

CCE 2024-0290

25 jan.  
2023

# RAPPORT

**Le taux de marge la rentabilité et la situation  
macroéconomique des entreprises**



 Conseil central de l'économie

Blijde Inkomstlaan 17-21 1040 Brussel  
Avenue de la Joyeuse Entrée 17-21 1040 Bruxelles  
T 02 233 88 11  
E [mail@ccecrb.fgov.be](mailto:mail@ccecrb.fgov.be)  
[www.ccecrb.fgov.be](http://www.ccecrb.fgov.be)

# 1 Introduction

S'appuyant sur les données de la comptabilité nationale<sup>1</sup>, le présent rapport a pour ambition de clarifier la situation macroéconomique des entreprises, en la replaçant dans une perspective historique et dans le cadre d'une comparaison internationale avec nos principaux pays voisins (l'Allemagne, la France et les Pays-Bas). Comment la santé des entreprises établies en Belgique a-t-elle évolué ? La création et la répartition de la valeur ajoutée au sein des entreprises a-t-elle permis à celles-ci de dégager une rentabilité qui assure une stabilité de l'emploi et une dynamique d'investissements ? Une définition des principaux termes utilisés est disponible dans le lexique situé en fin de document.

Dans le cadre du Rapport Emploi-Compétitivité 2023, le Conseil central de l'économie s'est attaché à étudier de manière approfondie les causes et conséquences de l'inflation, ainsi que son impact sur le taux de marge et la rentabilité des entreprises. Nous renvoyons dès lors à ce rapport (CCE 2023) pour une analyse détaillée des facteurs à l'origine de l'évolution récente des indicateurs présentés ici.

## 2 EBE et taux de marge brute

La valeur ajoutée produite par les entreprises correspond à la richesse créée dans une économie. La valeur ajoutée sert d'abord à rémunérer les salariés (le facteur travail). Le solde obtenu, après déduction des impôts (moins subventions) sur la production, correspond au résultat du processus d'exploitation, soit ce qui est généré par l'entreprise grâce à son activité courante. Il s'agit de l'excédent brut d'exploitation (EBE). L'EBE est ensuite affecté à diverses dépenses : les amortissements, le paiement des impôts, la rémunération du capital et, enfin, la constitution d'une épargne nette qui sert, entre autres, à financer les investissements productifs (via l'autofinancement).

---

<sup>1</sup> Les données sont disponibles jusque 2022. Les données relatives à l'année 2022 sont provisoires.

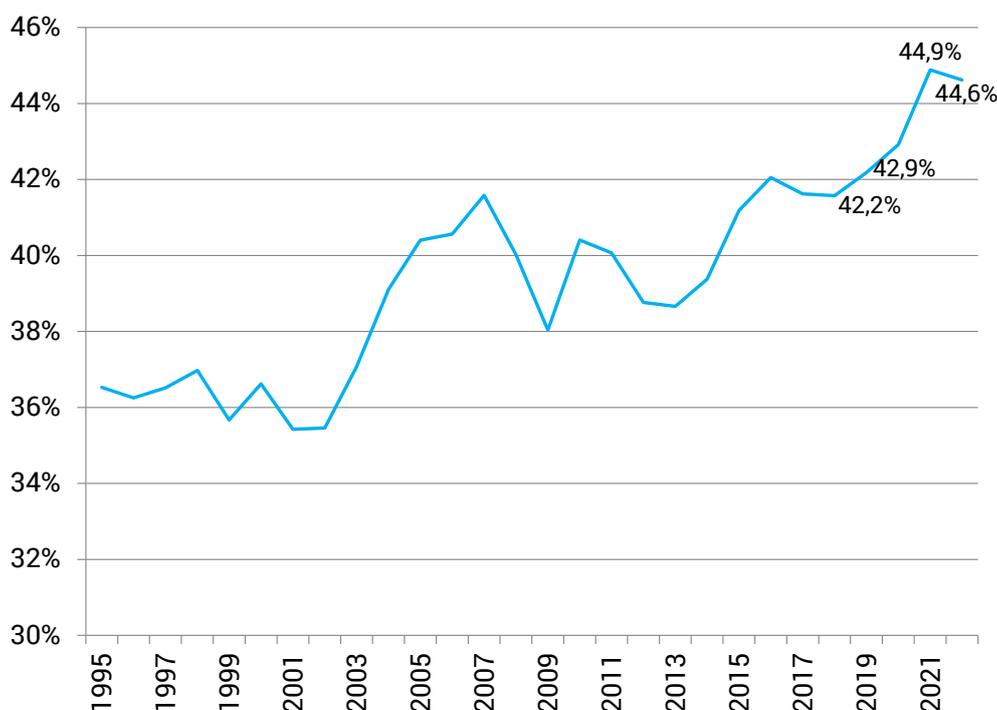
## Une hausse régulière du taux de marge brute

Le taux de marge brute se mesure en rapportant l'EBE à la valeur ajoutée (brute). Il correspond, de manière simplifiée, à la part de la valeur ajoutée qui revient au capital.

Historiquement, le taux de marge brute des sociétés établies en Belgique suit une tendance à la hausse. Proche de 36% en 1995, il s'est accru progressivement pour atteindre un niveau inégalé en 2021 et 2022 (Graphique 2-1).

Le taux de marge brute est passé de 42,2% en 2019 à 44,9% en 2021. Il est resté à un niveau élevé durant la première moitié de 2022, avant de diminuer. Sur base annuelle, le taux de marge des sociétés non financières belges a diminué en 2022 (44,6%) par rapport à 2021. Il reste néanmoins supérieur à son niveau de 2019.

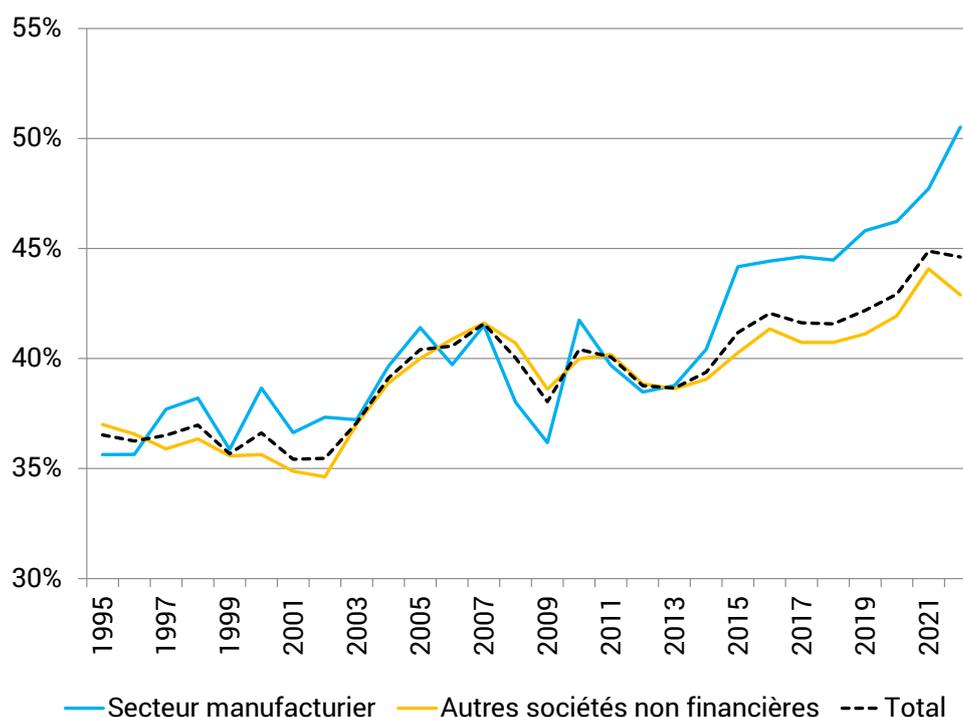
Graphique 2-1 : Taux de marge brute des sociétés non financières belges



Source : BNB. Calculs propres du secrétariat.

La hausse du taux de marge brute est observée à la fois dans le secteur manufacturier et dans les autres sociétés non financières (Graphique 2-2). Une analyse des taux de marge au niveau sectoriel<sup>2</sup> de la BNB confirme que le taux de marge brute a augmenté à la fois dans l'industrie manufacturière, les services marchands et la construction depuis 1995 (De Keyser et al. 2023, p.5).

**Graphique 2-2 : Taux de marge brute dans le secteur manufacturier et les autres sociétés non financières**



Source : BNB. Calculs propres du secrétariat.

### Le taux de marge macroéconomique cache des divergences entre sociétés

Le taux de marge macroéconomique peut être influencé par un petit nombre de grandes entreprises. En Belgique, le top 1% des entreprises en termes de masse salariale représente plus de la moitié de la valeur ajoutée totale créée : il influence dès lors grandement les indicateurs macroéconomiques et, plus largement, la santé de l'économie belge.

Dans une étude microéconomique, la BNB (Bijnens et Duprez 2023a et b) s'est attachée à analyser de manière plus fine, pour la période récente, l'évolution du taux de marge au sein de la population belge d'entreprises – un taux dont la mesure diffère

<sup>2</sup> La disponibilité limitée des données requiert, pour la réalisation d'une analyse sectorielle, l'élargissement du champ de l'analyse des SNF à l'ensemble de l'économie, c'est-à-dire à tous les secteurs institutionnels confondus.

quelque peu au niveau microéconomique<sup>3</sup>. Il apparaît que, dans la grande majorité des secteurs d'activité<sup>4</sup>, la marge médiane<sup>5</sup> a été supérieure en 2021 à sa moyenne pour la période 2015-2019. Le niveau médian du taux de marge des entreprises mesuré par la BNB apparaît quant à lui inférieur en 2022 à celui des années précédentes (soit la moyenne 2015-2019). La grande majorité des branches d'activité ont vu leurs marges médianes diminuer en 2022 comparativement à l'année précédente, même si de nombreuses branches d'activité ont pu compter sur les marges relativement élevées acquises en 2021 pour amortir quelque peu le repli (BNB 2023, p.146).

### ***L'évolution à la hausse du taux de marge depuis 2019 a également été observée dans les pays voisins***

Contrairement à la Belgique, une hausse tendancielle du taux de marge brute n'a pas été observée dans les pays voisins sur l'ensemble de la période – ou dans une moindre mesure pour les Pays-Bas (Graphique 2-4).

#### **Comment expliquer les différences d'évolution et de niveau du taux de marge entre pays ?**

Les écarts de niveau et les différences d'évolution du taux de marge pourraient s'expliquer par des différences structurelles<sup>6</sup>. Par exemple, une des raisons qui explique que le taux de marge macroéconomique est plus élevé en Belgique que dans les trois autres pays est le poids plus important de notre industrie lourde qui fait que l'économie dans son ensemble est plus intensive en capital.

Ainsi, le coefficient de capital<sup>7</sup> des sociétés non financières, qui mesure la quantité de capital nécessaire pour produire une unité de valeur ajoutée, est plus élevé en Belgique que dans ses pays voisins sur la période récente (Graphique 2-3).

---

<sup>3</sup> Taux de marge brute simplifiée = (Chiffre d'affaires – Achats intermédiaires – Masse salariale) / (Chiffre d'affaires)

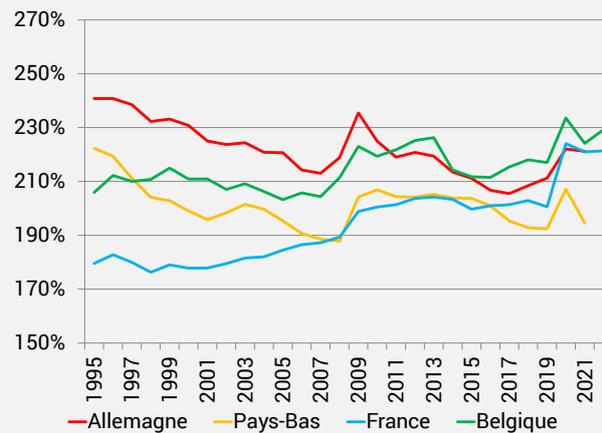
<sup>4</sup> L'étude de la BNB porte sur les sociétés non financières belges employant du personnel salarié, dans toutes les branches d'activité à l'exception des services non marchands.

<sup>5</sup> Le taux de marge médian signifie que 50% des entreprises ont un taux de marge inférieur et 50% des entreprises ont un taux de marge supérieur. Le taux de marge médian n'évolue pas forcément comme le taux de marge moyen qui est fortement influencé par les plus grandes entreprises.

<sup>6</sup> La comptabilité nationale ne permettant pas de ventiler les sociétés non financières par branche d'activité, elle limite malheureusement la capacité d'analyser au niveau macroéconomique les raisons derrière les niveaux de taux de marge et leurs évolutions.

<sup>7</sup> Stock de capital / Valeur ajoutée

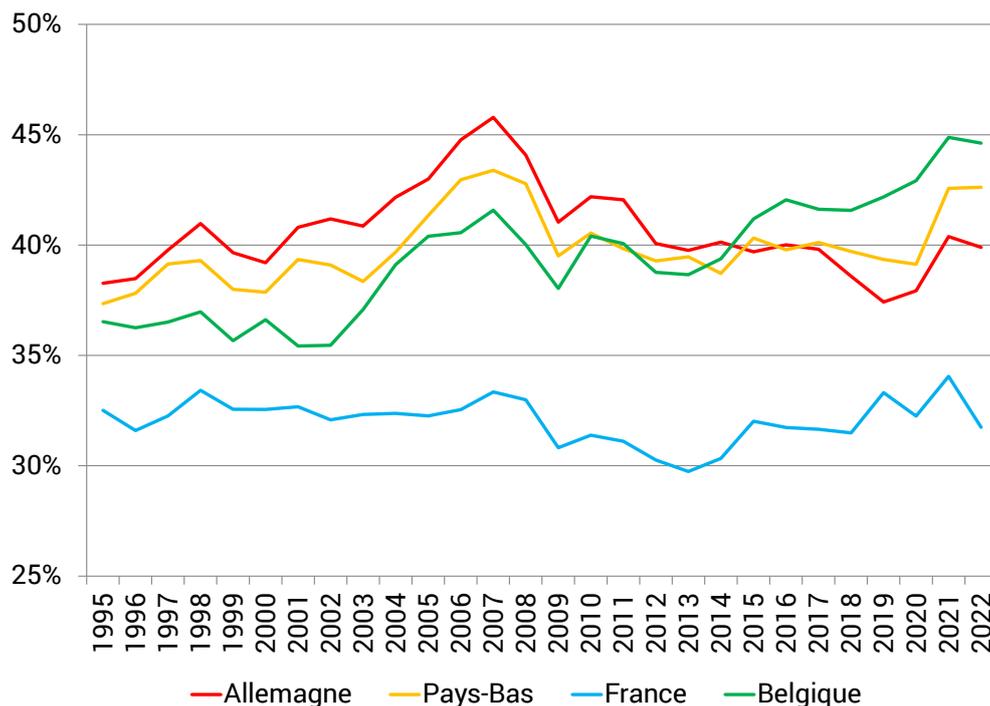
**Graphique 2-3 : Coefficient de capital**



Source : BNB. Calculs propres du secrétariat.

Les taux de rentabilité, qui corrigent pour le caractère capital intensif des économies, montrent ainsi une convergence des taux de rentabilité entre pays (voir chapitre 4).

**Graphique 2-4 : Taux de marge brute des SNF en Belgique et dans les pays de référence**

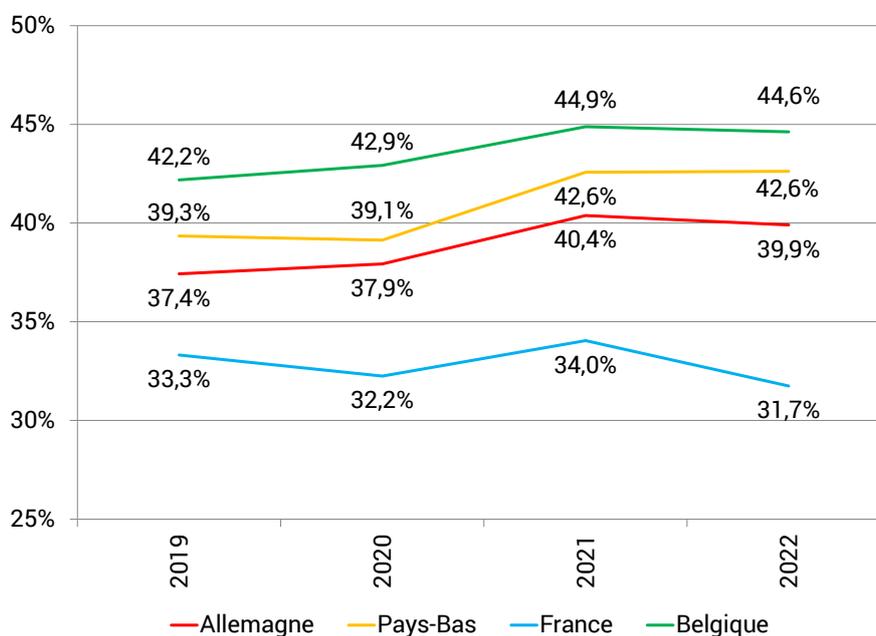


Source : Eurostat. Calculs propres du secrétariat.

Il est néanmoins intéressant de constater que l'évolution à la hausse du taux de marge macroéconomique en 2021, suivie d'une relative stabilisation à un niveau élevé en 2022, n'est pas un phénomène propre à la Belgique. Il est également constaté chez nos pays voisins (Graphique 2-5). La France se démarque quelque peu

avec une baisse significative du taux de marge de ses sociétés non financières en 2022.

**Graphique 2-5 : Taux de marge brute des SNF entre 2019 et 2022**



Source : Eurostat. Calculs propres du secrétariat.

### Taux de marge et handicap salarial en Belgique

La valeur ajoutée étant répartie entre capital (EBE) et travail, l'évolution du taux de marge constitue le corollaire de l'évolution de la part des salaires dans la valeur ajoutée. Une évolution différente du taux de marge entre la Belgique et les pays de référence (Allemagne, France, Pays-Bas) implique une évolution divergente également de la part salariale entre ces pays. Le rapport sur le handicap salarial en Belgique analyse le rapport entre la part salariale en Belgique et celle dans les pays de référence (CCE 2022b).

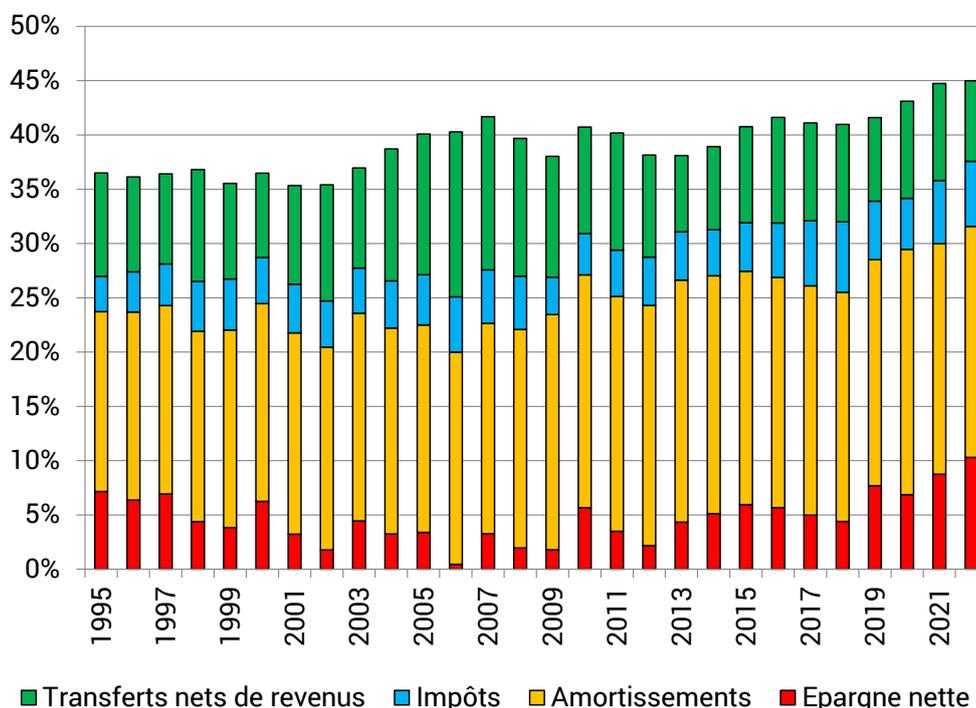
### 3 Répartition de l'EBE

*La hausse de l'EBE a principalement servi à accroître les amortissements et, plus récemment, l'épargne*

Le taux de marge brute des sociétés non financières belges, qui compare l'excédent brut d'exploitation (EBE) à la valeur ajoutée créée, a ainsi augmenté depuis 1995. Il est intéressant de se pencher sur l'usage qui a été fait par les entreprises de l'EBE supplémentaire dégagé.

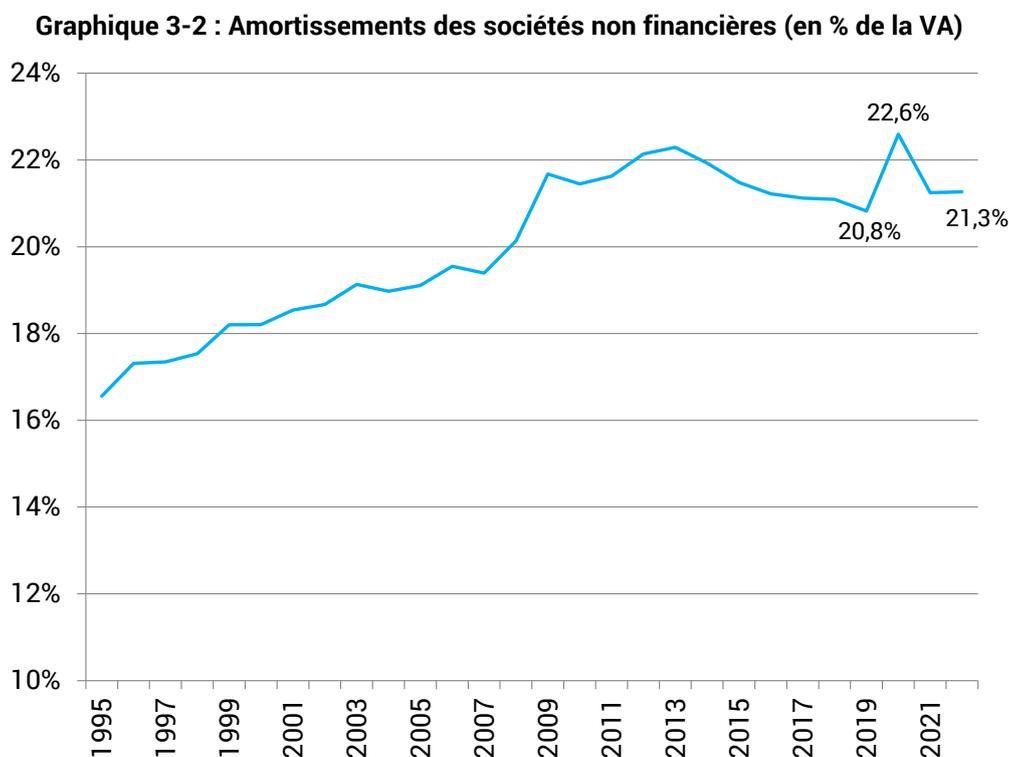
Dans une perspective historique, la hausse de la part de l'EBE dans la valeur ajoutée s'explique en grande partie par une hausse des **amortissements** (Graphique 3-1). Sur la période récente, la principale évolution est toutefois l'augmentation de la part de **l'épargne** dans la valeur ajoutée, de 7,7% en 2019 à 10,3% en 2022. Il semblerait donc que les entreprises se soient attachées à constituer des réserves dans un contexte de forte incertitude marqué, à partir de la deuxième moitié de l'année 2021, par une hausse des prix de l'énergie.

Graphique 3-1 : Répartition de l'EBE (en % de la VA)



### 3.1 Amortissements

La part des amortissements dans la valeur ajoutée a augmenté de manière progressive de 1995 jusqu'à la sortie de la crise financière de 2008-2009, avant de se stabiliser quelque peu (Graphique 3-2).



Source : BNB. Calculs propres du secrétariat.

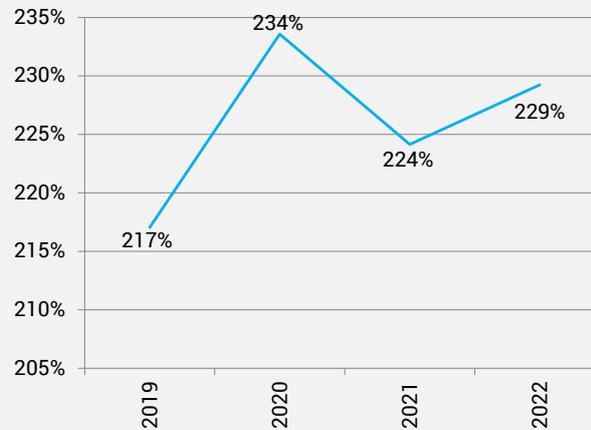
#### Une hausse des amortissements entre 2019 et 2022

La hausse observée des prix ces dernières années a également affecté les prix des actifs détenus par les entreprises (soit le stock de capital) et donc le coût des amortissements. Les actifs fixes sont en effet estimés à prix courants, soit au prix de la période considérée, et non à leur prix d'acquisition. La logique derrière ce mode d'évaluation est qu'au moment où le capital sera amorti et devra être renouvelé, ce renouvellement devra se faire au coût de remplacement, c'est-à-dire au prix d'aujourd'hui.

Tirée par la hausse des prix, la valeur du stock de capital s'est donc accrue entre 2019 et 2022, en pourcentage de la valeur ajoutée (Graphique 3-3). 2020 constitue une année particulière : le stock de capital est resté assez stable, mais la valeur ajoutée a chuté en raison des confinements dus à la crise du COVID-19. Par conséquent, le rapport du stock de capital sur la valeur ajoutée a connu une forte hausse. Pour les mêmes raisons, la part des amortissements dans la valeur ajoutée a bondi en 2020

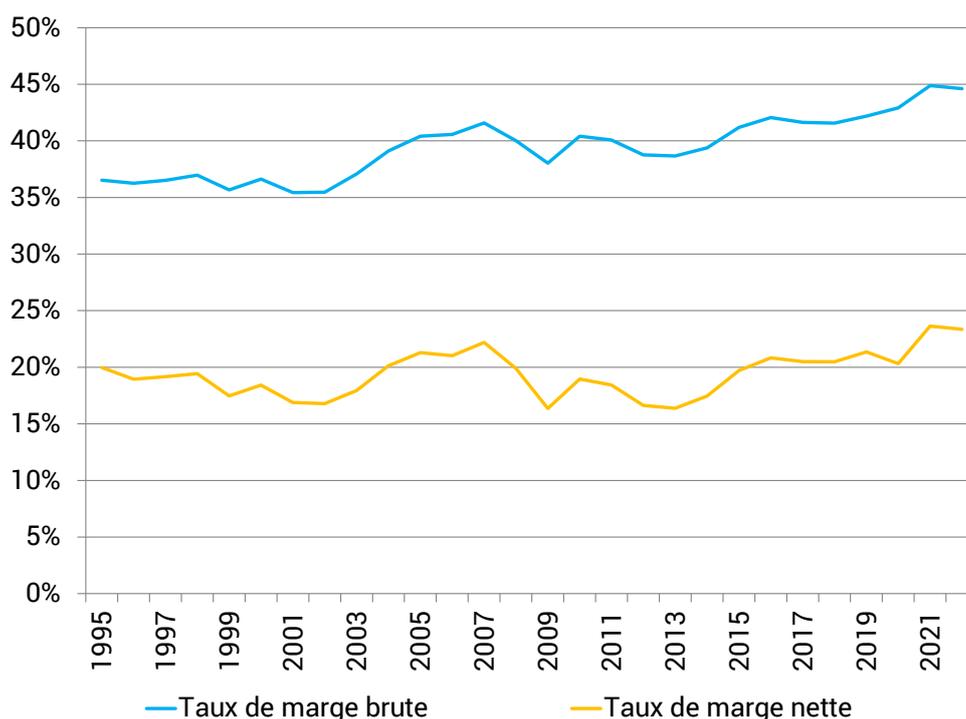
(de 20,8% à 22,6%), avant de baisser quelque peu en 2021 et 2022 (21,3%), tout en restant supérieure à son niveau de 2019 – une conséquence de la hausse des prix.

**Graphique 3-3 : Stock de capital (en % de la VA)**



Source : BNB. Calculs propres du secrétariat.

Si le taux de marge brute a augmenté depuis 1995, le taux de marge nette, qui rapporte l'excédent net d'exploitation (donc l'EBE moins les amortissements) à la valeur ajoutée brute, n'a pas affiché de trajectoire à la hausse sur l'ensemble de la période, fluctuant davantage autour de 20% (Graphique 3-4). Le taux de marge nette a connu une baisse entre 2008 et 2013 avant de se redresser à partir de 2014. Il a atteint un niveau record en 2021 et 2022, à 23%. Comme indiqué précédemment, le dernier Rapport Emploi-Compétitivité (CCE 2023) s'est attaché à interpréter ces évolutions récentes.

**Graphique 3-4 : Taux de marge brute et nette des sociétés non financières**

Source : BNB. Calculs propres du secrétariat.

La croissance des amortissements peut avoir deux facteurs : soit le stock de capital des entreprises doit être renouvelé plus rapidement qu'avant (ce qui engendre une hausse des amortissements pour une même quantité de capital), soit les entreprises ont utilisé davantage de capital pour générer la même valeur ajoutée.

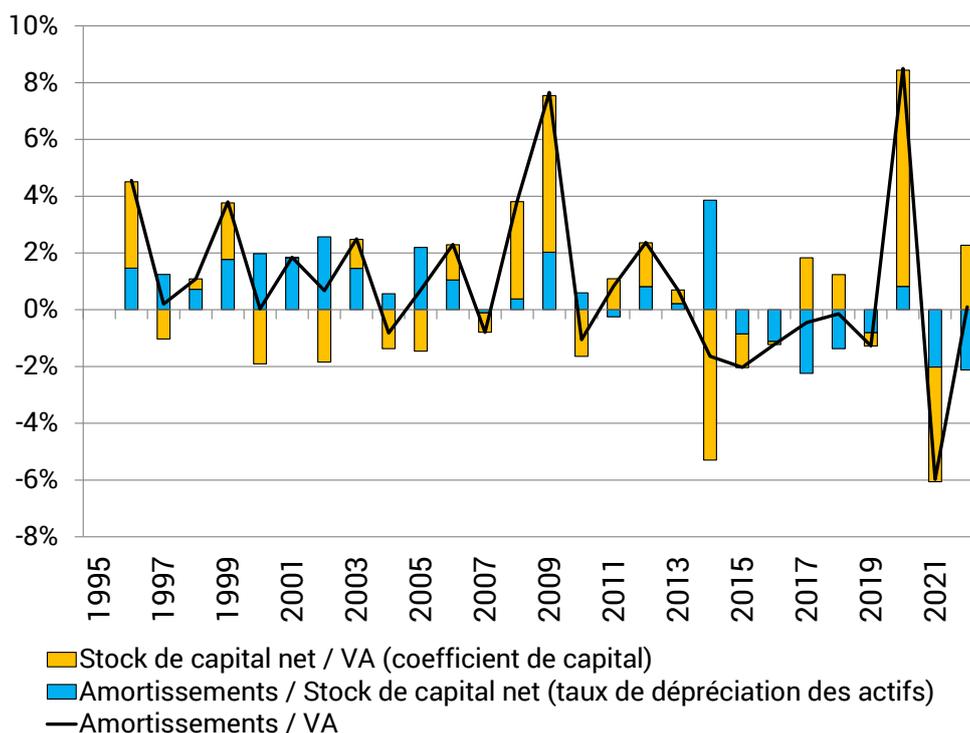
La décomposition de l'indicateur des amortissements<sup>8</sup> indique que ces deux facteurs ont joué. Dans un premier temps, la croissance de la part des amortissements dans la valeur ajoutée a été principalement due à l'augmentation du taux moyen de dépréciation des actifs (Graphique 3-5, barre bleue). Une augmentation du taux de dépréciation implique que les actifs utilisés dans le processus de production ont une durée de vie plus courte qu'avant : ils se déprécient plus rapidement, et il faut donc les renouveler plus souvent. Cette baisse de la durée de vie moyenne des actifs est liée à la part croissante dans la composition des actifs informatiques et numériques, ainsi que du capital R&D (CCE 2018 ; De Keyser et al. 2023, p.4). Le taux moyen de

<sup>8</sup>  $(\text{Amortissements} / \text{VA}) = (\text{Amortissement} / \text{Stock de capital net}) \times (\text{Stock de capital net} / \text{VA})$

dépréciation s'est inscrit en légère baisse à partir de 2014, tout en restant supérieur en 2022 à son niveau de début de période<sup>9</sup>.

Le coefficient de capital, qui mesure la quantité de capital nécessaire pour produire une unité de valeur ajoutée, a davantage fluctué, mais a également connu une hausse sur l'ensemble de la période<sup>10</sup> (Graphique 3-5, barre jaune).

**Graphique 3-5 : Contribution du coefficient de capital et du taux moyen de dépréciation des actifs à la croissance annuelle des amortissements (en % de la VA)**



Source : BNB. Calculs propres du secrétariat.

## 3.2 Transferts nets de revenus

Les transferts nets de revenus correspondent à l'ensemble des revenus de la propriété (intérêts, dividendes, loyers...) qui sont versés aux détenteurs de capital en vue de rémunérer le capital de la société, moins les revenus de la propriété qui sont perçus par les entreprises. Ces derniers proviennent par exemple de la détention d'actifs financiers (actions, obligations...) ou non financiers (immobilier).

<sup>9</sup> Le taux moyen de dépréciation des actifs était à 8,0% en 1995, et à 9,3% en 2022.

<sup>10</sup> Le coefficient de capital est passé de 206% en 1995 à 229% en 2022.

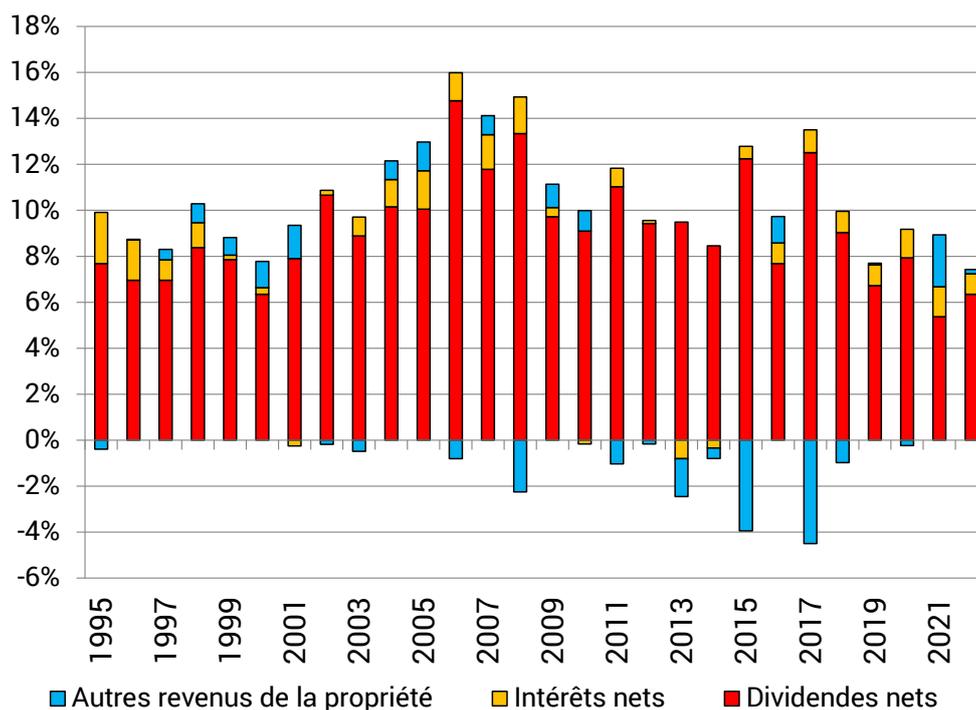
La part des transferts nets de revenus dans la valeur ajoutée s'est fortement accrue au début des années 2000 et jusqu'à la crise financière connue en 2008-2009, avant de se réduire (Graphique 3-6). Les transferts nets de revenus sont majoritairement constitués de dividendes nets (versés moins reçus).

### Impact de la baisse des taux d'intérêt pour les entreprises belges

Dans une étude récente (Piette et Tielens 2023), la BNB a analysé l'impact de la baisse des taux d'intérêt au cours des trois dernières décennies sur la situation des entreprises belges. Cette évolution est peu visible dans le cadre de la présente analyse en raison de l'utilisation d'intérêts nets (versés moins reçus).

L'étude de la BNB conclut que la baisse des charges d'intérêt n'a pas influencé les investissements, ni la politique de dividendes, mais a permis aux entreprises d'augmenter leur épargne (via les bénéfices réservés) et de renforcer ainsi leur stabilité financière.

**Graphique 3-6 : Transferts nets de revenus des sociétés non financières (en % de la VA)**

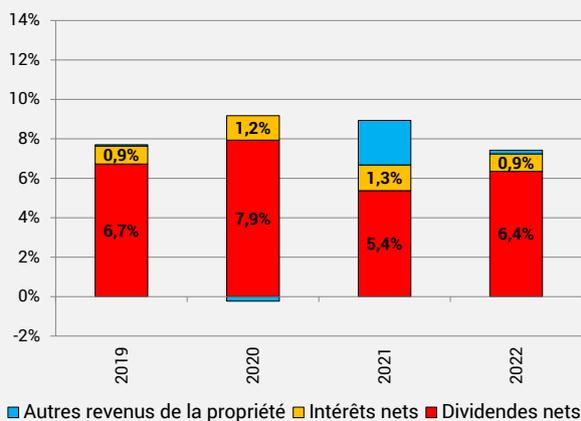


Source : BNB. Calculs propres du secrétariat.

### Les dividendes nets ont baissé entre 2019 et 2022

Le versement de dividendes au cours d'une année spécifique se base sur les résultats réalisés lors de l'année précédente. Les dividendes versés en 2021 ayant trait aux résultats de l'année 2020, leur part dans la valeur ajoutée a baissé. De même, les dividendes provenant des résultats réalisés par les entreprises en 2021 ont été versés en 2022 et ont entraîné une hausse des dividendes nets. La part des dividendes nets dans la valeur ajoutée (6,4%) reste néanmoins légèrement inférieure à celle de 2019 (6,7%) (Graphique 3-7).

**Graphique 3-7 : Transferts nets de revenus (en % de la VA)**



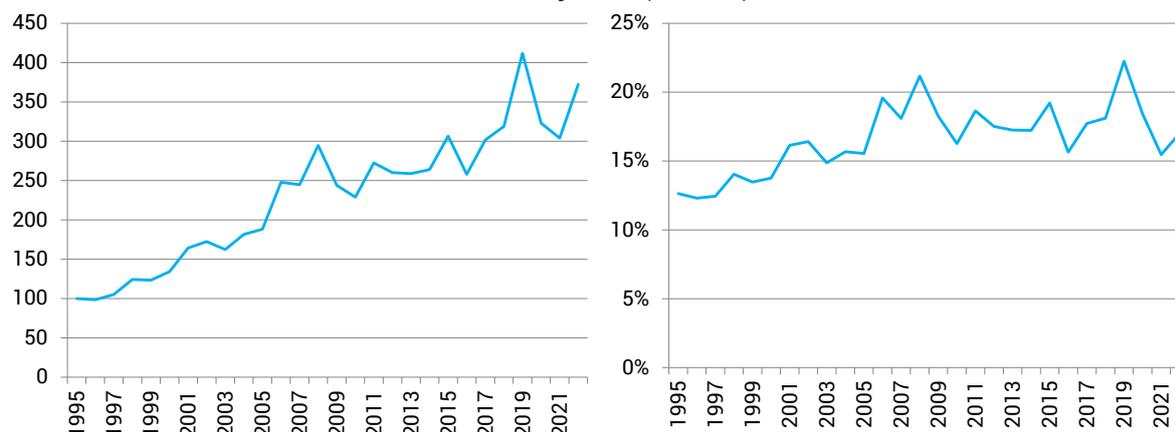
Source : BNB. Calculs propres du secrétariat.

### Étude détaillée des dividendes

Étant donné leur importance dans les transferts nets de revenus, il est intéressant de se pencher plus en détail sur le versement des dividendes au cours de la période.

En termes nominaux, le montant des dividendes versés a été multiplié par 4 entre 1995 et 2019 (Graphique 3-8 gauche). Lorsque les dividendes versés sont rapportés à la valeur ajoutée créée, une hausse est observée jusqu'à la crise financière, avant une relative stabilisation (Graphique 3-8 droite).

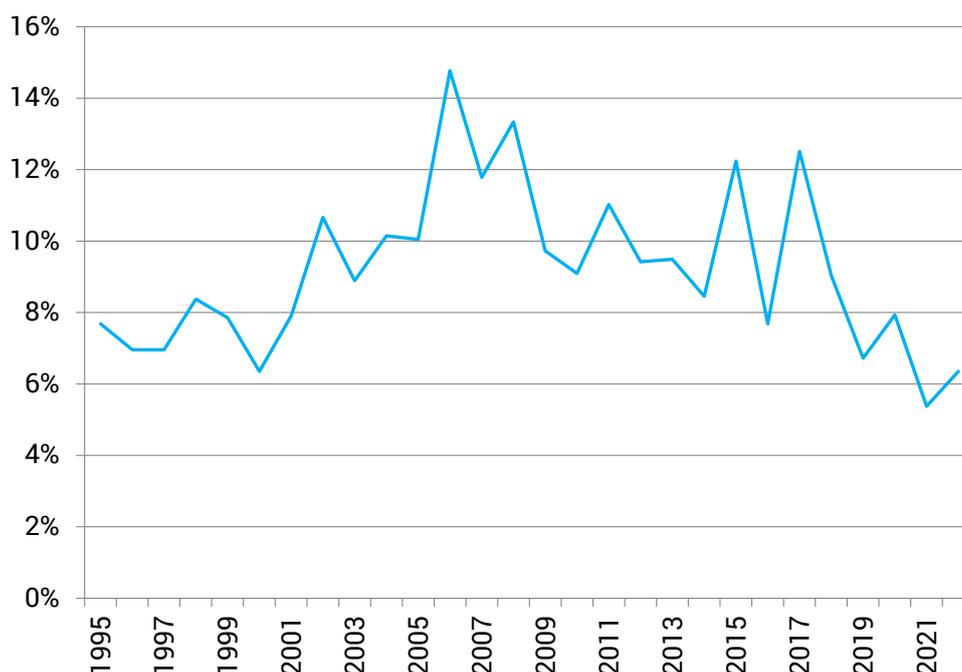
**Graphique 3-8 : Dividendes versés (à gauche, 1995 = 100) et part des dividendes versés dans la valeur ajoutée (à droite)**



Source : BNB. Calculs propres du secrétariat.

L'indicateur des dividendes versés ne tient cependant pas compte des transferts entre des filiales d'un même groupe, car les comptes nationaux des sociétés non financières ne sont pas consolidés. Supposons qu'une maison-mère d'une multinationale établie en Belgique perçoive des dividendes de ses filiales à l'étranger et en reverse une partie sous formes de dividendes aux actionnaires de l'ensemble du groupe : dans ce cas, les dividendes versés au niveau belge ne seront pas représentatifs de la valeur ajoutée générée dans notre pays. Pour obtenir une meilleure vision économique de l'activité et du résultat des sociétés non financières, il est donc davantage pertinent de déduire les dividendes perçus des dividendes versés, pour obtenir ainsi les dividendes « nets ».

Lorsque l'on compare les dividendes nets à la valeur ajoutée créée en Belgique, il s'avère que la hausse observée avant la crise financière a été suivie d'une baisse au cours des années suivantes (Graphique 3-9).

**Graphique 3-9 : Dividendes nets (en % de la valeur ajoutée)**

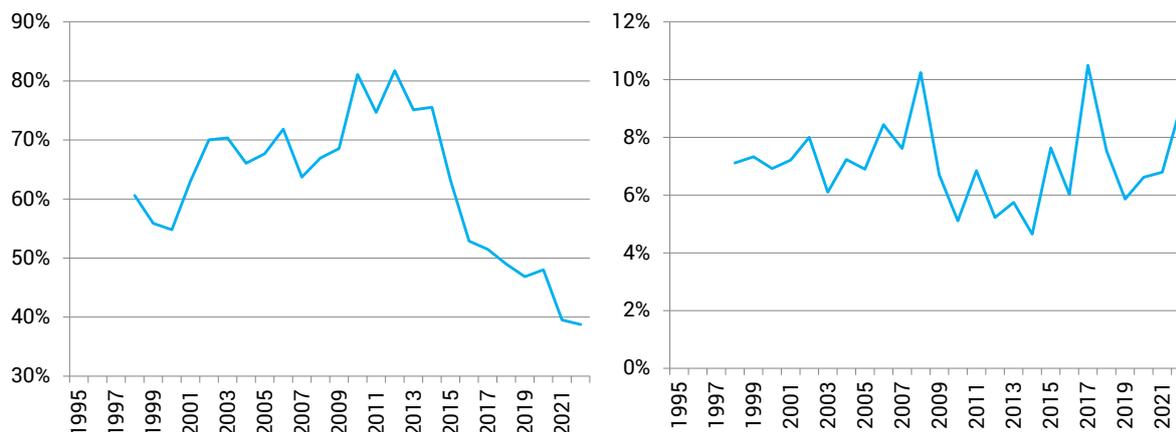
Source : BNB. Calculs propres du secrétariat.

Cet indicateur reste encore imparfait car il ignore deux éléments : d'une part, le stock de capital nécessaire à la production de la valeur ajoutée (soit l'intensité capitalistique, mesurée par le coefficient de capital), un stock de capital élevé nécessitant davantage de financement ; d'autre part, la structure de financement elle-même, par dette ou par capitaux propres (actions).

La baisse de la part des dividendes nets dans la valeur ajoutée après la crise financière apparaît en phase avec la baisse de la part des actions nettes dans le financement des entreprises (Graphique 3-10 gauche). Si l'on rapporte directement les dividendes nets à la valeur des actions nettes<sup>11</sup> (Graphique 3-10 droite), on observe une fluctuation au cours du temps, avec trois pics en 2008, 2017 et 2022.

<sup>11</sup> Remarquons que la valeur des actions nettes est susceptible de varier avec le cours des actions sur les marchés financiers, qui varie lui-même en fonction des dividendes versés. Dividendes nets et actions nettes ont dès lors tendance à évoluer de concert.

**Graphique 3-10 : Part des actions nettes dans la structure de financement<sup>12</sup> (à gauche) et coût de financement net du capital social<sup>13</sup> (à droite)**



Source : BNB. Calculs propres du secrétariat.

Comme cette brève étude des dividendes le montre, l'indicateur utilisé pour mesurer l'évolution de la rémunération du capital a donc un impact significatif sur l'analyse qui sera faite de celle-ci. Ce focus illustre également la difficulté d'analyser l'évolution du coût du financement par capitaux propres de manière optimale.

## 4 Rentabilité nette

La hausse du taux de marge brute reflète-t-elle une hausse de la rentabilité des entreprises ? L'indicateur de rentabilité nette, qui évalue la capacité de l'entreprise à créer de la richesse par son activité, fournit des indications à ce sujet.

Cet indicateur permet d'observer dans quelle mesure les moyens mis à disposition des entreprises pour exercer leur activité ont généré des revenus. Plus précisément, la rentabilité nette du capital est le rapport entre l'excédent net d'exploitation<sup>14</sup> et la valeur des actifs utilisés dans le processus de production (soit le stock de capital).

<sup>12</sup> Actions nettes / (Actions nettes + Dettes nettes)

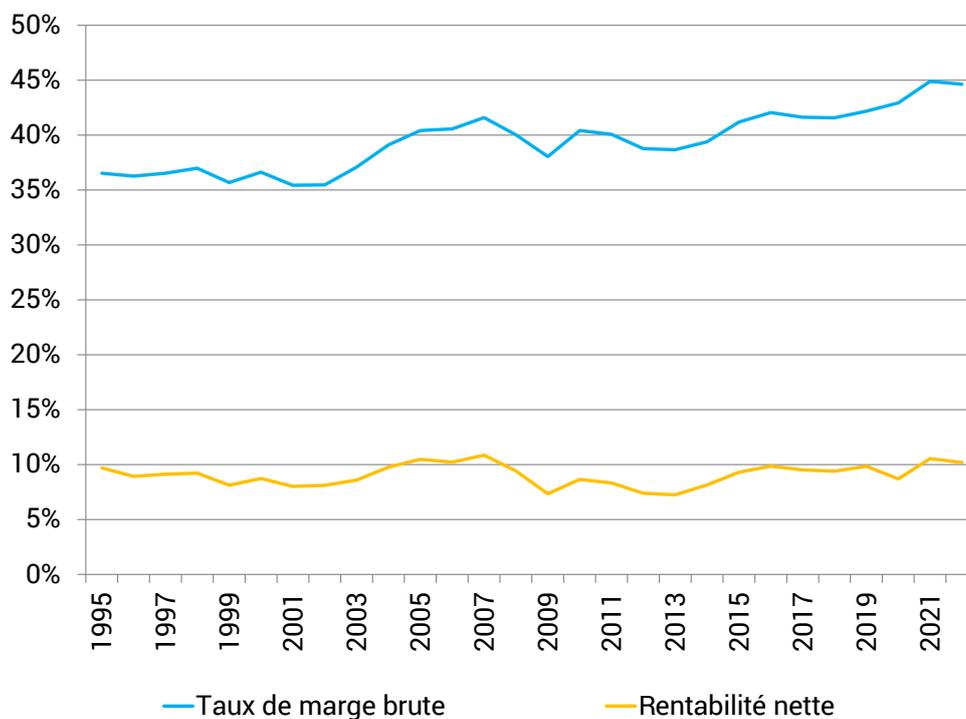
<sup>13</sup> Dividendes nets / Actions nettes

<sup>14</sup> Pour rappel, l'excédent net d'exploitation correspond à l'EBE moins les amortissements.

## Une hausse régulière de la marge brute, mais pas de la rentabilité

Si le taux de marge brute des sociétés établies en Belgique s'est accru régulièrement depuis 1995, la rentabilité nette n'a pas suivi de tendance globale à la hausse ou à la baisse sur l'ensemble de la période, fluctuant entre 7 et 11% (Graphique 4-1).

**Graphique 4-1 : Taux de marge brute et rentabilité nette des sociétés non financières**

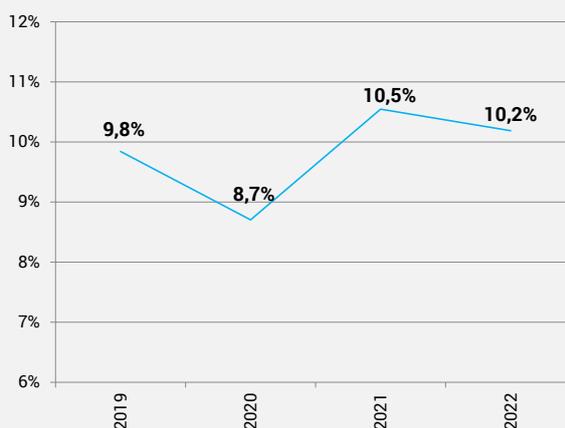


Source : BNB. Calculs propres du secrétariat.

### Une évolution de la rentabilité nette similaire à celle du taux de marge sur la période récente

En 2020, la combinaison d'une valeur ajoutée (et donc d'un excédent net d'exploitation) en baisse et d'un stock de capital stable a engendré une baisse de la rentabilité nette des sociétés (Graphique 4-2).

En 2021, bien que la hausse des prix observée ait été répercutée dans le coût des amortissements et dans la valeur du stock de capital (comme décrit précédemment), les entreprises sont parvenues à dégager un excédent net d'exploitation leur permettant d'augmenter leur rentabilité nette. La rentabilité nette a ensuite légèrement baissé en 2022, tout en restant à un niveau supérieur à celui de 2019. Sur base des données disponibles, l'évolution de la rentabilité nette a donc connu une évolution similaire à celle du taux de marge en 2021 et 2022.

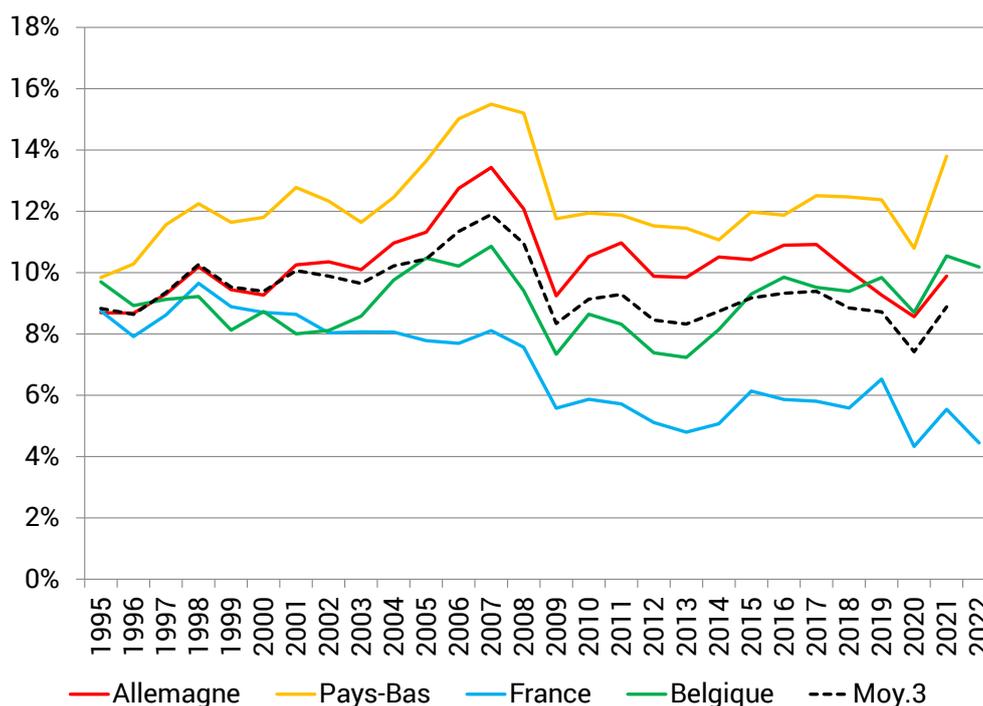
**Graphique 4-2 : Rentabilité nette des sociétés non financières belges**

Source : BNB. Calculs propres du secrétariat.

### ***Des évolutions de la rentabilité différentes entre les pays***

En 2009, à la sortie de la crise financière, la rentabilité belge se situait en-dessous de l'Allemagne et des Pays-Bas, et au-dessus de la France. La rentabilité nette des entreprises belges a ensuite connu une tendance à la hausse à partir de 2014, au contraire de celle de l'Allemagne, rattrapant cette dernière en 2019. La rentabilité belge reste en-dessous de celle des Pays-Bas, qui est restée stable, et au-dessus de celle de la France, qui a continué à se dégrader (Graphique 4-3).

Comme pour le taux de marge, l'évolution de la rentabilité des entreprises en Belgique a été similaire à celle des pays voisins depuis 2019. À l'exception de la France, la rentabilité nette des sociétés non financières était supérieure dans chaque pays en 2021 au niveau atteint en 2019. Pour une analyse de la période récente (2020-2022), nous renvoyons une nouvelle fois au dernier Rapport Emploi-Compétitivité (CCE 2023).

**Graphique 4-3 : Rentabilité nette des SNF en Belgique et dans les pays de référence**

Source : Eurostat. Calculs propres du secrétariat.

## 5 Rentabilité, investissements et emploi

### *Épargne nette et investissements vont généralement de pair*

L'épargne des sociétés, qui a été constituée à partir du processus d'exploitation (cf. chapitre 3), est susceptible d'influencer les investissements. La décision d'investissement dépend, entre autres, de la demande et de la rentabilité attendue des investissements, mais aussi de la capacité à financer ces investissements. Pour se financer, les entreprises peuvent avoir recours à du capital externe ou se financer en interne au moyen de l'épargne. L'autofinancement constitue la principale source de financement des entreprises.

L'épargne nette et les investissements nets<sup>15</sup> apparaissent corrélés (Graphique 5-1). La baisse tendancielle de l'épargne jusqu'aux lendemains de la crise financière s'accompagne d'une diminution des investissements nets. L'épargne et les

<sup>15</sup> L'investissement net – ou formation nette de capital fixe – permet d'accroître le rendement et les capacités de production de l'entreprise. Il correspond à la formation brute de capital fixe diminuée des amortissements (consommation de capital fixe), soit les investissements qui servent à remplacer des actifs obsolètes ou usés.

investissements repartent à la hausse à partir de 2013-2014. Le solde de financement<sup>16</sup> – qui reflète la différence entre l'épargne et les investissements – a été tantôt positif, tantôt négatif<sup>17</sup>. Un solde de financement négatif indique que l'entreprise a un besoin de financement, soit un déficit à financer. Cela confirme que les entreprises ont aussi eu recours à l'endettement pour financer leurs investissements.

#### **Un repli des investissements depuis 2020**

En dépit de l'augmentation observée de l'épargne, les investissements nets se sont repliés à partir de 2020.

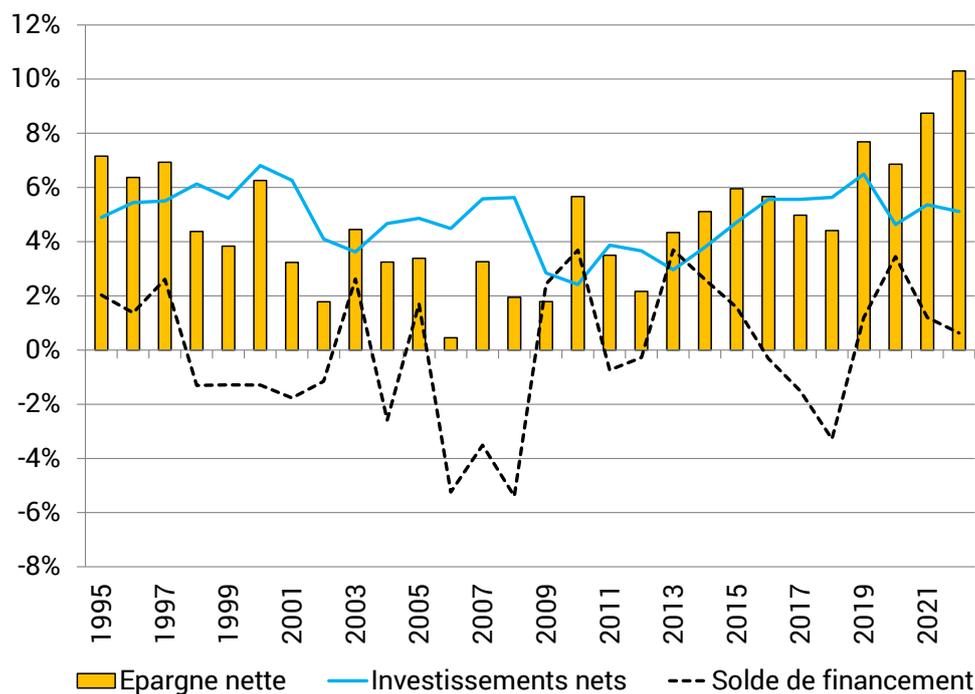
Les investissements se sont en effet graduellement repliés au cours de 2021 sous l'effet des dysfonctionnements des chaînes d'approvisionnement en biens d'investissement. La poursuite du recul en 2022 est le fruit de la hausse des coûts et d'une incertitude élevée, qui n'a pas incité les entreprises à investir (BNB 2023, p.147).

---

<sup>16</sup> Le solde de financement correspond à la variation des actifs (soit l'épargne nette, augmentée des transferts en capital à recevoir et diminuée des transferts en capital à verser) diminuée des investissements et de la variation des stocks. Si le solde de financement est positif (l'épargne est supérieure aux investissements réalisés), l'entreprise dispose d'une capacité de financement, c'est-à-dire d'un excédent qui est « prêté » aux autres entreprises ou aux autres secteurs, à travers l'acquisition d'actifs financiers. Si le solde de financement est négatif, l'entreprise a un besoin de financement, soit un déficit à financer.

<sup>17</sup> En moyenne, sur l'ensemble de la période, le solde de financement a été nul. Remarquons que, comme indiqué dans la note de bas de page précédente, ce solde est également influencé par la variation des stocks et des actifs. Ainsi, la forte variation à la hausse des stocks en 2021 et 2022 a influencé à la baisse le solde de financement.

**Graphique 5-1 : Épargne nette et investissements nets des sociétés non financières, en % de la valeur ajoutée**



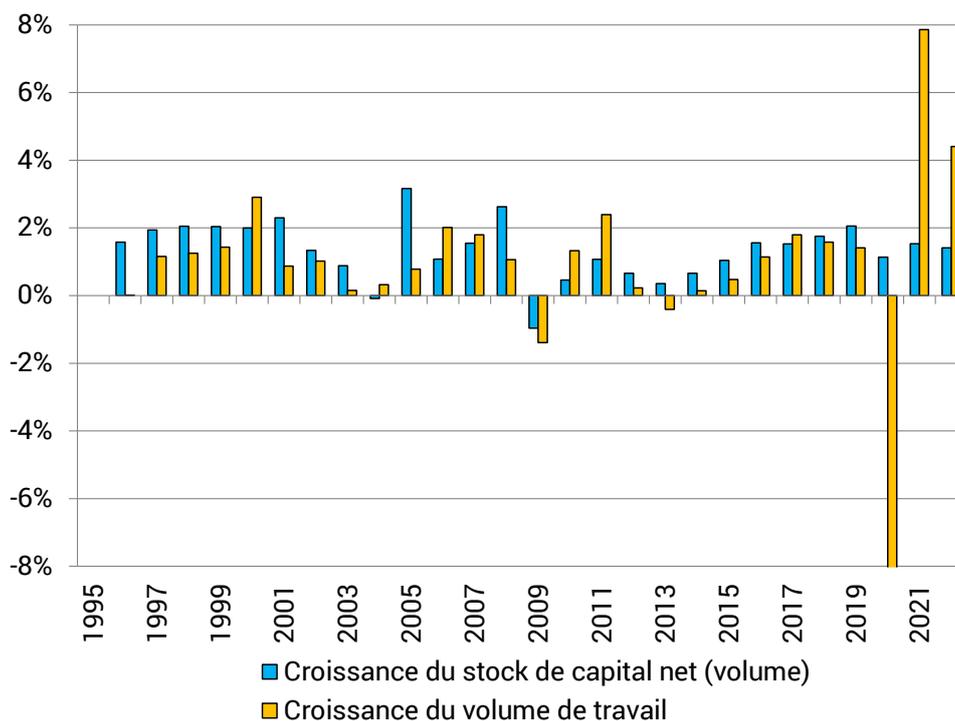
Source : BNB. Calculs propres du secrétariat.

### ***Investissements nets et volume de travail***

En règle générale, il apparaît que les investissements génèrent de l'emploi. Ainsi, les croissances en volume du capital et du travail pour l'ensemble de l'économie (à l'exception des activités immobilières)<sup>18</sup> ont majoritairement évolué de concert (Graphique 5-2). La croissance du volume de stock de capital net a été plus forte (+44%) que celle du volume de travail (30%) sur l'ensemble de la période, ce qui indique que l'intensité capitaliste de notre économie a augmenté. La période récente fait figure d'exception (cf. encadré suivant).

<sup>18</sup> Les données disponibles ne permettent pas d'étudier l'évolution du stock de capital en volume pour les sociétés non financières. Il a dès lors été nécessaire de mesurer cet indicateur pour l'ensemble de l'économie – à l'exception des activités immobilières (branche L), qui comprennent les logements des ménages (et de ce fait risquent de biaiser l'évolution de l'indicateur du stock de capital des entreprises).

**Graphique 5-2 : Croissance annuelle du volume de stock de capital net et du volume de travail (heures travaillées) dans l'ensemble de l'économie (hors activités immobilières)**

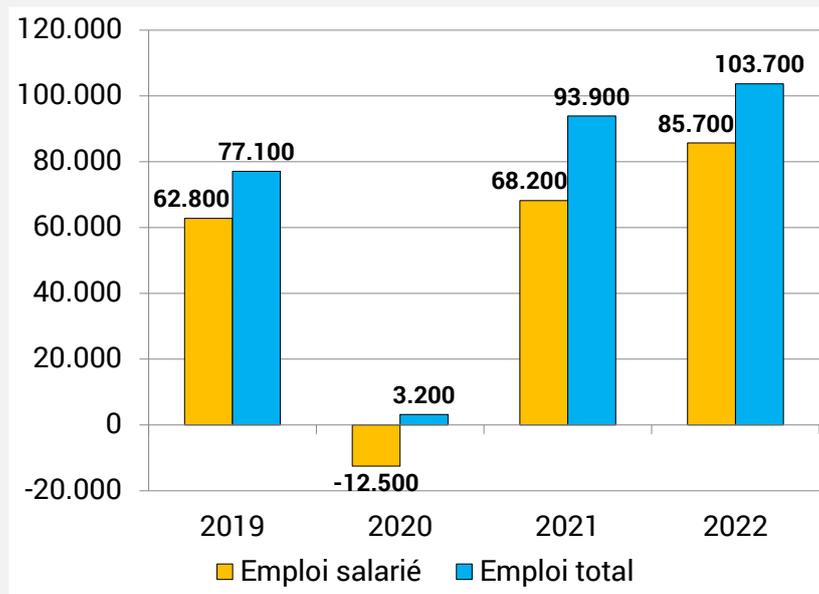


Source : BNB. Calculs propres du secrétariat.

### L'évolution récente contrastée des investissements et de l'emploi

La bonne santé de l'économie en 2021 s'est traduite par une forte création d'emplois en 2021 et davantage encore en 2022 – le marché du travail réagissant habituellement avec un certain décalage aux évolutions de l'activité économique (Graphique 5-3). Le nombre d'emplois salariés nets supplémentaires dans l'économie belge a atteint 86 000 en 2022. La création totale d'emplois nets (qui comprend également les indépendants) s'est élevée à 101 000 personnes. Des créations d'emplois ont été observées dans presque tous les secteurs (BNB 2023, p.134).

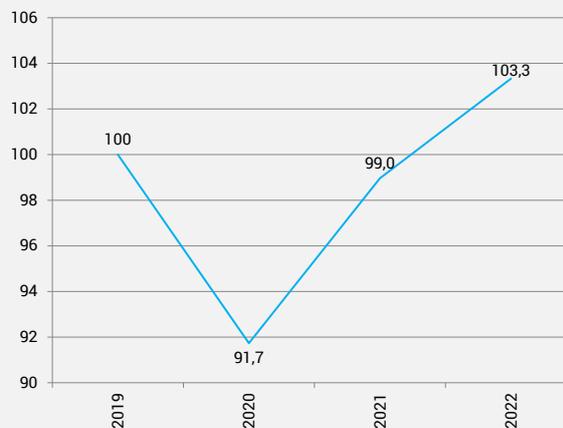
**Graphique 5-3 : Création nette d'emplois**



Source : BNB. Calculs propres du secrétariat.

Après une baisse en 2020, le volume de travail (soit les heures de travail prestées) s'est également accru en 2021 et 2022 (Graphique 5-4).

**Graphique 5-4 : Volume de travail (2019 = 100)**



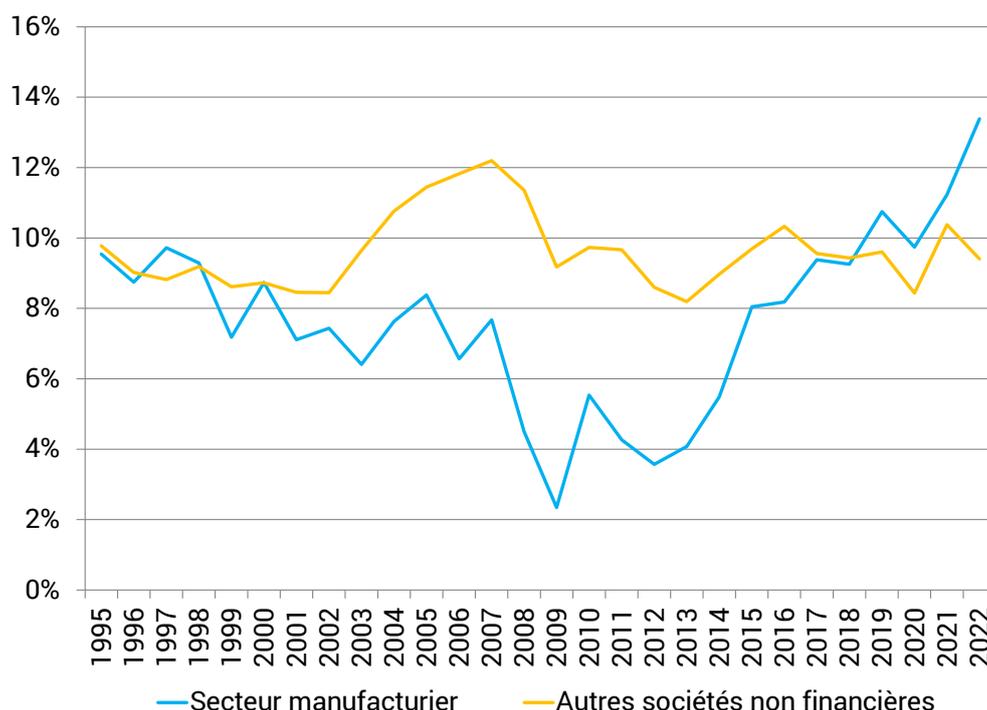
Source : BNB. Calculs propres du secrétariat.

### ***Les évolutions globales de la rentabilité, des investissements et de l'emploi cachent des divergences sectorielles***

L'évolution macroéconomique de la rentabilité, des investissements et de l'emploi des entreprises peut cacher de fortes divergences entre les secteurs, ainsi qu'entre les entreprises au sein d'un même secteur.

Comme une précédente analyse l'a montré (CCE 2022a, chapitre 9), la rentabilité du secteur manufacturier a été mise sous pression avant même la crise financière. Le secteur manufacturier belge a été fortement frappé par la crise financière de 2007-2008, et nombre d'entreprises moins productives ont disparu du marché au cours de celle-ci ou durant les années qui ont suivi. Ce n'est qu'à partir de 2014 que la rentabilité nette des sociétés industrielles belges a commencé à se redresser de manière significative (Graphique 5-5).

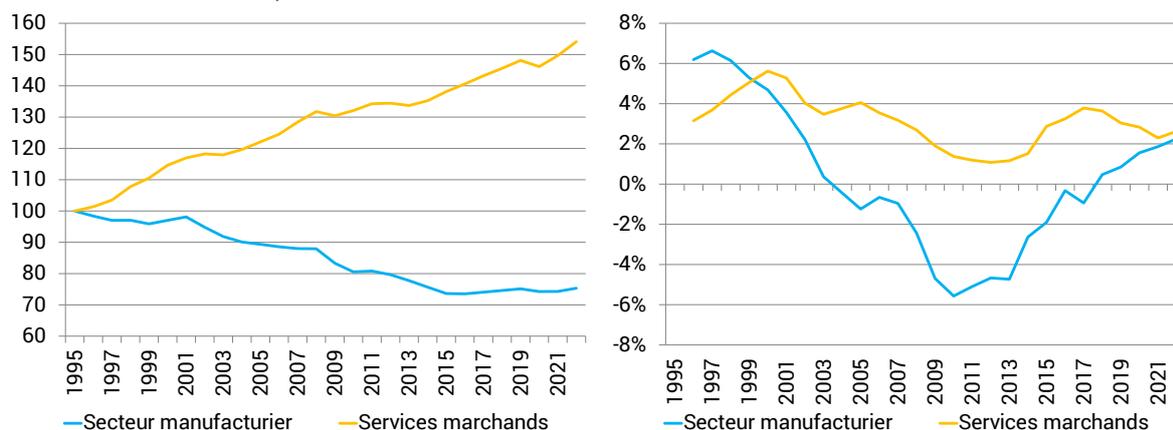
**Graphique 5-5 : Rentabilité nette dans le secteur manufacturier et les autres sociétés non financières**



Source : BNB. Calculs propres du secrétariat.

La baisse de la rentabilité dans le secteur manufacturier s'est en outre accompagnée d'une diminution de l'emploi et du stock de capital – avec une forte baisse des investissements nets (Graphique 5-6). Alors que les investissements se redressaient à partir de 2014, l'emploi dans le secteur manufacturier a fini par se stabiliser après 20 ans de baisse continue. Ces évolutions témoignent du lien qui unit rentabilité nette, investissements et emploi.

**Graphique 5-6 : Emploi salarié (à gauche, 1995 = 100) et investissements nets<sup>19</sup> (à droite, en % de la VA) dans le secteur manufacturier et les services marchands**



Source : BNB. Calculs propres du secrétariat.

### ***La stabilité de la rentabilité nette s'est faite par le biais d'une modification de la structure de l'économie***

Si, dans son ensemble, la rentabilité nette des sociétés non financières est restée stable, cela s'est donc fait par le biais d'une modification importante de la structure de l'économie belge, avec un déplacement des activités de l'industrie manufacturière vers les services marchands et non marchands (cf. Tableau 5-1).

**Tableau 5-1: Part sectorielle dans la valeur ajoutée et dans l'emploi**

	Valeur ajoutée		Emploi total	
	1995	2022	1995	2022
Secteur manufacturier	20%	14%	18%	10%
Services marchands	39%	45%	41%	46%
Services non-marchands	8%	9%	14%	18%
Services publics (O-P)	14%	14%	18%	17%
Autres*	19%	18%	10%	9%

Autres : branches d'activité A, B, D, E, F, L<sup>20</sup>

Source : Eurostat et BNB, calculs propres du secrétariat.

<sup>19</sup> Moyenne lissée sur 3 ans.

<sup>20</sup> Soit l'agriculture, la sylviculture et la pêche (A), les activités extractives (B), la production et distribution de gaz et d'électricité (D), la production et distribution d'eau ainsi que la gestion des déchets (E), la construction (F) et les

## 6 Bibliographie

BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE (2023), Rapport 2022.

BIJNENS, G. et C. DUPREZ (2023a), Firms, prix et marges, BNB.

BIJNENS, G. et C. DUPREZ (2023b), Firms, prices and margins – Q4 2022, BNB.

CONSEIL CENTRAL DE L'ÉCONOMIE (2018), Analyse du compte des sociétés, CCE 2018-3137.

CONSEIL CENTRAL DE L'ÉCONOMIE (2022a), Analyse du modèle de croissance belge : création et répartition de la valeur ajoutée en Belgique de 1996 à 2018, CCE 2022-2314.

CONSEIL CENTRAL DE L'ÉCONOMIE (2022b), Handicaps salariaux, CCE 2022-3302.

CONSEIL CENTRAL DE L'ÉCONOMIE (2023), Causes et conséquences de l'inflation généralisée au niveau mondial – Rapport Emploi-Compétitivité 2023, CCE 2023-2450.

DE KEYSER, T., G. LANGENUS et L. WALRAVENS (2023), The development of corporate profit margins and inflation, NBB Economic Review n°8.

PIETTE, Ch. et J. TIELENS (2023), How did Belgian firms benefit from three decades of declining interest rates?, NBB Economic Review n°12.

---

activités immobilières (L).

## 7 Lexique

### **Taux de marge brute / nette**

Le taux de marge brute/nette compare l'excédent brut d'exploitation (EBE)/l'excédent net d'exploitation (ENE) à la valeur ajoutée.

L'EBE est mesuré en déduisant la rémunération des salariés et les impôts sur la production (moins les subventions sur la production) de la valeur ajoutée. L'ENE est calculé en déduisant les amortissements de l'EBE.

### **Rentabilité nette**

L'indicateur de rentabilité nette compare l'excédent net d'exploitation (ENE) des sociétés non financières à leur stock de capital net.

La rentabilité nette permet d'observer dans quelle mesure les moyens mis à disposition de l'entreprise (le stock de capital) ont généré des revenus (revenus qui pourront être utilisés pour rémunérer les détenteurs de capitaux ou pour réaliser de nouveaux investissements par exemple).

### **Stock de capital net**

Le stock de capital correspond au capital (non financier) utilisé dans le processus de production.

Plus précisément, le stock de capital net est égal au prix d'acquisition courant des actifs fixes diminué des amortissements cumulés. Les actifs fixes désignent les actifs non financiers produits utilisés de façon répétée ou continue dans des processus de production pendant une durée d'au moins un an (bâtiments, machines, équipements, R&D etc.). Le stock de capital est ici mesuré à prix courants.

### **Amortissements**

Les amortissements (aussi dénommés « consommation de capital fixe ») correspondent aux dépenses permettant d'entretenir et de renouveler les actifs de l'entreprise.

Dans la comptabilité nationale, les amortissements sont estimés de manière linéaire en fonction de la durée de vie des actifs, sans tenir compte de leur utilisation effective.

Une hausse de la part des amortissements dans la valeur ajoutée peut s'expliquer par une hausse du taux moyen de dépréciation des actifs et/ou par une hausse du coefficient de capital (cf. infra).

### **Taux moyen de dépréciation des actifs**

Ce taux se mesure en divisant les amortissements par le stock de capital. La durée de vie des actifs détermine la rapidité à laquelle ces actifs se déprécient et doivent être renouvelés. La durée de vie diffère en fonction du type d'actifs. Une variation du taux moyen de dépréciation des actifs reflète des changements du type d'actifs dans la composition du stock de capital.

Lorsque la composition du stock de capital évolue vers des actifs d'une durée de vie plus courte (par exemple vers davantage de logiciels informatiques plutôt que des bâtiments dont la durée de vie est longue), les amortissements requis annuellement augmentent (en pourcentage du stock de capital) : cela se reflète par une hausse du taux moyen de dépréciation des actifs.

### **Coefficient de capital**

Le coefficient de capital se mesure en divisant le stock de capital par la valeur ajoutée. Il mesure la quantité de capital nécessaire pour produire une unité monétaire de valeur ajoutée. Une hausse du coefficient de capital indique que les entreprises ont utilisé davantage de capital pour générer la même valeur ajoutée.

### **Transferts (nets) de revenus**

Les transferts de revenus comprennent les dividendes, les intérêts, les loyers, les autres revenus d'investissements ainsi que les bénéfices réinvestis d'investissements directs étrangers. Les bénéfices réinvestis d'IDE correspondent à la partie des bénéfices de la société filiale étrangère qui n'est pas distribuée sous forme de dividendes, mais reste dans la filiale<sup>21</sup>.

---

<sup>21</sup> Les bénéfices non distribués sont traités de manière comptable comme étant distribués et transférés aux investisseurs directs étrangers proportionnellement à leur participation dans le capital social de l'entreprise, pour être ensuite réinvestis par eux au moyen d'accroissements du capital dans le compte financier. Les bénéfices réinvestis peuvent être négatifs lorsque l'entreprise d'IDE dégage une perte d'exploitation ou lorsque les dividendes déclarés d'une période dépassent le résultat dégagé pendant cette période. De même que les bénéfices réinvestis positifs sont considérés comme une injection de capital dans l'entreprise d'IDE par l'investisseur direct, les bénéfices réinvestis négatifs sont considérés comme un retrait de capital.

Les comptes nationaux des sociétés non financières ne sont pas consolidés. La consolidation consiste, en cas de regroupement d'unités, à annuler, tant en emplois qu'en ressources, les opérations entre unités regroupées (distribution de dividendes, versement d'intérêts...). Cela implique que les opérations entre sociétés opérant dans ce secteur n'ont pas été éliminées.

Pour obtenir une vision économique de l'activité et du résultat de ce secteur, il est possible d'utiliser des indicateurs nets. Pour mesurer les transferts nets de revenus, les dividendes reçus sont ainsi déduits des dividendes versés, les intérêts reçus des intérêts payés, et ainsi de suite.

### **Épargne nette**

L'EBE et les revenus de la propriété perçus sont utilisés pour verser les revenus de la propriété aux détenteurs de capital (c'est-à-dire à rémunérer le capital de la société), payer les impôts et réaliser les amortissements (soit les investissements qui ont pour but d'entretenir et de renouveler les actifs existants). L'épargne nette constitue le solde de ces dépenses. L'épargne peut elle-même servir différents objectifs : le remboursement de dettes, l'investissement productif ou encore l'acquisition d'actifs financiers. L'épargne fournit un renseignement sur la capacité d'autofinancement des entreprises.

### **Investissements nets**

Les investissements nets – ou formation nette de capital fixe – permettent d'accroître les capacités de production de l'entreprise. Ils correspondent à la formation brute de capital fixe diminuée des amortissements (soit les investissements qui servent à remplacer des actifs obsolètes ou usés).

### **Prix à la production**

Les indices des prix à la production sont des indicateurs conjoncturels qui reflètent l'évolution mensuelle des prix des activités économiques. Ils peuvent constituer une indication préliminaire de pressions inflationnistes dans l'économie, mais également permettre d'enregistrer l'évolution des prix sur des périodes plus longues.

## **Salaires conventionnels**

Les indices des salaires conventionnels, calculés par le SPF Emploi, mesurent l'augmentation des barèmes salariaux, telle que fixée dans les secteurs (commissions paritaires sectorielles). Une hausse de l'indice peut résulter des mécanismes d'indexation automatique et/ou des augmentations salariales conventionnelles négociées.