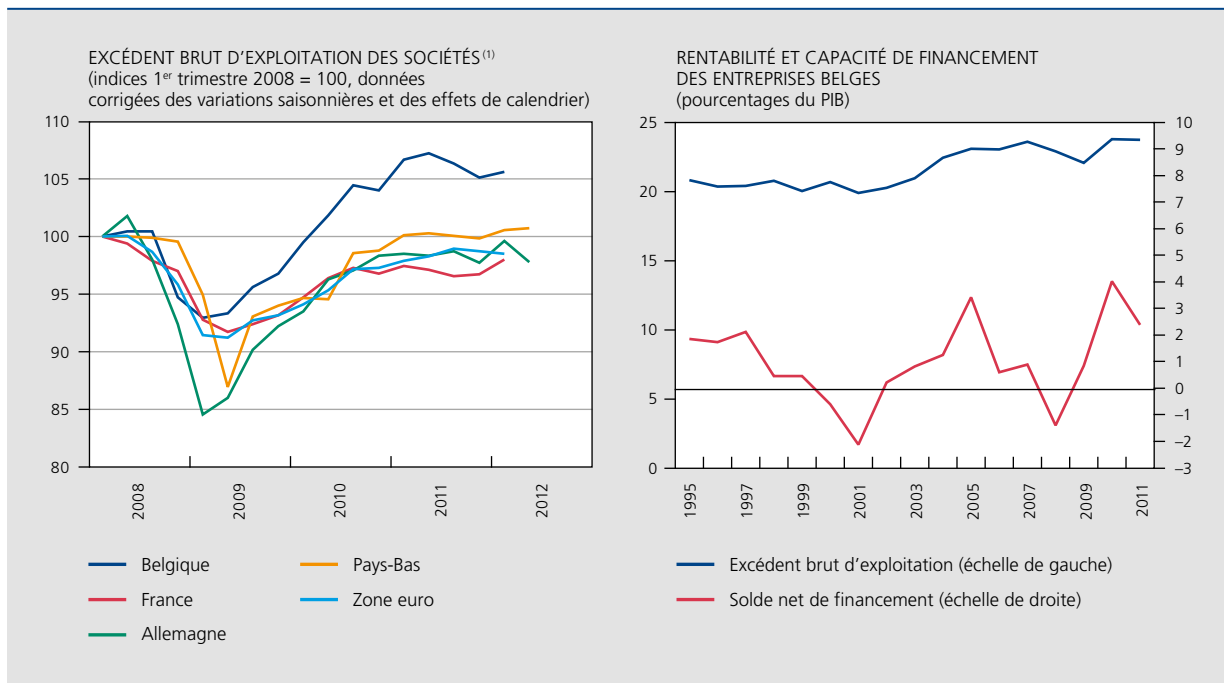
Le recul de l'excédent d'exploitation en 2008 et en 2009 est demeuré en retrait de celui observé dans les pays voisins, et son rétablissement a été plus rapide. Ainsi, au deuxième trimestre de 2010, il avait déjà retrouvé son niveau d'avant la crise, alors que les autres pays (à l'exception des Pays-Bas) se situaient toujours en deçà des niveaux constatés avant la crise. Cette performance s'explique à la fois par la résistance, déjà évoquée, de l'activité et de la demande, mais aussi, en partie, par une inflation plus importante en Belgique. À plus long terme, cette situation comporte toutefois des risques, en ce sens qu'elle entame la compétitivité des entreprises.

Au total, l'excédent brut d'exploitation est revenu de 24 à 22 % du PIB entre 2007 et 2009, mais cette valeur reste toujours supérieure à la moyenne historique. Entre 1995 et 2011, l'excédent brut d'exploitation est en effet ressorti à 21,7 % du PIB en moyenne. De plus, il a à nouveau atteint quelque 24 % en 2010 et en 2011, soit un niveau comparable à celui des années juste avant la crise, et plus élevé que dans la seconde moitié des années 1990 et au début du nouveau millénaire.

Le solde net de financement de l'ensemble des entreprises belges ne s'est également replié que temporairement durant la crise financière. Il n'a été négatif qu'en 2008, avant de se redresser très rapidement et vigoureusement jusqu'à atteindre un sommet de 4 % du PIB en 2010. En dépit des perturbations macroéconomiques, il est resté

(1) Si l'on examine, pour chacun des pays, la baisse en pourcentage du taux d'investissement le plus élevé avant la crise jusqu'au minimum absolu (situé durant des trimestres différents selon les pays), la Belgique occupe la deuxième position, après la France, dans la liste des moins fortes baisses du taux d'investissement.

GRAPHIQUE 12 EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION ET SOLDE NET DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES BELGES



Sources : ICN, BCE, BNB.

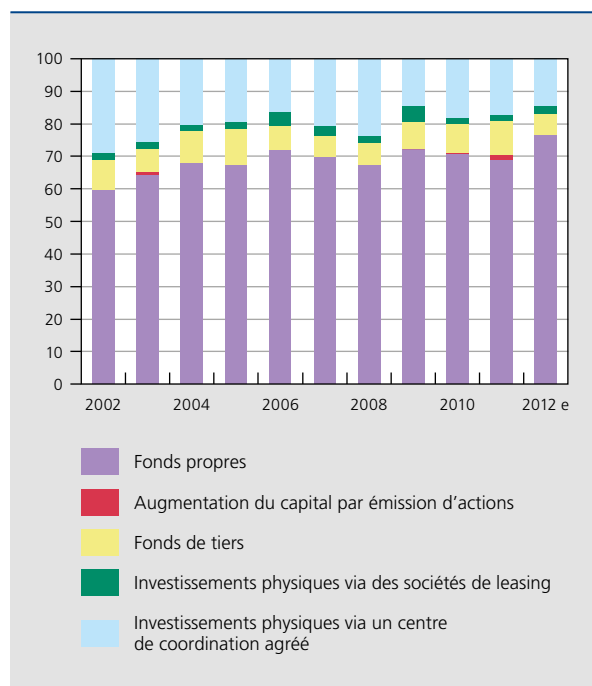
(1) Données corrigées des variations saisonnières, mais non des effets de calendrier, pour la France, l'Allemagne et les Pays-Bas.

à un niveau substantiel en 2011. Abstraction faite de l'année 2005, dont le résultat de 3,4 % du PIB est affecté par un effet de nature purement statistique⁽¹⁾, la capacité de financement dégagée par les sociétés au cours des deux dernières années est la plus élevée depuis 1997. Outre une bonne position en termes de rentabilité, cela reflète aussi la prudence manifestée par les entreprises en matière d'investissements.

Le degré d'importance des possibilités de financement interne est indiquée par les entreprises mêmes dans l'enquête de la Banque sur les investissements dans l'industrie manufacturière. En effet, celles-ci sont explicitement interrogées sur le mode de financement de leurs investissements. Les entreprises opérant dans l'industrie manufacturière rapportent, dans l'enquête sur les investissements, avoir financé 70 % de leurs investissements sur fonds propres en 2011. Ce pourcentage passerait à 77 % en 2012. Bien qu'il ait toujours été élevé, il a

GRAPHIQUE 13 MODE DE FINANCEMENT DES INVESTISSEMENTS D'APRÈS L'ENQUÊTE DE LA BANQUE SUR LES INVESTISSEMENTS DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE

(pourcentages du total des montants des investissements)



Source : BNB.

(1) Le sommet de 3,4 % du PIB atteint par le solde net de financement en 2005 doit être interprété avec la plus grande prudence. Les chiffres de cette année-là ont, en effet, été biaisés par la reprise de la majeure partie de la dette de la SNCB par le Fonds de l'infrastructure ferroviaire (dont les actifs ont été transférés de plein droit en 2008 à Infrabel), qui relève du secteur des administrations publiques (à hauteur de 7,4 milliards d'euros). Les autres transferts en capital reçus des administrations publiques étaient dès lors exceptionnellement élevés cette année-là. Le solde net de financement avait également été légèrement biaisé en 2003 : cette année-là, les transferts en capital à verser aux administrations publiques étaient extrêmement élevés du fait de la prise en compte du fonds de pension de Belgacom à hauteur de 5 milliards d'euros.

progressé de 10 % entre 2002 et 2011, ce qui démontre l'attractivité croissante du financement interne pour les entreprises. La déduction des intérêts notionnels, qui a tenté de gommer le désavantage du financement sur fonds propres par rapport au financement sur fonds de tiers, n'y est peut-être pas étrangère. Les investissements physiques via des centres de coordination agréés sont le deuxième instrument de financement le plus important. Même si cette forme de financement s'inscrit indéniablement dans une tendance baissière – elle est retombée de 29 à 17 % des montants des investissements entre 2002 et 2011 – en raison de la suppression du régime favorable des centres de coordination, elle continue de jouer provisoirement un rôle majeur. La part des investissements financés sur fonds de tiers continue à osciller autour des 10 %, tandis que le financement par augmentation de capital est insignifiant (2 %), malgré une forte hausse en 2011. Pour l'exercice 2012, l'on s'attend d'ailleurs à ce que le financement par augmentation de capital redevienne nul.

3. Points d'attention pour l'avenir

Comme c'est habituellement le cas en raison du caractère fortement procyclique des investissements des entreprises, l'évolution de ces derniers a été marquée par des mouvements de grande ampleur pendant la période récente de récession économique et de crise financière. Toutefois, à l'instar d'autres variables économiques, comme l'activité, l'emploi ou la demande de consommation privée, et compte tenu de l'importance des chocs, la chute des investissements en 2008-2009 peut être considérée comme relativement modérée en Belgique, un résultat auquel a notamment contribué la situation financière saine des sociétés non financières. Le redressement des investissements observé à la fin de 2010 et au premier semestre de 2011, avec un peu de retard sur l'amélioration des conditions de demande, a été battu en brèche durant la seconde partie de l'année, en raison du fort regain d'incertitude lié à l'aggravation de la crise souveraine dans la zone euro et d'une détérioration de la vigueur de la conjoncture.

Ces constatations rappellent que différents facteurs doivent être réunis pour susciter la demande d'investissement : des perspectives de demande positives, un environnement macroéconomique stable – sans excès d'incertitudes – et une situation fondamentale saine et équilibrée en matière de rentabilité et de position financière des entreprises.

Dans un contexte de renforcement graduel de l'activité et de la demande en Belgique et chez les partenaires, et compte tenu du faible niveau des taux d'intérêt, un modeste rétablissement des investissements est généralement attendu à moyen terme.

Il est toutefois soumis à plusieurs risques et aléas potentiels. En premier lieu, le redressement des investissements des entreprises est tributaire des risques résultant des incertitudes quant à l'évolution de la situation économique chez nos principaux partenaires, dans un contexte de lourdes tensions au sein de la zone euro. Ensuite, lorsque la demande de crédits bancaires augmentera, la capacité des institutions financières de remplir pleinement leur rôle de financement de l'économie, alors qu'elles doivent poursuivre la réorientation de leur business-model et s'adapter aux règles prudentielles plus contraignantes qui s'imposent dans le futur, pourra avoir des conséquences sur le financement des investissements et, plus généralement, sur la facilité d'obtenir des crédits. Par ailleurs, des modifications ont été décidées, et pourraient encore intervenir dans la fiscalité des sociétés ou dans l'octroi de subsides à l'investissement par les pouvoirs publics, dans un contexte de nécessaire consolidation budgétaire. Le cas échéant, elles pourraient influencer sur les décisions d'investissement des entreprises.

À long terme, les investissements des entreprises sont un des éléments déterminants permettant un développement robuste, équilibré, et donc durable à long terme, du potentiel de création de valeur ajoutée et, partant, de génération de revenus dans l'économie. En effet, le capital mobilisé constitue un complément au travail, et il est possible d'en accroître la productivité (et donc la rémunération), par l'effet dit de capital-deepening. Les investissements sont également une source d'intégration des progrès technologiques et d'innovation, pour permettre à la fois des améliorations dans les biens et services produits, mais aussi dans des modes de production plus efficaces, notamment en matière d'utilisation des matières premières et de l'énergie.

Au-delà, le potentiel de production dépend également de l'efficacité générale avec laquelle les facteurs de production travail et capital peuvent être mis en œuvre et d'une allocation adéquate des moyens de financement disponibles dans l'économie. À cet égard, un environnement macroéconomique stable est nécessaire pour éviter que de l'incertitude évitable ne s'ajoute à celle, normale, inhérente à toutes perspectives économiques à moyen terme.

Bibliographie

Afonso A. et 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. et al. (2012), « Volatility and growth: Credit constraints and the composition of investment », *Journal of Monetary Economics in Press*.

Baatra G. et 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. et C. Ellis (2005), « Indicators of short-term movements in business investment », Bank of England, *Quarterly Bulletin*, 30–38, Spring.

BCE (2008), « L'investissement et l'influence de la situation financière des entreprises dans la zone euro », *Bulletin mensuel*, 1, 59–70, avril.

BCE (2009), « Récessions américaines: quelles leçons peut-on tirer du passé? », *Bulletin mensuel*, Encadré 1, 10–13, avril.

BCE (2010), « Perspectives en matière d'investissement productif, d'utilisation des capacités de production et de demande », *Bulletin mensuel*, Encadré 5, 46–48, avril.

BCE (2012a), « L'investissement des entreprises en 2012: examen des données tirées des indicateurs à court terme et des enquêtes », *Bulletin mensuel*, Encadré 8, 83–86, juin.

BCE (2012b), « L'endettement des entreprises dans la zone euro », *Bulletin mensuel*, 89–106, février.

BNB (2012), *Rapport 2011*, février.

BNB (2012), « Projections économiques pour la Belgique - Printemps 2012 », *Revue économique*, juin.

Bureau fédéral du plan (2012), *Perspectives économiques 2012-2017* (version provisoire mai).

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

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

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

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

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

Stockhammer E. et L. Grafel (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.