

CRB 2024-0290

25 jan.  
2024

# VERSLAG

**De margevoet, de rentabiliteit en de macroeconomische  
situatie van de ondernemingen**



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)

## Inhoudsopgave

<b>1</b>	<b>Inleiding</b> .....	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>BEO en brutomargevoet</b> .....	<b>3</b>
<b>3</b>	<b>Verdeling van het BEO</b> .....	<b>9</b>
3.1	Afschrijvingen.....	10
3.2	Netto-inkomstenoverdrachten .....	13
<b>4</b>	<b>Nettorentabiliteit</b> .....	<b>19</b>
<b>5</b>	<b>Rentabiliteit, investeringen en werkgelegenheid</b> .....	<b>22</b>
<b>6</b>	<b>Bibliografie</b> .....	<b>29</b>
<b>7</b>	<b>Lexicon</b> .....	<b>30</b>

# 1 Inleiding

Dit verslag, dat steunt op de gegevens van de nationale rekeningen<sup>1</sup>, heeft tot doel de macro-economische situatie van de ondernemingen te verduidelijken door ze in een historisch perspectief en binnen de context van een internationale vergelijking met onze belangrijkste buurlanden (Duitsland, Frankrijk en Nederland) te plaatsen. Hoe evolueerde de gezondheid van de in België gevestigde ondernemingen? Hebben de creatie en de verdeling van de toegevoegde waarde binnen de bedrijven die laatste in staat gesteld om een rentabiliteit te genereren die een stabiele werkgelegenheid en een investeringsdynamiek waarborgt? Een definitie van de belangrijkste gebruikte termen wordt gegeven in het lexicon aan het einde van het document.

In het kader van het Verslag Werkgelegenheid-Concurrentievermogen 2023 heeft de Centrale Raad voor het Bedrijfsleven de oorzaken en gevolgen van de inflatie grondig bestudeerd, evenals de impact ervan op de margevoet en de rentabiliteit van de ondernemingen. We verwijzen dan ook naar dat verslag (CRB 2023) voor een gedetailleerde analyse van de factoren achter de recente ontwikkeling van de hier gepresenteerde indicatoren.

## 2 BEO en brutomargevoet

De door de ondernemingen gegenereerde toegevoegde waarde stemt overeen met de rijkdom die in een economie wordt gecreëerd. De toegevoegde waarde dient in de eerste plaats om de werknemers te belonen (de factor arbeid). Het verkregen saldo, na aftrek van de belastingen op de productie (min de productiesubsidies), stemt overeen met het resultaat van het exploitatieproces, m.a.w. hetgeen door de onderneming wordt gegenereerd dankzij haar courante activiteit. Dit is het bruto-exploitatieoverschot (BEO). Het BEO wordt vervolgens aan diverse uitgaven toegewezen: de afschrijvingen, de betaling van belastingen, de vergoeding van het kapitaal, de opbouw van een nettospaartegoed dat o.a. dient om de productieve investeringen te financieren (via zelffinanciering).

---

<sup>1</sup> De gegevens zijn beschikbaar tot 2022. De gegevens m.b.t. het jaar 2022 zijn voorlopige gegevens.

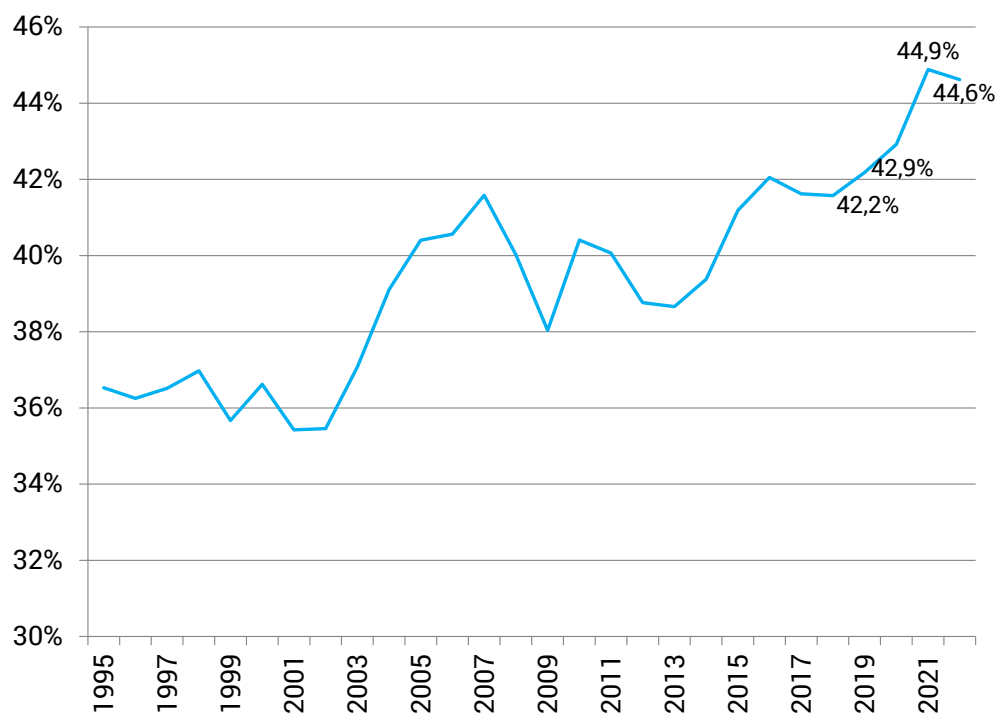
### ***Een regelmatige stijging van de brutomargevoet***

De brutomargevoet wordt gemeten door het BEO te verhouden tot de (bruto) toegevoegde waarde. Hij stemt eenvoudiger gezegd overeen met het deel van de toegevoegde waarde dat aan het kapitaal toekomt.

Historisch gezien volgt de brutomargevoet van de in België gevestigde vennootschappen een opwaartse tendens. In 1995 bedroeg hij zowat 36%, en daarna is hij geleidelijk opgelopen naar een nooit eerder bereikt niveau in 2021 en 2022 (Grafiek 2-1).

De brutomargevoet steeg van 42,2% in 2019 tot 44,9% in 2021. In de eerste helft van 2022 bleef hij op een hoog niveau, alvorens te beginnen dalen. Op jaarbasis liep de margevoet van de Belgische niet-financiële vennootschappen in 2022 terug (44,6%) in vergelijking met 2021. Niettemin blijft hij boven zijn niveau van 2019.

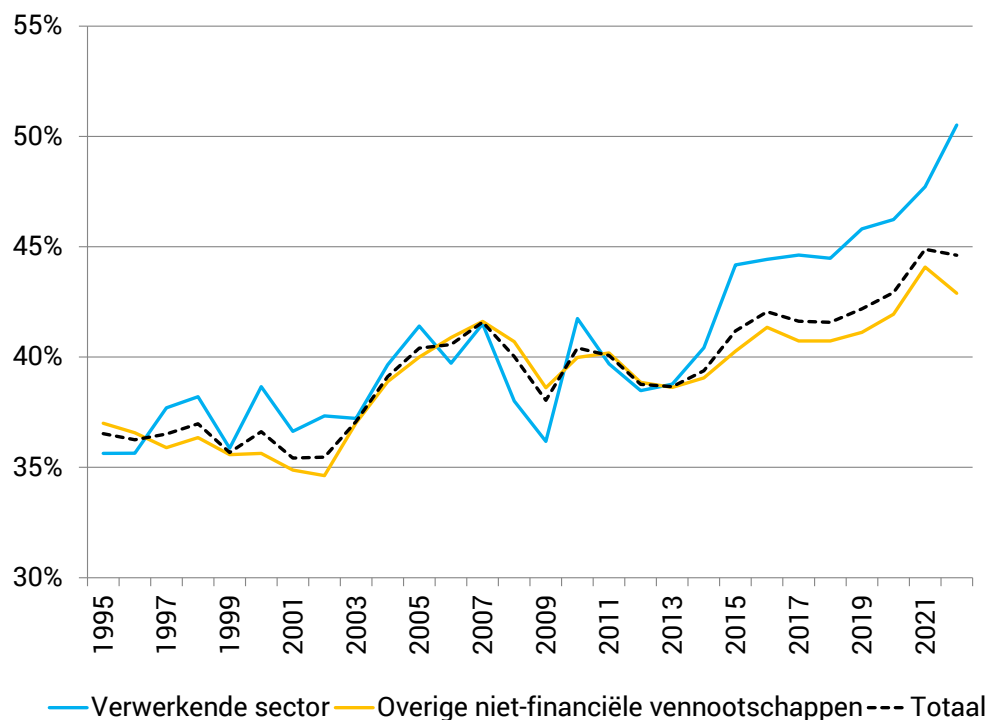
**Grafiek 2-1: Brutomargevoet van de Belgische niet-financiële vennootschappen**



Bronnen: NBB. Eigen berekeningen van het secretariaat.

De stijging van de brutomargevoet wordt zowel in de verwerkende sector als in de andere niet-financiële vennootschappen waargenomen (Grafiek 2-2). Een analyse van de margevoeten op sectorniveau<sup>2</sup> van de NBB bevestigt dat de brutomargevoet zowel in de verwerkende industrie als in de marktdiensten en de bouwsector sinds 1995 is toegenomen (De Keyser et al. 2023, p. 5).

**Grafiek 2-2: Brutomargevoet in de verwerkende sector en in de andere niet-financiële vennootschappen**



Bronnen: NBB. Eigen berekeningen van het secretariaat.

### Achter de macro-economische margevoet gaan verschillen tussen vennootschappen schuil

De macro-economische margevoet kan worden beïnvloed door een klein aantal grote ondernemingen. In België is de top 1% van de ondernemingen in termen van loonmassa goed voor ruim de helft van de totale gecreëerde toegevoegde waarde: deze beïnvloedt dan ook de macro-economische indicatoren, en ruimer gezien de gezondheid van de Belgische economie, in hoge mate.

<sup>2</sup> Gezien de beperkte beschikbaarheid van gegevens is het voor de uitvoering van een sectoriële analyse noodzakelijk het analysegebied van de NFV uit te breiden tot de economie in haar geheel, d.w.z. tot alle institutionele sectoren.

In een micro-economische studie heeft de NBB (Bijnens en Duprez 2023a en b) voor de recente periode een meer verfijnde analyse uitgevoerd van de ontwikkeling van de margevoet binnen de Belgische bedrijvenpopulatie - een margevoet die op micro-economisch niveau enigszins verschillend wordt gemeten<sup>3</sup>. Daaruit blijkt dat in de grote meerderheid van de bedrijfssectoren<sup>4</sup> de mediane marge<sup>5</sup> in 2021 hoger was dan het gemiddelde ervan voor de periode 2015-2019. Het door de NBB gemeten mediane niveau van de margevoet van de ondernemingen blijkt in 2022 dan weer lager te zijn dan in de voorafgaande jaren (t.w. het gemiddelde voor 2015-2019). Het overgrote deel van de bedrijfstakken zag de mediane marges in 2022 dalen tegenover het jaar voordien, hoewel heel wat bedrijfstakken konden starten van relatief hoge marges in 2021 waardoor er een zekere buffer was om de daling op te vangen (NBB 2023, p. 144).

### ***De opwaartse ontwikkeling van de margevoet sinds 2019 werd ook in de buurlanden waargenomen***

In tegenstelling tot België werd in de buurlanden geen trendmatige stijging van de brutomargevoet over de ganse periode waargenomen - of toch in mindere mate in Nederland (Grafiek 2-4).

#### **Hoe kunnen de verschillen in ontwikkeling en niveau van de margevoet tussen landen worden verklaard?**

De niveauverschillen en verschillen in ontwikkeling van de margevoet zouden kunnen worden verklaard door structurele verschillen<sup>6</sup>. Een van de redenen die verklaren waarom de macro-economische margevoet in België hoger is dan in de andere drie landen, is bijvoorbeeld het grotere aandeel van de zware industrie, waardoor de economie in haar geheel kapitaalintensiever is.

Aldus is de kapitaalcoëfficiënt<sup>7</sup> van de niet-financiële vennootschappen, die de kapitaalhoeveelheid meet die nodig is om een eenheid toegevoegde waarde te

---

<sup>3</sup> Vereenvoudigde brutomargevoet = (omzet - intermediaire aankopen - loonmassa) / (omzet)

<sup>4</sup> De studie van de NBB betreft de Belgische niet-financiële vennootschappen met werknemers in dienst, in alle bedrijfstakken uitgezonderd de niet-marktdiensten.

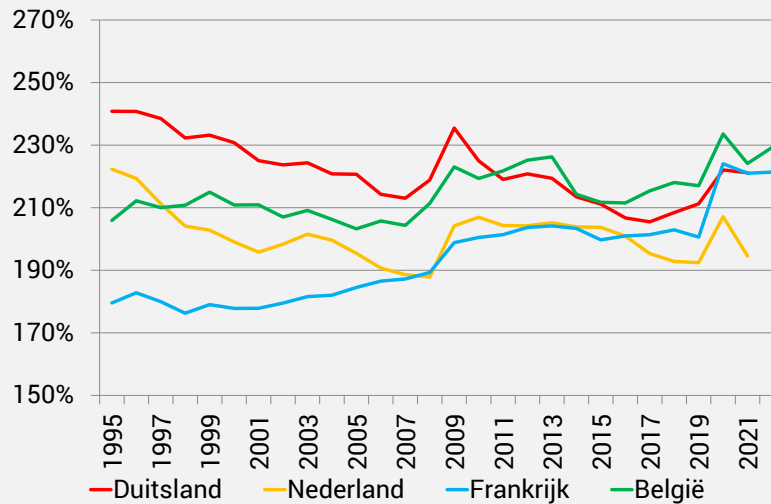
<sup>5</sup> De mediane margevoet betekent dat 50% van de ondernemingen een lagere margevoet en 50% een hogere margevoet heeft. De mediane margevoet evolueert niet per se zoals de gemiddelde margevoet, die sterk wordt beïnvloed door de grootste ondernemingen.

<sup>6</sup> Omdat de nationale rekeningen geen uitsplitsing van de niet-financiële vennootschappen naar bedrijfstak mogelijk maken, beperken ze helaas de mogelijkheden om op macro-economisch niveau de redenen achter de niveaus en de ontwikkelingen van de margevoet te analyseren.

<sup>7</sup> Kapitaalvoorraad / toegevoegde waarde

produceren, in België tijdens de recente periode hoger dan in zijn buurlanden (Grafiek 2-3).

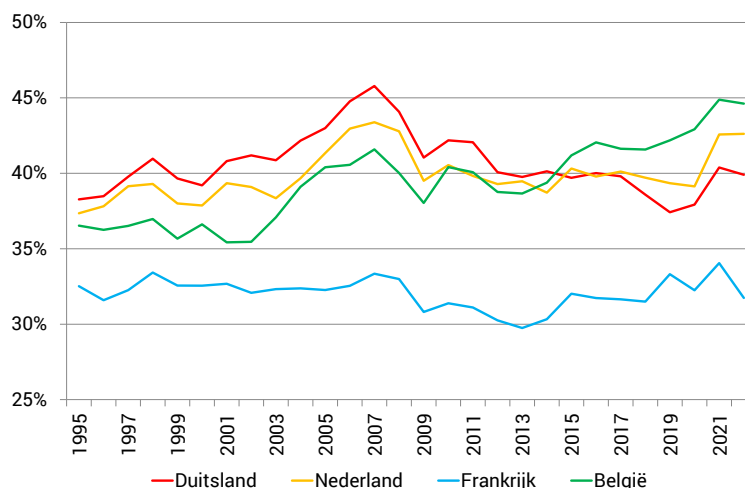
**Grafiek 2-3: Kapitaalcoëfficiënt**



Bronnen: NBB. Eigen berekeningen van het secretariaat.

De rentabiliteitsvoeten, die een correctie aanbrengen voor het kapitaalintensieve karakter van de economieën, tonen aldus een convergentie van de rentabiliteitsvoeten tussen landen (zie hoofdstuk 4).

**Grafiek 2-4: Brutomargevoet van de NfV in België en in de referentielanden**

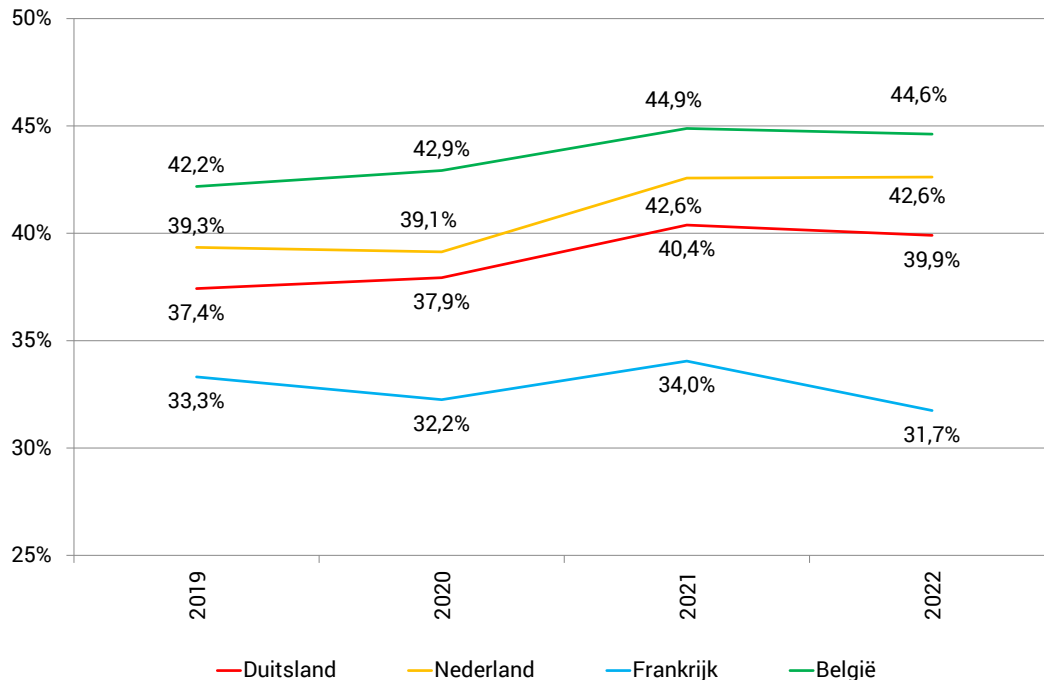


Bronnen: Eurostat. Eigen berekeningen van het secretariaat.

Een interessante vaststelling is evenwel dat de opwaartse ontwikkeling van de macro-economische margevoet in 2021, die werd gevolgd door een relatieve stabilisering op een hoog niveau in 2022, geen typisch Belgisch verschijnsel is. Het wordt ook in onze buurlanden vastgesteld (Grafiek 2-5). Frankrijk wijkt daar enigszins

van af met een significante daling van de margevoet van zijn niet-financiële vennootschappen in 2022.

**Grafiek 2-5: Brutomargevoet van de NFV van 2019 tot 2022**



Bronnen: Eurostat. Eigen berekeningen van het secretariaat.

### Margevoet en loonhandicap in België

Aangezien de toegevoegde waarde wordt verdeeld tussen kapitaal (BEO) en arbeid, is de ontwikkeling van de margevoet het resultaat van de ontwikkeling van het loonaandeel in de toegevoegde waarde. Een verschil in ontwikkeling van de margevoet tussen België en de referentielanden (Duitsland, Frankrijk, Nederland) impliceert een eveneens verschillende ontwikkeling van het loonaandeel tussen die landen. Het verslag over de loonhandicap in België analyseert de verhouding tussen het loonaandeel in België en dat in de referentielanden (CRB 2022b).



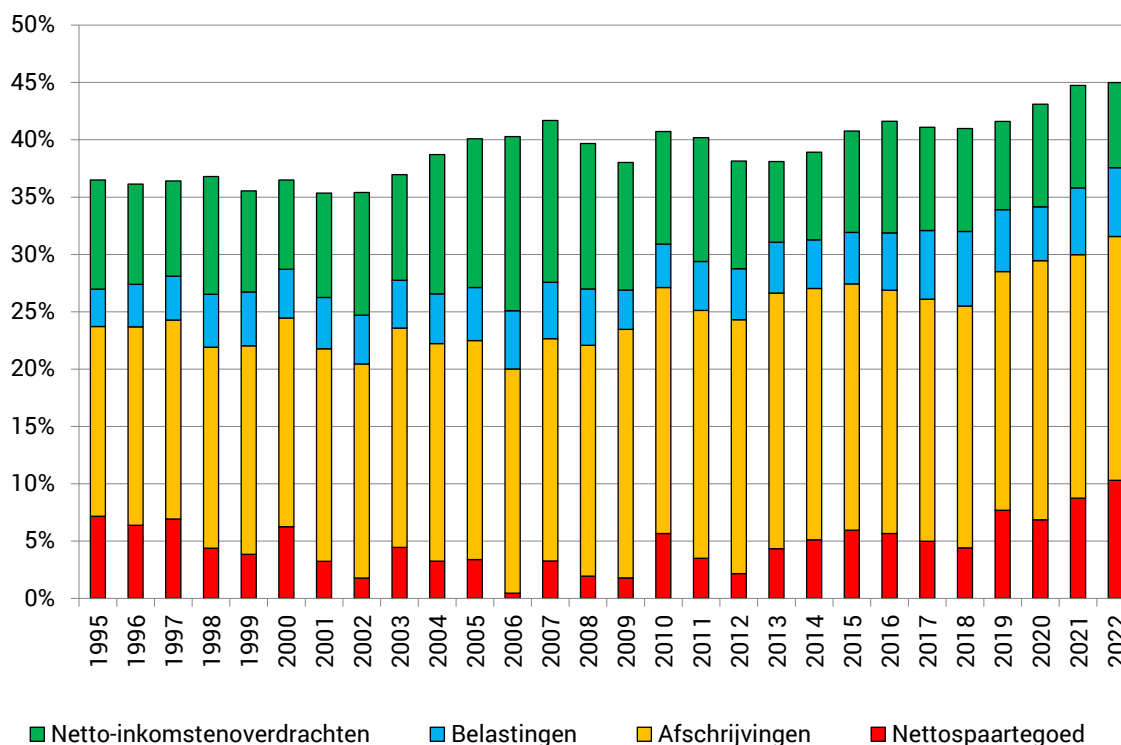
### 3 Verdeling van het BEO

*De stijging van het BEO heeft voornamelijk gediend om de afschrijvingen en, meer onlangs, het spaartegoed te verhogen*

De brutomargevoet van de Belgische niet-financiële vennootschappen, die het bruto-exploitatieoverschot (BEO) vergelijkt met de gecreëerde toegevoegde waarde, is aldus sinds 1995 toegenomen. Het is interessant om een blik te werpen op het gebruik door de ondernemingen van het bijkomend gegenereerde BEO.

Vanuit historisch oogpunt wordt de groei van het aandeel van het BEO in de toegevoegde waarde grotendeels verklaard door een toename van de **afschrijvingen** (Grafiek 3-1). Tijdens de recente periode is de belangrijkste ontwikkeling echter de groei van het aandeel van het **spaatgoed** in de toegevoegde waarde, nl. van 7,7% in 2019 tot 10,3% in 2022. Het ziet er dus naar uit dat de ondernemingen hebben getracht reserves op te bouwen in een context van grote onzekerheid, die vanaf de tweede helft van het jaar 2021 wordt gekenmerkt door een stijging van de energieprijzen.

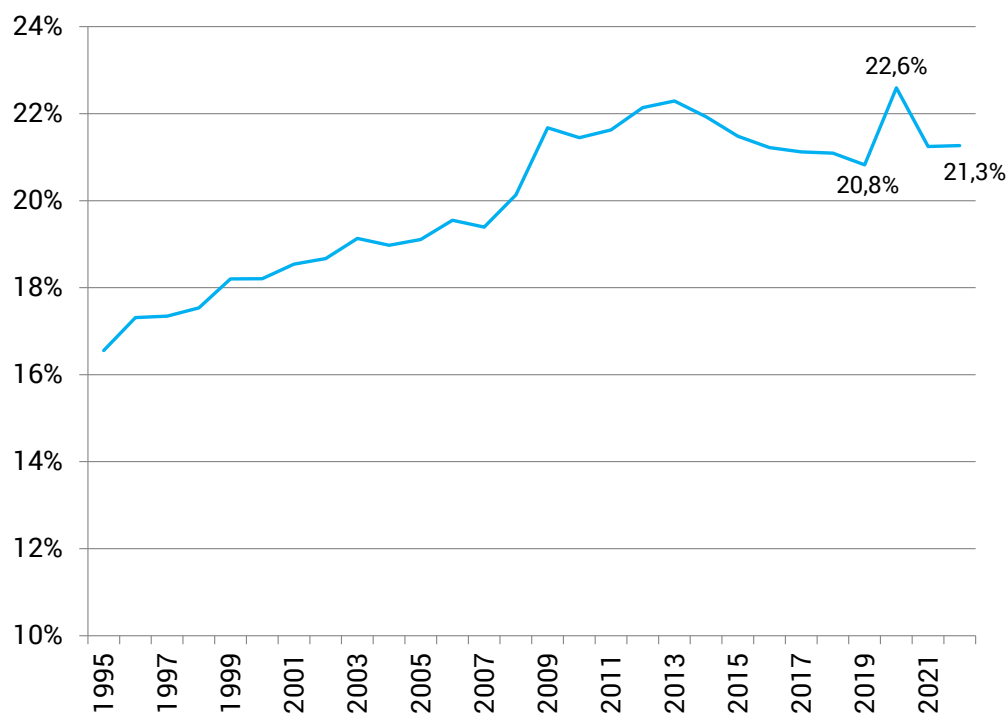
Grafiek 3-1: Verdeling van het BEO (in % van de TW)



### 3.1 Afschrijvingen

Het aandeel van de afschrijvingen in de toegevoegde waarde is van 1995 tot het einde van de financiële crisis van 2008-2009 geleidelijk toegenomen, alvorens het enigszins is gestabiliseerd (Grafiek 3-2).

**Grafiek 3-2: Afschrijvingen van de niet-financiële vennootschappen (in % van de TW)**



Bronnen: NBB. Eigen berekeningen van het secretariaat.

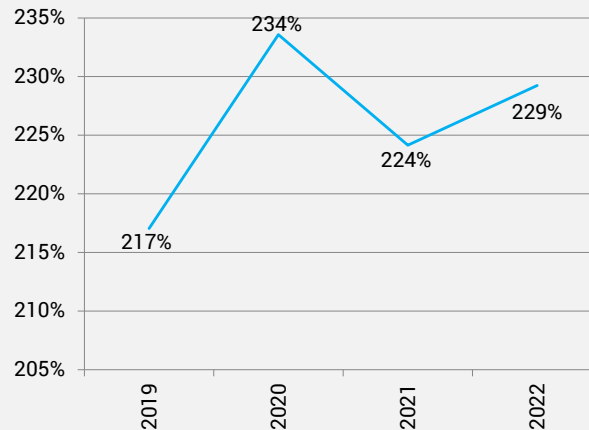
#### Een toename van de afschrijvingen van 2019 tot 2022

De stijging van de prijzen die de afgelopen jaren werd waargenomen, heeft ook een invloed gehad op de prijzen van de door de ondernemingen aangehouden activa (d.i. de kapitaalvoorraad) en dus op de kosten van de afschrijvingen. De vaste activa worden immers tegen lopende prijzen geraamd, m.a.w. tegen de prijs van de beschouwde periode, en niet tegen de verwervingsprijs ervan. De logica achter deze ramingswijze is dat, wanneer het kapitaal afgeschreven zal zijn en zal moeten worden vernieuwd, deze vernieuwing tegen de vervangingskostprijs zal moeten plaatsvinden, d.w.z. tegen de prijs van vandaag.

Onder de impuls van de stijging van de prijzen is de waarde van de kapitaalvoorraad van 2019 tot 2022 dan ook toegenomen in procenten van de toegevoegde waarde (Grafiek 3-3). 2020 is een bijzonder jaar: de kapitaalvoorraad bleef vrij stabiel, maar de toegevoegde waarde daalde wegens de inperkingen ten gevolge van de COVID-19-

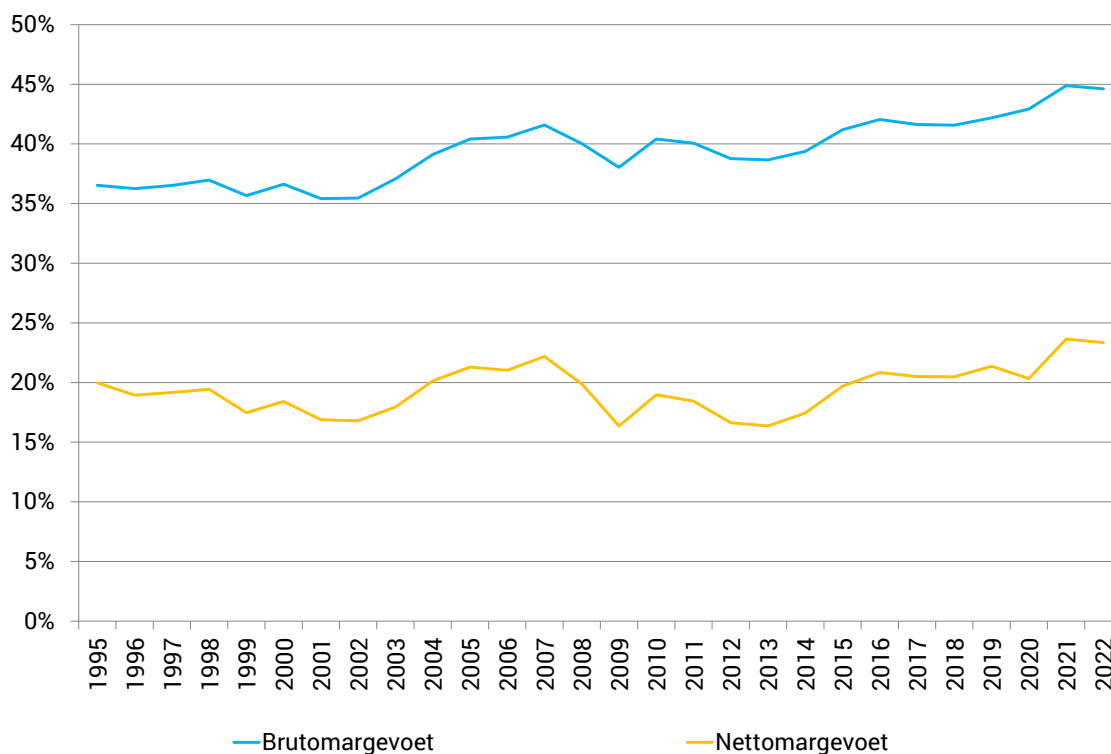
crisis. Bijgevolg ging de verhouding van de kapitaalvoorraad tot de toegevoegde waarde fors omhoog. Om dezelfde redenen veerde het aandeel van de afschrijvingen in de toegevoegde waarde in 2020 op (van 20,8% tot 22,6%), alvorens in 2021 en 2022 lichtjes te dalen (21,3%), al bleef het hoger dan zijn niveau van 2019 - een gevolg van de stijging van de prijzen.

**Grafiek 3-3: Kapitaalvoorraad (in % van de TW)**



Bronnen: NBB. Eigen berekeningen van het secretariaat.

Terwijl de brutomargevoet sinds 1995 is gestegen, heeft de nettomargevoet, die het netto-exploitatieoverschot (dus het BEO min de afschrijvingen) verhoudt tot de bruto toegevoegde waarde, daarentegen geen opwaarts traject over de ganse periode gevolgd, maar eerder rond de 20% geschommeld (Grafiek 3-4). De nettomargevoet liep terug van 2008 tot 2013 alvorens zich vanaf 2014 weer te herstellen. Hij bereikte in 2021 en 2022 een recordniveau van 23%. Zoals hierboven al werd aangestipt, werd in het laatste Verslag Werkgelegenheid-Concurrentievermogen (CRB 2023) getracht deze recente ontwikkelingen te interpreteren.

**Grafiek 3-4: Bruto- en nettomargevoet van de niet-financiële vennootschappen**

Bronnen: NBB. Eigen berekeningen van het secretariaat.

Twee factoren kunnen aan de basis liggen van de groei van de afschrijvingen: ofwel moet de kapitaalvoorraad van de ondernemingen sneller dan voorheen worden vernieuwd (wat een stijging van de afschrijvingen voor eenzelfde kapitaalhoeveelheid veroorzaakt), ofwel hebben de ondernemingen meer kapitaal gebruikt om dezelfde toegevoegde waarde te creëren.

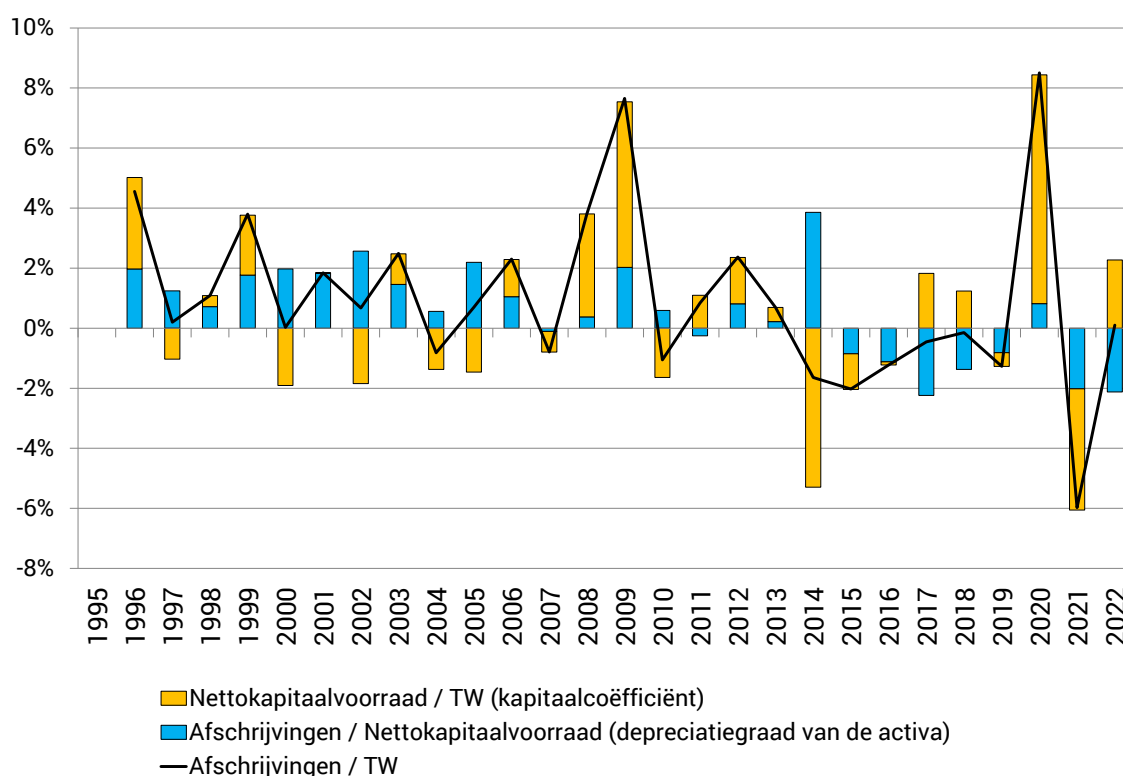
De uitsplitsing van de indicator van de afschrijvingen<sup>8</sup> maakt duidelijk dat deze twee factoren een rol hebben gespeeld. In eerste instantie was de groei van het aandeel van de afschrijvingen in de toegevoegde waarde voornamelijk te wijten aan de stijging van de gemiddelde depreciatiegraad van de activa (Grafiek 3-5, blauwe balk). Een stijging van de depreciatiegraad houdt in dat de in het productieproces gebruikte activa een kortere levensduur hebben dan voorheen: hun waarde vermindert sneller en ze moeten bijgevolg vaker worden vernieuwd. Deze daling van de gemiddelde levensduur van de activa houdt verband met het toenemende aandeel van de informatica- en digitale activa en van het O&O-kapitaal in de samenstelling van de activa (CRB 2018; De Keyser et al. 2023, p. 4). De gemiddelde depreciatiegraad ging

<sup>8</sup>  $(\text{Afschrijvingen} / \text{TW}) = (\text{Afschrijving} / \text{Nettokapitaalvoorraad}) \times (\text{Nettokapitaalvoorraad} / \text{TW})$

vanaf 2014 in licht dalende lijn, maar bleef in 2022 hoger dan zijn niveau van het begin van de periode<sup>9</sup>.

De kapitaalcoëfficiënt, die de kapitaalhoeveelheid meet die nodig is om een eenheid toegevoegde waarde te produceren, schommelde sterker, maar kende ook een stijging over de ganse periode<sup>10</sup> (Grafiek 3-5, gele balk).

**Grafiek 3-5: Bijdrage van de kapitaalcoëfficiënt en van de gemiddelde depreciatiegraad van de activa tot de jaarlijkse groei van de afschrijvingen (in % van de TW)**



Bronnen: NBB. Eigen berekeningen van het secretariaat.

### 3.2 Netto-inkomstenoverdrachten

De netto-inkomstenoverdrachten zijn gelijk aan de gezamenlijke inkomsten uit eigendom (interessen, dividenden, huurgelden...) die worden uitgekeerd aan de kapitaalbezitters om het kapitaal van de vennootschap te vergoeden, min de inkomsten uit eigendom die worden ontvangen door de ondernemingen. Die laatste

<sup>9</sup> De gemiddelde depreciatiegraad van de activa bedroeg 8,0% in 1995 en 9,3% in 2022.

<sup>10</sup> De kapitaalcoëfficiënt steeg van 206% in 1995 tot 229% in 2022.

zijn bv. afkomstig van het aanhouden van financiële activa (aandelen, obligaties...) of niet-financiële activa (vastgoed).

Het aandeel van de netto-inkomstenoverdrachten in de toegevoegde waarde is aan het begin van de jaren 2000 en tot de financiële crisis van 2008-2009 fors toegenomen, alvorens het weer kleiner werd (Grafiek 3-6). De netto-inkomstenoverdrachten bestaan grotendeels uit nettodividenden (uitgekeerde min ontvangen dividenden).

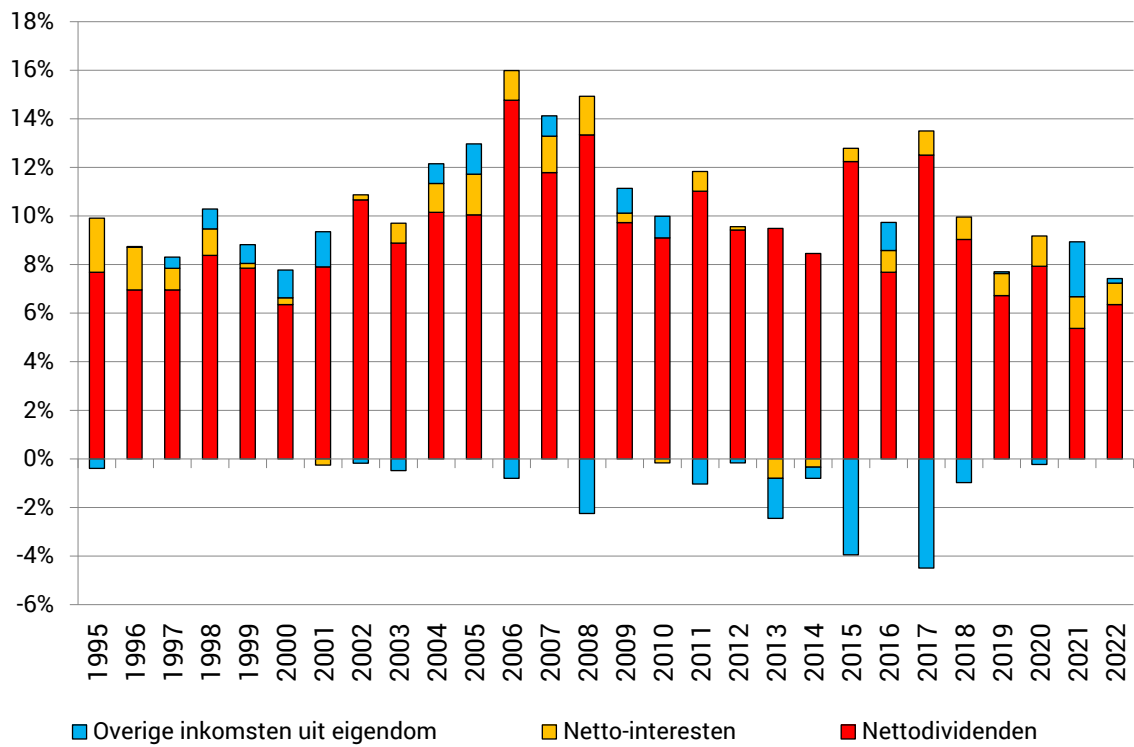
#### **Impact van de daling van de interestvoeten voor de Belgische ondernemingen**

In een recente studie (Piette en Tielens 2023) heeft de NBB de impact van de daling van de interestvoeten tijdens de afgelopen drie decennia op de situatie van de Belgische ondernemingen geanalyseerd. Deze evolutie is weinig zichtbaar in deze analyse wegens het gebruik van netto-interesten (betaalde min ontvangen interesten).

De studie van de NBB komt tot de conclusie dat de daling van de interestlasten geen invloed heeft gehad op de investeringen, noch op het dividendenbeleid, maar de ondernemingen wel in staat heeft gesteld hun spaartegoed te verhogen (via de gereserveerde winsten) en aldus hun financiële stabiliteit te versterken.

#### **Grafiek 3-6: Netto-inkomstenoverdrachten van de niet-financiële vennootschappen (in %**

van de TW)

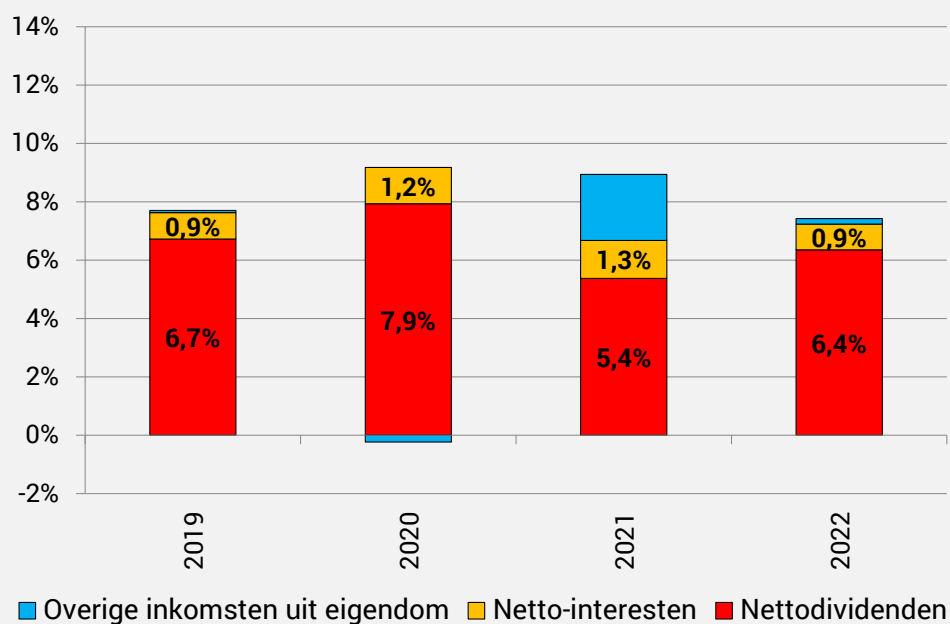


Bronnen: NBB. Eigen berekeningen van het secretariaat.

### De nettodividenden zijn van 2019 tot 2022 gedaald

De uitkering van dividenden tijdens een welbepaald jaar is gebaseerd op de resultaten die tijdens het jaar voordien werden behaald. Aangezien de in 2021 uitbetaalde dividenden betrekking hebben op de resultaten van het jaar 2020, is hun aandeel in de toegevoegde waarde kleiner geworden. Zo ook werden de dividenden op basis van de bedrijfsresultaten in 2021 in het jaar 2022 uitgekeerd en hebben ze geleid tot een stijging van de nettodividenden. Het aandeel van de nettodividenden in de toegevoegde waarde (6,4%) blijft echter iets lager dan dat van 2019 (6,7%) (Grafiek 3-7).

**Grafiek 3-7: Netto-inkomstenoverdrachten (in % van de TW)**



Bronnen: NBB. Eigen berekeningen van het secretariaat.

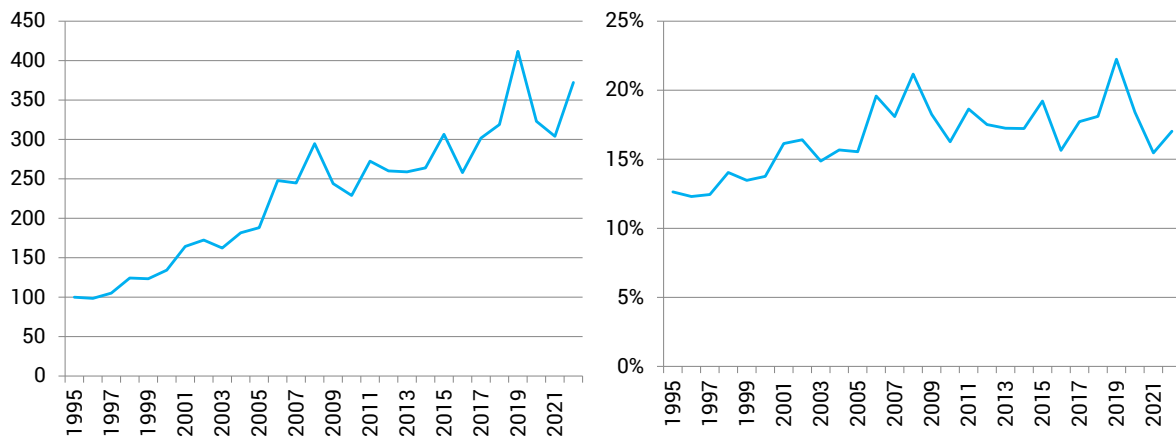
### ***Gedetailleerde studie van de dividenden***

Gelet op hun belang in de netto-inkomstenoverdrachten is het interessant de uitkering van dividenden in de loop van de periode meer in detail te bekijken.

In nominale termen is het bedrag van de uitgekeerde dividenden van 1995 tot 2019 verviervoudigd (Grafiek 3-8 links). Wanneer de uitgekeerde dividenden in verhouding worden gebracht tot de gecreëerde toegevoegde waarde, wordt tot de financiële crisis een stijging waargenomen, alvorens een relatieve stabilisering intreedt (Grafiek 3-8 rechts).



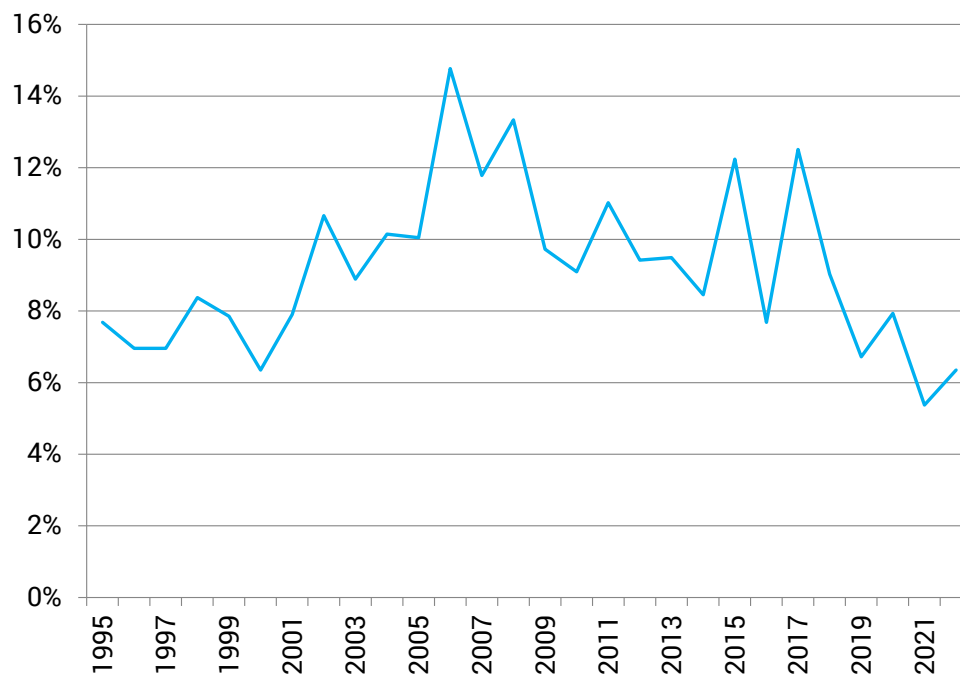
**Grafiek 3-8: Uitgekeerde dividenden (links, 1995 = 100) en aandeel van de uitgekeerde dividenden in de toegevoegde waarde (rechts)**



Bronnen: NBB. Eigen berekeningen van het secretariaat.

De indicator van de uitgekeerde dividenden houdt evenwel geen rekening met de overdrachten tussen dochterondernemingen van eenzelfde groep, want de nationale rekeningen van de niet-financiële vennootschappen zijn niet geconsolideerd. Stel dat een moedermaatschappij van een in België gevestigde multinational dividenden ontvangt van haar dochterondernemingen in het buitenland en een deel daarvan in de vorm van dividenden uitkeert aan de aandeelhouders van de groep als geheel: in dat geval zullen de dividenden die op Belgisch niveau worden uitgekeerd niet representatief zijn voor de toegevoegde waarde die in ons land wordt gegenereerd. Om een beter economisch beeld te krijgen van de activiteit en het resultaat van de niet-financiële vennootschappen, is het dus relevanter de ontvangen dividenden af te trekken van de uitgekeerde dividenden, om zo de “nettodividenden” te verkrijgen.

Wanneer we de nettodividenden vergelijken met de gecreëerde toegevoegde waarde in België, zien we dat de stijging die werd waargenomen voor de financiële crisis gevolgd werd door een daling in de daaropvolgende jaren (Grafiek 3-9).

**Grafiek 3-9: Nettodividenden (in % van de toegevoegde waarde)**

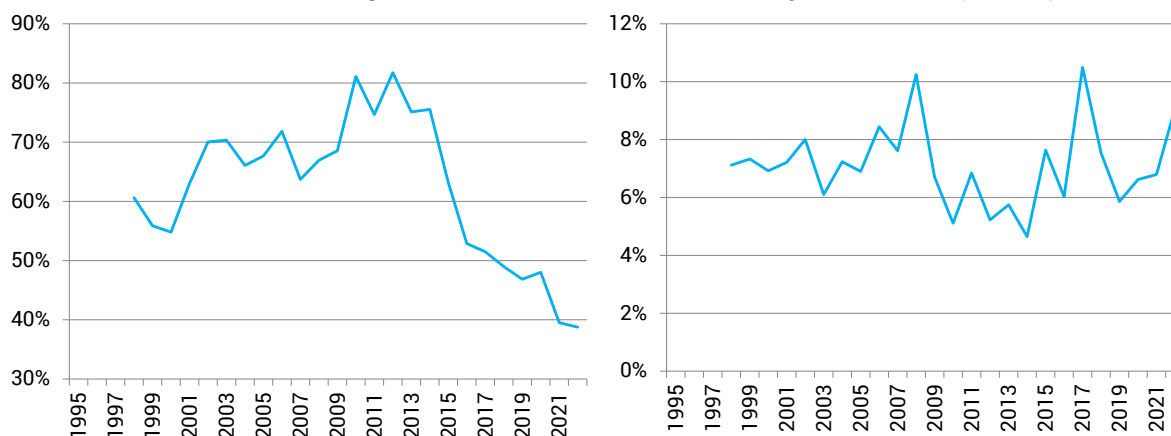
Bronnen: NBB. Eigen berekeningen van het secretariaat.

Deze indicator is nog steeds onvolmaakt want hij neemt twee elementen niet in aanmerking: enerzijds de kapitaalvoorraad die nodig is om toegevoegde waarde te produceren (d.w.z. de kapitaalintensiteit, gemeten door de kapitaalcoëfficiënt), waarbij een hoge kapitaalvoorraad meer financiering vereist; anderzijds de financieringsstructuur zelf, door schuld of eigen vermogen (aandelen).

De daling van het aandeel van de nettodividenden in de toegevoegde waarde na de financiële crisis lijkt in lijn te zijn met de daling van het aandeel van de netto-aandelen in de financiering van de ondernemingen (Grafiek 3-10 links). Als we de nettodividenden rechtstreeks verhouden tot de waarde van de netto-aandelen<sup>11</sup> (Grafiek 3-10 rechts), zien we in de loop der tijd een schommeling, met drie pieken in 2008, 2017 en 2022.

<sup>11</sup> Er moet worden opgemerkt dat de waarde van de netto-aandelen kan veranderen volgens de aandelenkoers op de financiële markten, die op zijn beurt verandert in functie van de uitgekeerde dividenden. Nettodividenden en netto-aandelen hebben dus de neiging om parallel te evolueren.

**Grafiek 3-10: Aandeel van de netto-aandelen in de financieringsstructuur<sup>12</sup> (links) en nettofinancieringskosten van het maatschappelijk kapitaal<sup>13</sup> (rechts)**



Bronnen: NBB. Eigen berekeningen van het secretariaat.

Zoals deze korte studie van de dividenden aantoont, heeft de indicator die wordt gebruikt om de ontwikkeling van de kapitaalvergoeding te meten dus een significante impact op de analyse die van die laatste zal worden gemaakt. Deze focus illustreert ook hoe moeilijk het is om de kostenontwikkeling van de financiering met eigen vermogen optimaal te analyseren.

## 4 Nettorentabiliteit

Weerspiegelt de stijging van de brutomargevoet een stijging van de rentabiliteit van de ondernemingen? De indicator van de nettorentabiliteit, die beoordeelt in hoeverre een onderneming in staat is welvaart te creëren door haar activiteit, geeft hieromtrent aanwijzingen.

Via deze indicator kan worden waargenomen in welke mate de middelen die aan de ondernemingen ter beschikking zijn gesteld om hun activiteit uit te voeren, inkomsten hebben gegenereerd. Meer in het bijzonder is de nettorentabiliteit van het kapitaal de verhouding tussen het netto-exploitatatieoverschot<sup>14</sup> en de waarde van de activa die in het productieproces worden gebruikt (d.w.z. de kapitaalvoorraad).

<sup>12</sup> Netto-aandelen / (netto-aandelen + nettoschulden)

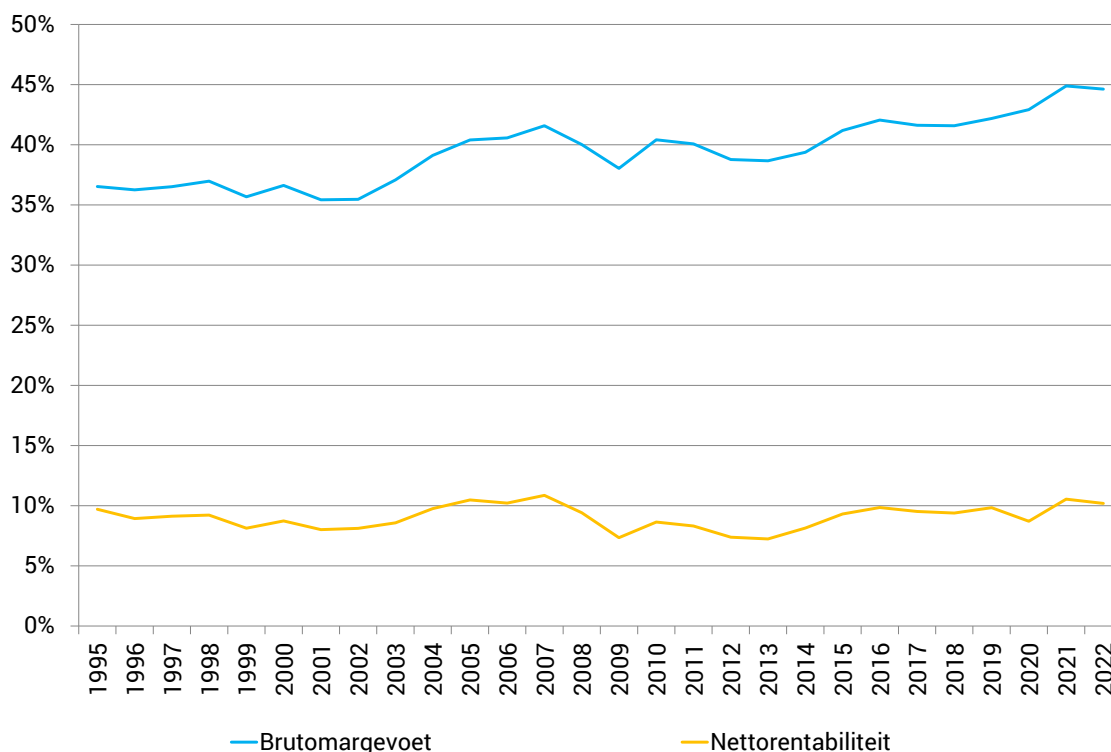
<sup>13</sup> Nettodividenden / netto-aandelen

<sup>14</sup> Ter herinnering, het netto-exploitatatieoverschot is gelijk aan het BEO min de afschrijvingen.

### Een gestage stijging van de brutomarge, maar niet van de rentabiliteit

Terwijl de brutomargevoet van de in België gevestigde vennootschappen sinds 1995 gestaag is gestegen, heeft de nettorentabiliteit niet over de hele periode een algemene opwaartse of neerwaartse tendens gevolgd, maar schommelde ze tussen 7% en 11% (Grafiek 4-1).

**Grafiek 4-1: Brutomargevoet en nettorentabiliteit van de niet-financiële vennootschappen**



Bronnen: NBB. Eigen berekeningen van het secretariaat.

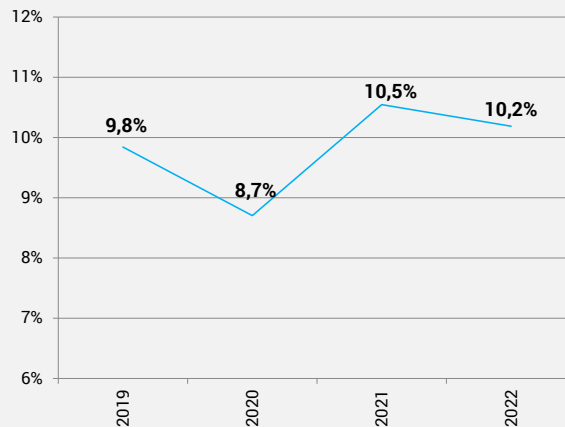
#### Ontwikkeling van de nettorentabiliteit gelijkaardig aan die van de margevoet over de recente periode

In 2020 leidde de combinatie van een dalende toegevoegde waarde (en dus een dalend netto-exploitatieoverschot) met een stabiele kapitaalvoorraad tot een daling van de nettorentabiliteit van de vennootschappen (Grafiek 4-2).

Hoewel in 2021 de waargenomen prijsstijging werd doorberekend in de afschrijvingskosten en in de waarde van de kapitaalvoorraad (zoals hierboven wordt beschreven), slaagden de ondernemingen erin om een netto-exploitatieoverschot te genereren, waardoor ze hun nettorentabiliteit konden verhogen. De nettorentabiliteit is vervolgens licht gedaald in 2022, hoewel ze op een hoger niveau bleef dan in 2019.

Op basis van de beschikbare gegevens was de ontwikkeling van de nettorentabiliteit in 2021 en 2022 dus vergelijkbaar met die van de margevoet.

**Grafiek 4-2: Nettorentabiliteit van de Belgische niet-financiële vennootschappen**



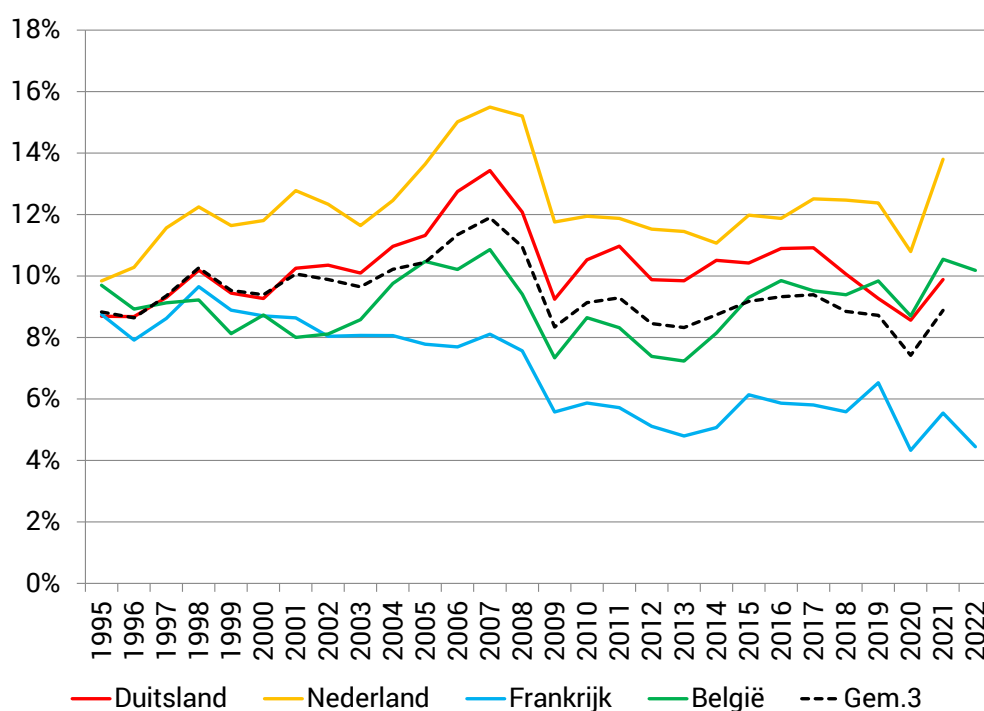
Bronnen: NBB. Eigen berekeningen van het secretariaat.

### ***Verschillende rentabiliteitsontwikkelingen tussen de landen***

In 2009, na afloop van de financiële crisis, was de Belgische rentabiliteit lager dan in Duitsland en Nederland en hoger dan in Frankrijk. De nettorentabiliteit van de Belgische ondernemingen volgde daarna een stijgende tendens vanaf 2014, in tegenstelling tot die in Duitsland, waardoor ze die laatste in 2019 bijbeende. De Belgische nettorentabiliteit blijft lager dan die in Nederland, die stabiel bleef, en hoger dan die van Frankrijk, die bleef verslechteren (Grafiek 4-3).

Net als voor de margevoet is de ontwikkeling van de rentabiliteit van de ondernemingen in België sinds 2019 gelijkaardig aan die van de buurlanden geweest. Met uitzondering van Frankrijk was de nettorentabiliteit van de niet-financiële vennootschappen in 2021 in elk land hoger dan het niveau van 2019. Voor een analyse van de recente periode (2020-2022) verwijzen we opnieuw naar het laatste Verslag Werkgelegenheid-Concurrentievermogen (CRB 2023).

**Grafiek 4-3: Netto-rentabiliteit van de NFV in België en in de referentielanden**



Bronnen: Eurostat. Eigen berekeningen van het secretariaat.

## 5 Rentabiliteit, investeringen en werkgelegenheid

### *Nettospaartegoed en investeringen gaan doorgaans hand in hand*

Het spaartegoed van de ondernemingen, dat wordt gevormd op basis van het exploitatieproces (cf. hoofdstuk 3), kan een invloed hebben op de investeringen. De beslissing om te investeren hangt o.m. af van de vraag en van de verwachte rentabiliteit van de investeringen, maar ook van de capaciteit om deze investeringen te financieren. Voor hun financiering kunnen de ondernemingen een beroep doen op extern kapitaal of zichzelf intern financieren d.m.v. het spaartegoed. Zelffinanciering is de belangrijkste bron van financiering van de ondernemingen.

Er blijkt een correlatie te bestaan tussen het nettospaartegoed en de netto-investeringen<sup>15</sup> (Grafiek 5-1). De neerwaartse tendens van het spaartegoed tot in de

<sup>15</sup> Door middel van netto-investeringen - of netto-investeringen in vaste activa - kunnen het rendement en de productiecapaciteiten van de ondernemingen worden verhoogd.. Ze zijn gelijk aan de bruto-investeringen in vaste activa min de afschrijvingen (verbruik van vast kapitaal), m.a.w. de investeringen die dienen om verouderde of versleten activa te vervangen.

eerste periode na de financiële crisis gaat gepaard met een vermindering van de netto-investeringen. Het spaartegoed en de investeringen gaan vanaf 2013-2014 weer in stijgende lijn. Het financieringssaldo<sup>16</sup> - dat het verschil tussen het spaartegoed en de investeringen weergeeft - was soms positief, en dan weer negatief<sup>17</sup>. Een negatief financieringssaldo geeft aan dat de onderneming een financieringsbehoefte heeft, d.w.z. een te financieren tekort. Dit bevestigt dat de ondernemingen ook schulden zijn aangegaan om hun investeringen te financieren.

### **Investeringen lopen terug sinds 2020**

Ondanks de waargenomen stijging van het spaartegoed zijn de netto-investeringen vanaf 2020 teruggelopen.

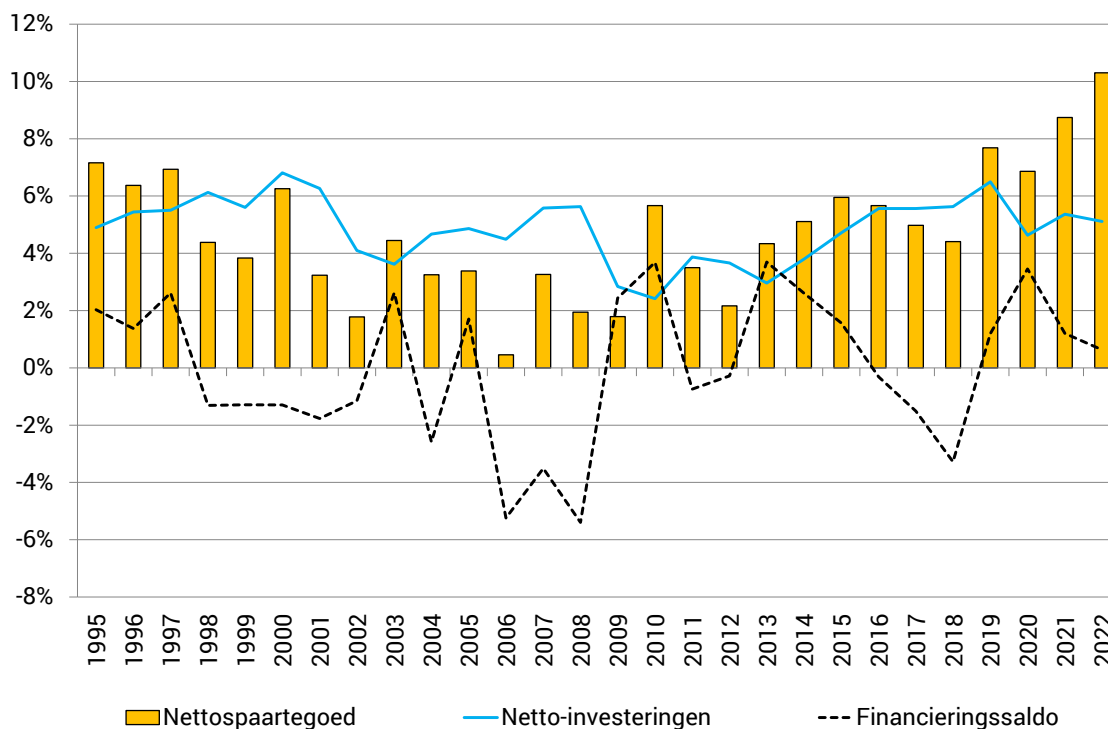
Onder de invloed van de verstoringen van de bevoorrading met investeringsgoederen zijn de investeringen in de loop van 2021 immers geleidelijk achteruitgegaan. De verdere afname in 2022 is het gevolg van de kostenstijging en van een grote onzekerheid, die de ondernemingen niet bepaald aanzette tot investeren (NBB 2023, p. 145).

---

<sup>16</sup> Het financieringssaldo komt overeen met de schommelingen in de activa (d.w.z. het nettospaartegoed vermeerderd met de te ontvangen kapitaaloverdrachten en verminderd met de uit te keren kapitaaloverdrachten) min de investeringen en de voorraadschommelingen. Als het financieringssaldo positief is (dus als het spaartegoed hoger is dan de gerealiseerde investeringen), heeft de onderneming een financieringscapaciteit, d.w.z. een overschot dat wordt "uitgeleend" aan andere bedrijven of sectoren via de verwerving van financiële activa. Als het financieringssaldo negatief is, heeft de onderneming een financieringsbehoefte, d.w.z. een tekort dat gefinancierd moet worden.

<sup>17</sup> Gemiddeld over de hele periode bedroeg het financieringssaldo nul. Merk op dat, zoals werd aangegeven in de vorige voetnoot, dit saldo ook wordt beïnvloed door voorraadschommelingen en schommelingen in de activa. Zo had de sterk opwaartse beweging van de voorraden in 2021 en 2022 een neerwaarts effect op het financieringssaldo.

**Grafiek 5-1: Nettospaartegoed en netto-investeringen van de niet-financiële vennootschappen, in % van de toegevoegde waarde**



Bronnen: NBB. Eigen berekeningen van het secretariaat.

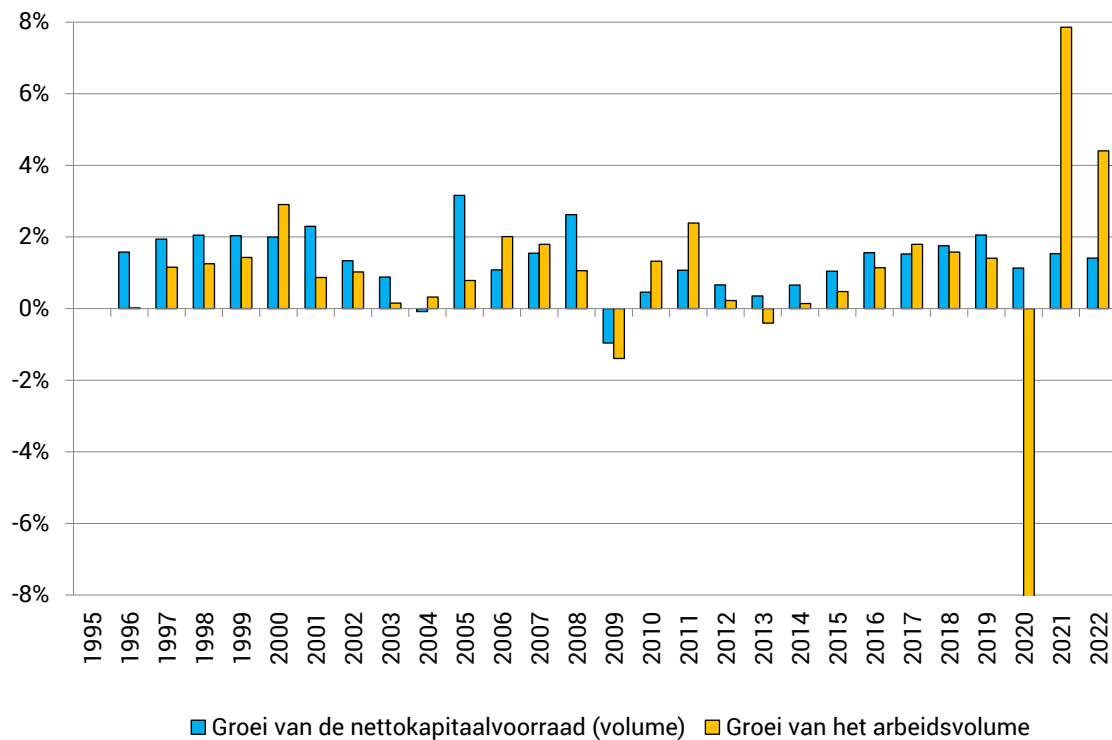
### **Netto-investeringen en arbeidsvolume**

In het algemeen blijken investeringen werkgelegenheid voort te brengen. Aldus hebben de groeicijfers van het kapitaalvolume en van het arbeidsvolume voor de economie in haar geheel (met uitzondering van de vastgoedactiviteiten)<sup>18</sup> grotendeels een op elkaar afgestemde ontwikkeling gekend (Grafiek 5-2). De groei van het nettovolume van de kapitaalvoorraad (+44%) was over de volledige periode hoger dan die van het arbeidsvolume (30%), wat erop wijst dat de kapitaalintensiteit van onze economie is toegenomen. De recente periode vormt daarop een uitzondering (cf. volgende kadertekst).

<sup>18</sup> De beschikbare gegevens maken het niet mogelijk de ontwikkeling van de kapitaalvoorraad in volume te bestuderen voor de niet-financiële vennootschappen. Bijgevolg moest deze indicator worden gemeten voor de economie in haar geheel, met uitzondering van de vastgoedactiviteiten (tak L), die de woningen van de huishoudens omvatten (en aldus het risico inhouden dat de ontwikkeling van de indicator van de kapitaalvoorraad van de ondernemingen wordt scheefgetrokken).



**Grafiek 5-2: Jaarlijkse groei van het nettovolume van de kapitaalvoorraad en van het arbeidsvolume (gewerkte uren) in de economie in haar geheel (excl. vastgoedactiviteiten)**

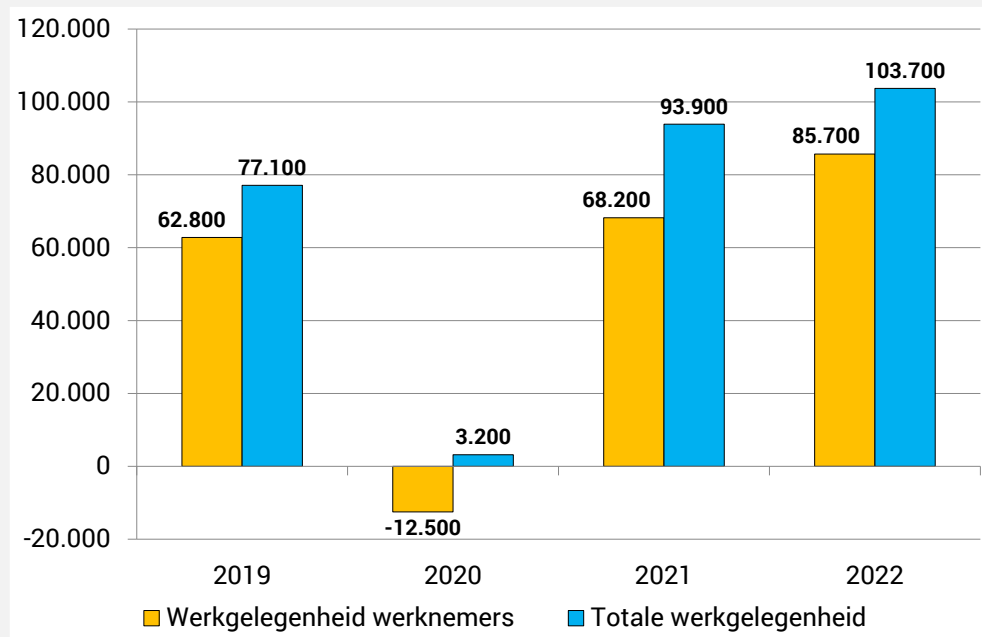


Bronnen: NBB. Eigen berekeningen van het secretariaat.

**Contrasterende recente ontwikkeling van de investeringen en van de werkgelegenheid**

De goede gezondheid van de economie in 2021 vertaalde zich in een sterke jobcreatie in 2021 en nog meer in 2022 - de arbeidsmarkt reageert gewoonlijk immers met een zekere vertraging op ontwikkelingen van de economische activiteit (Grafiek 5-3). Het aantal netto extra banen in loondienst in de Belgische economie bedroeg 86.000 in 2022. De totale nettowerkgelegenheidscreatie (die ook de zelfstandigen omvat) was goed voor 101.000 personen. De werkgelegenheidscreatie werd over bijna alle sectoren heen waargenomen (NBB 2023, p.132).

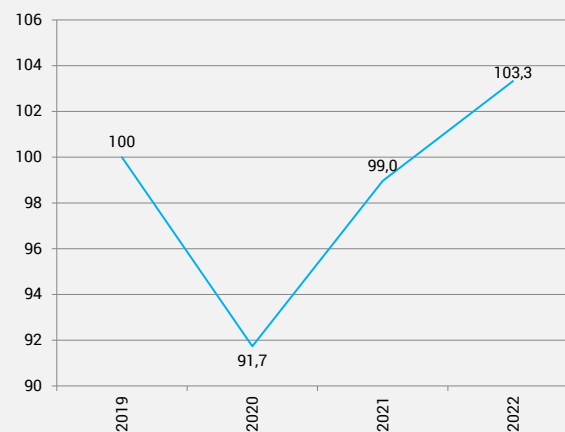
**Grafiek 5-3: Nettowerkgelegenheidscreatie**



Bron: NBB. Eigen berekeningen van het secretariaat.

Na een daling in 2020 is het arbeidsvolume (d.w.z. de gewerkte uren) in 2021 en 2022 eveneens gestegen (Grafiek 5-4).

**Grafiek 5-4: Arbeidsvolume (2019 = 100)**



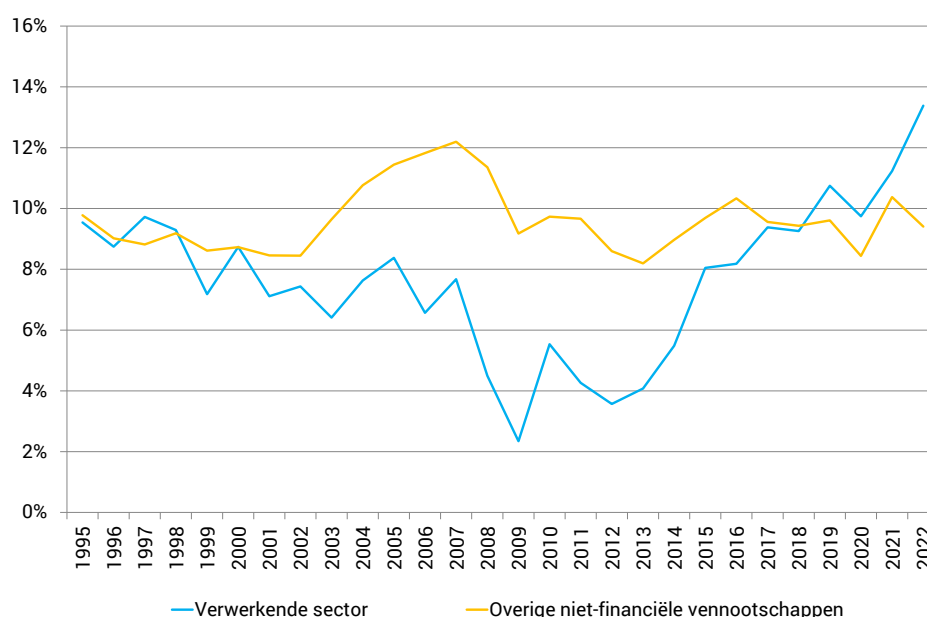
Bron: NBB. Eigen berekeningen van het secretariaat.

***Achter de algemene ontwikkelingen van de rentabiliteit, de investeringen en de werkgelegenheid gaan sectoriële verschillen schuil***

Achter de macro-economische ontwikkeling van de rentabiliteit, de investeringen en de werkgelegenheid van de ondernemingen kunnen sterke verschillen tussen de sectoren en ook tussen de ondernemingen binnen eenzelfde sector schuilgaan.

Zoals blijkt uit een vorige analyse (CRB 2022a, hoofdstuk 9), kwam de rentabiliteit van de verwerkende sector zelfs voor de financiële crisis al onder druk te staan. De Belgische verwerkende sector werd zwaar getroffen door de financiële crisis van 2007-2008 en tal van minder productieve ondernemingen verdwenen tijdens die periode of in de daaropvolgende jaren uit de markt. Pas vanaf 2014 begon de nettorentabiliteit van de Belgische industriële ondernemingen zich op significante wijze te herstellen (Grafiek 5-5).

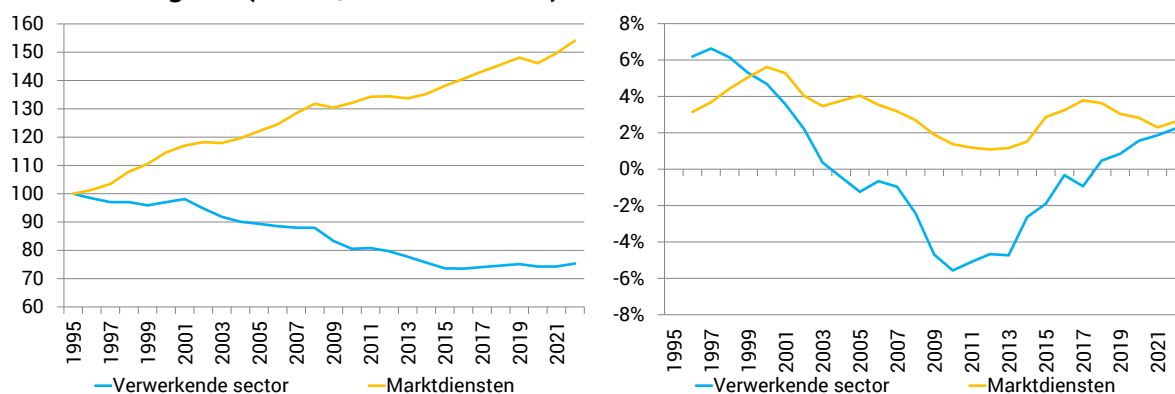
**Grafiek 5-5: Nettorentabiliteit in de verwerkende sector en in de andere niet-financiële vennootschappen**



Bronnen: NBB. Eigen berekeningen van het secretariaat.

De daling van de rentabiliteit in de verwerkende sector ging bovendien gepaard met een inkrimping van de werkgelegenheid en van de kapitaalvoorraad - met een forse daling van de netto-investeringen (Grafiek 5-6). Terwijl de investeringen vanaf 2014 weer opveerden, stabiliseerde de werkgelegenheid in de verwerkende sector uiteindelijk, na 20 jaar van aanhoudende daling. Deze ontwikkelingen tonen het verband aan dat bestaat tussen nettorentabiliteit, investeringen en werkgelegenheid.

**Grafiek 5-6: Werkgelegenheid voor werknemers (links, 1995 = 100) en netto-investeringen<sup>19</sup> (rechts, in % van de TW) in de verwerkende sector en de marktdiensten**



Bronnen: NBB. Eigen berekeningen van het secretariaat.

### ***De stabiliteit van de nettorentabiliteit kwam tot stand door een wijziging in de structuur van de economie***

De nettorentabiliteit van de niet-financiële ondernemingen is in haar geheel genomen weliswaar stabiel gebleven, maar dat voltrok zich dus via een belangrijke wijziging van de structuur van de Belgische economie, met een verschuiving van de activiteiten van de verwerkende industrie naar de markt- en de niet-marktdiensten (cf. Tabel 5-1).

**Tabel 5-1: Sectorieel aandeel in de toegevoegde waarde en in de werkgelegenheid**

	Toegevoegde waarde		Totale werkgelegenheid	
	1995	2022	1995	2022
Verwerkende sector	20%	14%	18%	10%
Marktdiensten	39%	45%	41%	46%
Niet-marktdiensten	8%	9%	14%	18%
Overheidsdiensten (O-P)	14%	14%	18%	17%
Andere*	19%	18%	10%	9%

Andere: bedrijfstakken A, B, D, E, F, L<sup>20</sup>

Bron: Eurostat en NBB, eigen berekeningen van het secretariaat.

<sup>19</sup> Afgevlakt gemiddelde over 3 jaar

<sup>20</sup> D.w.z. landbouw, bosbouw en visserij (A), winning van delfstoffen (B), productie en distributie van gas en elektriciteit (D), distributie van water en afval- en afvalwaterbeheer (E), bouwnijverheid (F) en de exploitatie van

## 6 Bibliografie

- BIJNENS, G. en C. DUPREZ (2023a), *Bedrijven, prijzen en marges*, NBB.
- BIJNENS, G. en C. DUPREZ (2023b), *Firms, prices and margins – Q4 2022*, NBB.
- CENTRALE RAAD VOOR HET BEDRIJFSLEVEN (2018), *Analyse du compte des sociétés*, CCE 2018-3137.
- CENTRALE RAAD VOOR HET BEDRIJFSLEVEN (2022a), *Analyse du modèle de croissance belge : création et répartition de la valeur ajoutée en Belgique de 1996 à 2018*, CRB 2022-2314.
- CENTRALE RAAD VOOR HET BEDRIJFSLEVEN (2022b), *Loonkostenhandicap*, CRB 2022-3302.
- CENTRALE RAAD VOOR HET BEDRIJFSLEVEN (2023), *Oorzaken en gevolgen van de algemene mondiale inflatie - Verslag Werkgelegenheid-Concurrentievermogen 2023*, CRB 2023-2450.
- DE KEYSER, T., G. LANGENUS en L. WALRAVENS (2023), *The development of corporate profit margins and inflation*, NBB Economic Review n°8.
- NATIONALE BANK VAN BELGIË (2023), *Verslag 2022*.
- PIETTE, Ch. en J. TIELENS (2023), *How did Belgian firms benefit from three decades of declining interest rates ?*, NBB Economic Review n°12.

---

en handel in onroerend goed (L).

## 7 Lexicon

### **Bruto- / nettomargevoet**

De bruto-/nettomargevoet vergelijkt het bruto-exploitatietoerschoot (BEO) / netto-exploitatietoerschoot (NEO) met de toegevoegde waarde.

Het BEO wordt gemeten door de beloning van werknemers en de belastingen op de productie (min de productiesubsidies) af te trekken van de toegevoegde waarde. Het NEO wordt berekend door de afschrijvingen af te trekken van het BEO.

### **Nettorentabiliteit**

De indicator van de nettorentabiliteit vergelijkt het netto-exploitatietoerschoot (NEO) van de niet-financiële vennootschappen met hun nettokapitaalvoorraad.

Aan de hand van de nettorentabiliteit kan worden waargenomen in welke mate de middelen die aan de onderneming ter beschikking zijn gesteld (de kapitaalvoorraad) inkomsten hebben gegenereerd (die kunnen worden gebruikt om de kapitaalhouders te vergoeden of om bijvoorbeeld nieuwe investeringen te doen).

### **Nettokapitaalvoorraad**

De kapitaalvoorraad komt overeen met het (niet-financiële) kapitaal dat wordt gebruikt in het productieproces.

Preciezer gesteld is de nettokapitaalvoorraad gelijk aan de lopende aankoopprijs van de vaste activa min de gecumuleerde afschrijvingen. Vaste activa zijn de geproduceerde niet-financiële activa die gedurende een periode van minstens een jaar herhaaldelijk of voortdurend worden gebruikt in productieprocessen (gebouwen, machines, uitrusting, O&O enz.). De kapitaalvoorraad wordt hier gemeten tegen lopende prijzen.

### **Afschrijvingen**

Afschrijvingen (ook "verbruik van vaste activa" genoemd) komen overeen met de uitgaven voor het onderhouden en vernieuwen van de activa van de onderneming.

In de nationale rekeningen worden de afschrijvingen lineair geraamd in functie van de levensduur van de activa, zonder rekening te houden met het werkelijke gebruik ervan.

Een toename van het aandeel van de afschrijvingen in de toegevoegde waarde kan worden verklaard door een stijging van de gemiddelde depreciatiegraad van de activa en/of door een stijging van het kapitaalcoëfficiënt (zie hieronder).

### **Gemiddelde depreciatiegraad van de activa**

Deze graad wordt gemeten door de afschrijvingen te delen door de kapitaalvoorraad. De levensduur van de activa bepaalt de snelheid waarmee deze activa in waarde verminderen en moeten worden vernieuwd. De levensduur verschilt volgens het type van activa. Een schommeling van de gemiddelde depreciatiegraad van de activa weerspiegelt veranderingen van het type van activa in de samenstelling van de kapitaalvoorraad.

Wanneer de samenstelling van de kapitaalvoorraad verschuift naar activa met een kortere levensduur (bijvoorbeeld naar meer informaticasoftware in plaats van gebouwen, die een lange levensduur hebben), nemen de jaarlijks vereiste afschrijvingen toe (als percentage van de kapitaalvoorraad): dit wordt weerspiegeld in een stijging van de gemiddelde depreciatiegraad van de activa.

### **Kapitaalcoëfficiënt**

De kapitaalcoëfficiënt wordt gemeten door de kapitaalvoorraad te delen door de toegevoegde waarde. Hij meet de hoeveelheid kapitaal die nodig is om een monetaire eenheid toegevoegde waarde te produceren. Een stijging van de kapitaalcoëfficiënt geeft aan dat de ondernemingen meer kapitaal hebben gebruikt om dezelfde toegevoegde waarde te genereren.

### **(Netto-)inkomstenoverdrachten**

De inkomstenoverdrachten omvatten de dividenden, de interesten, de huurgelden, de overige investeringsinkomsten en de geherinvesteerde winsten van buitenlandse directe investeringen. De geherinvesteerde winsten van BDI's stemmen overeen met

het deel van de winsten van de buitenlandse dochteronderneming dat niet wordt uitgekeerd in de vorm van dividenden, maar in de dochteronderneming blijft<sup>21</sup>.

De nationale rekeningen van de niet-financiële vennootschappen zijn niet geconsolideerd. Consolidatie bestaat, in geval van een samenvoeging van eenheden, uit het annuleren, zowel in gebruik als in aanbod, van de transacties tussen samengevoegde eenheden (uitkering van dividenden, betaling van interesten...). Dit betekent dat de transacties tussen vennootschappen die in deze sector actief zijn, niet zijn geëlimineerd.

Om een economisch beeld te krijgen van de activiteit en het resultaat van deze sector, kunnen netto-indicatoren worden gebruikt. Om de netto-inkomstenoverdrachten te meten, worden de ontvangen dividenden aldus afgetrokken van de betaalde dividenden, de ontvangen interesten van de betaalde interesten, enzovoort.

### **Nettospaartegoed**

Het BEO en de ontvangen inkomsten uit eigendom worden gebruikt om de inkomsten uit eigendom te betalen aan de kapitaalhouders (d.w.z. om het kapitaal van de vennootschap te vergoeden), belastingen te betalen en afschrijvingen uit te voeren (d.w.z. de investeringen die tot doel hebben de bestaande activa te onderhouden en te vernieuwen). Het nettospaartegoed is het saldo van deze uitgaven. Het spaartegoed kan zelf voor verschillende doeleinden worden gebruikt: terugbetaling van schulden, productieve investeringen of de aankoop van financiële activa. Het spaartegoed geeft een indicatie van de zelffinancieringscapaciteit van de ondernemingen.

### **Netto-investeringen**

---

<sup>21</sup> Boekhoudkundig worden de niet-uitgekeerde winsten behandeld als zijnde uitgekeerd en overgedragen aan de buitenlandse directe investeerders naar rato van hun aandeel in het maatschappelijk kapitaal van de onderneming, om vervolgens door hen opnieuw te worden geïnvesteerd door middel van kapitaalverhogingen in de financiële rekening. De geherinvesteerde winsten kunnen negatief zijn wanneer de BDI-onderneming een operationeel verlies lijdt of wanneer de voor een periode aangegeven dividenden hoger zijn dan het in die periode gegenereerde resultaat. Net zoals de positieve geherinvesteerde winsten wordt beschouwd als een kapitaalinjectie in de DBI-onderneming door de directe investeerder, zo worden ook de negatieve geherinvesteerde winsten beschouwd als een intrekking van kapitaal.



De netto-investeringen - of netto-investeringen in vaste activa - maken het mogelijk de productiecapaciteiten van de onderneming te verhogen. Ze zijn gelijk aan de bruto-investeringen in vaste activa min de afschrijvingen (d.w.z. de investeringen die dienen om verouderde of versleten activa te vervangen).

### **Producentenprijzen**

De indexcijfers van de producentenprijzen zijn conjunctuurindicatoren die de maandelijkse ontwikkeling van de prijzen van de economische activiteiten weergeven. Ze kunnen een eerste indicatie geven van de inflatiedruk in de economie, maar kunnen ook worden gebruikt om de ontwikkeling van de prijzen over langere perioden te registreren.

### **Cao-lonen**

De indexcijfers van de cao-lonen, die worden berekend door de FOD Werkgelegenheid, meten de stijging van de loonschalen, zoals die zijn vastgelegd in de sectoren (sectoriële paritaire comités). Een stijging van de index kan het gevolg zijn van de automatische indexeringsmechanismen en/of van de onderhandelde cao-loonsverhogingen.