

De buitenlandse directe investeringen in en van België

C. Duprez

Ch. Van Nieuwenhuyze^(*)

Inleiding

De buitenlandse directe investeringen (BDI) in België zijn aanzienlijk. In 2014 bedroegen ze 216% bbp, zodat België op basis van deze ratio de 14^{de} plaats op de wereldranglijst inneemt, tegen de 25^{ste} plaats voor het nominale bbp⁽¹⁾. Volgens een enquête van EY (2015) bij ongeveer 800 internationale investeerders is België het op vier na meest aantrekkelijke Europese land. Die investeerders noemen als troeven van België zijn centrale ligging in de EU, de inzetbaarheid van geschoolde arbeidskrachten, de mogelijkheden inzake onderzoek en ontwikkeling, een toegankelijk aanbod van subsidies en overheidssteun en de beschikbaarheid van industrieterreinen. Als belemmeringen beschouwen ze daarentegen de belastingdruk, de hoge loonlasten, grote verkeersopstoppingsproblemen, de macht van de vakbonden en de langdurige en complexe administratieve procedures⁽²⁾.

Tal van regeringen staan voor de opgave om BDI aan te trekken. In de economische literatuur worden enkele voordelen voor de gastlanden opgesomd. Ze vormen een stabiele financieringsbron, hebben technologische gevolgen, dragen bij tot de vorming van menselijk kapitaal, vergemakkelijken de integratie in het internationaal handelsverkeer en werken een meer competitief

klimaat voor de ondernemingen in de hand. Voor de geavanceerde landen zijn sommige van die gunstige effecten weliswaar minder belangrijk, omdat er binnenlandse financieringsbronnen bestaan en de bedrijven dichter in de buurt komen van de efficiëntiegrens. Via BDI ontstaan niettemin internationale banden die de opname in de mondiale waardeketens vergemakkelijken en kunnen leiden tot de overdracht van knowhow en kennis. Directe investeringen hebben echter ook nadelen, zoals het verlies aan controle over de besluitvorming in bepaalde sleutelsectoren, de geringere aandacht voor sociale aspecten en voor het milieu bij multinationals, of de volatielere belastinggrondslag.

In België werden verschillende maatregelen genomen om BDI aan te trekken. In het verleden kregen de ondernemingen die de financiële transacties van hun groep centraliseerden, een bijzonder fiscaal statuut via het stelsel van de coördinatiecentra. De belastingaftrek voor risicokapitaal, de zogenoemde notionele interestaftrek, die in 2006 in werking trad, werd vervolgens in de Belgische belastingwetgeving opgenomen, nadat het stelsel van de coördinatiecentra door de Europese Commissie onverenigbaar was geacht met de regels inzake staatssteun. Deze maatregel beoogt het eigen vermogen van de in België gevestigde bedrijven te versterken, door hen de gelegenheid te bieden van hun belastinggrondslag een bedrag af te trekken van fictieve interesten op hun 'gecorrigeerd' eigen vermogen⁽³⁾. Andere regelingen, zoals de rulings, de vrijstelling van roerende voorheffing op bepaalde dividenden of de maatregelen ten gunste van onderzoek en ontwikkeling vervolledigen het arsenaal aan maatregelen om BDI aan te trekken⁽⁴⁾. Behalve de federale overheid trachten ook gewestelijke agentschappen de buitenlandse investeringen

(*) Dit artikel kwam tot stand dankzij bijdragen van H. Dewachter, E. Dhyne, L. Dresse en Ch. Piette en gewaardeerde voorbereidende dataverwerking door A. Antoons en haar team.

(1) Volgens de gegevens van de UNCTAD.

(2) Zie onder meer Bisciari en Piette (2007).

(3) De maatregel werd ook gerechtvaardigd door het streven om het verschil in fiscale behandeling tussen schuldfinanciering en financiering via eigen vermogen te verkleinen. Zie Burggraeve *et al.* (2008) voor meer informatie. Over het algemeen is het tarief voor de berekening van de belastingaftrek gelijk aan de gemiddelde rentevoet op tienjaars lineaire obligaties van de Belgische overheid tijdens het derde kwartaal van het voorlaatste jaar vóór het aanslagjaar.

(4) Zie <http://www.business.belgium.be> voor meer informatie.

te stimuleren in hun gewest (Flanders Investment & Trade, Brussels Invest & Export, Agence wallonne à l'Exportation et aux Investissements étrangers).

De Belgische directe investeringen in het buitenland krijgen algemeen beschouwd minder aandacht⁽¹⁾. Traditioneel zorgen uitgaande BDI voor ongerustheid, aangezien ze dikwijls als een eerste etappe naar een potentiële delokalisatie van de activiteit worden beschouwd. Voorts beschikt België ten opzichte van zijn buurlanden over minder internationale kampioenen⁽²⁾. In 2014 deden nochtans bijna 600 Belgische moederondernemingen directe investeringen in het buitenland. Deze werpen immers voordelen af. Ze vergemakkelijken de toegang tot nieuwe markten of tot middelen die in België niet of slechts tegen hogere prijzen beschikbaar zijn. Bovendien leiden ze, net als trouwens de inkomende BDI, voor de onderneming tot productiviteitswinsten en schaalvoordelen via een betere organisatie van de productieketen. Op macro-economisch vlak vormen ze voor een nettocrediteurland als België een instrument om het spaargeld te mobiliseren. In tegenstelling tot

portefeuillebeleggingen garanderen ze een zekere beslissingsmacht die het rendement gunstig kan beïnvloeden.

Dit artikel heeft tot doel de recente economische gevolgen voor België van de inkomende en uitgaande BDI te onderzoeken. In het eerste deel worden de mondiale context en de ontwikkelingen voor België toegelicht. Het tweede deel handelt over de financiële aspecten. Daarin wordt onder meer de aandacht gevestigd op een specifiek kenmerk dat België onderscheidt van de meeste geavanceerde landen, namelijk zijn negatieve nettopositie inzake BDI. Andere landen investeren immers meer in ons land dan België in het buitenland. Voorts wordt gewezen op het lage rendement van de Belgische uitgaande BDI en op de gevolgen hiervan voor het lopend saldo. In het derde deel wordt getracht de reële aspecten van de BDI te beschrijven. Daarbij wordt het aandeel van de multinationals geschetst in de toegevoegde waarde, de werkgelegenheid en de bijdrage tot de handelsbalans. In dit deel wordt eveneens de rol van de buitenlandse kapitaalinstroom als financieringsbron van de reële investeringen in België beoordeeld. Gelet op de voorbeelden van multinationals die de afgelopen jaren hun activiteiten in België besloten stop te zetten of terug te schroeven, wordt ten slotte het voortbestaan van dochterondernemingen in België en het werkgelegenheidsverloop sinds de economische crisis van 2008-2009 geanalyseerd.

(1) Hierbij wordt echter verwezen naar Dhyne en Guerin (2014) voor een analyse van de impact van nieuwe en voor het eerst verrichte Belgische investeringen in het buitenland.

(2) Terwijl de buurlanden, volgens de UNCTAD, in 2013 verscheidene bedrijven in de mondiale top 100 telden, had België maar één dergelijke onderneming (AB Inbev).

Kader – Buitenlandse directe investeringen: begrippen en definities

Er is sprake van een buitenlandse directe investering wanneer een entiteit een duurzaam belang verwerft in een entiteit die in een ander land gevestigd is. Het begrip duurzaam belang impliceert dat er een langetermijnrelatie bestaat tussen de directe investeerder en het bedrijf waarin deze investeert en dat die investeerder een belangrijke invloed uitoefent op het beleid van dat bedrijf. Op grond van de voorschriften van het IMF wordt verondersteld dat er een duurzaam belang en dus een buitenlandse directe investering is wanneer de investeerder minstens 10 % van het kapitaal of van de stemrechten van een buitenlandse onderneming bezit.

Wanneer de investeerder een buitenlandse onderneming is die participaties verwerft in een binnenlandse onderneming (i.e. dochteronderneming), is er sprake van inkomende BDI. Uitgaande BDI worden opgetekend wanneer een binnenlandse onderneming (i.e. moederonderneming) investeert in een buitenlandse onderneming⁽¹⁾.

Via de directe-investeringsstromen bouwt de investeerder een BDI-positie op, ook het uitstaand bedrag genoemd. De verandering doorheen de tijd van een positie hangt echter niet alleen af van de BDI-stromen, aangezien ze ook beïnvloed wordt door herwaarderingen, dat wil zeggen schommelingen van de prijzen of de wisselkoersen, alsook door andere aanpassingen, zoals de herschikking of annulering van schulden.

(1) Indien de bron het mogelijk maakt, meten we in dit artikel de directe investeringen op basis van de activa en passiva die een land via de directe investeringen aangaat. Volgens de terminologie van BPM6 overtreffen deze activa en passiva respectievelijk de uitgaande en inkomende investeringen, aangezien de kredietverlening van dochterondernemingen aan hun moedermaatschappij in deze laatste in mindering wordt gebracht.

De BDI omvatten de initiële transactie (minimum van 10%), de latere financiële transacties (waaronder die van minder dan 10%) tussen de beide entiteiten alsook de kredietverlening tussen zusterondernemingen van dezelfde internationale groep. Die participaties kunnen de vorm aannemen van een oprichting van bedrijven of instellingen (zogenoemde greenfield-investeringen) of fusies en overnames.

Er bestaan twee grote categorieën van BDI:

- De investeringen in eigen vermogen omvatten het aandelenkapitaal, de inschrijvingen op kapitaalverhogingen, de investeringen in vastgoed en de geherinvesteerde winsten, dat is het gereserveerde niet-uitgekeerde deel van de courante bedrijfsresultaten van de dochterondernemingen;
- Het ‘overig kapitaal’ of ‘leningen tussen verbonden ondernemingen’ omvat, enerzijds, leningen tussen de directe investeerders en de ondernemingen waarin ze hebben geïnvesteerd, en anderzijds leningen tussen ondernemingen van dezelfde groep die in verschillende landen gevestigd zijn, zelfs wanneer die ondernemingen geen directe band in de vorm van maatschappelijk kapitaal hebben.

Deze analyse berust op gegevens over stromen, uitstaande bedragen en inkomens uit BDI die werden verzameld volgens de beginselen van de 6^{de} editie van het betalingsbalanshandboek (BPM6)⁽¹⁾. De analyseperiode is evenwel beperkt, aangezien die gegevens pas beschikbaar zijn vanaf 2008 of zelfs vanaf 2013 voor de nieuwe reeksen die in het kader van het BPM6 werden ingevoerd, zoals de inkomens uit BDI. De inkomens, die worden geregistreerd in een post van de lopende rekening, bestaan uit de interesten, de dividenden en de geherinvesteerde winsten. De herwaarderingen van de uitstaande bedragen zijn er echter niet in begrepen. Hierbij moet worden gepreciseerd dat de interesten en dividenden niet in de BDI-stromen zijn opgenomen, in tegenstelling tot de geherinvesteerde winsten.

Ten slotte is het nuttig te verduidelijken dat er sprake is van een buitenlandse directe investering wanneer een onderneming participaties (van meer dan 10%) aanhoudt in een buitenlandse onderneming. Deze laatste kan evenwel een instelling met louter een financieel doel zijn, die geen echte economische rol vervult voor het land waar ze gevestigd is. Daarnaast omvat de groep van Belgische multinationals niet alleen de leidende grote ondernemingen van de private sector. Ook kleine ondernemingen of overheidsbedrijven kunnen eveneens buitenlandse participaties bezitten of deels in buitenlandse handen zijn.

(1) Zie IMF (2009) voor meer informatie.

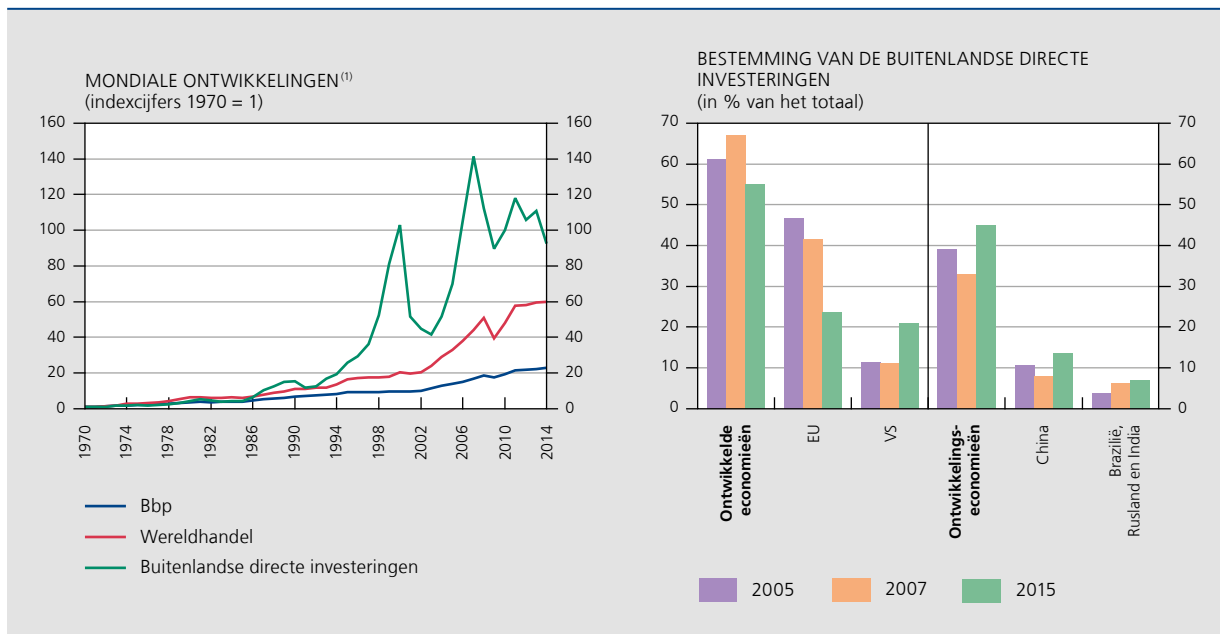
1. Mondiale en nationale tendensen

Net als de andere vormen van grensoverschrijdende financiering zijn de BDI (zowel de inkomende als de uitgaande) sinds de financiële crisis teruggelopen, in het bijzonder in de Europese Unie. In dit hoofdstuk worden enkele internationale tendensen geschetst en wordt nagegaan of de recente ontwikkelingen in België daarbij aansluiten. Terwijl in paragraaf 1.1 de stromen worden geanalyseerd, wordt in paragraaf 1.2 dieper ingegaan op de omvang van de uitstaande BDI-bedragen en wordt onderzocht of die in overeenstemming zijn met de economische theorie.

1.1 Verloop van de directe-investeringsstromen

De BDI zijn de afgelopen decennia, mondiaal beschouwd, zeer sterk gegroeid, veel sterker dan het bbp en de wereldhandel. De jaarlijkse BDI zijn momenteel ongeveer het honderdvoud van wat ze waren aan het begin van de jaren zeventig en eind 2014 beliepen ze \$ 1,2 biljoen. Ter vergelijking: de uitvoer nam over die periode toe met een factor 60, het bbp met een factor 20.

De BDI worden algemeen beschouwd als een maatstaf van financiële integratie vermits ze een grensoverschrijdende financiering impliceren. Gemeten aan de hand van die investeringen, heeft de financiële integratie gaandeweg aan



Bronnen: OESO, UNCTAD.

(1) Nominale ontwikkelingen. Buitenlandse directe investeringen gemeten aan de hand van de inkomende buitenlandse directe investeringen, wereldhandel gemeten aan de hand van de goederenuitvoer. Theoretisch zouden op wereldschaal de inkomende buitenlandse directe investeringen moeten overeenstemmen met de uitgaande, en de uitvoer met de invoer. In de praktijk bestaan er echter statistische verschillen tussen deze concepten.

belang gewonnen ten opzichte van de handelsintegratie. De literatuur maakt gewag van een wisselwerking tussen de financiële en de handelsintegratie. Die interactie zou in beide richtingen werken (Aizenman en Noy, 2006). Enerzijds zou een toename van de internationale handel de vraag naar internationale financiering en, derhalve, de BDI stimuleren en, anderzijds, zouden de BDI, in het bijzonder wanneer ze een verticale integratie op internationaal vlak beogen, de uit- en invoer stimuleren⁽¹⁾.

De financiële stromen zijn volatieler dan de handelsstromen. BDI zijn immers gevoelig voor veranderingen in de risicobereidheid en -perceptie. Daarnaast is de volatiliteit ook een gevolg van de schommeling van de activaprijzen. Overnames en fusies worden gewaardeerd tegen marktwaarde en niet zelden is er een opstoot van

het aantal overnames op het ogenblik dat ze relatief duur zijn en de financiële markten fors aantrekken. Zo piekten de BDI toen de aandelenmarkten een hoogtepunt bereikten, net vóór de dotcomcrisis aan het begin van de jaren 2000 en de financiële crisis van 2007-2008. Een bepaalde operatie (bv. een overname) kan ook aanleiding geven tot meerdere financiële transacties en derhalve de BDI-cijfers opdrijven, bijvoorbeeld indien de overname verloopt via een intermediaire entiteit, zoals een holding.

Het aandeel van de ontwikkelde economieën, en in het bijzonder dat van de Europese Unie, in de totale ontvangen BDI is door de financiële crisis overigens aanzienlijk geslonken ten voordele van de opkomende economieën. Tervijl de EU⁽²⁾ vóór de financiële crisis nog bijna de helft van de totale BDI aantrok, is haar aandeel in 2015 teruggelopen tot 24%. Dat is grotendeels toe te schrijven aan minder intensieve directe-investeringsstromen tussen de verschillende EU-lidstaten. In de EU nam niet alleen het via de banken verlopende grensoverschrijdende kapitaalverkeer sterk af, ook de BDI liepen terug⁽³⁾. De Verenigde Staten wisten beter stand te houden, hoewel de toename van de BDI er in 2015 verband zou hebben gehouden met een aantal herstructureringen van groepsstructuren, en niet zou wijzen op een duurzaam herstel (UNCTAD, 2016).

(1) Verticale integratie betekent dat de productie van een goed of een dienst opgedeeld wordt in verschillende fasen die in diverse landen plaatsvinden teneinde comparatieve voordelen aan te wenden en de kosten terug te dringen. Dit sluit aan bij het concept van de mondiale waardeketens ('global value chains'). Daartegenover staan de directe investeringen die een horizontale integratie beogen, wat erop neerkomt dat in het buitenland identiek hetzelfde product wordt geproduceerd.

(2) In dit artikel betreffen de statistieken voor de EU en het eurogebied het aggregaat van de individuele landen; aldus omvatten ze de investeringen tussen de diverse lidstaten.

(3) Van alle vormen van grensoverschrijdende financiering werden de directe investeringen tijdens de crisis initieel evenwel het minst getroffen. Over het algemeen zijn de directe investeringen minder volatiel dan portefeuillebeleggingen en andere investeringen (Lipsey, 1999), wat kan worden verklaard door hun langetermijnkarakter.

Het toenemende belang van de ontwikkelingseconomieën in de BDI impliceert dat hun economische groeiversnelling ook gepaard gaat met een sterkere financiële integratie, zowel onderling als met de rest van de wereld. Ook een minder stringent regelgevend kader inzake de openheid voor buitenlands kapitaal (bv. soepelere goedkeuringsprocedures voor buitenlands kapitaal, afschaffen van limieten op buitenlanders in het bestuur) heeft daartoe bijgedragen (OECD, 2015). Hun aandeel in de totale ontvangen BDI beliep in 2015 naar raming 45 %. De BRIC-landen ontvangen ongeveer de helft van alle directe investeringen die naar de ontwikkelingseconomieën stromen. Van de BRIC-landen weet China de meeste BDI aan te trekken. Vergelijkbare conclusies worden verkregen op basis van de uitgaande BDI, hoewel het gewicht van de ontwikkelingseconomieën daarin geringer is vanwege hun status van nettodebiteur.

Net als in de EU, zijn ook in België de BDI in de nasleep van de financiële crisis teruggelopen. Vanaf 2013 is er zelfs sprake van desinvesteringen (i.e. negatieve stromen ten belope van gemiddeld 3 à 5 % bbp per jaar). Dat betreft zowel de BDI in België als de Belgische BDI in het buitenland, terwijl beide over de periode 2008-2012 gemiddeld nog ongeveer 20 % bbp per jaar beliepen. De sterke toename en de plotse afname van de BDI moeten evenwel ook worden gezien tegen de achtergrond van het mechanisme van de notionele interestaftrek. Als gevolg van die fiscale stimulans bevatten de BDI in en van België heel wat 'transitkapitaal', dat is kapitaal dat het

land binnenkomt en het meestal ook onmiddellijk weer verlaat. Wanneer dat kapitaal België binnenkomt, neemt het om fiscale redenen vaak de vorm aan van aandelen; wanneer het België verlaat, is dat in de vorm van een (intragroeps)krediet.

Hoewel er macro-economisch geen directe maatstaf voorhanden is voor dat transitkapitaal⁽¹⁾, doet de samenstelling van de directe-investeringsstromen vermoeden dat een afname van dat transitkapitaal sinds 2013 in hoge mate verantwoordelijk is voor de daling van de BDI. Het buitenland heeft immers voornamelijk zijn aandelenparticipaties in België afgebouwd, terwijl België zijn kredietverstrekking aan het buitenland heeft teruggeschroefd. Net het omgekeerde deed zich overigens voor tijdens de opwaartse fase in 2008-2012, toen België voornamelijk BDI ontving in de vorm van aandelen, en de Belgische BDI hoofdzakelijk gebeurden door middel van kredieten. De afbouw van dat transitkapitaal houdt verband met het feit dat het door de notionele interestaftrek geboden voordeel is verkleind. Het is hoofdzakelijk afgenomen in het zog van de op de Belgische overheidsobligaties dalende langetermijnrente waaraan het gekoppeld is.

Dat het transitkapitaal, wanneer het België binnenkomt en verlaat, grotendeels uit respectievelijk aandelen en kredieten bestaat, blijkt ook uit het aandeel van de holdings in de diverse vormen van BDI. Het transitkapitaal verloopt immers vaak via een in België gevestigde holding. Holdings⁽²⁾ hebben een relatief groot gewicht in het totale aandelenkapitaal dat België aantrekt (38,9 %) en in de kredieten die België verleent (46,5 %). Hun gewicht in de andere financiële transacties is beperkter, vooral in de aandelenverwervingen in het buitenland (14,5 %).

(1) Een analyse van alle aan het transitkapitaal verbonden stromen vereist individuele gegevens op ondernemingsniveau, aangezien – door aggregatie – bepaalde stromen elkaar kunnen compenseren, zie paragraaf 3.2.

(2) De holdings werden beschouwd als de ondernemingen die behoren tot de sector 'Financiële instellingen en kredietverstrekkers binnen concernverband' (S.127) van de nationale rekeningen.

TABEL 1 BUITENLANDSE DIRECTE INVESTERINGEN IN EN VAN BELGIË: STROMEN

	Gemiddelde jaarlijkse stroom (in % van het Belgische bbp)		Aandeel van holdings in de uitstaande bedragen (in % van het totaal)
	2008-2012	2013-2015	2014
Buitenlandse directe investeringen in België	22,0	-4,8	38,2
Aandelen en geherinvesteerde winsten	12,6	-3,9	38,9
Kredieten	9,3	-1,0	36,9
Directe investeringen van België in het buitenland	18,5	-3,1	34,2
Aandelen en geherinvesteerde winsten	6,2	4,5	14,5
Kredieten	12,2	-7,6	46,5
<i>p.m. Tarief voor notionele interestaftrek, gemiddelde over de beschouwde periode (in %)</i>	<i>3,8</i>	<i>2,3</i>	

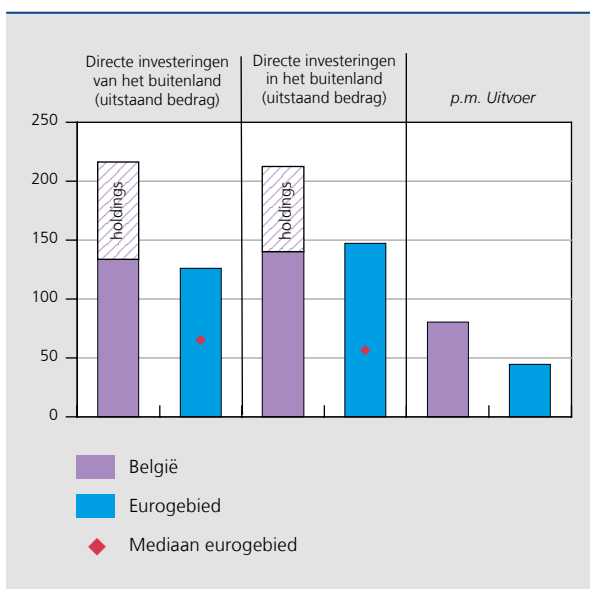
Bron: NBB.

1.2 Omvang van de uitstaande buitenlandse directe investeringen en verband met het economisch ontwikkelingsniveau

Behalve belangrijke handelsrelaties onderhoudt België met de rest van de wereld ook intensieve financiële relaties. De verhouding van de inkomende en uitgaande BDI tot het bbp (in 2014 respectievelijk 216 % en 213 % bbp) ligt in België aanzienlijk hoger dan in het eurogebied (respectievelijk 126 % en 147 % bbp)⁽¹⁾. De BDI bevestigen aldus de positie van België als kleine, open economie.

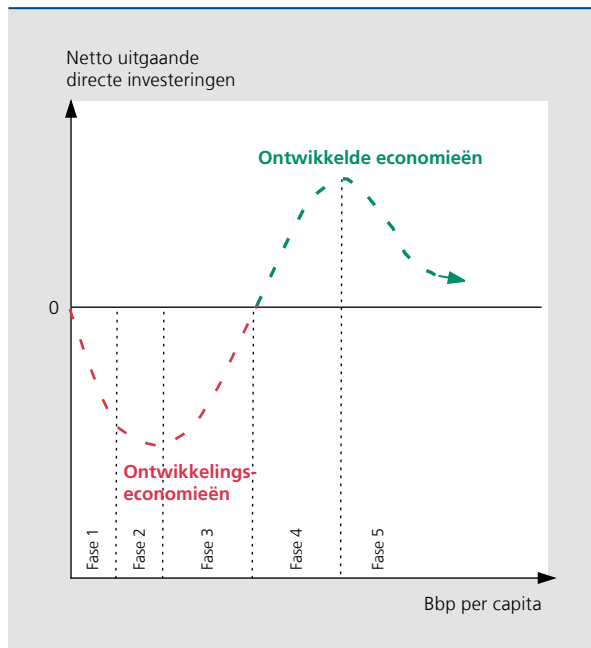
Die investeringen betreffen echter in hoge mate transitkapitaal. Opvallend is het aanzienlijk belang van holdings in de BDI in en van België. Ongerekend die holdings is de omvang van de Belgische uitstaande BDI vergelijkbaar met die in het eurogebied. Toch blijft België behoren tot de landen met een relatief grote financiële openheid. Zo zijn ook in andere landen holdings actief, maar daar kan op basis van de cijfers niet voor worden gecorrigeerd. Het totaal van het eurogebied wordt overigens opgetrokken door enkele landen waar de BDI extreme waarden bereiken ten opzichte van het bbp, bijvoorbeeld Luxemburg (een ratio van meer dan 8 000 % bbp), waarvan mag worden verondersteld dat het voor een groot deel eveneens transitkapitaal betreft (Genson, 2013). Daarom is het wellicht zinvoller te vergelijken met de mediaan van het eurogebied, waarvan de openheid aanzienlijk kleiner is dan die van België (zie grafiek 2).

GRAFIEK 2 BUITENLANDSE DIRECTE INVESTERINGEN: UITSTAANDE BEDRAGEN
(in % bbp, 2014)



Bronnen: ECB, NBB.

GRAFIEK 3 HET ONTWIKKELINGSPAD VAN DUNNING VOOR DE BUITENLANDSE DIRECTE INVESTERINGEN



Bronnen: Dunning (1981), NBB.

Mede door de impact van het transitkapitaal kan de omvang van de BDI moeilijk worden gekoppeld aan de structurele eigenschappen van een economie en kan ook moeilijk worden nagegaan of een land nu relatief veel of weinig directe investeringen aantrekt en doet in het buitenland. In dat opzicht verdient het aanbeveling zich te baseren op de netto uitgaande BDI (i.e. het verschil tussen de uitgaande en de ontvangende BDI). Het transitkapitaal heeft daar geen impact op omdat het in principe een nulsaldo heeft.

De relatief beperkte literatuur over de omvang van de BDI focust dan ook op dat nettoconcept. Volgens Dunning (1981) is de omvang van de netto uitgaande BDI afhankelijk van het ontwikkelingsstadium waarin een economie zich bevindt. Hij onderscheidt de volgende vijf fasen:

- eerste fase: de netto uitgaande BDI zijn gelijk aan nul of licht negatief, zowel de inkomende als de uitgaande BDI zijn verwaarloosbaar. Een licht negatief saldo kan worden verklaard door natuurlijke rijkdommen die buitenlandse investeringen aantrekken. Het betreft

(1) Zoals eerder vermeld, werden de cijfers van het eurogebied berekend als het aggregaat van de lidstaten en omvatten ze, net als voor de individuele landen, de directe investeringen met zowel landen buiten het eurogebied (extra) als landen binnen het eurogebied (intra). De officiële betalingsbalans en IIP-statistieken van het eurogebied brengen enkel de relaties met landen buiten het eurogebied in rekening. Volgens die gegevens kwamen de inkomende en uitgaande directe investeringen (extra-eurogebied) in 2014 op respectievelijk 66 % en 84 % bbp uit.

hier de minst ontwikkelde economieën, met nauwelijks of geen 'locatievoordelen' (aantrekkingskracht van het land op economisch en juridisch vlak);

- tweede fase: de netto directe-investeringspositie wordt negatiever als gevolg van meer inkomende BDI die de uitgaande BDI overstijgen. Die landen kenmerken zich door toenemende locatievoordelen, vooral de uitbouw van een juridisch kader, een aantrekkende markt, een verkleining van de investeringsrisico's en het voorhanden zijn van goedkope arbeidskrachten;
- derde fase: hoewel de netto BDI nog negatief zijn, stijgen nu ook de uitgaande BDI door toenemende 'eigendomspecifieke voordelen'⁽¹⁾ van de bedrijven in het land (bedrijven worden concurrentiekrachtiger als gevolg van, onder meer, de kennisoverdracht die gepaard gaat met de inkomende BDI). De inkomende BDI beginnen te vertragen omdat de locatievoordelen, in het bijzonder het comparatieve voordeel in de arbeidsintensieve productie, beginnen af te nemen als gevolg van toenemende loonkosten;
- vierde fase: de netto directe-investeringspositie is nu positief. Als gevolg van toenemende eigendomsvoordelen zetten de bedrijven in deze landen steeds vaker de stap naar het buitenland (marktzoekend); bovendien worden de locatievoordelen van het eigen land kleiner als gevolg van de steeds duurder wordende arbeidskrachten waardoor ingezetene ondernemingen investeren in het buitenland (efficiëntiezoekend);
- vijfde fase: omdat volgens Dunning landen zich ontwikkelen van fase 1 naar fase 4 is het, theoretisch beschouwd, onmogelijk dat, op het ogenblik dat alle landen uiteindelijk in fase 4 zijn terechtgekomen, ze allemaal een positieve BDI-positie hebben. Op die manier zouden deze economieën zich in een

vijfde fase bevinden waarin zij kortstondige tekorten afwisselen met kortstondige overschotten.

Op basis van het inkomensniveau in de ontwikkelde economieën (inclusief België), waarvoor het bbp per capita een maatstaf kan zijn, wordt verwacht dat die economieën gekenmerkt worden door positieve netto uitgaande BDI, en dat de ontwikkelingseconomieën netto investeringen ontvangen.

Uit gegevens voor 2014 blijkt dat de omvang van de netto uitgaande BDI die de verschillende economieën in de wereld laten optekenen, door de theorie van Dunning afdoende wordt verklaard, zij het met België als opvallende uitzondering. Onder de ontwikkelde economieën die overwegend gekenmerkt worden door een uitgesproken positieve netto BDI, positioneert België zich licht negatief, wat betekent dat ons land meer directe investeringen ontvangt dan dat het er zelf doet in het buitenland. Dat spoort niet met ons ontwikkelingsniveau waarbij er, gelet op het doorgaans daarmee gepaard gaand spaaroverschot van een economie, een nettofinancieringsstroom zou moeten plaatsvinden van België naar het buitenland en niet omgekeerd, zoals blijkt uit de gegevens van de BDI⁽²⁾.

(1) Voordelen verbonden aan de onderneming zoals specifieke productietechnieken, kwaliteit van het management, een merknaam.

(2) Er zij opgemerkt dat de Belgische economie wel degelijk gekenmerkt wordt door een financieringsoverschot, dat evenwel hoofdzakelijk in de vorm van portefeuillebeleggingen en overige investeringen (hoofdzakelijk via de financiële sector) naar het buitenland vloeit en dus niet of nauwelijks via directe investeringen.

TABEL 2 NETTO UITGAANDE DIRECTE INVESTERINGEN⁽¹⁾: UITSTAANDE BEDRAGEN
(in % bbp, 2014)

Ontwikkelingseconomieën	-11,6	Ontwikkelde economieën	7,8
Afrika	-19,6	Europese Unie	6,8
Azië en Oceanië	-49,3	België	-3,4
China	-3,4	Duitsland	16,0
India	-6,0	Frankrijk	21,2
Latijns-Amerika en de Caraïben	-21,3	Nederland	97,8
Zuidoost-Europa en GOS	8,2	Verenigde Staten	5,2
Rusland	2,9	Andere ontwikkelde economieën	6,8
<i>p.m. BRIC</i>	-5,2	Totaal wereld	0,0

Bronnen: ECB, UNCTAD, NBB.

(1) Verschil tussen de uitgaande en inkomende BDI, een positief (negatief) cijfer wijst op de opbouw van netto vorderingen (verplichtingen) ten aanzien van het buitenland.

2. Financiële aspecten: bieden de directe investeringen de Belgische economie een financiële return?

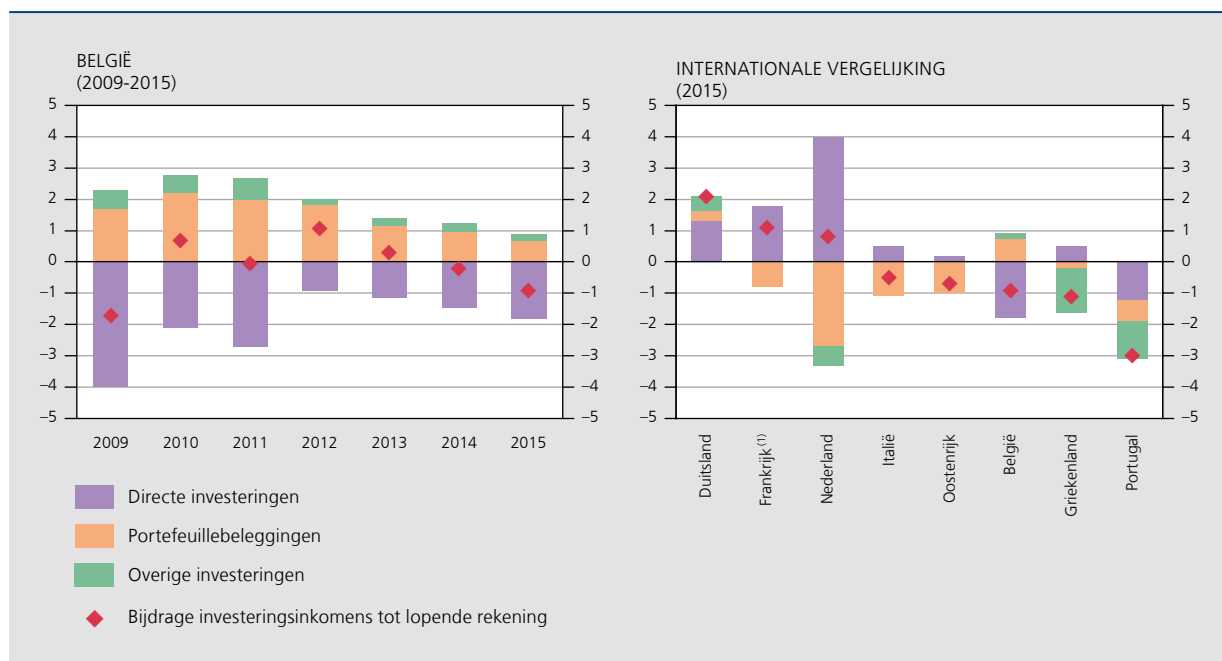
Aan de hand van nieuwe gegevens over de BDI (de nieuwe boekhoudkundige regels (BPM6) voorzien in de registratie van de erop verworven inkomens, zie Kader) kan het financieel rendement dat op de BDI wordt behaald, meer gedetailleerd worden geanalyseerd. Meer algemeen beschouwd, maakt het aan de BDI verbonden inkomen deel uit van het inkomen uit beleggingen in het buitenland, die naast de BDI ook andere vormen van investeringen omvatten. Het nettinkomen dat een land uit die financiële transacties met het buitenland haalt, draagt bij tot de lopende rekening en, derhalve, tot het nettovermogen van een economie. In paragraaf 2.1 wordt eerst nagegaan of België uit zijn financiële transacties met het buitenland een inkomen verwerft ofwel een betaling aan het buitenland moet doen en wat daarin de bijdrage is van de BDI. In paragraaf 2.2 wordt vervolgens ingegaan op het rendement dat door de BDI wordt gegenereerd; tevens wordt getracht dat rendement te verklaren aan de hand van de omvang en de samenstelling van de BDI.

2.1 Inkomen uit de financiële transacties met het buitenland

De middelen die een land in een bepaald jaar in het buitenland belegt of van het buitenland leent, worden weergegeven in de financiële rekening van de betalingsbalans. Het via die instrumenten opgebouwd vermogen blijkt uit de statistieken van de internationale investeringspositie (IIP). Naast de BDI, worden drie andere grote categorieën van financiële instrumenten onderscheiden: portefeuillebeleggingen, overige investeringen (inclusief financiële derivaten) en officiële reserves.

Portefeuillebeleggingen omvatten, net als de BDI, beleggingen in aandelen en obligaties; alleen is er hier geen sprake van een investering die erop gericht is een duurzaam belang in een onderneming te verwerven. Terwijl BDI vaak plaatshebben tussen ondernemingen (fusies en overnames, enz.), gaan portefeuillebeleggingen vaak uit van particulieren, en verlopen ze al dan niet via de financiële sector. De overige investeringen zijn vorderingen in de vorm van chartaal geld, een deposito of een krediet. Vanwege hun aard worden deze voornamelijk opgebouwd via de financiële intermediairs (banken). Anders

GRAFIEK 4 NETTO-INVESTERINGSINKOMEN
(in % bbp)



Bronnen: EC, ECB, NBB.

(1) Laatste volledige gegevens voor Frankrijk: 2012.

dan bij de niet-financiële ondernemingen, wordt de kredietverlening tussen banken niet beschouwd als een directe investering, maar als een overige investering, zelfs wanneer er sprake is van een directe-investeringsrelatie. Reserves, ten slotte, zijn vorderingen op het buitenland die beschikbaar zijn voor, en waarop toezicht wordt uitgeoefend door de monetaire autoriteiten.

Het geheel van deze financiële vorderingen/verplichtingen genereert inkomens (dividenden, rente). Een land waarvan de vorderingen op het buitenland groter zijn dan de verplichtingen, boekt bij een gelijke samenstelling van activa en passiva doorgaans een positief netto-inkomen. Een land met meer verplichtingen dan vorderingen zal doorgaans een nettobetaling moeten verrichten aan het buitenland. Het positieve of negatieve saldo kan worden afgelezen uit de investeringsinkomensbalans⁽¹⁾.

Gelet op de zeer omvangrijke nettovorderingen van België op het buitenland (de nettobeleggingen in het buitenland – ook de netto internationale investeringspositie (NIIP) genoemd – bedroegen eind 2015 € 254 miljard of 62 % bbp), is het door die nettovorderingen gegenereerde netto-inkomen relatief gering. Sinds 2014 is het erop geboekte inkomenssaldo zelfs negatief (€ –3,7 miljard of –0,9 % bbp in 2015).

(1) Die balans is een onderdeel van de balans van de primaire inkomens die op haar beurt een onderdeel is van de lopende rekening. Het saldo van de investeringsinkomens is tevens een van de verschilpunten tussen het bruto nationaal product (bnp) en het bruto binnenlands product (bbp). Bij een positief saldo van de investeringsinkomensbalans ligt het bruto nationaal product (bnp) ceteris paribus hoger dan het bruto binnenlands product (bbp). Hoewel het saldo van de investeringsinkomens voor België negatief is, overschreed het Belgisch bnp in 2015 het bbp met 0,8 % als gevolg van de andere primaire inkomens, meer bepaald het netto-inkomen uit grensarbeid. Het batig verschil tussen het bnp en het bbp in België is sinds 2012 wel verkleind als gevolg van de verslechtering van het saldo van de investeringsinkomens.

Een uitsplitsing van de investeringsinkomens naar functionele classificatie toont aan dat België vooral voor de BDI een ongunstig saldo boekt. In 2015 vloeide op die manier netto € 7,5 miljard of 1,8 % bbp naar het buitenland. Binnen het eurogebied is dat een atypische situatie aangezien de meeste landen op nettobasis een positief inkomen verwerven uit hun directe-investeringsrelaties.

Het investeringsinkomen wordt beïnvloed door zowel een volume- als een prijseffect. Het volume-effect wordt bepaald door de omvang van de netto uitstaande BDI; het prijseffect door het rendement behaald op de BDI in en van België en het rendementsverschil daartussen. Het behaalde rendement wordt mede bepaald door de samenstelling van de BDI.

Dat België een lager inkomen boekt op de BDI dan zijn buurlanden houdt in de eerste plaats verband met een ongunstig volume-effect. De netto uitgaande BDI liggen veel lager dan in onze buurlanden. Ze zijn zelfs licht negatief (–0,5 % bbp in 2015). De enigszins negatieve nettopositie voor de BDI is opvallend gelet op de zeer omvangrijke totale nettobeleggingen van België in het buitenland (62 % bbp). De Belgische economie bouwt haar vermogen zodoende voornamelijk op in de vorm van portefeuillebeleggingen en overige investeringen, en veel minder via BDI. Een en ander heeft mogelijk te maken met het aanzienlijk financieel vermogen van de Belgische huishoudens dat hoofdzakelijk via de financiële sector naar het buitenland wordt gekanaliseerd. Er zij ook op gewezen dat de sterk positieve positie van de buurlanden inzake BDI, en meer bepaald van Nederland, wordt bepaald door met name de aanwezigheid van enkele grote multinationals, zoals Shell en Unilever.

TABEL 3 NETTO INTERNATIONALE INVESTERINGSPOSITIE (NIIP)⁽¹⁾: INTERNATIONALE VERGELIJKING
(in % bbp, 2015)

	BE	DE	FR	EA	NL
Directe investeringen	–0,5	18,6	22,2	20,9	97,9
waarvan: aandelen	–46,7	27,5	22,5	17,1	57,3
Portefeuillebeleggingen	27,2	3,1	–35,1	–28,7	–49,7
Overige investeringen	29,8	22,2	–10,3	–2,4	13,2
Reserve activa	5,4	5,3	5,8	6,2	5,2
NIIP	61,9	49,2	–17,4	–4,0	66,6

Bronnen: ECB, NBB.

(1) Verschil tussen de externe activa en externe verplichtingen. Een positief (negatief) cijfer wijst op netto vorderingen (verplichtingen) ten aanzien van het buitenland.

2.2 Rendement van de buitenlandse directe investeringen

Het netto-inkomen dat een land haalt uit zijn directe-investeringsrelaties met het buitenland hangt niet alleen af van het volume-effect (i.e. de nettopositie), maar ook van een prijseffect (i.e. het rendement).

Het rendement kan worden berekend als de verhouding van de in een bepaald jaar door de BDI gegenereerde inkomens (rente, dividenden en geherinvesteerde winsten⁽¹⁾) tot het uitstaande bedrag aan BDI in het voorgaande jaar. Eventuele waardeveranderingen van de BDI (bv. als gevolg van een schommeling van de aandelenprijzen of van een wisselkoerswijziging) worden volgens deze definitie niet als inkomen beschouwd.

Het rendement op de BDI van België bedroeg over de beschouwde periode (2013-2015) gemiddeld 2,5 %. Het rendement dat het buitenland haalt uit directe investeringen in België lag op 3,1 %. Doordat het rendement op de verplichtingen hoger uitkomt dan dat op de bezittingen, boekt België een negatief netto-inkomen

- (1) Dit betreft het gedeelte van de winst dat niet wordt uitgekeerd in de vorm van dividenden, maar dat wel toekomt aan de investeerder als gevolg van zijn directe investering.
- (2) Wanneer dit kapitaal België binnenkomt, neemt het om fiscale redenen (notionele interestaftrek) vaak de vorm aan van aandelen; wanneer het België verlaat, is dat dikwijls in de vorm van een krediet.

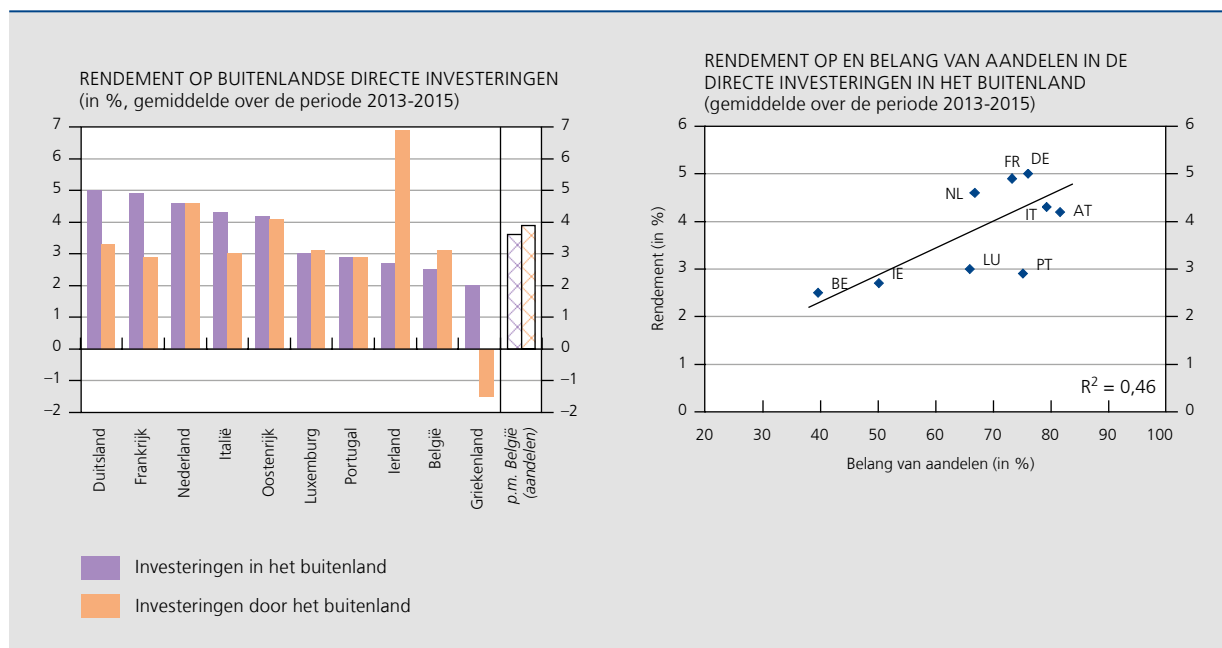
op de BDI, ook gelet op zijn licht negatieve netto directe-investeringspositie.

Dit ongunstig resultaat is veeleer toe te schrijven aan een té laag rendement op de directe investeringen van België in het buitenland dan aan een te hoog rendement op onze verplichtingen. Het rendement op de directe investeringen in België is immers vergelijkbaar met dat in onze buurlanden. Het rendement dat België op zijn directe investeringen in het buitenland verwerft, is echter het tweede laagste van de landen van het eurogebied waarvoor gegevens beschikbaar zijn.

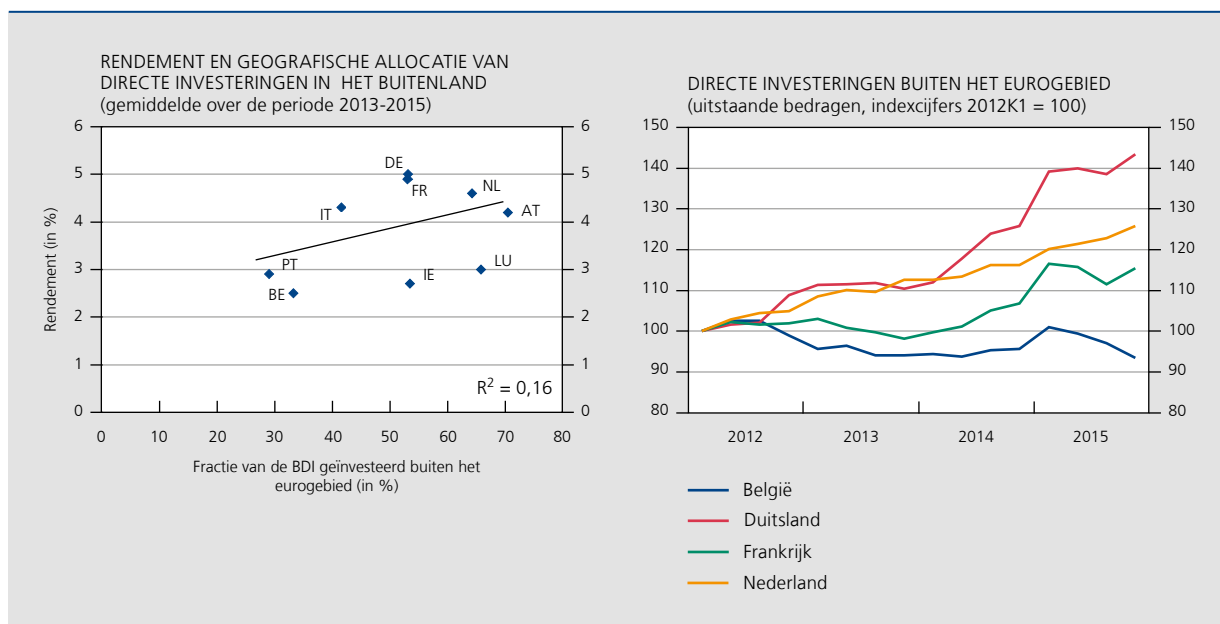
Het lage rendement kan worden verklaard door de samenstelling van onze BDI. In tegenstelling tot de buurlanden bestaan de Belgische directe investeringen in het buitenland hoofdzakelijk uit (intragroeps)kredieten. Algemeen beschouwd, boeken de landen waarvan de BDI overwegend bestaan uit participaties in aandelen – en dus niet uit kredieten – hogere rendementen. De in dat opzicht ongunstige samenstelling van de BDI blijkt ook uit de duidelijk negatieve nettopositie in aandelen (tabel 3). België ontvangt van het buitenland 46,7 % bbp méér directe investeringen in de vorm van aandelenkapitaal dan het er zelf doet. Dat resultaat is grotendeels toe te schrijven aan het transitkapitaal⁽²⁾.

Maar zelfs indien België's directe investeringen de vorm aannemen van participaties in het aandelenkapitaal, valt

GRAFIEK 5 RENDEMENT EN BELANG VAN AANDELEN IN DE DIRECTE INVESTERINGEN



Bronnen: EC, ECB, NBB.



Bronnen: EC, NBB.

het rendement nog steeds lager uit (3,6 %) dan wat onze buurlanden uit hun totale directe investeringen halen (combinatie aandelen en kredieten). Dit toont aan dat er behalve het gekozen financieel instrument (aandelen versus kredieten) nog andere factoren zijn die het teleurstellende rendement verklaren.

Het rendement dat de andere landen boeken, illustreert overigens dat de BDI een potentieel hoog rendement bieden. Het gemiddelde rendement dat onze buurlanden op hun BDI behaalden, bedroeg over de periode 2013-2015 4,4% en zulks in een lagerenteomgeving. Het hoge rendement moet echter worden afgewogen tegen het genomen risico, dat in het geval van een directe investering doorgaans hoger ligt dan bij andere soorten van investeringen. Er zij opgemerkt dat het rendement op de directe investeringen immers ook de niet-uitgekeerde winst en/of het gerealiseerde verlies omvat.

Het hogere rendement dat de andere landen boeken, kan mogelijk worden verklaard door het feit dat hun BDI meer gericht zijn op risicovollere markten, zoals de opkomende economieën, waar de rendementen vaak hoger liggen dan in de ontwikkelde economieën.

Het rendement lijkt inderdaad positief gelinkt te zijn aan het deel van hun BDI dat de landen investeren in markten buiten het eurogebied. België's directe investeringen zijn sterk geconcentreerd op de Europese markt; de markten buiten het eurogebied zijn slechts goed voor een derde van de totale directe investeringen. Dat terwijl onze buurlanden (ruim) meer dan de helft van hun directe investeringen buiten het eurogebied doen. Er zij opgemerkt dat de sterke concentratie van België op de Europese markt grotendeels het gevolg is van de directe investeringen in Luxemburg (met 20% van het totaal van de directe investeringen is dat de belangrijkste investeringsbestemming van België). Aangezien het daarbij voornamelijk gaat om directe investeringen in de daar gevestigde holdings en beleggingsfondsen, houdt België buiten het eurogebied uiteindelijk allicht meer aan dan wat blijkt uit deze cijfers. Maar zelfs indien er wordt van uitgegaan dat de meeste directe investeringen via Luxemburg uitstaan buiten het eurogebied⁽¹⁾, blijft het aandeel van die markten in de Belgische uitgaande BDI relatief gering.

Gemeten aan de hand van het uitstaande bedrag, hebben onze buurlanden sinds 2012 hun directe investeringen buiten het eurogebied ook systematisch verhoogd. België van zijn kant ziet zijn uitstaande directe investeringen (-6,5%) op die markten slinken en zijn marktaandeel derhalve relatief dalen. De buurlanden hebben dus blijkbaar meer ingespeeld op de snellere groei buiten het eurogebied.

(1) Gemiddeld beschouwd, waren de directe investeringen van Luxemburg in 2015 ten belope van 66% gericht op investeringsbestemmingen buiten het eurogebied.

3. Reële aspecten: typologie van multinationals en impact op de Belgische reële economie

Om een nauwkeurig beeld te krijgen van de invloed van de BDI op de reële economie, worden in de rest van dit artikel bedrijfsgegevens gehanteerd. Aan de hand van deze laatste is het mogelijk het aandeel van de multinationals te ramen, in de toegevoegde waarde, de werkgelegenheid, en hun bijdrage tot de handelsbalans en reële investeringen. Daartoe werden de bedrijfsgegevens over de BDI uit de betalingsbalans gekoppeld aan de gegevens van de balanscentrale en die over de buitenlandse handel. De dekkingsgraad van die gegevensbanken is hoog, aangezien ze betrekking hebben op vrijwel alle niet-financiële ondernemingen van de private sector, ongerekend zelfstandigen. Het is evenwel nuttig erop te wijzen dat bedrijfsgegevens, ondanks hun kwaliteit, niet-gezuiverde brutogegevens zijn, in tegenstelling tot de beschikbare macro-economische statistieken⁽¹⁾.

(1) De gegevens van de ondernemingen dienen doorgaans als bron bij uitstek om de macro-economische aggregaten op te stellen. Om deze statistieken op te maken zijn over het algemeen verwerkingen van die gegevens nodig, zoals bewerkingen om te voldoen aan de geldende statistische voorschriften, extrapolaties wanneer de verzamelde gegevens niet exhaustief zijn, correcties wanneer ze duidelijk verkeerd zijn of arbitrages om hun coherentie met andere statistische reeksen te garanderen.

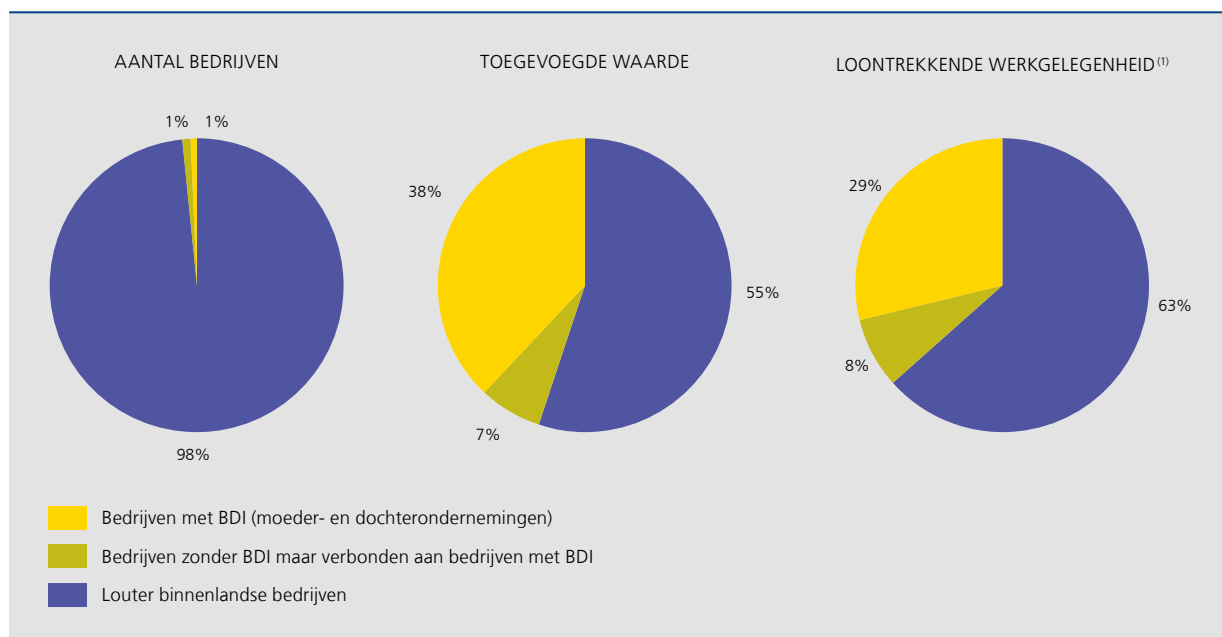
(2) Ze hebben voor het beschouwde jaar geen BDI-relaties, noch in stromen noch in uitstaande bedragen.

3.1 Gewicht van de multinationals in de Belgische economie

Het gebruik van gegevens op bedrijfsniveau maakt het mogelijk de toegevoegde waarde en de loontrekkende werkgelegenheid te verdelen op grond van een eventuele directe-investeringsrelatie met het buitenland. Om een nauwkeurige diagnose te stellen, werden de residentie niet-financiële ondernemingen ongerekend zelfstandigen in drie categorieën onderverdeeld. De eerste omvat de multinationals, dat zijn bedrijven die directe investeringen in of van het buitenland laten optekenen. Daartoe behoren dus de Belgische moederondernemingen met dochterondernemingen in het buitenland en de Belgische dochterbedrijven van buitenlandse moederondernemingen. De tweede categorie bestaat uit de bedrijven zonder eigen BDI maar die meestal aan multinationals verbonden zijn. Concreet bezitten ze meer dan 50% van een bedrijf van de eerste categorie of behoren ze voor meer dan 50% aan een dergelijk bedrijf toe. Ze kunnen in zekere zin bedrijven met een 'indirecte-investeringsrelatie' met het buitenland worden genoemd. De louter binnenlandse bedrijven, ten slotte, vullen de typologie aan. Deze hebben geen BDI-relaties⁽²⁾ en zijn niet verbonden aan multinationals.

In België zijn er relatief weinig multinationals en hieraan verbonden bedrijven. In 2014 vertegenwoordigden

GRAFIEK 7 GEWICHT VAN DE MULTINATIONALS IN DE BELGISCHE ECONOMIE
(2014, totaal aantal niet-financiële ondernemingen van de private sector ongerekend zelfstandigen)



Bron: berekeningen van de NBB.

(1) In voltijdse equivalenten.

ze 2 % van de niet-financiële ondernemingen van de private sector ongerekend zelfstandigen. Daarbij moet worden aangestipt dat tot de multinationals ongeveer 2 100 Belgische dochterondernemingen van buitenlandse groepen behoren, tegen bijna 600 Belgische moederondernemingen. Hoewel er relatief weinig multinationals zijn, creëren ze met hun verbonden bedrijven toch 45 % van de toegevoegde waarde en hebben ze ongeveer 37 % van de loontrekkenden in dienst. Het geringe aantal multinationals wijst er in combinatie met hun economische belang op dat ze doorgaans zeer groot zijn. Aangezien ze een hoger aandeel hebben in de toegevoegde waarde dan in de loontrekkende werkgelegenheid, kan ook worden gesteld dat de multinationals worden gekenmerkt door een relatief hogere zichtbare arbeidsproductiviteit van de loontrekkenden.

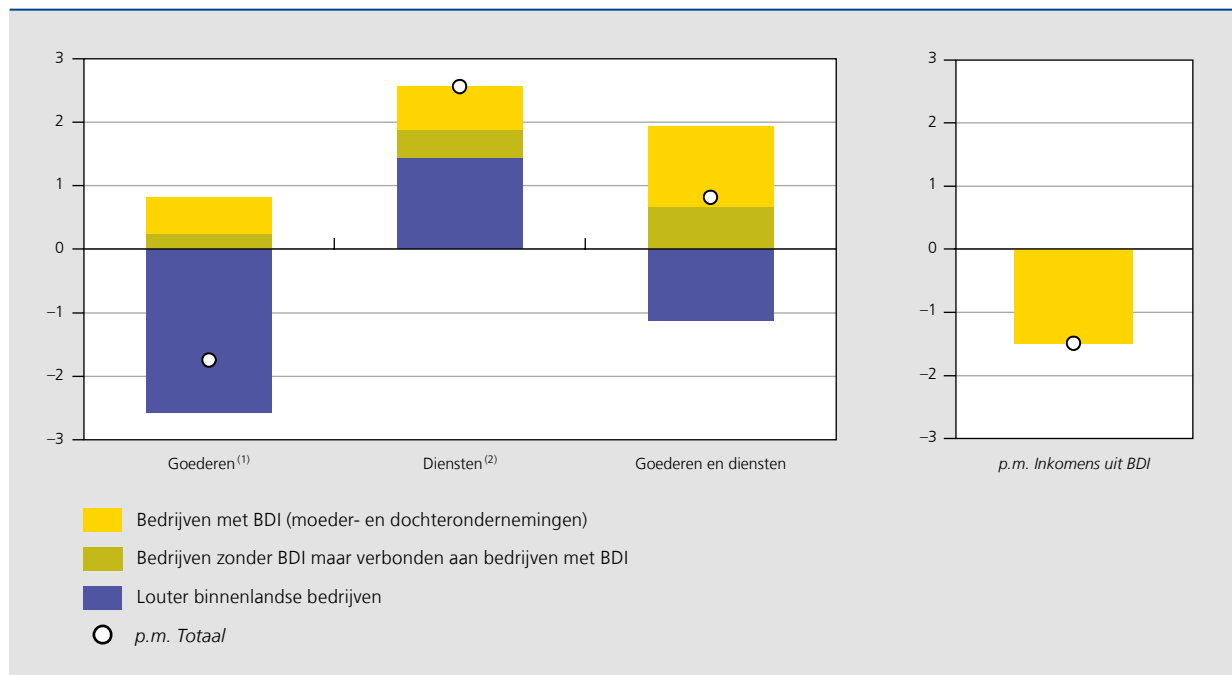
Afgezien van dat hoge niveau fungeren multinationals vaak ook als katalysator van de productiviteit van een economie. In de economische literatuur worden in dat verband overloopeffecten aangetoond. Zo zijn de louter binnenlandse bedrijven die intermediaire goederen en diensten kopen van of verkopen aan multinationals volgens NBB (2016) productiever dan de andere louter binnenlandse bedrijven.

De multinationals en hun verbonden bedrijven spelen ook een cruciale rol voor het concurrentievermogen ten aanzien van het buitenland. Op basis van bepaalde hypothesen⁽¹⁾ kan hun directe bijdrage⁽²⁾ tot de handelsbalans worden geraamd. In 2014 was deze positief, zowel voor de goederen als voor de diensten. Volgens de ramingen bedroeg ze bijna 1,9 procentpunt bbp. Daarentegen droegen de louter binnenlandse bedrijven⁽³⁾ negatief bij tot de handelsbalans, in het bijzonder omdat ze meer goederen invoerden dan uitvoerden.

- (1) De gegevens van de buitenlandse handel over het internationale goederenverkeer bestrijken slechts ongeveer 90 % van de totale stromen, omdat voor de rapporteringsverplichting inzake het handelsverkeer binnen de EU drempels gelden die in de loop van de tijd zijn veranderd. In 2015 moeten de handelsstromen binnen de EU van een onderneming enkel worden geregistreerd indien ze meer dan € 1 miljoen bedragen voor de uitvoer of meer dan € 1,5 miljoen voor de invoer. Aangezien de enquêtes echter alle multinationals omvatten, werd het niet in de micro-economische gegevens opgetekende goederenverkeer bij hypothese toegeschreven aan de binnenlandse bedrijven. Voor de diensten werd daarentegen geen enkele hypothese in aanmerking genomen, omdat de gegevens worden verzameld op basis van een enquête bij een representatief staal van ondernemingen waarvoor niet kan worden gegarandeerd dat het alle multinationals omvat. Met uitzondering van de bedragen die particulieren uitgeven voor reizen en die dus niet in de verzamelde gegevens voorkomen, belooft de dekingsgraad van het internationale dienstenverkeer echter meer dan 85 %.
- (2) In de oefening wordt enkel de directe bijdrage in aanmerking genomen. Het is mogelijk dat de multinationals ten behoeve van hun voor de uitvoer bestemde productie intermediaire goederen en diensten aankopen bij Belgische ondernemingen, die daarvoor eerst moeten invoeren. Het is echter moeilijk of zelfs onmogelijk om deze indirecte bijdrage tot de handelsbalans te ramen.
- (3) Per definitie is de directe bijdrage van de louter binnenlandse bedrijven tot het handelssaldo enkel afkomstig van de bedrijven die uitvoeren en/of invoeren. De andere louter binnenlandse bedrijven voeren immers geen handel in goederen of diensten met buitenlandse bedrijven.

GRAFIEK 8 GEWICHT VAN DE MULTINATIONALS IN DE NETTO-UITVOER

(2014, ramingen van de directe bijdrage tot het lopend saldo van de niet-financiële ondernemingen van de private sector ongerekend zelfstandigen, in procentpunt bbp)



Bron: berekeningen van de NBB.

(1) Ramingen op basis van de gegevens van de buitenlandse handel volgens het nationale concept.

(2) Ramingen op basis van de betalingsbalansenquête.

Het is interessant de netto-uitvoer van de multinationals te vergelijken met de in paragraaf 2.1 geformuleerde bevinding over de netto-inkomens uit BDI. Hoewel de aan het buitenland betaalde inkomens uit BDI groter zijn dan de uit het buitenland ontvangen inkomens uit BDI, voeren de multinationals niettemin meer goederen en diensten uit dan ze er invoeren. Uiteindelijk hebben die twee resultaten een tegengestelde uitwerking op het lopend saldo, dat immers beide posten omvat⁽¹⁾. Er mag echter niet overhaast worden geconcludeerd dat de opbrengst van de uitvoer van goederen en diensten die multinationals in België produceren, naar het buitenland wordt gerepatrieerd. Er is hier immers sprake van netto-uitvoer en niet van winst. Overigens werd in paragraaf 2.2 ook aangetoond dat het negatieve netto BDI-inkomen vooral verband houdt met het lage rendement op de uitgaande BDI.

3.2 Buitenlandse directe investeringen, een financieringsbron van de reële investeringen?

Tot nu toe werd geanalyseerd welk economisch gewicht de multinationals hebben inzake toegevoegde waarde, werkgelegenheid en bijdrage tot het handelssaldo. Buitenlandse directe investeringen worden echter vaak ook genoemd als een potentiële financieringsbron voor reële investeringen, zoals de aankoop van machines of gronden, bouwwerken, maar eveneens uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling, octrooien, enz. Om deze stelling te testen aan de hand van Belgische gegevens voor de periode 2008-2014, is het echter noodzakelijk het kapitaalverkeer tussen de Belgische multinationals en de buitenlandse bedrijven van hun groep uitvoerig te analyseren.

Een dergelijke oefening leidt tot bijkomende bevindingen. De BDI-stromen die zijn weergegeven in de beschikbare macro-economische statistieken en die worden beschreven in paragraaf 1.1, verbergen een deel van de financiële transit. Deze transit komt vooral tot uiting bij Belgische dochterondernemingen van buitenlandse moederondernemingen en verhoogt de in- en uitgaande kapitaalstromen.

(1) Er zij op gewezen dat het niet mogelijk is de totale directe bijdrage van de multinationals tot het lopend saldo te berekenen, bij gebrek aan informatie over de netto-opbrengsten van de portefeuillebeleggingen.

(2) Daarbij moet worden opgemerkt dat het mechanisme evenzeer geldt voor multinationals als voor louter binnenlandse bedrijven.

(3) Meer bepaald wordt, met betrekking tot leningen, een kapitaalinstroom (-uitstroom) uit het oogpunt van het Belgische bedrijf gedefinieerd als hetzij een toename (vermindering) van de schuld tegenover de buitenlandse tegenpartij in de passiva van het Belgische bedrijf, hetzij een daling (stijging) van de vorderingen op de buitenlandse tegenpartij in de activa van het Belgische bedrijf. In verband met het eigen vermogen wordt een kapitaalinstroom (-uitstroom) uit het oogpunt van het Belgische bedrijf gedefinieerd als hetzij een verhoging (verlaging) van het eigen vermogen door de buitenlandse tegenpartij in de passiva van het Belgische bedrijf, hetzij een daling (stijging) van de participaties in de buitenlandse tegenpartij in de activa van het Belgische bedrijf.

Vooreerst blijkt een groot aantal Belgische multinationals een kapitaalinstroom te ontvangen uit buitenlandse bedrijven van de groep en, gedurende hetzelfde jaar, krediet te verlenen aan buitenlandse bedrijven van de groep. Die bewegingen houden deels verband met het mechanisme van de notionele interesten, dat de in België gevestigde ondernemingen⁽²⁾ ertoe aanzet hun eigen vermogen te verhogen, met name via buitenlands kapitaal. Ze kunnen die transactie echter compenseren door in ruil hiervoor een lening te verstrekken aan bedrijven van de groep die in het buitenland gevestigd zijn. Ten tweede worden tijdens eenzelfde jaar ook nieuwe leningen toegekend en bestaande leningen afgelost. Bepaalde dochterondernemingen in België vervullen immers de rol van financieel centrum voor hun hele groep, door tegelijkertijd leningen op te nemen en toe te kennen. Ten slotte kunnen financiële bewegingen elkaar compenseren op geaggregeerd niveau. Zo kunnen bepaalde multinationals kapitaal ontvangen, terwijl andere kapitaal verschaffen aan buitenlandse bedrijven van hun groep.

Tussen 2008 en 2014 beliep de totale kapitaalinstroom⁽³⁾ in het kader van BDI-relaties gemiddeld meer dan € 800 miljard per jaar. De kapitaaluitstroom was ongeveer even groot. Dit geldt zowel voor de Belgische dochterondernemingen van buitenlandse moederondernemingen als voor de Belgische moederondernemingen, maar de daarmee gemoeide bedragen zijn veel hoger voor de eerstgenoemde. Op macro-economisch niveau compenseren die bewegingen elkaar evenwel grotendeels.

Die kapitaaltransit is niet beperkt tot een kleine groep van bedrijven, noch tot enkel financiële holdings. Elk jaar ontving bijna 90 % van de Belgische multinationals kapitaal van een buitenlands bedrijf van hun groep. In ongeveer 42 % daarvan was de kapitaaluitstroom volledig gelijk aan de instroom. Voor 36 % van die multinationals was er eveneens een kapitaaluitstroom naar buitenlandse bedrijven van de groep, hoewel die kleiner was dan de instroom. Niettemin beliep die uitstroom gemiddeld meer dan 80 % van de inkomende bedragen. Ten slotte ontving slechts 22 % van die multinationals buitenlands kapitaal zonder tegelijkertijd kapitaal uit te voeren. Daarbij moet worden aangestipt dat het verschijnsel van de financiële transit niet alleen voorkomt bij dochterondernemingen van buitenlandse groepen, aangezien de percentages voor enkel Belgische moederondernemingen vergelijkbaar zijn. Zoals hierboven reeds werd verduidelijkt, zijn de daarmee gemoeide bedragen echter geringer.

Om te bepalen of een reële investering eventueel met buitenlandse middelen wordt gefinancierd, werd eerst de netto-instroom van buitenlands kapitaal per jaar voor elk bedrijf berekend, door van de instroom de

kapitaalinstroom af te trekken. Vervolgens werd de concordantie onderzocht tussen die netto-instroom per jaar en de reële investeringen op jaarbasis⁽¹⁾. Aan de hand van deze vergelijking kon worden bepaald welk deel van deze investeringen potentieel gedekt is door die netto-instroom. Het gaat hier om potentiële financiering; indien de instroom van buitenlandse middelen immers samenvalt met de reële investering, bestaat er geen enkele formele zekerheid dat die instroom werkelijk werd aangewend om deze investering te financieren.

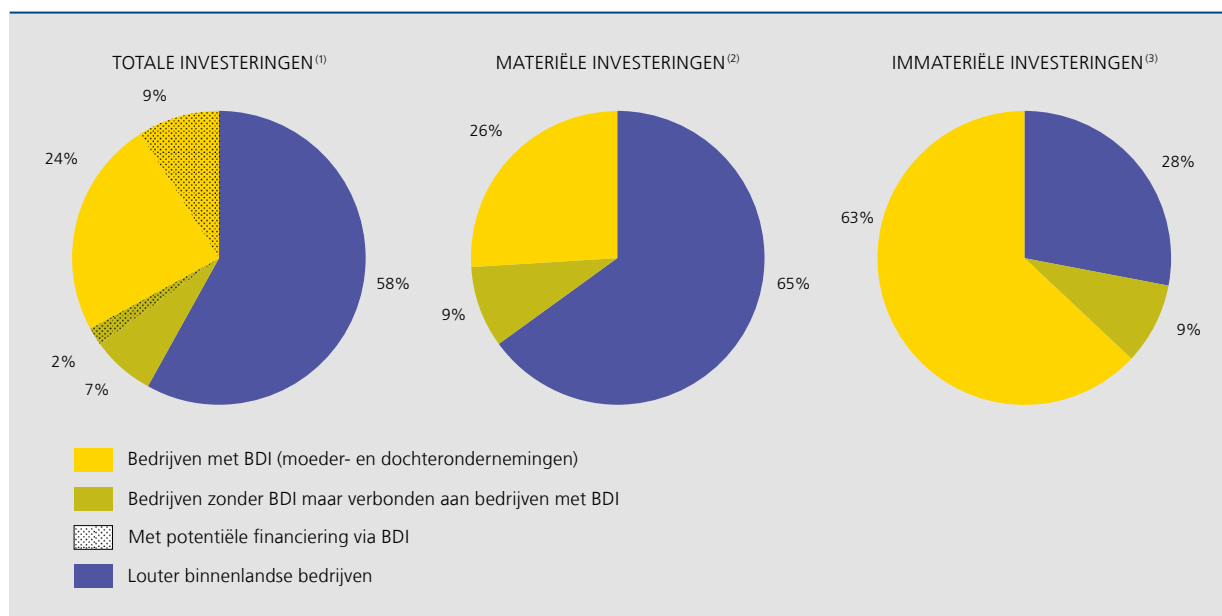
De resultaten van die analyse zijn weergegeven in grafiek 9. Daaruit blijkt dat tussen 2008 en 2014 de multinationals 33 % van de reële investeringen in België voor hun rekening namen. Een deel hiervan, namelijk 9 procentpunt, werd potentieel gefinancierd via een netto-instroom van buitenlands kapitaal. De overige reële investeringen van de multinationals, 24 procentpunt, werden gefinancierd met alternatieve bronnen, zoals bankfinanciering of

binnenlandse interne financiering. Voor de Belgische aan multinationals verbonden bedrijven blijkt er tussen hun reële investeringen en de netto-instroom van buitenlands kapitaal in de groep waartoe ze behoren een concordantie te zijn die 2 % van de reële investeringen in België beliep. Ook hier is er geen zekerheid over de financieringsbron. Er is trouwens geen informatie beschikbaar over een eventuele overdracht tussen de entiteit van de groep die de kapitaalinstroom liet optekenen en het verbonden bedrijf dat heeft geïnvesteerd. Het is enkel mogelijk vast te stellen dat, op het niveau van de groep, de reële investering en de netto-instroom van buitenlands kapitaal gelijktijdig plaatsvonden. Al met al werd dus 11 % van de totale reële investeringen in België potentieel gefinancierd met buitenlands kapitaal. Ter informatie: de desbetreffende bedragen maken minder dan 1 % uit van de totale instroom van buitenlands kapitaal. Hoewel deze aanzienlijk is, kan tot slot worden gesteld dat een groot deel ervan verband houdt met financiële transit en slechts een zeer gering percentage de reële investeringen in België financiert, zelfs in een crisisperiode waarin het moeilijker kon blijken zich op de lokale markt te financieren.

In de economische literatuur zijn weinig artikelen over dat thema te vinden, onder meer omdat de toegang tot

(1) Door zich enkel toe te spitsen op de bedrijven met positieve reële investeringen, aangezien de vraag van de financiering niet rijst voor de verkoop van activa (reële desinvestering). In de oefening wordt geen rekening gehouden met een eventueel tijdsverloop tussen de financiering en de reële investering. Uit een econometrische analyse blijkt echter dat er een negatieve relatie is tussen de netto-instroom van kapitaal in het jaar t en de reële investeringen in $t+1$, terwijl de relatie positief is, zij het met een zeer geringe coëfficiënt, indien de netto-instroom van kapitaal en de reële investeringen in hetzelfde jaar vallen.

GRAFIEK 9 REËLE INVESTERINGEN EN POTENTIËLE FINANCIERING VIA BUITENLANDSE DIRECTE INVESTERINGEN
(periode 2008-2014, totaal aantal niet-financiële ondernemingen van de private sector ongerekend zelfstandigen)



Bron: berekeningen van de NBB.

- (1) De totale reële investeringen worden bepaald op basis van de balansen van de ondernemingen. Ze verschaffen een raming van de in de nationale rekeningen opgenomen bruto-investeringen in vaste activa, en worden verkregen als het verschil tussen de aankopen en verkopen van vaste activa.
- (2) De materiële investeringen, die worden bepaald aan de hand van de materiële vaste activa in de balansen van de ondernemingen, omvatten installaties, machines, uitrusting, meubilair, rollend materieel, leasing en soortgelijke rechten, activa in aanbouw en vooruitbetalingen.
- (3) De immateriële investeringen, die worden bepaald aan de hand van de immateriële vaste activa in de balansen van de ondernemingen, omvatten kosten van onderzoek en ontwikkeling, concessies, octrooien, licenties, knowhow, merken en soortgelijke rechten, en goodwill.

bedrijfsgegevens beperkt is. Ali-Yrkkö en Leino (2014) hebben een soortgelijke studie uitgevoerd aan de hand van Finse gegevens. Hun conclusies sluiten vrij nauw aan bij deze analyse. In het bijzonder tonen ze aan dat de BDI-stromen worden gekenmerkt door een aanzienlijke financiële transit. Bovendien komen ze tot de bevinding dat de kapitaalinstroom zeer weinig bijdraagt tot de financiering van de reële economie in Finland.

De multinationals spelen een cruciale rol voor het groeipotentieel. Samen met hun verbonden Belgische bedrijven namen ze tussen 2008 en 2014 immers 42 % van de reële investeringen in België voor hun rekening, ook al werden deze maar voor een klein deel met buitenlands kapitaal gefinancierd. Die resultaten zijn niet toe te schrijven aan uitzonderlijke investeringen die slechts één jaar zouden zijn voorgekomen, aangezien een soortgelijke verdeling merkbaar is voor de kapitaalvoorraad.

De analyse kan worden verfijnd, daar de reële investeringen zijn onderverdeeld in materiële investeringen, die het leeuwendeel ervan uitmaken, en immateriële investeringen. Het aandeel van multinationals in deze laatste, die onder meer de investeringen in onderzoek en ontwikkeling, concessies, octrooien en licenties omvatten, is relatief groter. Dit resultaat houdt deels verband met het feit dat

enkel de grote ondernemingen, die heel wat multinationals omvatten, de middelen hebben om dat soort investeringen te financieren. De opbrengst van de immateriële investeringen komt echter ten goede aan de hele groep, en niet alleen aan de in België gevestigde instellingen. Evenzo kunnen de Belgische bedrijven van internationale groepen profijt trekken van het onderzoekswerk in zusterondernemingen in het buitenland. Het geografische aspect is daarentegen veel sterker voor de materiële investeringen die bestaan uit terreinen, gebouwen, installaties, machines, uitrusting, meubilair, rollend materieel, enz. Die investeringen houden immers rechtstreeks verband met de binnenlandse productie van goederen of diensten. In dit soort investeringen hebben de multinationals echter een relatief gering aandeel.

3.3 Voortbestaan van de multinationals en werkgelegenheidsverloop sinds 2008

Sinds 2008 is in de pers melding gemaakt van verscheidene multinationals die hun personeelsbestand in België fors verminderden of hun activiteiten zelfs stopzetten. In dat opzicht is het nuttig het voortbestaan van bedrijven tussen 2008 en 2014 te onderwerpen aan een econometrische analyse naargelang van hun statuut. In deze paragraaf worden de resultaten voor de moeder- en dochterondernemingen afzonderlijk toegelicht, aangezien beide categorieën van multinationals sterk van elkaar verschillen⁽¹⁾. Uit de eerste twee specificaties van de econometrische

(1) De multinationals werden ingedeeld volgens de nationaliteit van hun moederonderneming. Indien deze laatste een buitenlandse (Belgische) onderneming is, wordt de multinational ingedeeld bij de groep van de dochterondernemingen (moederondernemingen).

TABEL 4 OVERLEVINGSKANSEN VAN MULTINATIONALS – ECONOMETRISCHE RESULTATEN⁽¹⁾
(verschil in overlevingskans ten opzichte van louter binnenlandse bedrijven)

	Marginale effecten op de overlevingskans tussen 2008 en 2014			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Moederonderneming	0,152*** (0,017)	0,152*** (0,017)	-0,027 (0,023)	0,017 (0,022)
Dochteronderneming	0,150*** (0,009)	0,142*** (0,010)	-0,086*** (0,014)	-0,068*** (0,014)
Loontrekkende werkgelegenheid (in log)			0,088*** (0,001)	0,084*** (0,001)
Productiviteit (in log)				0,013*** (0,000)
Sectorale binaire variabelen	Nee	Ja	Ja	Ja
Aantal waarnemingen	143 323	143 292	143 292	143 292

Bron: berekeningen van de NBB.

(1) In de tabel worden de gemiddelde marginale effecten weergegeven die worden verkregen aan de hand van een probit-regressie uitgevoerd op een steekproef van ondernemingen waarvan de loontrekkende werkgelegenheid in 2008 niet gelijk was aan nul. Er wordt verondersteld dat een bedrijf heeft overleefd wanneer het nog altijd actief was in 2014 en op dat ogenblik ook meer dan nul banen telde. Voor de verklarende variabelen worden de waarden van 2008 gebruikt. De standaardafwijkingen zijn weergegeven tussen haakjes. De vermelding *** wijst op een significantiedrempel van 1 %; wanneer er geen vermelding staat, is de significantiedrempel van 10 % niet bereikt.

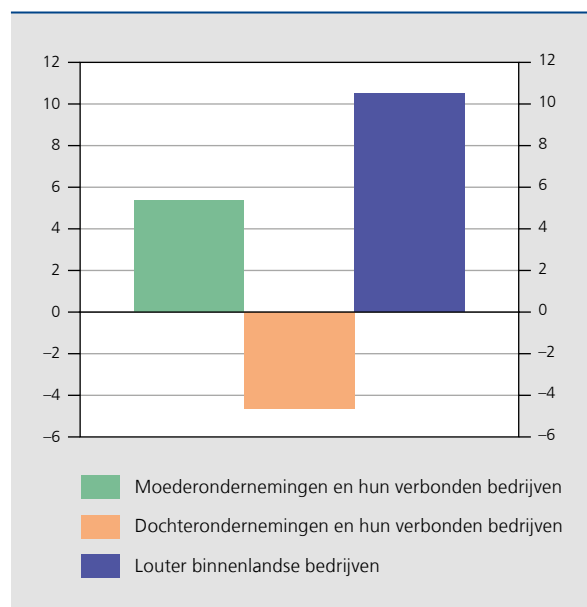
oefening blijkt dat de kans dat een in 2008 actieve moeder- of dochteronderneming dat nog altijd was in 2014, 15 procentpunt hoger ligt dan voor de louter binnenlandse bedrijven. Dat resultaat heeft echter grotendeels te maken met het feit dat multinationals doorgaans groot zijn. Grote ondernemingen hebben immers veel betere overlevingskansen dan de kleine, waarvoor de rotatiegraad veel hoger ligt. Hetzelfde kan worden vastgesteld voor de productiefste bedrijven. Daarom werden de effecten van de omvang (specificatie 3) en daarbovenop de productiviteit (specificatie 4) geneutraliseerd. Het verschil in overlevingskansen tussen de moederondernemingen en de louter binnenlandse bedrijven is niet meer significant wanneer ze ongeveer even groot zijn (en dezelfde productiviteit hebben). Daarentegen zijn de overlevingskansen van dochterondernemingen aanzienlijk kleiner dan die van de louter binnenlandse bedrijven met dezelfde omvang (en dezelfde productiviteit). Dit resultaat sluit aan bij de stelling dat dochterondernemingen van buitenlandse groepen minder lokaal verankerd zouden zijn dan de binnenlandse bedrijven met dezelfde kenmerken. Buitenlandse groepen zouden hun activiteit immers gemakkelijker kunnen overhevelen naar andere productieplaatsen, met name in periodes van laagconjunctuur.

De impact op de werkgelegenheid blijft echter niet beperkt tot de verdwijning van bedrijven. In de duurzame bedrijven, dat wil zeggen die actief waren in 2008 en in 2014 en tijdens de periode geen ander statuut kregen⁽¹⁾, is de werkgelegenheid eveneens veranderd. Ze steeg namelijk met meer dan 10% voor de louter binnenlandse bedrijven en met bijna 5% voor de moederondernemingen en hun Belgische verbonden bedrijven, terwijl ze met bijna 5% terugliep voor de dochterondernemingen van buitenlandse groepen en hun verbonden bedrijven in België. Hoewel die ontwikkelingen passen in een moeilijk conjunctuurklimaat, lijken ze nogmaals te wijzen op een minder sterke verankering van de multinationals, in het bijzonder van de dochterondernemingen van buitenlandse groepen.

De totale verandering van de werkgelegenheid in de dochterondernemingen van buitenlandse groepen en hun Belgische verbonden bedrijven was echter minder gunstig dan die in de duurzame bedrijven alleen. Om de totale verandering van het aantal banen te bepalen, worden ook de banenvernietiging ten gevolge van de verdwijning van bepaalde bedrijven en de werkgelegenheidscreatie in de nieuwe bedrijven in aanmerking genomen. Die maatstaf heeft evenwel als nadeel dat daarin ook veranderingen van statuut worden meegeteld.

(1) Duurzame bedrijven worden meer bepaald gedefinieerd als bedrijven die meer dan nul loontrekkenden in dienst hadden in 2008 en 2014 en tijdens die periode niet van statuut veranderden. De drie desbetreffende statuten zijn (i) de louter binnenlandse bedrijven, (ii) de dochterondernemingen en hun Belgische verbonden bedrijven en (iii) de moederondernemingen en hun Belgische verbonden bedrijven.

GRAFIEK 10 WERKGELEGENHEIDSVOLGTOEGANG IN DE DUURZAME BEDRIJVEN⁽¹⁾
(veranderingen tussen 2008 en 2014, in %)



Bron: berekeningen van de NBB.

(1) Als duurzame bedrijven worden de ondernemingen beschouwd die in 2008 en 2014 meer dan nul loontrekkenden in dienst hadden en die tijdens de periode niet van statuut veranderden.

Conclusie

Dit artikel analyseert de economische impact van zowel de inkomende als de uitgaande directe investeringen van België. Op basis van nieuwe gegevens wordt nagegaan of de directe-investeringsrelaties met het buitenland een inkomen genereren voor de Belgische economie en welke bijdrage ze leveren tot de reële economie.

België onderhoudt naast belangrijke handelsrelaties ook intensieve financiële relaties met de rest van de wereld. De directe investeringen bevestigen de status van België als kleine, open economie. De verhouding van het uitstaand volume aan buitenlandse investeringen in en van België tot het bbp (respectievelijk 208,7 en 208,2% bbp eind 2015) ligt aanzienlijk hoger dan gemiddeld in de landen van het eurogebied (132 en 156% bbp). Een belangrijk deel van deze investeringen betreft echter transitkapitaal, mede als gevolg van het beleid dat voornamelijk heeft ingezet op het aantrekken van directe investeringen, in het bijzonder door middel van fiscale stimuli zoals de notionele interestaftrek.

Netto beschouwd, en dus gezuiverd voor het transitkapitaal, ontvangt België meer directe investeringen dan het zelf verricht in het buitenland. De netto uitgaande investeringen bedroegen aldus -0,5% bbp eind 2015.

Dit is een atypische situatie voor een ontwikkelde economie met een aanzienlijk nettospaaroverschot (62 % bbp eind 2015). Eerder dan via directe investeringen bouwt de Belgische economie dit vermogen in het buitenland op in de vorm van portefeuillebeleggingen en investeringen via de financiële sector.

België verliest op zijn directe-investeringsrelaties netto inkomen aan het buitenland (-1,8 % bbp eind 2015), wat weegt op de lopende rekening. Dit ongunstige financiële resultaat valt zowel toe te schrijven aan de zwakte van de netto uitgaande BDI als aan het relatief laag rendement op de directe investeringen die België verricht in het buitenland (2,5 % over de periode 2013-2015), in vergelijking met het rendement behaald door het buitenland op investeringen in België (3,1 %). Het relatief laag rendement van de Belgische BDI in het buitenland – ook ten opzichte van wat de buurlanden op hun BDI behalen (4,4 %) – kan onder meer worden toegeschreven aan de samenstelling ervan. Zo omvatten de uitgaande BDI van België een grote hoeveelheid intragroepskredieten (en dus relatief weinig participaties in de vorm van aandelen) en zijn markten buiten het eurogebied ondervertegenwoordigd.

De bedrijven die directe-investeringsrelaties aanknopen met het buitenland, zijn in reële termen van groot economisch belang. Hoewel ze relatief weinig talrijk zijn (1 % van het totale aantal ondernemingen van de private sector in 2014), creëren ze een aanzienlijk deel van de toegevoegde waarde (38 %) en hebben ze een groot

aantal loontrekkenden in dienst (29 %). Zij kregen echter ook te lijden onder de economische crisis, die vooral de werkgelegenheid in de in België gevestigde dochterondernemingen van buitenlandse groepen trof, veel meer dan die in de Belgische moederondernemingen en de louter binnenlandse bedrijven.

De multinationals spelen bovendien een belangrijke rol voor het concurrentievermogen ten aanzien van het buitenland door aanzienlijk bij te dragen tot de netto-uitvoer van België (1,3 procentpunt bbp in 2014). Ze versterken het groeipotentieel door 33 % van de reële investeringen van de private sector voor hun rekening te nemen (en met name 63 % van de investeringen in onderzoek en ontwikkeling), waarvan een ruime meerderheid echter niet wordt gefinancierd met een instroom van buitenlands kapitaal.

Het aanzienlijke gewicht van multinationals in België illustreert het belang van een beleid dat bezorgd is om de attractiviteit van de Belgische economie. Niettemin leiden fiscale stimuli, zoals de notionele interestaftrek, vaak tot een aanzienlijk aandeel van transitkapitaal in de BDI, dat geen financieringsbron vormt voor reële investeringen. Tegelijkertijd mag men de investeringen van Belgische ondernemingen in het buitenland niet veronachtzamen. Een groter volume aan directe investeringen in het buitenland zou bovendien het Belgische spaaroverschot diversifiëren en de Belgische economie potentieel een hoger inkomen kunnen opleveren, zeker indien het rendement op de BDI in het buitenland dat van de buurlanden meer zou benaderen.

Bibliografie

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

Ali-Yrkkö J. en T. Leino (2014), 'How does foreign direct investment impact on real investment by foreign-owned companies? Firm-level analysis', draft.

Bisciari P. en Ch. Piette (2007), 'Directe investeringen en aantrekkelijkheid van België', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 31-49.

Burggraeve K., Ph. Jeanfils, K. Van Cauter en L. Van Meensel (2008), 'Macro-economische en budgettaire impact van de belastingaftrek voor risicokapitaal', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 7-49.

Dhyne E. en S. Guerin (2014), *Outward Foreign Direct Investment and domestic performance: In search of a causal link*, NBB working paper 272.

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

EY (2015), *Barometer van de Belgische Attractiviteit 2015*.

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

IMF (2009), *Balance of Payments and International Investment Position Manual – Sixth Edition (BPM6)*, IMF, Washington DC.

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

NBB (2016), *Verslag 2015 – hoofdstuk 5: 'Groeipotentieel en veerkracht van de economie verhogen'*.

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

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