



# NOTE DOCUMENTAIRE

CCE 2018-3137

Analyse du compte des sociétés

CCE  
Conseil Central de l'Economie  
Centrale Raad voor het Bedrijfsleven  
CRB





## **Analyse du compte des sociétés**

## Table des matières

<b>1 Contexte et objectifs .....</b>	<b>4</b>
<b>2 Répartition de la valeur ajoutée .....</b>	<b>4</b>
<b>3 Répartition de l'excédent brut d'exploitation .....</b>	<b>6</b>
3.1 Comment l'excédent brut d'exploitation des entreprises est-il réparti ? .....	6
3.1.1 Amortissements .....	8
3.1.2 Transferts nets de revenus de la propriété .....	10
3.1.3 Impôts .....	19
<b>4 Epargne nette et investissements .....</b>	<b>22</b>
<b>5 Conclusion .....</b>	<b>24</b>
<b>6 Bibliographie .....</b>	<b>26</b>
<b>7 Annexe .....</b>	<b>27</b>

## Liste graphiques

Graphique 2-1 : Répartition de la valeur ajoutée.....	6
Graphique 3-1 : Répartition de l'EBE, en % de la valeur ajoutée (VA).....	7
Graphique 3-2 : Amortissements, en % de la VA.....	8
Graphique 3-3 : Taux moyen de dépréciation des actifs.....	9
Graphique 3-4 : Composition du stock de capital net, par type d'actifs.....	9
Graphique 3-5 : Coefficient de capital .....	10
Graphique 3-6 : Transferts nets de revenus, en % de la VA.....	11
Graphique 3-7 : Coût de financement net de la dette .....	13
Graphique 3-8 : Taux d'intérêt sur les nouveaux crédits aux sociétés non financières (en %).....	13
Graphique 3-9 : Coût de financement net du capital social .....	14
Graphique 3-10 : Rentabilité nette et coût de financement net du capital social .....	14
Graphique 3-11 : Structure de financement .....	15
Graphique 3-12 : (Actions nettes + Dette nette) / Valeur ajoutée.....	17
Graphique 3-13 : Bénéfices réinvestis d'investissements directs étrangers, en % de la VA.....	18
Graphique 3-14 : Épargne nette, en % de la VA .....	19
Graphique 3-15 : Impôts, en % de la VA.....	19
Graphique 3-16 : Taux d'imposition implicite.....	20
Graphique 3-17 : Base imposable, en % de la VA.....	21
Graphique 4-1 : Epargne nette et investissements nets, en % de la VA .....	23
Graphique 4-2 : Taux de renouvellement des immobilisations corporelles .....	24
Graphique 5-1 : Excédent d'exploitation, épargne nette (en % de la VA) et rentabilité nette .....	25

## Liste tableaux

Tableau 2-1 : Comptes des opérations courantes.....	5
Tableau 3-1 : Comptes des opérations courantes (suite).....	7
Tableau 7-1 : Données issues des comptes nationaux (en millions d'euros).....	27

## 1 Contexte et objectifs

Le partage de la valeur ajoutée a fait l'objet de débats au cours des dernières années suite à la diminution observée de la part du travail dans la valeur ajoutée au sein de nombreux pays développés.

La présente note répond à la demande énoncée par les interlocuteurs sociaux d'utiliser les comptes nationaux<sup>1</sup> pour examiner la manière dont les profits sont répartis en Belgique. Cette analyse a pour objectif d'étudier la répartition de la valeur ajoutée et, plus précisément, de rechercher à quoi la hausse de la part de l'excédent brut d'exploitation dans la valeur ajoutée recensée durant les deux dernières décennies<sup>2</sup> a été utilisée. Elle permettra ainsi de tirer des enseignements sur la répartition de la valeur ajoutée entre le facteur travail et le facteur capital.

Cette étude se concentre sur les comptes des sociétés non financières<sup>3</sup>. Il convient de préciser que, les comptes nationaux présentant des données agrégées, les données utilisées ne permettent pas la distinction des entreprises en fonction de leur taille<sup>4</sup>.

## 2 Répartition de la valeur ajoutée

La valeur ajoutée produite par les entreprises, qui désigne la richesse créée dans une économie, constitue le point de départ de cette analyse. La valeur ajoutée<sup>5</sup> sert d'abord à rémunérer les salariés (le facteur travail). Le solde obtenu – après déduction/ajout des impôts et 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 ou EBE (Tableau 2-1).

---

<sup>1</sup> La comptabilité nationale est un outil d'analyse de l'activité économique (mesurée en termes monétaires). Elle s'intéresse aux activités de production de biens et services, ainsi qu'à la distribution et à l'utilisation des revenus qui sont générés par ces activités. Les données disponibles sont ventilées par secteur institutionnel.

<sup>2</sup> Les données utilisées datent de 1995 à 2017 (à l'exception des comptes financiers pour lesquels les données sont uniquement disponibles à partir de 1998).

<sup>3</sup> Le secteur des sociétés non financières (S.11) est constitué des unités institutionnelles dotées de la personnalité juridique qui sont des producteurs marchands et dont l'activité principale consiste à produire des biens et des services non financiers. Il couvre également les quasi-sociétés non financières, soit les entités qui ne sont pas dotées de la personnalité juridique mais disposent d'une comptabilité complète et dont le comportement économique et financier s'apparente à celui de sociétés (par exemple un cabinet d'avocats). Les entrepreneurs indépendants – qui ne sont pas assimilés à des quasi-sociétés – ne relèvent donc pas du secteur des sociétés non financières (S.11), mais de ceux des ménages (S.14). Par contre, un certain nombre de sociétés publiques font partie du secteur étudié (Ex. : Proximus, SNCB, Bpost, Loterie Nationale, des centres hospitaliers, des intercommunales, etc.). La liste des entités publiques est disponible sur le site de l'ICN : <https://inr-icn.fgov.be/fr/publications/comptes-nationaux-et-regionaux>.

<sup>4</sup> En particulier, les données agrégées peuvent être fortement influencées par les mouvements observés au sein des grandes entreprises. À titre d'exemple, selon une étude de la BNB (Rubbrecht et Vivet, 2016) se basant sur l'analyse des comptes annuels des sociétés non financières, les entreprises recensant plus de 250 travailleurs représentaient en 2014 seulement 0,2% de la population étudiée (827 entités) mais 40% de la valeur ajoutée totale des sociétés non financières.

<sup>5</sup> La valeur ajoutée est une mesure de la production. Elle permet d'éviter un problème de double comptage pour la consommation intermédiaire. En effet, certaines industries produisent des biens et services qui constituent des facteurs de production pour d'autres industries. Afin d'éviter que ces facteurs de production soient comptabilisés deux fois, on mesure la valeur ajoutée, c'est-à-dire la différence entre la production et la consommation intermédiaire de chaque industrie.

Tableau 2-1 : Comptes des opérations courantes

<b>I. Compte de production</b>
Production (P.1)
- Consommation intermédiaire
= Valeur ajoutée brute (B.1g)
<b>II. Comptes de distribution et d'utilisation du revenu</b>
Valeur ajoutée brute (B.1g)
- Rémunération des salariés (D.1)
- Autres impôts sur la production (D.29)
+ Autres subventions sur la production (D.39)
= <b>Excédent brut d'exploitation (B.2g)</b>

En 2017, la rémunération des salariés<sup>6</sup> représentait 60,5% de la valeur ajoutée générée par les sociétés non financières, contre 62,9% en 1995. L'évolution de la part de la valeur ajoutée consacrée à la rémunération des salariés n'a pas été linéaire au cours de la période étudiée. Trois phases peuvent être distinguées (Graphique 2-1) : une légère baisse de la rémunération des salariés (en pourcentage de la valeur ajoutée) de 2003 à 2007 ; un redressement durant la crise financière (2008-2009) ; enfin, une nouvelle diminution à partir de 2014.

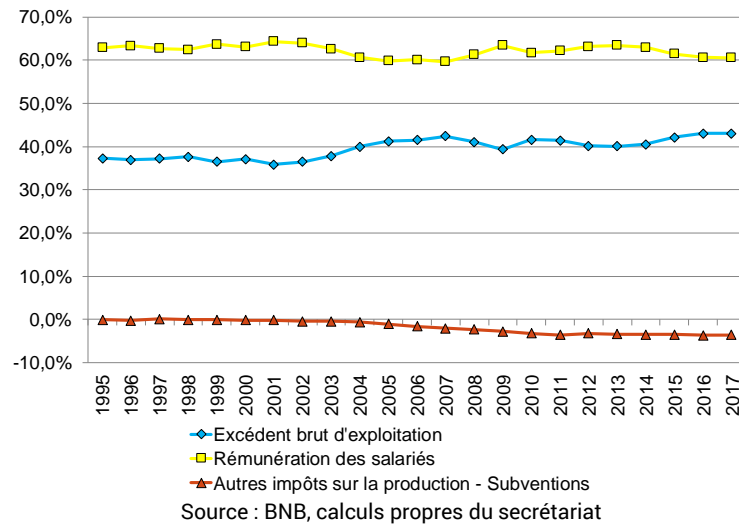
Parallèlement, les ressources dégagées du processus d'exploitation ont suivi une tendance à la hausse depuis le début des années 2000. La part de la valeur ajoutée consacrée à l'excédent brut d'exploitation (EBE) était de 37,2% en 1995 ; elle est passée à 43,1% en 2017. Cette progression est une conséquence de l'évolution à la baisse des rémunérations salariales. Elle est également due à l'augmentation des subventions à la production.

Les mouvements observés entraînent des questionnements quant au partage de la valeur ajoutée entre le travail et le capital. La diminution de la rémunération du travail dans la valeur ajoutée, constatée dans la grande majorité des pays de l'OCDE (OCDE, 2012), s'est-elle accompagnée en Belgique d'une hausse de la rémunération du capital ? Plus globalement, à quoi la hausse de l'excédent brut d'exploitation a-t-elle servi ?

---

<sup>6</sup> La rémunération des salariés comprend les salaires et traitements bruts, ainsi que les cotisations sociales à la charge des employeurs.

Graphique 2-1 : Répartition de la valeur ajoutée



### 3 Répartition de l'excédent brut d'exploitation

#### 3.1 Comment l'excédent brut d'exploitation des entreprises est-il réparti ?

Ce chapitre explore la répartition de l'excédent brut d'exploitation (Tableau 3-1). À côté des revenus issus du processus d'exploitation, l'entreprise perçoit des revenus de la propriété (intérêts, dividendes, loyers...) provenant par exemple de l'acquisition d'actifs financiers (actions, obligations...) ou non financiers (immobilier).

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)<sup>7</sup>, 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. Elle fournit un renseignement sur la capacité d'autofinancement des entreprises.

<sup>7</sup> Cela revient à exprimer – comme nous le ferons dans la suite de cette note – que l'EBE sert à rémunérer le solde des revenus de la propriété (emplois moins ressources).



Tableau 3-1 : Comptes des opérations courantes (suite)

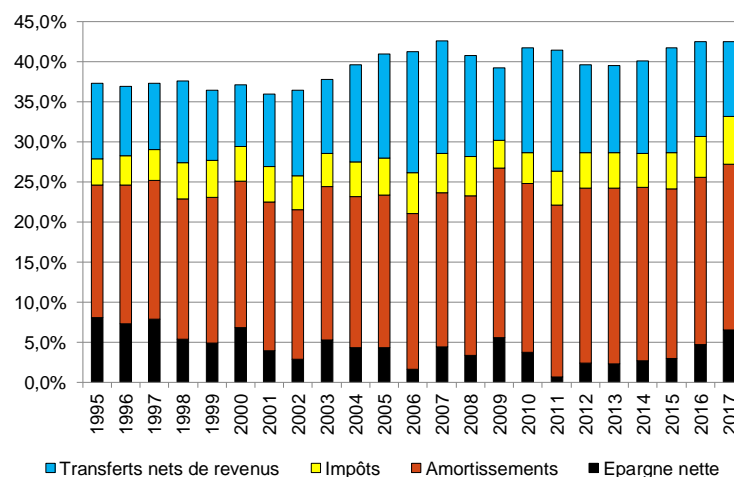
II. Comptes de distribution et d'utilisation du revenu (suite)	
<b>Excédent brut d'exploitation (B.2g)</b>	
- Revenus de la propriété (Emplois - Ressources)	
Intérêts (D.41)	
Dividendes (D.42)	
Bénéfices réinvestis d'investissements directs étrangers (D.43)	
Autres (D.44 et D.45)	
- Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc. (D.5)	
- Restant (Cotisations (D.61) et prestations sociales (D.62), transferts courants (D.7), Ajustements)	
<b>= Epargne brute (B.8g)</b>	
- Consommation de capital fixe (Amortissements) (P.51c)	
<b>= Epargne nette (B.8n)</b>	

Le Graphique 3-1 représente l'évolution historique de la répartition de l'EBE depuis 1995, en pourcentage de la valeur ajoutée. En dépit de la hausse tendancielle de la part de l'EBE dans la valeur ajoutée observée au cours de la période considérée, la part de l'épargne nette a diminué sur la période. L'épargne nette est toutefois repartie à la hausse en 2016 et 2017, pour atteindre 6,5% de la valeur ajoutée produite, contre 8,1% en 1995.

Malgré la hausse des revenus dégagés de leur processus d'exploitation, les entreprises ont connu une baisse de leur épargne nette à long terme : que s'est-il passé entre ces 2 postes ? Deux facteurs explicatifs ressortent de l'analyse des comptes nationaux : l'augmentation des amortissements et des transferts nets de revenus (intérêts, dividendes, bénéfices réinvestis d'investissements directs étrangers). Ces deux indicateurs (en particulier les transferts nets de revenus) se sont néanmoins quelque peu tassés ces deux dernières années, ce qui explique le sursaut de l'épargne nette observé.

La suite de ce travail se consacre à l'observation détaillée de ces différents postes.

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

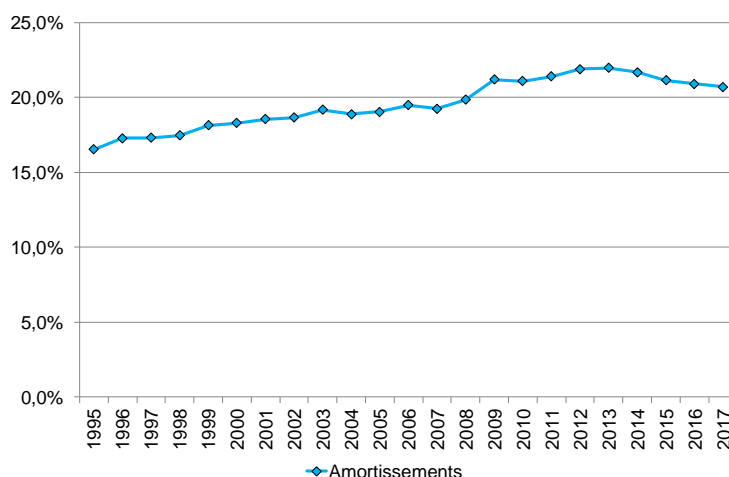


Source : BNB, calculs propres du secrétariat

### 3.1.1 Amortissements

Le premier enseignement issu de l'étude de la répartition de l'EBE est la hausse régulière des amortissements (aussi dénommés "consommation de capital fixe") observée depuis 1995. La part des amortissements<sup>8</sup> dans la valeur ajoutée s'est en effet accrue jusqu'en 2009, avant de se stabiliser (Graphique 3-2).

Graphique 3-2 : Amortissements, en % de la VA



Source : BNB, calculs propres du secrétariat

Une hausse des amortissements peut s'expliquer de deux manières : 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.

Afin de comprendre la cause de l'évolution des amortissements, l'indicateur a dès lors été décomposé en deux parties : le taux de dépréciation des actifs<sup>9</sup> et le coefficient de capital (ou capital-output ratio) des entreprises. Le coefficient de capital est mesuré par le rapport entre le stock de capital net<sup>10</sup> et la valeur ajoutée. Il représente le montant des capitaux à engager pour générer une unité monétaire supplémentaire de valeur ajoutée.

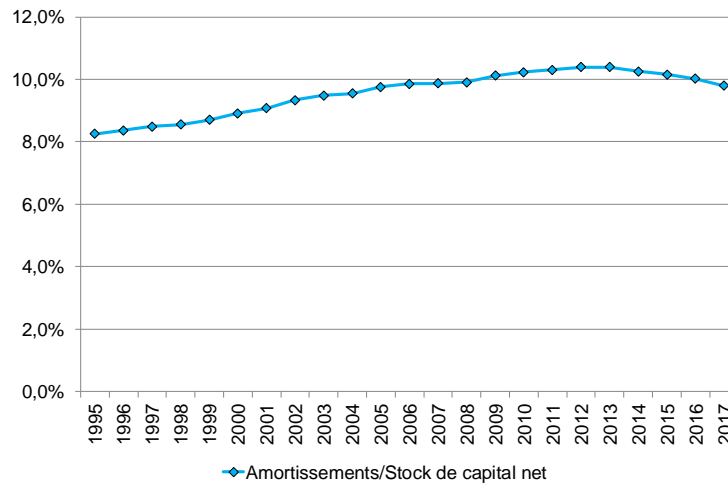
$$\frac{\text{Amortissements}}{\text{Valeur ajoutée}} = \frac{\text{Amortissements}}{\text{Stock de capital net}} \times \frac{\text{Stock de capital net}}{\text{Valeur ajoutée}}$$

L'explication principale de la hausse des amortissements réside dans l'augmentation du taux moyen de dépréciation des actifs observée depuis la seconde moitié des années 90 (Graphique 3-3). Celle-ci est liée à la fraction croissante dans la composition des actifs des actifs informatiques et numériques, qui ont une durée de vie plus courte et tendent à se déprécier plus rapidement (Baugnet et De Keyser, 2016 ; Ollivaud et al. 2016, p.12).

<sup>8</sup> Dans les comptes nationaux, les amortissements sont estimés de manière linéaire en fonction de la durée de vie des actifs, sans tenir compte de leur utilisation effective.

<sup>9</sup> Soit le rapport des amortissements sur le stock de capital.

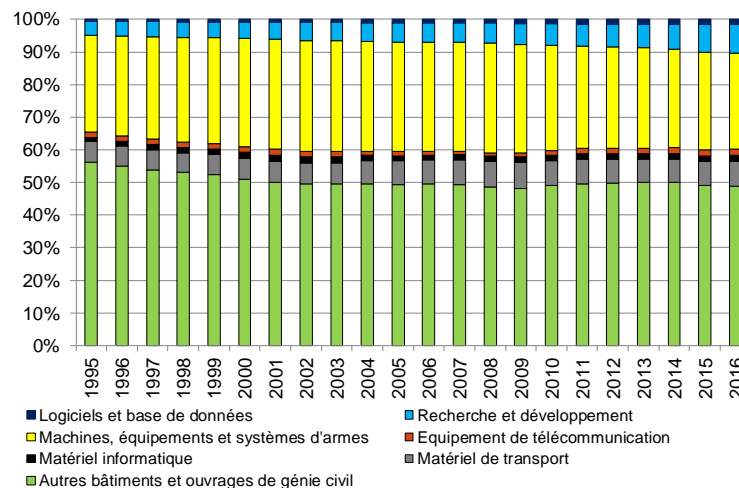
<sup>10</sup> Le "stock de capital net" correspond au prix d'acquisition courant des actifs fixes diminué de la consommation cumulée de capital fixe (amortissements). Le terme "actifs fixes" désigne les actifs non financiers produits utilisés de façon répétée ou continue dans des processus de production pendant une durée d'au moins un an (logements, machines, équipements, R&D etc.).

**Graphique 3-3 : Taux moyen de dépréciation des actifs**

Source : BNB, calculs propres du secrétariat

**Composition du stock de capital**

La hausse du taux moyen de dépréciation des actifs s'explique par l'évolution de la composition des actifs détenus par les entreprises (Graphique 3-4). En particulier, la part des bâtiments non résidentiels et autres ouvrages de génie civil dans le stock d'actifs nets a considérablement diminué depuis 1995. Or, la durée de vie estimée de ces actifs est supérieure à 30 ans. En parallèle, les actifs liés à la recherche et au développement – dont la durée de vie est estimée à 10 ans – et dans une moindre mesure, le matériel de transport et les logiciels et bases de données (avec une durée de vie de 3 ans) ont pris davantage de place dans le stock de capital net des entreprises.

**Graphique 3-4 : Composition du stock de capital net, par type d'actifs**

Source : Eurostat, calculs propres du secrétariat

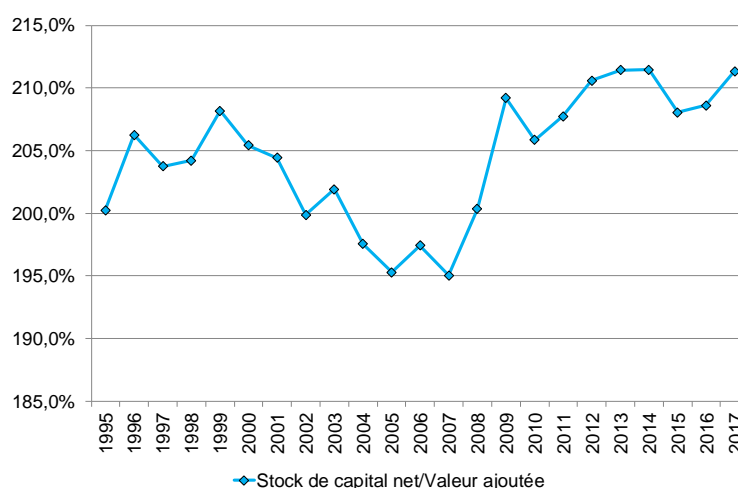
Le coefficient de capital, quant à lui, s'est d'abord réduit au début des années 2000, avant de suivre une trajectoire inverse durant la période de crise (Graphique 3-5). Sur l'ensemble de la période considérée, le coefficient de capital a légèrement augmenté. La hausse du coefficient de capital des entreprises pendant la crise s'explique toutefois partiellement par la méthode de calcul du stock de capital net dans les comptes nationaux. En effet, le stock de capital net évolue de manière plus stable que la valeur ajoutée, car il n'est pas corrigé à la baisse lorsqu'un nombre inhabituellement élevé

d'entreprises cessent leurs activités (cf. encadré) – comme cela a pu être le cas durant la crise. Par conséquent, alors que la valeur ajoutée s'est fortement contractée en période de crise avant de connaître une croissance faible, la variation du stock de capital net a été moindre, ce qui a accru la hausse du coefficient de capital constatée sur la période 2008-2014.

#### Méthodologie : mesure du stock de capital net

Plus précisément, le stock de capital net correspond au stock de capital brut diminué des amortissements. Le stock de capital brut est égal à la somme des investissements passés en actifs fixes, de laquelle on déduit le montant du capital déclassé (car hors d'usage), selon une fonction de probabilité de survie. Or, ce calcul ne tient pas compte d'événements exceptionnels tels que la destruction importante d'actifs fixes induite par un nombre élevé de faillites en période de crise. De même, les amortissements (soit la dépréciation des actifs due à l'usure et à l'obsolescence normale) sont estimés de manière linéaire en fonction de la durée de vie des actifs, sans tenir compte de leur utilisation effective.

Graphique 3-5 : Coefficient de capital



Source : BNB, calculs propres du secrétariat

### 3.1.2 Transferts nets de revenus de la propriété

Les transferts nets de revenus ont également pris une part plus importante dans la valeur ajoutée depuis le début des années 2000 (Graphique 3-6).

Jusqu'en 2008, la hausse des transferts nets de revenus (en % de la valeur ajoutée) est principalement due à la forte augmentation de la distribution nette de dividendes<sup>11</sup> et, dans une moindre mesure, aux paiements accrus d'intérêts nets.

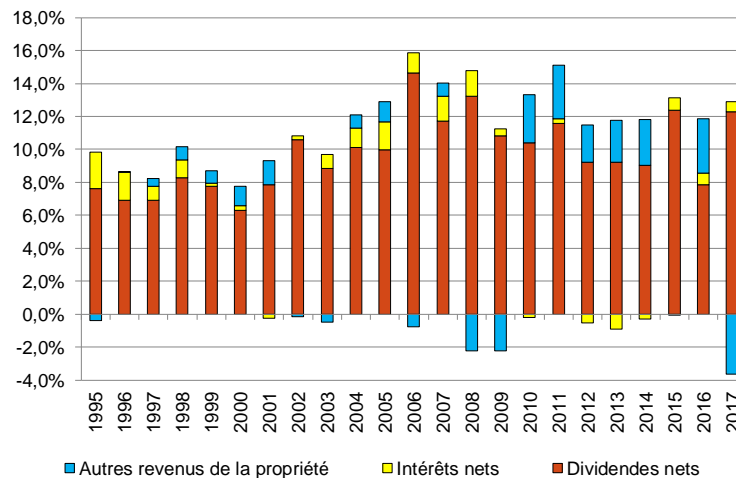
De 2010 à 2016, c'est avant tout la hausse des autres revenus de la propriété (essentiellement des bénéfices réinvestis d'investissements directs étrangers<sup>12</sup>) qui explique la part importante conservée par les transferts nets de revenus dans la valeur ajoutée. Bien que la part de la valeur ajoutée

<sup>11</sup> Dividendes payés – dividendes reçus

<sup>12</sup> Soit la partie des bénéfices de la société filiale étrangère qui n'est pas distribuée sous forme de dividendes, mais reste dans la filiale.

consacrée au versement net de dividendes ait diminué suite à la crise, elle est restée supérieure aux niveaux atteints avant 2001. Elle a à nouveau atteint un niveau élevé en 2015 et 2017.

**Graphique 3-6 : Transferts nets de revenus, en % de la VA**



Source : BNB, calculs propres du secrétariat

#### **Méthodologie : données non consolidées**

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, d'une part, les opérations entre unités regroupées (distribution de dividendes, versement d'intérêts...) et, d'autre part, les actifs et passifs financiers réciproques.

Dans le cas présent, 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, nous avons dès lors fait le choix d'utiliser des indicateurs nets (Emplois - Ressources) lorsque nécessaire.

Pour les revenus de la propriété, nous déduisons ainsi les dividendes reçus des dividendes versés, les intérêts reçus des intérêts payés, et ainsi de suite. Le montant net obtenu (ci-après dénommé "transfert net de revenu") indique ce que les sociétés non financières ont versé (en cas de solde positif) aux autres secteurs institutionnels et à l'étranger ou reçu (en cas de solde négatif) de ces mêmes acteurs. Exemple : Intérêts payés - Intérêts perçus = Intérêts nets

De même, pour évaluer le patrimoine financier (utilisé en vue de comparer les revenus de la propriété à la structure de financement des sociétés), on déduira les actifs financiers des engagements financiers. Exemple : Crédits et titres de créance (engagements financiers) - Crédits et titres de créances (actifs financiers) = Dette nette.

#### ***Dividendes et intérêts***

La répartition des transferts nets de revenus entre les différents types de revenus ne fournit qu'une information partielle. La hausse observée à certaines périodes des versements nets de dividendes ou d'intérêts peut cacher diverses évolutions :

- une hausse du coût de financement net de ce type de financement (par exemple, une augmentation des dividendes par action)<sup>13</sup> ;
- une modification de la structure de financement des entreprises en faveur de ce type de financement (par exemple, les entreprises se financent davantage au moyen d'actions) ;
- une hausse des capitaux nets engagés relativement à la valeur ajoutée produite – soit un besoin de financement plus important.

Pour comprendre l'origine de leur évolution respective, les principaux types de revenus (dividendes et intérêts) ont dès lors été décomposés en trois parties : le coût de financement net de chaque type de revenus, l'importance de ce type de financement par rapport à l'ensemble des capitaux nets engagés (dettes et capital social<sup>14</sup>) et le rapport de l'ensemble des capitaux nets engagés sur la valeur ajoutée – qui représente un indicateur imparfait du coefficient de capital<sup>15</sup>.

$$\frac{\text{Intérêts nets}}{\text{Valeur ajoutée}} = \frac{\text{Intérêts n.}}{\text{Dettes n.}} \times \frac{\text{Dettes nettes}}{(\text{Dettes n.}^{16} + \text{Actions n.}^{17})} \times \frac{(\text{Dettes n.} + \text{Actions n.})}{\text{Valeur ajoutée}}$$

$$\frac{\text{Dividendes nets}}{\text{Valeur ajoutée}} = \frac{\text{Dividendes n.}}{\text{Actions n.}} \times \frac{\text{Actions nettes}}{(\text{Dettes n.} + \text{Actions n.})} \times \frac{(\text{Dettes n.} + \text{Actions n.})}{\text{Valeur ajoutée}}$$

### **Coût de financement**

Le coût de financement net des sociétés se situe aujourd'hui à un niveau plus faible qu'en 1995. Deux phases distinctes sont néanmoins observées.

Entre 2002 et 2008, une hausse du coût de financement net des sociétés est constatée, qui est imputable à l'augmentation des coûts à la fois de la dette (Graphique 3-7) et du capital social (Graphique 3-9).

Ces coûts ont tous deux fortement diminué par la suite. Le taux d'intérêt net implicite (coût de la dette) fut même négatif entre 2012 et 2014 : les entreprises ont effectivement reçu davantage d'intérêts qu'elles n'en ont versés, malgré une dette nette positive<sup>18</sup>. Cela ne signifie pas que les entreprises se finançaient à un taux négatif (on raisonne en termes nets), mais simplement que le taux auquel les entreprises empruntent était inférieur au taux auquel elles prêtent<sup>19</sup>. Le taux d'intérêt moyen sur les nouveaux crédits accordés aux sociétés non financières est d'ailleurs resté positif, même s'il a baissé de manière continue entre 2009 et fin 2016 (Graphique 3-8). Le coût net du capital social (soit la rémunération du capital investi par les associés ou actionnaires) est également resté relativement faible pendant plusieurs années, avant de connaître une hausse en 2015 et 2017.

<sup>13</sup> Les coûts de financement pour une société correspondent également à une rémunération pour les détenteurs de capitaux. Dans ce cadre, il convient de rappeler que la décision de distribuer des dividendes revient à l'assemblée générale de la société (sous réserve de bénéfices).

<sup>14</sup> Le capital social désigne les ressources apportées à une société par ses associés/actionnaires lors de sa création ou d'augmentations de capital ultérieures. Il correspond à la valeur de l'ensemble des actions de la société.

<sup>15</sup> Les capitaux nets engagés correspondent de manière simplifiée à la différence entre le total des passifs et les actifs financiers, soit – à condition que la valeur nette (qui correspond à la différence entre le total des actifs et le total des passifs) soit nulle – à l'ensemble des actifs non financiers. Cet indicateur se rapproche ainsi du réel indicateur de coefficient de capital (stock de capital net sur la valeur ajoutée).

<sup>16</sup> Crédits et titres de créance (Engagements financiers) – Crédits et titres de créance (Actifs financiers).

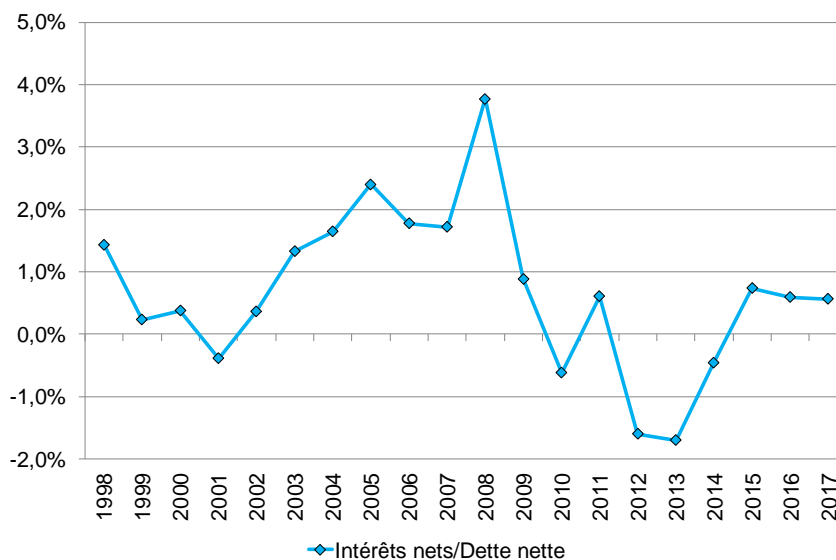
<sup>17</sup> Actions et autres titres de participation dans les engagements financiers – Actions et autres titres de participation détenus dans les actifs financiers (enregistrés à leur valeur de marché).

<sup>18</sup> Les entreprises empruntent davantage qu'elles ne prêtent.

<sup>19</sup> Cette analyse ne tient pas compte de la maturité des prêts reçus ou octroyés, qui a un impact sur les taux d'intérêts fixés.

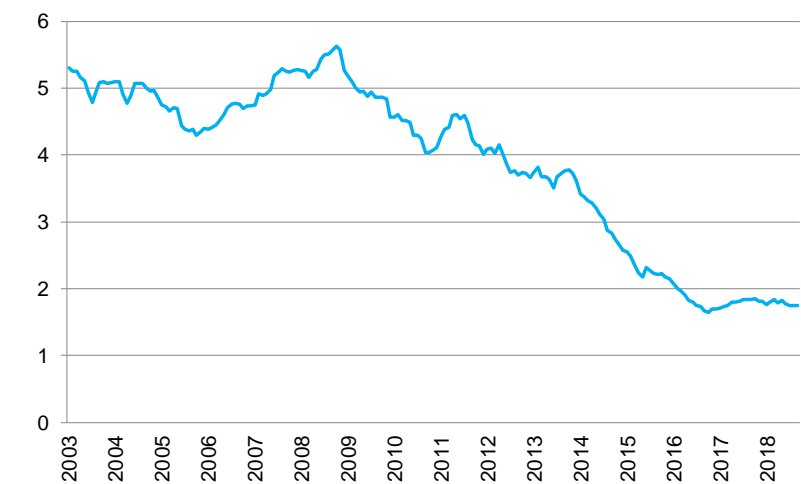
Qu'est-ce qui explique l'évolution à la hausse ou à la baisse de ces coûts de financement net ? Il est intéressant d'établir un parallèle avec la rentabilité des entreprises. C'est l'objet de l'encadré ci-dessous.

**Graphique 3-7 : Coût de financement net de la dette**



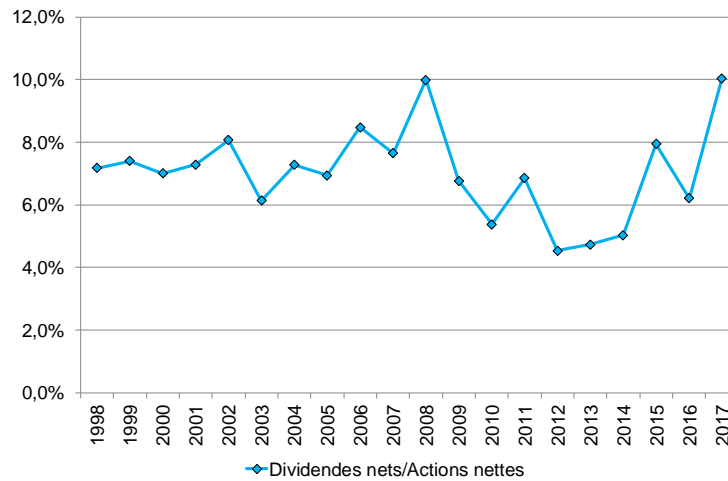
Source : BNB, calculs propres du secrétariat

**Graphique 3-8 : Taux d'intérêt sur les nouveaux crédits aux sociétés non financières (en %)**



— Taux d'intérêt sur les nouveaux crédits des sociétés non financières : Crédits inférieurs à 1 million d'euros, fixation initiale du taux d'une durée supérieure à 5 ans

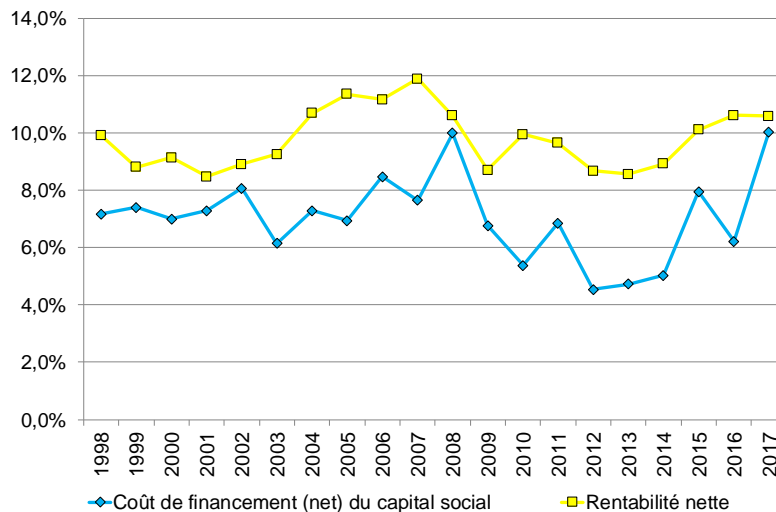
Source : BNB (Observatoire du crédit aux entreprises)

**Graphique 3-9 : Coût de financement net du capital social**

Source : BNB, calculs propres du secrétariat

**Rentabilité et rémunération du capital social**

La rémunération du capital social suit une tendance similaire à l'évolution de la rentabilité nette<sup>20</sup> (Graphique 3-10). Cela indique qu'une part conséquente des hausses de rentabilité constatées est utilisée pour rémunérer les détenteurs de capital social. Inversement, en cas de baisse de la rentabilité, la part consacrée à la distribution de dividendes diminue.

**Graphique 3-10 : Rentabilité nette et coût de financement net du capital social**

Source : BNB, calculs propres du secrétariat

<sup>20</sup> La rentabilité nette des entreprises mesure le rapport entre l'excédent net d'exploitation et le stock de capital net.



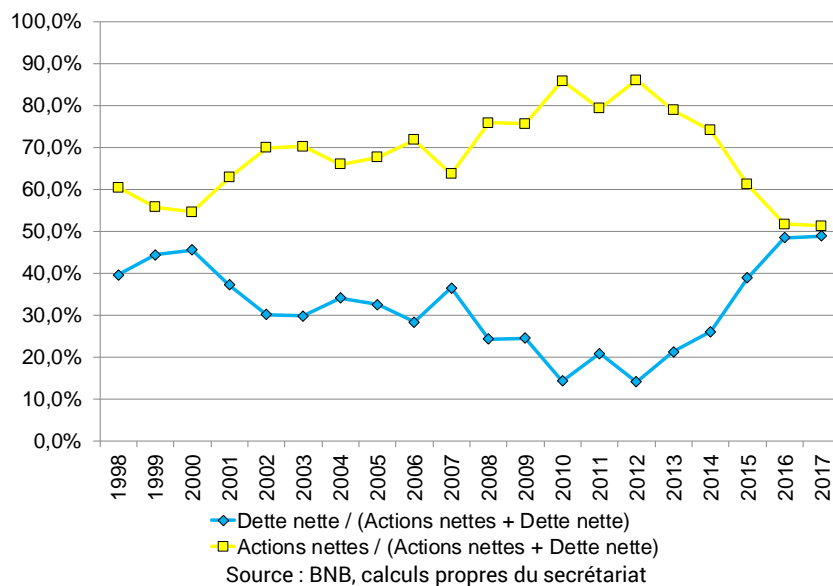
### Structure de financement

Entre 2000 et 2012, l'évolution de la structure de financement des entreprises a été marquée par une croissance régulière des actions nettes, au détriment de la dette nette (Graphique 3-11). L'entrée en application en 2006 de la déduction fiscale pour capital à risque (intérêts notionnels)<sup>21</sup> a sans doute joué un rôle important dans cette évolution, en engendrant une hausse des fonds propres<sup>22</sup> détenus par les sociétés et une forte augmentation des prêts octroyés par les sociétés de financement<sup>23</sup> (cf. encadré).

Depuis 2013, la tendance s'est néanmoins inversée, ce qui s'explique notamment par le caractère moins avantageux de la déduction fiscale (Duprez et Van Nieuwenhuyze, 2016) : cet avantage s'est surtout affaibli à la suite de la baisse des taux d'intérêt à long terme des obligations publiques belges auxquels il est associé.

Par ailleurs, depuis l'exercice d'imposition 2013, les entreprises ne peuvent plus reporter à un exercice ultérieur des intérêts dont le montant dépasse la base imposable, ce qui a également réduit l'attractivité des intérêts notionnels (Rubbrecht et Vivet, 2016). Plus récemment, la loi du 25 décembre 2017 portant réforme de l'impôt des sociétés a également apporté des modifications à cette mesure. À partir de 2018, seul le capital supplémentaire issu d'augmentations de capital est pris en compte. Un calcul est opéré sur la base de l'évolution de la moyenne des capitaux propres au cours des 5 dernières années d'activités.

Graphique 3-11 : Structure de financement



<sup>21</sup> La déduction fiscale autorise les sociétés établies en Belgique à déduire de leur base imposable un montant d'intérêts fictifs calculés sur leurs fonds propres « corrigés ». En général, le taux de la déduction pour capital à risque est égal au taux moyen des obligations linéaires à dix ans émises par l'État belge.

<sup>22</sup> Les fonds propres ne comprennent pas uniquement le capital social, mais également les réserves et les bénéfices reportés.

<sup>23</sup> Ce qui diminue la dette nette.

**Impact de la déduction fiscale pour capital à risque**

L'accroissement du degré d'indépendance financière des sociétés non financières (soit la part des fonds propres dans le passif) observé jusqu'en 2013 s'explique par la forte présence en Belgique de sociétés exerçant la fonction de « banquier interne » au sein d'un groupe international (sociétés de financement) suite à l'instauration de la déduction fiscale pour capital à risque<sup>24</sup>.

Une analyse de la BNB (Rubbrecht et Vivet, 2016) montre que cette déduction fiscale a permis d'attirer en Belgique une grande quantité de capitaux étrangers, essentiellement au profit de grandes entreprises. Le plus gros afflux de capitaux propres a été observé dans la branche « activités des sièges sociaux », mais des entreprises industrielles ont également endossé un rôle de centre financier pour leur groupe.

Les sociétés de financement disposent de capitaux propres très élevés grâce à des prises de participation des autres entités du groupe – rémunérées sous forme de dividendes. Ces capitaux sont utilisés pour octroyer des prêts – dont le rendement ne dépasse que de peu le taux des obligations d'État (Burggraev et al., 2008) – aux autres sociétés du groupe. De par leur activité, ces sociétés affichent en moyenne un rendement de leurs capitaux propres<sup>25</sup> assez faible, ce qui pourrait avoir un impact sur la rémunération du capital.

Au vu de leurs caractéristiques, les sociétés de financement influencent la répartition globale de l'EBE (hausse de la distribution nette de dividendes et des bénéfices réinvestis d'investissements directs étrangers, baisse des intérêts nets due à l'augmentation des intérêts reçus pour les prêts octroyés). Il serait utile de les éliminer pour obtenir une meilleure vue sur la façon dont les entreprises qui mènent une activité économique (non financière) sur le territoire belge utilisent leurs profits.

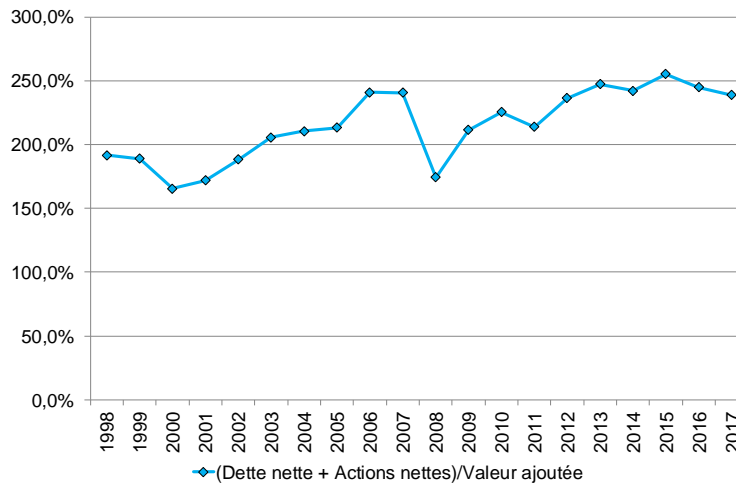
**Capitaux nets engagés**

Il a déjà été constaté plus haut que le coefficient de capital s'était accru depuis la crise (Graphique 3-5). Davantage de capital étant requis pour produire une même valeur ajoutée, le besoin de financement s'est également accru, ce qui s'est traduit par une hausse des transferts de revenus (Graphique 3-12).

---

<sup>24</sup> L'objectif de cette mesure était notamment d'offrir une alternative aux centres de coordination, dont le régime fiscal particulier était amené à disparaître.

<sup>25</sup> Le rendement des capitaux propres mesure le rapport entre le résultat net et les capitaux propres investis. Il indique ainsi le rendement que l'entreprise tire de l'investissement de ses propriétaires.

**Graphique 3-12 : (Actions nettes + Dette nette) / Valeur ajoutée**

Source : BNB, calculs propres du secrétariat

En résumé, l'évolution à la hausse de la part des transferts nets de revenus dans l'excédent brut d'exploitation s'explique par trois facteurs :

- Le coût de financement net des sociétés (tant les intérêts que les dividendes) a augmenté au début des années 2000, atteignant un pic en 2008. Le coût de financement a baissé considérablement par la suite. Une hausse du coût net du capital social a toutefois été observée en 2015 et 2017.
- La structure de financement a fortement évolué, avec un financement croissant par actions entre 2000 et 2012. Or, le coût net de ce mode de financement est plus élevé (comme le montre la comparaison du Graphique 3-7 avec le Graphique 3-9), même s'il a globalement baissé depuis la crise. La tendance s'est toutefois inversée depuis 2013. En 2017, la structure de financement des entreprises est similaire à celle observée en 2000.
- Le rapport de l'ensemble des capitaux nets sur la valeur ajoutée a augmenté sur l'ensemble de la période.

### **Bénéfices réinvestis d'investissements directs étrangers**

Les bénéfices réinvestis d'investissements directs étrangers (IDE) correspondent à la partie des bénéfices de la société filiale étrangère (dénommée "entreprise d'investissements directs étrangers<sup>26</sup>") qui n'est pas distribuée sous forme de dividendes, mais reste dans la filiale. 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.

La méthode de calcul des bénéfices réinvestis d'IDE est approximativement la suivante : [Résultat dégagé au cours d'une année - Dividendes versés (sur base des résultats de l'année précédente)] x Poids de la participation étrangère au capital social. Les bénéfices réinvestis peuvent être négatifs lorsque l'entreprise d'IDE dégagne 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

<sup>26</sup> Une entreprise d'investissements directs étrangers est une entreprise constituée ou non en société dans laquelle un investisseur résident d'une autre économie détient 10 % ou plus des parts ordinaires ou des actions avec droit de vote dans le cas d'une entreprise constituée en société.

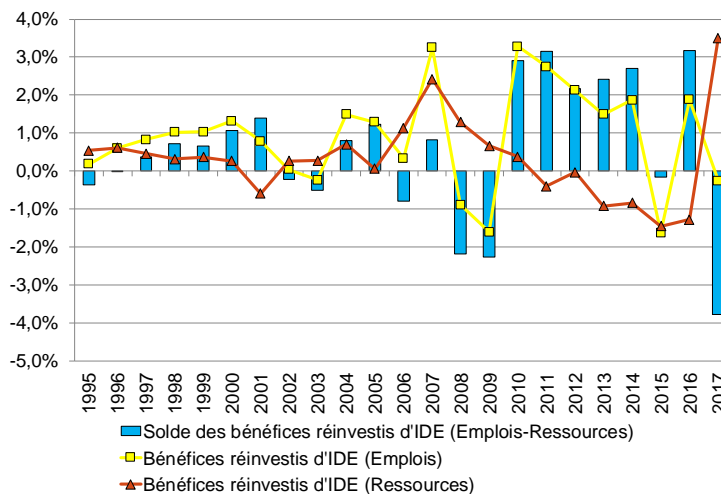
positifs sont considérés comme une injection de capital dans l'entreprise d'IDE par l'investisseur direct, les bénéfices réinvestis négatifs sont considérés comme un retrait de capital.

Sur base du Graphique 3-13, on constate que le solde des bénéfices réinvestis d'IDE (en % de la valeur ajoutée) a chuté en 2008-2009 avant de s'établir à un niveau élevé de 2010 à 2016, à l'exception de l'année 2015. En 2008-2009, les bénéfices négatifs s'expliquent par les mauvais résultats des entreprises en période de crise (aggravés en 2008 par la distribution importante de dividendes basés sur les résultats de l'année précédente). À la sortie de la crise, les résultats des entreprises s'améliorent mais les dividendes n'ont pas encore suivi, ce qui génère d'importants bénéfices réinvestis. En 2015 et 2017 – contrairement à 2016 –, les bons résultats des entreprises établies en Belgique ont été accompagnés par une distribution importante de dividendes, ce qui a entraîné une baisse des bénéfices réinvestis entrants (Emplois).

Une des raisons de l'importance de ces mouvements ces dernières années réside dans les fortes prises de participation étrangères en Belgique entre 2008 et 2012, suite à l'instauration de la déduction fiscale pour capital à risque. Depuis 2013, les investissements directs étrangers entrants ont néanmoins reflué (Duprez et Van Nieuwenhuyze, 2016).

L'année 2017 est marquée par une baisse importante des bénéfices nets (Emplois – Ressources), due à la forte hausse des bénéfices réinvestis d'IDE liés aux participations des entreprises belges dans des entreprises étrangères (Ressources). Deux facteurs expliquent cette évolution<sup>27</sup>. D'une part, l'année 2017 présente une tendance générale d'amélioration du profit des entités étrangères dans lesquelles des entreprises belges détiennent des participations. D'autre part, une multinationale belge avait reçu des dividendes exceptionnellement élevés de ses filiales étrangères en 2016, ce qui n'a plus été le cas en 2017. En conséquence, les bénéfices réinvestis d'IDE (qui, pour rappel, correspondent à la différence entre le profit et les dividendes distribués) se sont inscrits en forte hausse en 2017.

**Graphique 3-13 : Bénéfices réinvestis d'investissements directs étrangers, en % de la VA**

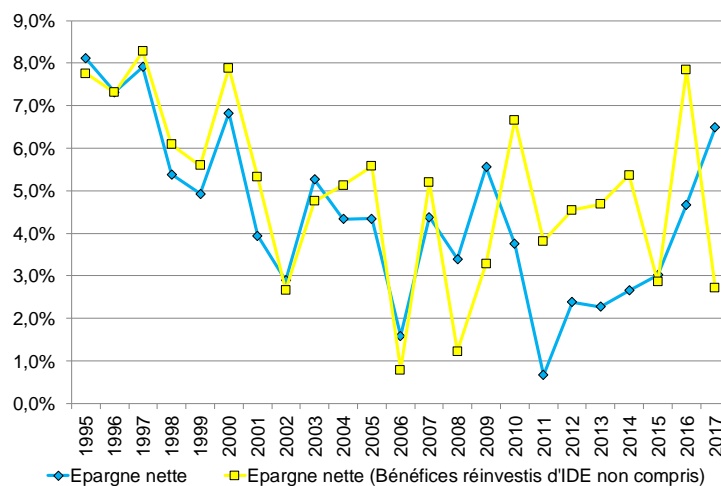


<sup>27</sup> Informations communiquées par la Banque nationale de Belgique, le 3 décembre 2018.

### Qu'est-ce que cela implique pour nos travaux ?

La création des bénéfices réinvestis d'IDE répond à un choix comptable : les bénéfices dégagés par l'entreprise d'investissement direct sont réputés constituer le revenu de l'investisseur direct (proportionnellement à la part du capital qu'il détient dans l'entreprise d'investissement), que ces bénéfices lui soient versés ou soient réinvestis dans l'entreprise. Sur le Graphique 3-14, on observe que, si on ne tenait pas compte du solde des bénéfices réinvestis d'IDE (trait jaune), l'évolution de l'épargne se serait avérée plus lisse au cours des 15 dernières années – sans pour autant changer notre constat de départ, soit la baisse tendancielle de l'épargne nette au cours des 20 dernières années, et le sursaut observé en 2016.

Graphique 3-14 : Épargne nette, en % de la VA

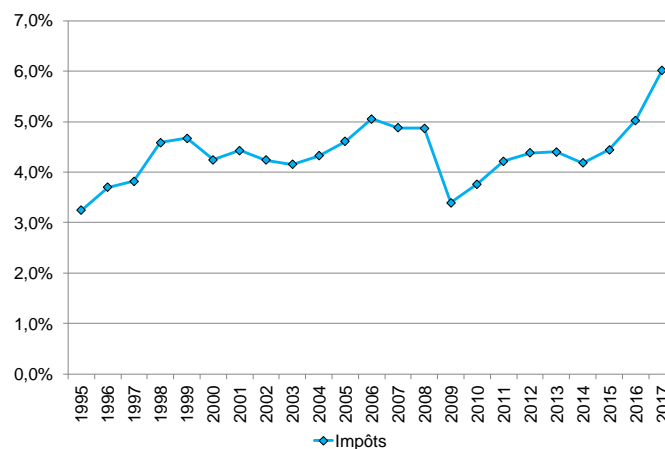


Source : BNB, calculs propres du secrétariat

### 3.1.3 Impôts

Stable depuis le début des années 2000, la part de la valeur ajoutée des sociétés non financières consacrée au versement d'impôts a chuté en 2009, avant un lent redressement (Graphique 3-15). Le montant des impôts versés s'est sensiblement accru en 2017.

Graphique 3-15 : Impôts, en % de la VA



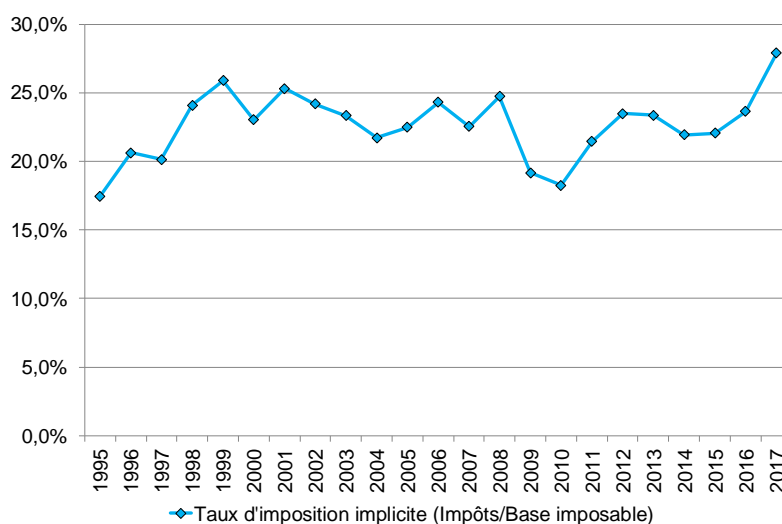
Source : BNB, calculs propres du secrétariat

Cette évolution peut refléter une modification du taux d'imposition des sociétés, mais aussi une variation de la base imposable. L'indicateur a par conséquent été décomposé entre le taux d'imposition implicite des sociétés<sup>28</sup> et l'évolution de la part de la base imposable dans la valeur ajoutée.

$$\frac{\text{Impôts}}{\text{Valeur ajoutée}} = \frac{\text{Impôts}}{\text{Base imposable}} \times \frac{\text{Base imposable}^{29}}{\text{Valeur ajoutée}}$$

Dans la seconde moitié des années 90, l'augmentation du taux d'imposition implicite des sociétés (Graphique 3-16) génère une hausse de la part des impôts dans la valeur ajoutée. Après une période relativement stable, la crise a provoqué une chute de la base imposable (Graphique 3-17), suivie d'une baisse du taux d'imposition implicite des sociétés, de 23,5% en moyenne à 18% (cf. encadré ci-après). Si le taux d'imposition implicite est revenu à son niveau moyen en 2012, il faut attendre 2015 pour que la base imposable revienne à un niveau conséquent. En 2017, la hausse des impôts versés est principalement due à une augmentation du taux d'imposition implicite et est attribuée à la vive augmentation des versements anticipés des entreprises – ce qui génère un surcroît temporaire de recettes fiscales (BNB 2017, p.8).

**Graphique 3-16 : Taux d'imposition implicite**

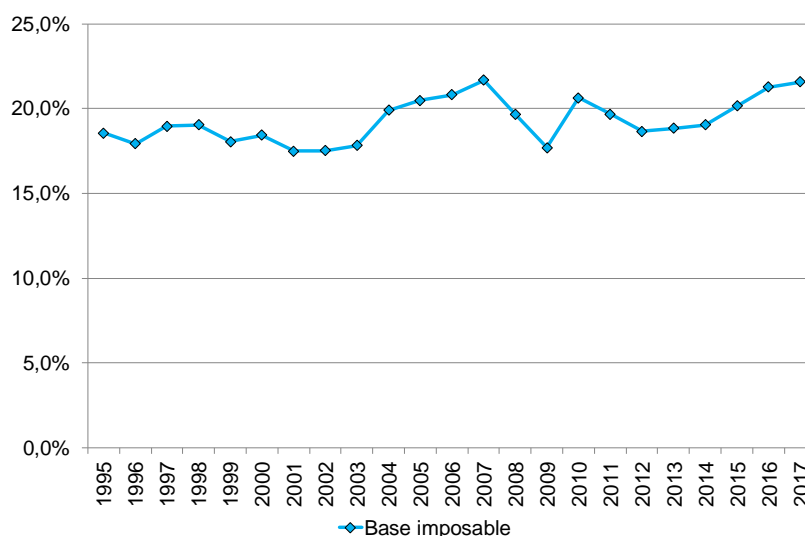


Source : BNB, calculs propres du secrétariat

<sup>28</sup> Impôts sur base imposable

<sup>29</sup> La base imposable de l'impôt des sociétés correspond à l'excédent net d'exploitation et au solde des revenus de la propriété (hors dividendes) – reçus moins versés – du secteur des sociétés et quasi sociétés. Nous reprenons ici la méthodologie de calcul de la BNB (CCE 2012-0224).

Graphique 3-17 : Base imposable, en % de la VA



Source : BNB, calculs propres du secrétariat

**Evolution du taux d'imposition implicite des sociétés pendant la crise<sup>30</sup>**

Alors que la base imposable des entreprises a diminué dès 2008 parallèlement à leur rentabilité, le taux d'imposition implicite des sociétés s'est d'abord accru avant de chuter au cours des deux années suivantes. Comment l'expliquer ? Le taux d'imposition implicite se calcule en rapportant les impôts payés (numérateur) à la base imposable (dénominateur). La base imposable correspond à la somme des résultats positifs et négatifs des entreprises.

En 2008, la mauvaise conjoncture a accru le nombre de sociétés en perte, diminuant la base imposable. Comme l'impôt ne peut pas être négatif (dans le pire des cas, les sociétés en perte ne paient pas d'impôt), le numérateur (impôts payés) a moins diminué. Ceci a donc eu pour conséquence d'augmenter le taux d'imposition implicite des sociétés.

En 2009, certaines sociétés ont demandé un remboursement des versements anticipés effectués en 2008, versements pour lesquels les effets de la crise n'avaient été pas pris en compte. Ces remboursements ont contribué à réduire les dépenses fiscales de 2009. Dès lors, le taux d'imposition des sociétés a chuté.

Lorsque la conjoncture s'est améliorée en 2010, la base imposable a augmenté, mais les sociétés ont continué à payer moins d'impôts car elles ont la possibilité de reporter leurs pertes. Par conséquent, le taux d'imposition implicite est resté faible.

<sup>30</sup> Pour plus d'explications, se référer à : CONSEIL CENTRAL DE L'ECONOMIE (2012), Méthodologies utilisées pour le calcul des taux d'imposition implicites, [CCE 2012-0224](#).

## 4 Epargne nette et 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 qui a été constituée à partir du processus d'exploitation. L'autofinancement constitue la principale source de financement des entreprises<sup>31</sup>.

Il ressort de l'analyse des comptes nationaux que l'épargne nette des entreprises a baissé depuis 1995, diminuant ainsi leur capacité d'autofinancement. Cette évolution de la répartition de l'EBE a-t-elle eu un impact sur l'investissement ?

L'épargne nette et l'investissement net<sup>32</sup> apparaissent corrélés : ils évoluent tous deux globalement à la baisse depuis 20 ans relativement à la valeur ajoutée (Graphique 4-1). A l'exception des années 2009 et 2010 – marquées par une hausse de l'épargne et une chute des investissements –, les investissements nets en capital fixe suivent un mouvement similaire à celui de l'épargne. Comme l'épargne, les investissements se sont redressés à partir de 2014. Depuis lors, le solde de financement<sup>33</sup> est ainsi proche de 0, ce qui indique que l'épargne nette dégagée s'est traduite en investissements au cours des quatre dernières années.

Il convient toutefois de remarquer que le lien de causalité entre épargne et investissement n'est pas établi. Pour des entreprises qui sont contraintes financièrement, l'épargne constituée est susceptible d'influencer fortement la politique d'investissement. À l'inverse, les entreprises peuvent également anticiper leurs besoins d'investissement et adapter le niveau d'épargne nette requis en conséquence (en agissant sur les prix, les coûts ou la distribution des bénéfices par exemple).

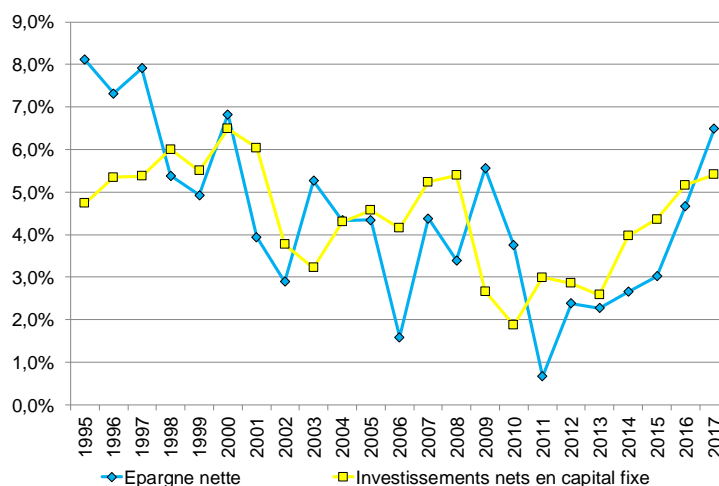
---

<sup>31</sup> En Belgique, selon une enquête annuelle menée par la Banque européenne d'investissement auprès des chefs d'entreprises, près de 60% des investissements ont été financés en interne en 2016 (EIB Group Survey on Investment and Investment Finance 2016 - Country Overview "Belgium").

<sup>32</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.

<sup>33</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.



**Graphique 4-1 : Epargne nette et investissements nets, en % de la VA**

Source : BNB, calculs propres du secrétariat

### Investissements en fonction de la taille des entreprises : données complémentaires sur base des comptes annuels

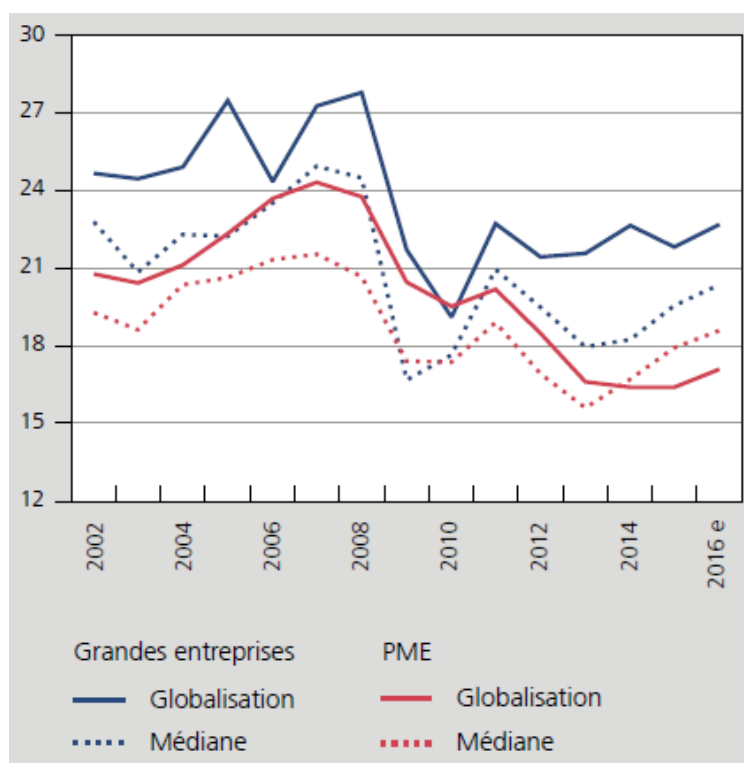
Les données agrégées issues des comptes nationaux ne permettent pas de distinguer les entreprises en fonction de leur taille. Bien que s'appuyant sur des données différentes, l'étude des comptes annuels des sociétés non financières réalisée par la BNB fournit des informations supplémentaires à cet égard (Heuse et Vivet 2017).

L'effort d'investissement des entreprises peut être approché dans les comptes annuels par le taux de renouvellement des immobilisations corporelles, qui rapporte les acquisitions réalisées au cours d'un exercice à la valeur comptable du stock à la fin de l'exercice précédent<sup>34</sup> (Graphique 4-2).

La hausse de la valeur médiane de cet indicateur au sein des PME et des grandes entreprises à partir de 2014 marque une reprise des efforts d'investissement dans la majorité des entreprises, même si l'indicateur global est quant à lui resté assez stable. Dans les grandes entreprises, le taux d'investissement est demeuré globalement assez stable depuis le début de la décennie, s'établissant à des niveaux nettement en deçà de ceux observés avant la crise. Dans le groupe des PME, l'indicateur globalisé a stagné à un niveau historiquement bas entre 2013 et 2015, avant de se redresser en 2016.

<sup>34</sup> Les amortissements réalisés ne sont donc pas pris en compte, contrairement aux investissements nets (indicateur utilisé dans la présente analyse).

Graphique 4-2 : Taux de renouvellement des immobilisations corporelles



Source : Heuse et Vivet (2017, p.131)

## 5 Conclusion

La baisse de la part des rémunérations salariales dans la valeur ajoutée et la hausse des subventions sur la production ont généré une hausse de l'excédent brut d'exploitation des entreprises (en pourcentage de la valeur ajoutée). Il apparaît important de comprendre à quoi cette hausse de l'EBE a pu être utilisée.

Le présent travail s'est dès lors attaché à détailler la manière dont les entreprises utilisent les profits réalisés. Ces revenus sont affectés à diverses dépenses (entretien et renouvellement du capital existant, rémunération du capital, paiement des impôts), dont l'épargne nette constitue le solde. Cette épargne pourra elle-même servir différents objectifs : le remboursement de dettes, l'investissement productif ou encore l'acquisition d'actifs financiers.

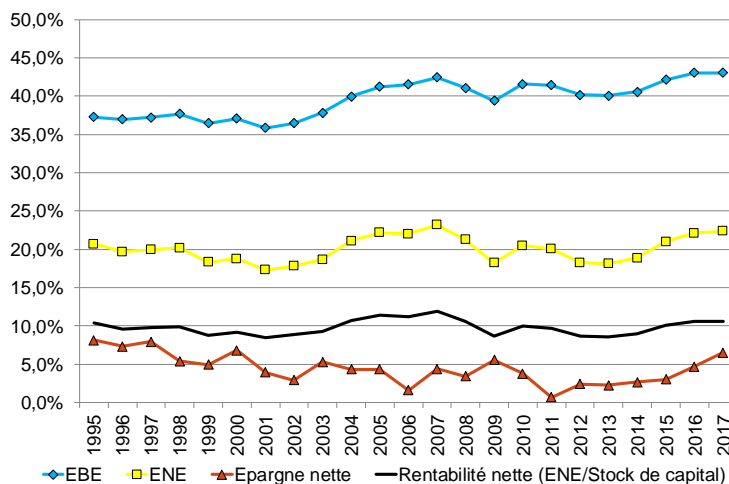
Malgré la hausse tendancielle de l'excédent brut d'exploitation au cours de la période observée (1995-2017), l'épargne nette dégagée par les entreprises s'est réduite (Graphique 5-1). Deux facteurs expliquent cet état de fait.

Premièrement, la baisse de la durée de vie des actifs a généré une hausse du taux d'amortissement. En outre, le coefficient de capital<sup>35</sup> a légèrement augmenté sur la période. Par conséquent, la part des amortissements dans la valeur ajoutée s'est accrue. Lorsque les amortissements sont déduits de l'excédent brut d'exploitation pour obtenir l'excédent net d'exploitation (ENE), on constate d'ailleurs que la part de l'ENE dans la valeur ajoutée n'a pas sensiblement augmenté en 20 ans – malgré deux

<sup>35</sup> Le coefficient de capital (ou *capital-output ratio*) des entreprises est mesuré par le rapport entre le stock de capital net et la valeur ajoutée. Il représente le montant des capitaux à engager pour générer une unité monétaire supplémentaire de valeur ajoutée.

périodes de hausse (entre 2003 et 2007, et depuis 2014). La même conclusion s'applique à la rentabilité nette des entreprises – mesurée en rapportant l'ENE au stock de capital afin de prendre en compte l'intensité capitaliste des entreprises (Graphique 5-1).

**Graphique 5-1 : Excédent d'exploitation, épargne nette (en % de la VA) et rentabilité nette**



Source : BNB, calculs propres du secrétariat

Bien que cette analyse soit restreinte à la Belgique, il est intéressant de remarquer que notre pays ne constitue pas un cas isolé. Dans ses dernières perspectives de l'emploi (OCDE 2018), l'OCDE observe également une contraction de la part du travail dans la valeur ajoutée au sein de la plupart des pays de l'OCDE au cours des deux dernières décennies. Cette baisse de la part salariale serait principalement due à l'accroissement de l'intensité capitaliste des entreprises. Trois raisons sont avancées par l'OCDE : les progrès technologiques ont généré une substitution du capital au travail (à travers la baisse des prix des biens d'équipement) ; la plus grande participation dans les chaînes globales de valeur a entraîné une externalisation des activités les plus intensives en travail ; enfin, les entreprises situées à la frontière technologique, généralement plus intensives en capital<sup>36</sup>, ont accru leurs parts de marché (dynamique du « winner-takes-most »<sup>37</sup>).

Deuxièmement, les transferts nets de revenus ont pris davantage d'importance à partir du début des années 2000. Jusqu'en 2008, la hausse des transferts nets de revenus est principalement due à la forte augmentation de la distribution nette de dividendes et, dans une moindre mesure, aux paiements accrus d'intérêts nets. C'est une hausse de la rémunération du capital (soit les coûts de financement des entreprises) qui en est à l'origine, en cette période de conjoncture économique favorable.

Bien que les coûts de financement aient fortement baissé à partir de 2009, le niveau des dividendes et intérêts versés est resté relativement élevé par après. En cause, l'augmentation de l'ensemble des capitaux nets engagés et l'évolution (temporaire) de la structure de financement en faveur du capital social – plus coûteux – due à l'utilisation importante de la déduction fiscale pour capital à risque (qui encourage fiscalement la constitution de fonds propres). Le niveau important des transferts nets de revenus observé après la crise est également imputable à la hausse des bénéfices réinvestis d'investissements directs étrangers.

<sup>36</sup> Soit parce que les coûts fixes de la main-d'œuvre nécessaire à la production sont répartis sur une plus grande production, soit parce que ces entreprises – de par leur position dominante – réalisent des marges plus élevées.

<sup>37</sup> Soit le processus par lequel les entreprises les plus productives capturent une part importante du marché.

Le caractère moins avantageux de la déduction fiscale pour capital à risque ces dernières années et le maintien de coûts de financement faibles ont toutefois eu une conséquence positive : en 2016, la hausse de l'excédent brute d'exploitation s'est enfin traduite par une augmentation de l'épargne nette des sociétés non financières. Cette hausse de l'épargne nette s'est poursuivie en 2017, en dépit de l'augmentation du coût net du capital social.

### **Lien avec l'investissement**

L'épargne nette constitue un des déterminants de l'investissement des entreprises, car elle leur offre la possibilité d'autofinancer leurs projets d'investissements. La baisse de l'épargne nette sur la période étudiée s'est accompagnée d'une baisse des investissements nets, même si le sens de la corrélation n'est pas établi. Les investissements nets se sont fortement contractés pendant la crise et au cours des années qui ont suivi. Les investissements nets se sont enfin relevés à partir de 2014, accompagnant la hausse récente de l'épargne nette.

## **6 Bibliographie**

BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE (2017), Aspects budgétaires et macroéconomiques de la réforme de l'impôt des sociétés en Belgique, Décembre 2017.

BAUGNET, V. et T. DE KEYSER (2016), « Marges bénéficiaires des entreprises : évolution récente dans un contexte de faible inflation », *BNB Revue économique*, septembre 2015.

BIATOUR, B. et C. KEGELS (2017), « Growth and Productivity in Belgium », *Working paper 11-17*, Bureau Fédéral du Plan.

BURGGRAEVE, K., P. JEANFILS, K. VAN CAUTER et L. VAN MEENSEL (2008), « Impact macroéconomique et budgétaire de la déduction fiscale pour capital à risque », *BNB Revue économique*, septembre 2008, pp. 7-49.

CONSEIL CENTRAL DE L'ECONOMIE (2012), « Méthodologies utilisées pour le calcul des taux d'imposition implicites », [CCE 2012-0224](#).

DUPREZ, C., et C. VAN NIEUWENHUYZE, (2016), « Les entrées et sorties d'investissements directs étrangers en Belgique », *BNB Revue économique*, septembre 2016, pp. 49-67.

HEUSE, P., et D. VIVET (2017), « Evolutions récentes de la situation financière des entreprises et des liens de participation », *BNB Revue économique*, décembre 2017, pp. 119-148.

OCDE (2012), « Partage de la valeur ajoutée entre travail et capital : Comment expliquer la diminution de la part du travail ? », dans *Perspectives de l'emploi de l'OCDE 2012*, Éditions OCDE.

OCDE (2018), « Labour share developments over the past two decades: The role of technological progress, globalisation and "winner-takes-most" dynamics », dans *Perspectives de l'emploi de l'OCDE 2018*, Éditions OCDE.

OLLIVAUD, P., Y. GUILLEMETTE et D. TURNER (2016), « Links between weak investment and the slowdown in productivity and potential output growth across the OECD », *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1304, OECD Publishing, Paris.

RUBBRECHT, I., et D. VIVET (2016), « Résultats et situation financière des entreprises en 2015 », *BNB Revue économique*, décembre 2016, pp. 129-169.

## 7 Annexe

Tableau 7-1 : Données issues des comptes nationaux<sup>38</sup> (en millions d'euros)

	1998	2007	2017
<b>Comptes de distribution et d'utilisation du revenu</b>			
<b>Valeur ajoutée brute</b>	126.188	192.448	243.608
- Rémunération des salariés	78.755	114.778	147.420
- Impôts sur la production et les importations	2.337	2.429	3.292
+ Subventions sur la production	-2.438	-6.402	-12.000
<b>= Excédent brut d'exploitation</b>	47.534	81.643	104.897
- Consommation de capital fixe (Amortissements)	22.038	37.037	50.411
- Revenus nets de la propriété (Emplois - Ressources)			
Intérêts (versés - reçus)	1.365	2.893	1.596
Revenus distribués des sociétés	10.470	22.538	29.870
Bénéfices réinvestis d'IDE	894	1.576	-9.189
Autres revenus d'investissements	-97	-290	-299
Loyers	219	319	645
Restant	72	-247	1.410
Rev. de la propriété (Ressources)			
Intérêts (reçus)	7483	12562	9706
Revenus distribués des sociétés	7080	12051	13712
Bénéfices réinvestis d'IDE	398	4668	8549
Autres revenus d'investissements	211	290	299
Loyers	34	156	289
Rev. de la propriété (Emplois)			
Intérêts (versés)	8.849	15.455	11.302
Revenus distribués des sociétés	17.550	34.588	43.582
Bénéfices réinvestis d'IDE	1.292	6.244	-640
Autres revenus d'investissements	114	0	0
Loyers	252	475	934
<b>- Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, ...</b>	<b>5781,8</b>	<b>9390,4</b>	<b>14657,1</b>
<b>= Epargne nette</b>	<b>6.790</b>	<b>8.428</b>	<b>15.796</b>
<b>Compte de capital</b>			
Formation nette de capital	8.708	14.350	17.885
<b>Stock de capital</b>			
Actifs fixes totaux nets (Actifs non financiers)	257.675	375.349	514.854
<b>Comptes financiers</b>			
Actions nettes (Engagements financiers - Actifs)	146.080	294.626	297.575
Dettes nettes (Engagements financiers - Actifs)	95.647	168.576	283.952

Source : BNB, calculs propres du secrétariat

<sup>38</sup> Ce tableau reprend, à titre d'exemple, les données principales issues de la comptabilité nationale pour trois années différentes : 1998 (première année avec des données disponibles pour les comptes financiers), 2007 et 2016 (dernière observation disponible).