

Marges bénéficiaires des entreprises : évolution récente dans un contexte de faible inflation

V. Baugnet
T. De Keyser

Introduction

La rentabilité est un facteur déterminant de la politique d'investissement des entreprises. Un niveau de rentabilité suffisant permet de dégager en interne les ressources nécessaires au financement de nouveaux projets. Selon les enquêtes menées par la Banque auprès des chefs d'entreprise en Belgique, 90% des investissements sont ainsi financés par des ressources propres. Une entreprise rentable accédera aussi plus facilement au financement externe, et notamment au crédit bancaire, nécessaire à la réalisation de ses projets. Le graphique 1 illustre dans quelle mesure la progression du taux de marge des entreprises s'accompagne en général avec un décalage de deux ou trois trimestres, d'une hausse de leur taux d'investissement. Par ailleurs, le fait de disposer d'une bonne assise en matière de rentabilité permet de faire face plus aisément aux chocs extérieurs, qu'il s'agisse d'un ralentissement de la demande, d'une hausse soudaine des prix des inputs (par exemple énergétiques), ou encore d'un renchérissement des coûts de financement.

La première partie de cet article est consacrée à établir un diagnostic de la rentabilité des entreprises en Belgique, cette dernière étant approchée essentiellement sous l'angle du taux de marge. Quel impact la crise récente a-t-elle eu sur le taux de marge des sociétés belges? Certains secteurs d'activité ont-ils été davantage affectés? Le taux de marge des PME et celui des grandes entreprises ont-ils évolué de concert? Comment les firmes belges se positionnent-elles, en termes de rentabilité, par rapport à leurs homologues

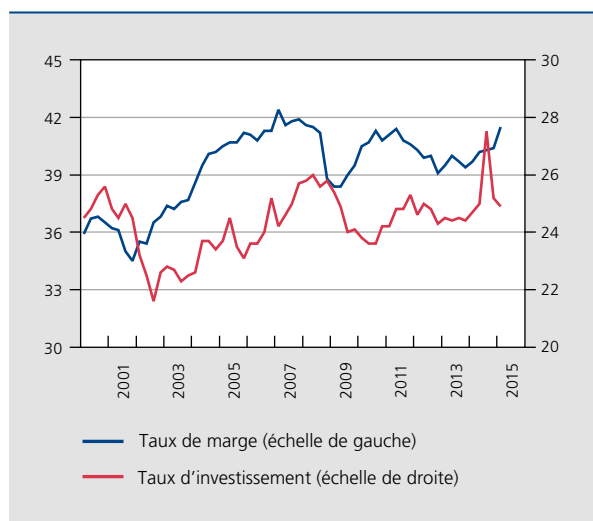
étrangères? Telles sont les questions que nous aborderons dans cette première partie.

La deuxième partie s'intéresse aux déterminants du taux de marge des entreprises. Faiblesse de la demande, pouvoir d'achat limité des consommateurs et renchérissement des inputs sont autant d'éléments, liés au cycle économique, susceptibles de comprimer les marges des entreprises. Aux facteurs conjoncturels peuvent s'ajouter des éléments d'ordre plus structurel, tels que la mondialisation et la concurrence toujours plus intense et plus large géographiquement qu'elle induit, le développement des nouvelles formes de production et de consommation liées aux nouvelles technologies (e-commerce, etc.), lesquels peuvent également peser sur la profitabilité des entreprises. Enfin, toutes les branches d'activité ne sont pas logées à la même enseigne: l'industrie et les services marchands ont, à cet égard, affichés des évolutions spécifiques avant et après la crise. Des caractéristiques sectorielles, telles l'intensité capitaliste et l'évolution de la productivité et des coûts salariaux, influencent en effet le taux de marge des entreprises.

La dernière partie se penche sur la relation entre les marges des entreprises et l'activité économique. Ensuite, le rôle des marges dans l'évolution des prix et leur lien avec les différentes composantes des prix sont mis en lumière. À cet égard, les facteurs qui contribuent au climat actuel de faible inflation sont analysés. Enfin, une brève comparaison internationale permet de déterminer si la situation en Belgique est comparable à celle d'autres pays.

GRAPHIQUE 1 TAUX DE MARGE⁽¹⁾ ET TAUX D'INVESTISSEMENT⁽²⁾ DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES EN BELGIQUE

(pourcentages, données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Source : ICN.

(1) Le taux de marge des sociétés non financières est défini comme l'excédent brut d'exploitation divisé par la valeur ajoutée brute.

(2) Le taux d'investissement des sociétés non financières est défini comme la formation brute de capital fixe divisée par la valeur ajoutée brute.

1. Diagnostic récent de la rentabilité des entreprises belges

La rentabilité peut être appréhendée au travers d'indicateurs issus de deux grandes sources statistiques : les comptes nationaux, d'une part, et les comptes annuels (bilans et comptes de résultats) des entreprises, d'autre part.

Dans la comptabilité nationale, la rentabilité des sociétés peut être approchée par le taux de marge, parfois aussi appelé taux de profit. Le taux de marge (brut) est le rapport entre l'excédent (brut) d'exploitation et la valeur ajoutée (brute). Cet indicateur mesure le pourcentage de la valeur ajoutée conservé par les sociétés, après paiement des salaires aux travailleurs et des impôts nets des subventions sur la production et les importations. Le taux de marge correspond donc grosso modo à la part de la valeur ajoutée qui rémunère le facteur capital ; le taux de marge n'est donc pas indépendant de l'intensité capitalistique, qui peut varier d'une branche ou d'un pays à l'autre. Notons également que, dans cet article, le taux de marge est entendu le plus souvent au sens strict, c'est-à-dire que l'excédent brut d'exploitation est expurgé du revenu mixte brut qui, comme son nom l'indique, est composé des revenus « mixtes » du travail et du capital, qui échoient aux indépendants ; lorsque l'analyse est

complétée d'une comparaison internationale, c'est toutefois le concept large, le seul disponible, qui est utilisé. Le taux de marge peut également être exprimé en termes nets, c'est-à-dire après décompte des amortissements.

Le taux de marge est calculé avant la prise en compte des charges financières et des impôts directs ; c'est donc un concept très éloigné de celui de bénéfice, mais dont l'avantage est justement d'éliminer le rôle de la structure financière et de la fiscalité dans l'appréciation des résultats et de mesurer la rentabilité opérationnelle des entreprises. Cet indicateur est en outre cohérent avec d'autres variables macroéconomiques tirées des comptes nationaux, telles que les salaires, la productivité, le stock de capital, etc. Il permet en outre une comparaison internationale et est disponible sur une période de temps relativement longue.

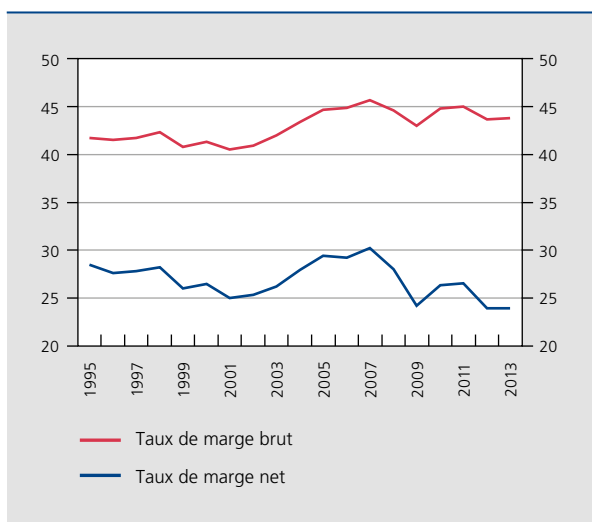
Des mesures de rentabilité complémentaires peuvent être calculées au départ des informations contenues dans les bilans et les comptes de résultats des entreprises. Ces mesures permettent d'affiner notre appréciation de la performance commerciale ou financière de la firme. Ainsi par exemple, la rentabilité nette des actifs d'exploitation, définie comme le rapport entre le résultat net d'exploitation et les actifs d'exploitation, exprime la performance commerciale de l'entreprise par rapport aux éléments directement affectés à l'exploitation. Elle permet de comparer l'efficacité du processus productif de sociétés actives dans des branches d'activité différentes, au sein desquelles l'ampleur et la structure des actifs peuvent considérablement varier. La rentabilité nette des capitaux propres (return on equity), qui divise le résultat net après impôts par les capitaux propres, constitue pour sa part la mesure ultime de la rentabilité, c'est-à-dire le rendement dont bénéficient les actionnaires après déduction de tous les frais et impôts. Calculés sur la base des données microéconomiques, ces indicateurs de rentabilité issus des bilans autorisent une analyse distincte des grandes entreprises et des PME.

Tant les indicateurs de bilan que ceux des comptes nationaux sont établis par branche d'activité. Le présent article se concentre sur les sociétés non financières, à l'exclusion de celles qui sont actives dans les services non marchands et dans l'agriculture. Lorsqu'il est question de l'ensemble des entreprises, il s'agit donc de celles de l'industrie (industrie manufacturière et énergie), des services marchands (à l'exclusion des banques) et de la construction ; ces branches représentent environ 70 % de la valeur ajoutée produite en Belgique. Les statistiques par branche d'activité sont disponibles de 1995 à 2013.

Alors qu'il avait sensiblement progressé de 2002 à 2007, passant de 40 à près de 46 %, le taux de marge brut des

GRAPHIQUE 2 TAUX DE MARGE BRUT ET NET DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES⁽¹⁾ EN BELGIQUE

(pourcentages)



Source: ICN.

(1) Par rapport au taux de marge présenté au graphique 1, qui se rapporte à l'ensemble des sociétés non financières, celui-ci se rapporte uniquement aux entreprises de l'industrie, des services marchands et de la construction.

entreprises belges avait fortement chuté en 2008 puis en 2009, revenant à 43 %. Après avoir retrouvé un peu de vigueur les deux années suivantes, le taux de marge brut s'est une nouvelle fois contracté en 2012 avant de se stabiliser à 44 % en 2013.

Un repli plus sensible du taux de marge depuis la crise est observé lorsqu'on l'envisage en termes nets. D'un point haut d'environ 30 % en 2007, le taux de marge net serait retombé à 24 % en 2013. Par rapport au concept brut, le taux de marge net est obtenu après décompte des amortissements en capital et tient donc compte de l'usure théorique de l'outil de production. Il faut souligner à cet égard que, dans les comptes nationaux, les amortissements sont estimés de manière linéaire selon la fonction de survie des actifs, sans tenir compte de leur utilisation effective, ou sans que ne soient pris en considération des éléments de nature fiscale ou comptable, qui influent souvent sur la politique d'amortissement des entreprises.

La relative inertie des amortissements en capital, alors que la croissance moyenne de l'activité et de l'excédent d'exploitation est faible, pèse sur le taux de marge net des entreprises depuis le début de la crise de 2008. Par ailleurs, on observe, depuis la seconde moitié des années 90, une augmentation régulière du taux moyen de dépréciation du stock de capital. Celle-ci est liée à la fraction croissante des actifs informatiques et numériques, qui tendent à se déprécier plus rapidement. Ces deux éléments expliquent

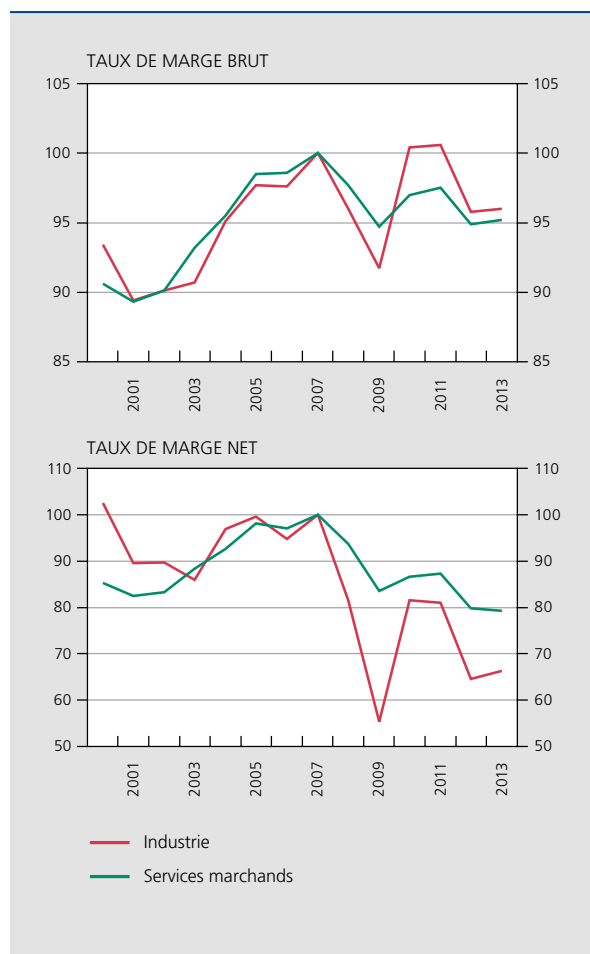
pourquoi la marge nette s'est érodée bien davantage que la marge brute depuis 2008.

La mise en parallèle des deux concepts témoigne de la difficulté de qualifier le niveau actuel de rentabilité des entreprises. Selon le concept brut, le niveau de marge actuel, certes en deçà du pic de 2007, n'est pas particulièrement bas; la réduction du taux de marge brut depuis la crise illustre plutôt une normalisation après une phase de forte expansion. Selon le concept net, en revanche, le taux de marge se situe aujourd'hui à un niveau nettement inférieur à son niveau moyen historique, la chute d'après la crise s'étant greffée sur une tendance baissière à plus long terme.

Qu'en est-il des éventuelles disparités par branche d'activité? Le graphique 3 montre l'évolution du taux de marge, brut et net, dans l'industrie et les services marchands.

GRAPHIQUE 3 TAUX DE MARGE DANS L'INDUSTRIE ET LES SERVICES MARCHANDS

(indice 2007 = 100)



Source: ICN.

De 2000 à 2007, le taux de marge brut a progressé de manière assez soutenue dans l'industrie et dans les services marchands. Quand la crise est survenue, le taux de marge a chuté de façon plus vive dans l'industrie que dans les services marchands, mais la phase de récupération qui a suivi y a aussi été plus prononcée. En termes nets, comme mentionné plus haut pour l'ensemble des sociétés non financières, la situation a été nettement moins favorable dans les deux grandes branches. C'est surtout dans l'industrie qu'un véritable décrochage du taux de marge a été enregistré; en 2013, le taux de marge net y était inférieur de plus de 30 % à son niveau d'avant la crise. Au cours de la même période, un recul d'environ 20 % a été observé dans les services marchands.

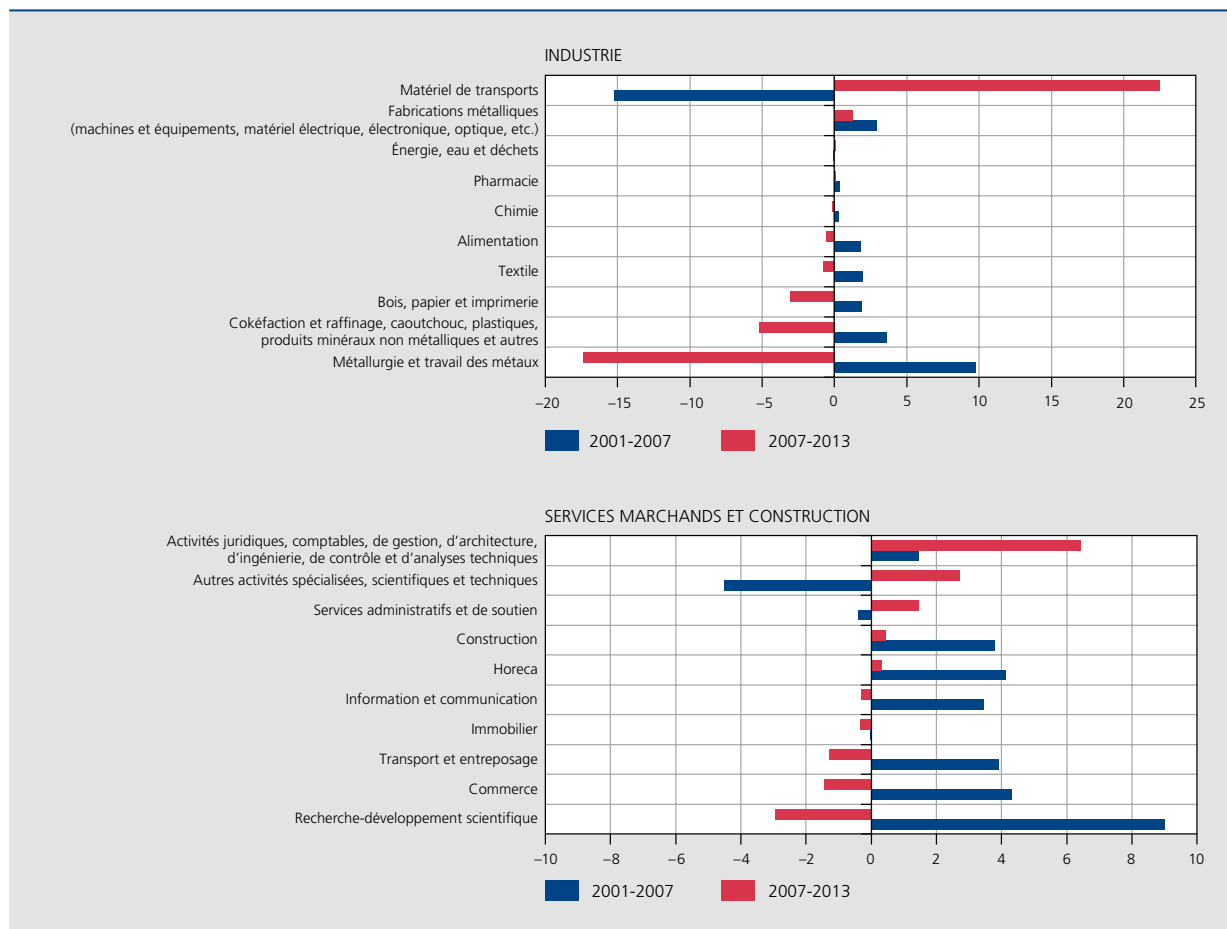
Il s'avère que toutes les sous-branches industrielles n'ont pas été logées à la même enseigne. Ainsi, c'est dans l'industrie lourde que la baisse de la rentabilité a été la plus spectaculaire: d'abord dans la métallurgie, puis dans l'industrie de cokéfaction et raffinage et de fabrication

de caoutchoucs, plastiques et produits minéraux non métalliques, et enfin dans la branche du bois et papier. Une diminution du taux de marge, d'une ampleur certes beaucoup plus limitée, a également été enregistrée dans le textile et dans l'alimentation. Par contre, le taux de marge brut est resté stable dans la chimie, dans la pharmacie et dans le secteur de l'énergie. Enfin, la marge brute des entreprises actives dans les fabrications métalliques – un secteur qui regroupe les machines et équipements, et les fabrications de matériel électrique, électronique et optique – et dans la fabrication de matériel de transports a même progressé entre 2007 et 2013. La très nette amélioration du taux de marge entre 2007 et 2013 dans cette dernière branche doit toutefois être relativisée puisqu'elle s'explique principalement par le point bas de 2007, année marquée par la fermeture d'un important constructeur automobile au nord du pays.

De manière générale, les branches industrielles qui contiennent un degré élevé d'innovation semblent avoir

GRAPHIQUE 4 ÉVOLUTION DU TAUX DE MARGE BRUT AVANT ET APRÈS LA CRISE PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ

(taux de croissance annuel moyen sur la période, pourcentages)



Source : ICN.

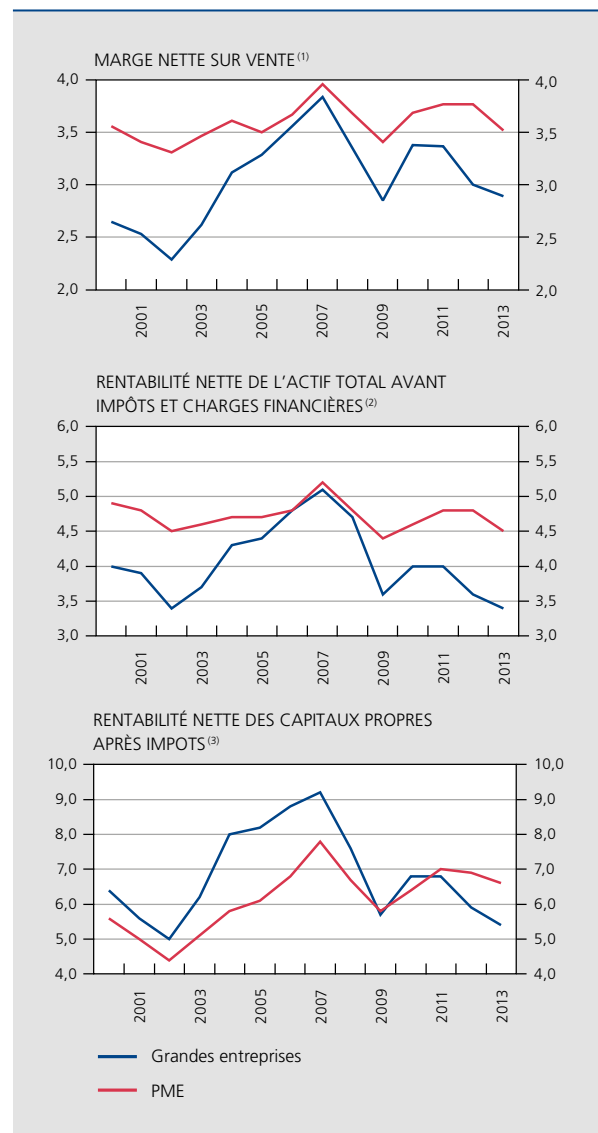
subi une moindre contraction du taux de marge que les branches industrielles plus traditionnelles. Ceci étant, les branches dont le taux de marge a le plus baissé depuis la crise sont aussi celles où il avait le plus augmenté préalablement, de 2001 à 2007, ce qui suggère une importante composante cyclique dans l'évolution du taux de marge. C'est le cas de la métallurgie et de l'industrie de cokéfaction et raffinage et de fabrication de caoutchoucs, de plastiques, et de produits minéraux non métalliques. La demande mondiale considérable pour les produits issus de ces industries, notamment en provenance des pays émergents, a certainement contribué aux résultats très favorables engrangés au cours de la période antérieure à la crise.

Les sous-branches des services marchands et la construction ont été affectées à des degrés divers par la crise entamée en 2008. C'est dans les branches de la recherche-développement scientifique, du commerce et du transport et entreposage que le taux de marge s'est le plus contracté. Cette dernière branche est intimement connectée à l'industrie; la paralysie des échanges commerciaux dès la fin 2008 et en 2009, de même que leur rétablissement seulement partiel par la suite, ont fortement grevé l'activité de cette branche. Au sein de la branche du commerce, les taux de marge du commerce de véhicules automobiles et du commerce de gros se sont réduits beaucoup plus vivement que celui du commerce de détail. Une baisse limitée du taux de marge a été observée dans l'immobilier et dans la branche d'information et communication, tandis que la rentabilité se serait même légèrement améliorée dans l'horeca et dans la construction. Pour terminer, soulignons que la branche des services aux entreprises (services administratifs, activités scientifiques et techniques, juridiques, comptables, etc.) a vu sa rentabilité rebondir assez nettement entre 2007 et 2013.

Les indicateurs de rentabilité alternatifs calculés au départ des bilans des entreprises (cf. annexe 1) confirment que les sous-branches de l'industrie les plus durement touchées depuis la crise ont été la métallurgie, la branche du bois et papier ainsi que le textile. En revanche, ils nuancent le constat selon lequel les entreprises de la construction n'auraient que peu souffert de la crise récente puisqu'ils pointent une érosion de leur rentabilité aussi importante que dans les services marchands. Les indicateurs de bilans sont probablement plus pertinents pour apprécier la situation dans la construction car ils prennent en compte les résultats des indépendants, fort nombreux dans cette branche, tandis que le taux de marge est calculé au sens strict, c'est-à-dire à l'exclusion du revenu mixte brut des indépendants.

Les indicateurs calculés sur la base des bilans des entreprises peuvent en outre être établis séparément pour les

GRAPHIQUE 5 INDICATEURS DE RENTABILITÉ DANS LES GRANDES ENTREPRISES ET DANS LES PME
(pourcentages, médiane des observations)



Source : BNB (Centrale des bilans).

(1) Défini comme le résultat net d'exploitation divisé par le chiffre d'affaires.

(2) Défini comme le résultat net avant impôts et charges financières, hors résultats exceptionnels, divisé par l'actif total.

(3) Défini comme le résultat net après impôts, hors résultats exceptionnels, divisé par les capitaux propres.

grandes entreprises et pour les PME. Trois indicateurs de rentabilité sont illustrés au graphique 5 : la marge nette sur ventes, qui mesure la performance commerciale d'une unité d'activité, indépendamment des éléments financiers, exceptionnels et fiscaux; la rentabilité nette de l'actif total, qui mesure plutôt la rentabilité économique de l'entreprise, en fonction des actifs engagés; et la rentabilité nette des capitaux propres, c'est-à-dire le rendement dont bénéficient les actionnaires après déduction de tous les frais et impôts, qui est la mesure

ultime de la rentabilité financière de l'entreprise. Les indicateurs sont représentés par la médiane des observations, qui est indépendante des valeurs extrêmes au sein des deux populations.

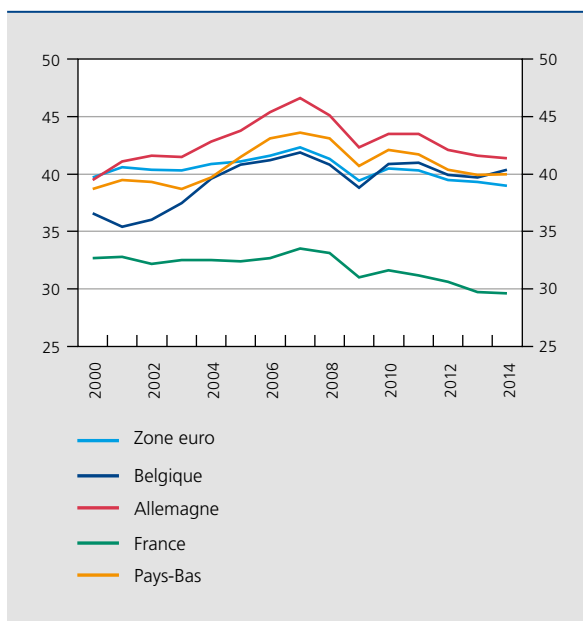
La rentabilité des grandes entreprises s'est davantage érodée que celle des PME depuis 2008, mais elle s'était plus nettement améliorée avant la crise. Ce constat vaut quel que soit l'indicateur de rentabilité retenu. Les indicateurs par branche (cf. annexe 1) montrent que, dans quasiment tous les secteurs, les grandes entreprises ont plus souffert que les PME. L'incidence négative de la taille sur l'évolution de la rentabilité depuis la crise semble au moins aussi importante que l'influence du secteur d'activité.

Divers éléments peuvent avoir contribué à un meilleur maintien du taux de marge des entreprises de plus petite taille à l'entame de la crise en 2008. Tout d'abord, les PME ont pu faire preuve d'une plus grande flexibilité en matière de gestion du personnel, et se séparer plus rapidement du personnel excédentaire face au ralentissement de la demande, alors que les grandes entreprises auraient maintenu l'emploi plus longtemps. Par ailleurs, le degré d'exposition à la conjoncture internationale varie entre les grandes entreprises et les PME, et ce, au sein même d'une branche d'activité : ainsi, dans l'horeca, les chaînes hôtelières et les sociétés de catering, plus dépendantes du marché mondial, sont typiquement des grandes structures, tandis que les PME sont davantage liées au marché domestique. Enfin, si une proportion plus élevée de PME a fait faillite dans le sillage de la crise, et est donc sortie de la population couverte par les statistiques, cela pourrait aussi y expliquer le maintien d'un taux de rentabilité « apparente » plus élevée – seules les PME les plus rentables étant recensées – tandis que la population des grandes entreprises est traditionnellement plus stable dans le temps.

Pour compléter l'analyse, il est utile de comparer l'évolution du taux de marge des sociétés belges à celle de ses homologues étrangères. Seul le taux de marge brut au sens large, calculé à l'inclusion du revenu mixte brut des indépendants, est disponible pour les comparaisons internationales, et ce jusqu'en 2014.

L'érosion du taux de marge des entreprises belges depuis la crise a été similaire à celle enregistrée en moyenne dans la zone euro et dans les trois pays voisins. À l'instar de celle des sociétés belges, la rentabilité de leurs homologues allemandes et néerlandaises s'était franchement améliorée avant la crise, mais tel n'a pas été le cas des firmes françaises, dont la rentabilité était demeurée stable au cours de cette période.

GRAPHIQUE 6 TAUX DE MARGE DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES : COMPARAISON INTERNATIONALE⁽¹⁾
(pourcentages)



Source : Eurostat.

(1) Il s'agit du taux de marge brut des sociétés non financières, y compris le revenu mixte brut des indépendants.

Le niveau actuel du taux de marge des entreprises belges est très proche de la moyenne européenne. Les entreprises allemandes décrochent la palme de la rentabilité, tandis que les entreprises françaises affichent un taux de marge systématiquement plus faible. Rappelons toutefois que des caractéristiques structurelles, telles que l'intensité capitalistique, la spécialisation sectorielle, ou encore l'importance des indépendants dans le tissu économique, peuvent varier d'un pays à l'autre et générer des écarts structurels du taux de marge entre ceux-ci.

2. Déterminants du taux de marge

Cette section passe en revue les éléments ayant pu influencer le taux de marge, au cours de la période récente, et de manière plus structurelle, depuis 1995. On y distingue les évolutions dans l'industrie de celles dans les services marchands, étant donné les dynamiques parfois contrastées au sein de ces deux grandes branches. De 1995 à 2013, le taux de marge brut a progressé, en termes cumulés, de 5 % dans l'ensemble des entreprises. Si une hausse de près de 9 % de celui-ci a été enregistrée dans l'industrie, le taux de marge n'a pratiquement pas varié dans les services marchands.

Taux de marge, intensité capitaliste et rendement du capital

Puisque le taux de marge est censé rémunérer le capital investi dans le processus de production, il est indissociable des notions d'intensité capitaliste, d'une part, et de rendement du capital, d'autre part. Le taux de marge peut en effet être réécrit en :

$$\text{Taux de marge} = \frac{\text{Excédent brut d'exploitation}}{VA} = \frac{\overbrace{K}^{\text{Intensité capitaliste}}}{VA} \times \underbrace{\frac{\text{Excédent brut d'exploitation}}{K}}_{\text{Taux de rendement du capital}}$$

où VA = valeur ajoutée brute et K = stock de capital

Le premier élément représente l'intensité capitaliste en valeur, soit le stock de capital divisé par la valeur ajoutée ; le second élément peut être qualifié de taux de rendement intrinsèque ou rentabilité du capital, soit le rendement brut que procure le stock de capital. La décomposition du taux de marge illustrée au graphique 7 est effectuée à prix courants et comprend donc des effets-prix en plus d'effets en volume. Toutes choses égales par ailleurs, le taux de marge augmente (diminue) si le taux de rendement du capital augmente (diminue) et/ou si l'intensité capitaliste augmente (diminue).

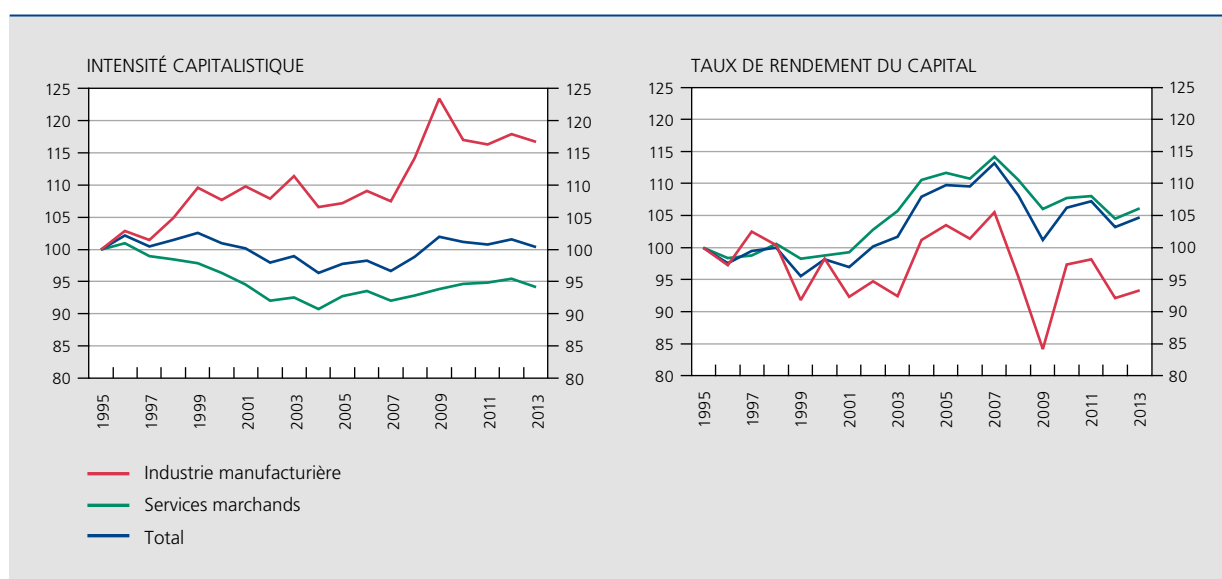
L'intensité capitaliste globale n'a que très peu varié en Belgique de 1995 à nos jours. Cette stabilité apparente

masque toutefois d'importantes disparités d'un secteur à l'autre. Dans l'industrie, l'intensité capitaliste en valeur a augmenté sensiblement et de manière quasiment constante de 1995 à nos jours, alors qu'elle a plutôt eu tendance à se réduire, fût-ce moins rapidement, dans les services marchands. En termes cumulés, l'intensité capitaliste dans l'industrie a augmenté d'un peu plus de 15 % entre 1995 et 2013, tandis qu'elle s'est réduite d'environ 5 % dans les services marchands.

Le taux de rendement du capital est demeuré globalement stable de 1995 au début des années 2000, avant de grimper sensiblement jusqu'en 2007. La crise entamée en 2008 a ensuite provoqué une chute brutale du taux de rendement du capital, suivie d'un rétablissement partiel. À l'exception du début des années 2000, où la rentabilité du capital s'est plutôt tassée dans l'industrie alors qu'elle augmentait dans les services marchands, l'évolution du taux de rendement du capital a été fort similaire dans les deux grandes branches. En termes cumulés, de 1995 à 2013, c'est toutefois un certain tassement d'environ 6 %, du taux du rendement du capital qui a été enregistré dans l'industrie tandis qu'une hausse d'amplitude comparable a été observée dans les services marchands.

Quel enseignement pouvons-nous en tirer pour l'analyse du taux de marge ? Il s'avère que les fluctuations de court terme du taux de marge sont avant tout dictées par celles du taux de rendement du capital tandis que l'intensité

GRAPHIQUE 7 DÉTERMINANTS DU TAUX DE MARGE : INTENSITÉ CAPITALISTIQUE ET TAUX DE RENDEMENT DU CAPITAL⁽¹⁾
(indice 1995 = 100)



Source : ICN.

(1) L'intensité capitaliste est définie comme le stock de capital divisé par la valeur ajoutée, tous deux exprimés en valeur. Le taux de rendement du capital est défini comme l'excédent brut d'exploitation divisé par le stock de capital, tous deux exprimés en valeur.

capitalistique, est, par essence, guidée par des mutations plus structurelles. Ainsi, depuis la crise de 2008, la baisse du taux de marge dans l'industrie et dans les services marchands reflète essentiellement celle de la rentabilité du capital, qui présente une forte composante cyclique.

Dans une perspective plus longue, c'est-à-dire en considérant les évolutions en cours depuis 1995, la réduction relative de l'intensité capitalistique dans les services marchands a été compensée par une hausse proportionnelle de la rentabilité du capital, ce qui s'est révélé neutre sur le niveau du taux de marge.

Dans l'industrie, la hausse ininterrompue de l'intensité capitalistique en valeur signifie en fait qu'il faut investir de plus en plus pour générer une même valeur ajoutée; autrement dit, la productivité moyenne du capital diminue. Le Conseil Central de l'Economie, dans son rapport technique 2015⁽¹⁾, avance plusieurs éléments d'explication à la baisse continue de la productivité du capital dans l'industrie. Premièrement, cela pourrait découler de gains de productivité de plus en plus faibles des nouveaux investissements consentis ou de marges de moins en moins élevées, par exemple en raison du renchérissement relatif des coûts intermédiaires par rapport aux prix de vente. Une autre explication est d'ordre statistique et propre à l'utilisation des comptes nationaux. En cas d'ajustements qui entraînent une baisse de l'activité, la valeur ajoutée diminue

(1) Annexes au Rapport technique 2015, Conseil Central de l'Economie, juin 2015.

mais le stock de capital reste présent dans les comptes nationaux jusqu'à ce qu'il disparaisse lorsqu'il arrive en fin de vie. La baisse de la productivité du capital découlerait alors non pas d'une baisse des gains de productivité mais du fait que le stock de capital contient du capital qui n'est plus utilisé.

Taux de marge, productivité et coût salarial

Le taux de marge peut également s'analyser en complément de la part des rémunérations des salariés et des impôts indirects nets dans la valeur ajoutée des sociétés.

$$VA = \frac{\text{Excédent brut d'exploitation}}{VA} + \frac{\text{Rémunérations des salariés}}{VA} + \frac{\text{Impôts indirects nets}}{VA}$$

$$\text{Taux de marge} = \frac{\text{Excédent brut d'exploitation}}{VA}$$

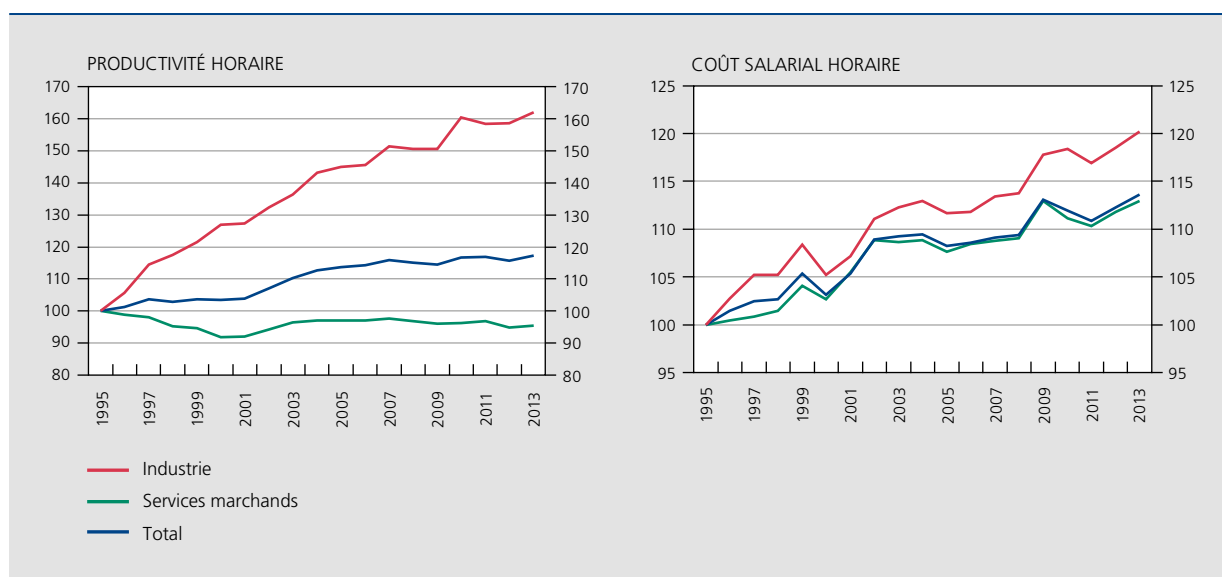
$$= 1 - \frac{\text{Rémunérations des salariés}}{VA} - \frac{\text{Impôts indirects nets}}{VA}$$

La part des rémunérations dans la valeur ajoutée peut ensuite être décomposée comme suit :

$$\frac{\text{Rémunérations}}{VA} = \frac{\text{Rémunérations}}{\text{Heures}} \times \frac{\text{Heures}}{VA}$$

$\frac{\text{Rémunérations}}{\text{Heures}}$: Coût salarial horaire
 $\frac{\text{Heures}}{VA}$: Productivité horaire (échelle inversée)

GRAPHIQUE 8 DÉTERMINANTS DU TAUX DE MARGE : PRODUCTIVITÉ ET COÛT SALARIAL⁽¹⁾
(indice 1995 = 100)



Source : ICN.

(1) La productivité horaire est définie comme la valeur ajoutée en volume divisée par le nombre d'heures ouvrées. Le coût salarial horaire est défini comme le salaire réel (déflaté par l'indice des prix à la consommation) rapporté au nombre d'heures ouvrées.

Le premier argument représente le coût salarial horaire, tandis que le second est égal à l'inverse de la productivité horaire (un raisonnement similaire pouvant bien entendu être établi par personne plutôt que par heure).

Sous l'hypothèse simplificatrice que l'influence des impôts indirects nets est marginale⁽¹⁾, le taux de marge est surtout influencé par les changements dans la productivité en volume par rapport aux salaires. Cette décomposition, illustrée au graphique 8, est effectuée à prix constants; les variables ne contiennent donc pas d'effets-prix. Le taux de marge tend à augmenter (diminuer) selon que la productivité en volume par heure/tête augmente plus (moins) vite que le salaire réel par heure/tête.

De 1995 à 2013, la productivité horaire en volume a rebondi, en termes cumulés, de près de 20 %, dans l'ensemble des sociétés non financières. Au cours de cette même période, le coût salarial horaire a crû d'un peu moins de 15 %. La productivité du travail s'est accélérée beaucoup plus vite dans l'industrie que dans l'ensemble, tandis que le salaire réel y a augmenté à peine un peu plus rapidement. Une tout autre image émane des services marchands, où la productivité a légèrement baissé en termes cumulés entre 1995 et 2013, alors que les salaires y ont grimpé au même rythme que dans l'ensemble.

Depuis la crise, la productivité a stagné dans l'ensemble de l'économie, tandis que le coût salarial a continué de progresser, quoique modérément. Les deux grandes branches ont une nouvelle fois présenté des évolutions contrastées : la croissance de la productivité a été plus faible que celle du coût salarial dans les services marchands, tandis que l'inverse a été observé dans l'industrie.

Puisque la productivité en volume a eu tendance, sur une longue période, à gonfler plus vite que le coût salarial dans l'industrie, on aurait pu s'attendre à une hausse très nette du taux de marge dans cette branche; inversement, étant donné que la productivité s'est accrue moins rapidement que le coût salarial dans les services marchands, il aurait plutôt dû en découler un repli du taux de marge. Le fait que ces tendances n'aient pas été observées tient à l'existence d'effets dits de prix relatifs.

Taux de marge, prix relatifs et concurrence

Les effets de prix relatifs découlent de ce que les entreprises d'un secteur paient des salaires, généralement indexés sur l'indice des prix à la consommation (IPC), mais

(1) Cette hypothèse n'est pas toujours vérifiée. Ainsi, de 1995 à 2013, les impôts indirects nets ont eu tendance à légèrement baisser en proportion de la valeur ajoutée en Belgique, en raison de la hausse des subventions salariales.

TABLEAU 1 EFFET « PRIX RELATIF » PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ

(déflateur de la valeur ajoutée par branche d'activité, taux de croissance annuel moyen sur la période, pourcentages)

	1995-2013	1995-2001	2001-2007	2007-2013
Total	1,7	1,4	2,2	1,4
Services marchands	2,4	2,8	2,7	1,7
Industrie	0,0	-1,4	1,1	0,4
dont:				
Alimentation	-0,7	0,8	-1,1	-1,8
Textile	-1,4	-2,3	-2,2	0,3
Bois, papier et imprimerie	-1,0	0,3	-1,8	-1,6
Chimie	1,9	-1,2	1,6	5,2
Pharmacie	0,6	-1,8	0,6	3,0
Métallurgie et travail des métaux	-1,9	-3,3	4,2	-6,4
Fabrications métalliques (machines et équipements, matériel électrique, électronique, optique, etc.)	1,1	-2,2	1,6	4,0
Matériel de transports	-0,4	-3,8	-3,0	5,8
Cokéfaction et raffinage, caoutchouc, plastiques et produits minéraux non métalliques et autres	0,4	2,0	2,5	-3,3
Énergie, eau et déchets	1,1	-0,9	2,0	2,2

Source : ICN.

leur revenu dépend de leurs prix de vente, qui n'évoluent pas forcément parallèlement à la moyenne des prix. Pour chaque secteur i , un effet prix relatif, correspondant au rapport entre le déflateur de la valeur ajoutée du secteur en question et l'indice des prix à la consommation, peut être identifié, qui contribue lui aussi à l'évolution du taux de marge :

$$\Delta(\text{Taux de marge})_i \approx \Delta(\text{Productivité horaire})_i - \Delta(\text{Salaire horaire})_i + \Delta(\text{Prix relatifs})_i$$

$$\text{Où } (\text{Prix relatifs})_i = \frac{(\text{Déflateur VA})_i}{\text{Prix à la consommation}}$$

Les effets de prix relatifs peuvent être approchés par l'évolution des déflateurs de la valeur ajoutée dans les diverses branches d'activité (voir tableau 1). Ceux-ci illustrent la capacité relative des entreprises des différentes branches à répercuter les hausses des prix de leurs inputs dans leurs prix de vente.

Le contraste entre l'évolution des prix de vente dans l'industrie et dans les services marchands est très prononcé. Entre 1995 et 2013, la croissance des prix de vente a en moyenne été nulle dans l'industrie, alors qu'elle a atteint 2,4 % dans les services marchands. Même dans la période de crise récente, les prix de vente des services ont continué d'augmenter de façon assez soutenue. Par contre, dans l'industrie, même en période de très haute conjoncture, et donc a priori de forte demande de leurs produits, comme ce fut le cas durant la première partie des années 2000, les firmes peinent à imposer des hausses, même limitées, de leurs prix de vente. L'évolution défavorable des prix relatifs pèse donc de manière structurelle sur le taux de marge dans l'industrie.

Au sein de l'industrie, ces effets de prix relatifs sont particulièrement défavorables, depuis 1995, dans la métallurgie, le textile et le bois et papier. En ce qui concerne la période de crise récente, les effets de prix relatifs les plus négatifs ont été enregistrés dans la métallurgie, l'industrie de la cokéfaction et raffinage et de fabrication de plastiques, caoutchoucs et produits minéraux non métalliques, ainsi que dans l'alimentation et le bois et papier. Certains des produits issus de ces industries – on pense notamment au textile ou à la métallurgie de base – possèdent des caractéristiques qui rendent plus difficile l'application de prix élevés. Standardisés et facilement imitables, ces produits font l'objet d'une offre potentielle abondante. Par ailleurs, la demande pour ces produits est très élastique, les consommateurs faisant preuve d'une disposition à payer limitée envers des produits facilement interchangeables et substituables.

L'analyse du degré de concurrence fournit un éclairage supplémentaire sur les disparités entre la formation des prix de vente dans l'industrie et dans les services

marchands. Ainsi, dans un cadre de concurrence monopolistique, les entreprises qui disposent d'un pouvoir de marché peuvent demander des prix supérieurs aux coûts marginaux. Le pouvoir de marché des entreprises est donc un déterminant additionnel du taux de marge à long terme.

Les entreprises industrielles belges sont soumises à une concurrence intense et toujours plus large géographiquement. Que ce soit de la part des économies émergentes, des nouveaux états membres de l'Union européenne, ou, plus récemment, de certains pays du Sud de l'Europe ayant procédé à des dévaluations internes, cette concurrence accrue par des producteurs à moindres coûts exerce une lourde pression baissière sur les prix de vente finaux dans l'industrie.

Dans les services marchands, le pouvoir de marché est davantage lié au degré de concurrence domestique. On peut le mesurer au moyen d'un indice de concentration, qui correspond à la somme des carrés des parts de marché de chaque entreprise au sein d'une branche. Un tel indice a été calculé au départ des données de bilan des entreprises belges, sur la période 1995-2013, dans les différentes branches des services marchands. Il s'avère que le degré de concentration a baissé dans la majorité des services marchands de 1995 à 2005, traduisant une hausse de la concurrence effective. Depuis lors, le degré de concurrence se serait stabilisé, voire aurait quelque peu régressé.

Les résultats des indicateurs de réglementation des marchés de produits (« Product Market Regulation » – PMR) de l'OCDE indiquent également que l'entrée sur le secteur belge des services subit des entraves administratives et réglementaires plus importantes que ce n'est le cas en moyenne dans les pays de l'OCDE.

La concurrence imparfaite sur les marchés des services pourrait expliquer pourquoi, au cours des dernières années, les hausses des coûts salariaux – d'ailleurs plus élevées en Belgique que dans les pays voisins – ont été plus largement répercutées sur les prix des services. Des analyses récentes indiquent que ce phénomène peut avoir exercé une influence importante sur l'inflation totale en Belgique. Bien que celle-ci soit passée en dessous du niveau des pays voisins au cours des dernières années, l'inflation sous-jacente a moins baissé en Belgique, et ce principalement en raison de la croissance des prix des services. Parmi les facteurs structurels susceptibles d'y avoir contribué, on retrouve une évolution divergente de la productivité du travail, des mécanismes d'indexation qui s'appliquent à de nombreux prix de services et la concurrence relativement moins forte sur le marché des

services. Dans ce contexte, la CE et d'autres instances internationales recommandent depuis de nombreuses années à la Belgique l'adoption de réformes structurelles sur les marchés des produits.

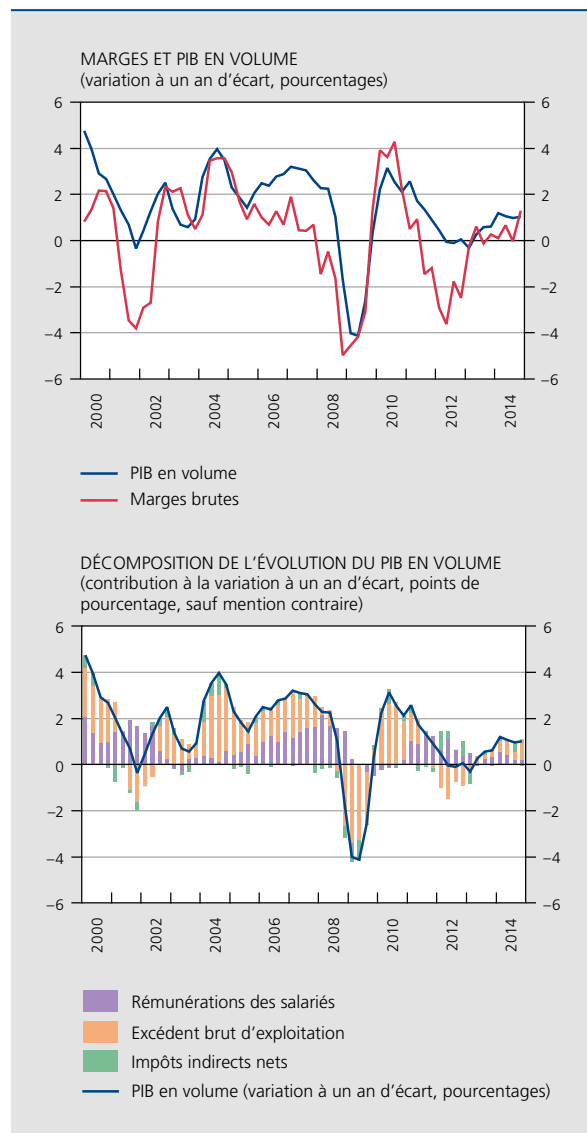
L'un des phénomènes susceptibles de stimuler la concurrence et qui pourraient donc exercer une incidence baissière structurelle sur les prix des services, en particulier dans le commerce, est le développement du commerce électronique, ou commerce en ligne. Ce type de commerce permet de comparer les prix et les produits de manière plus intensive et à plus grande échelle, particulièrement en ce qui concerne les biens et services standardisés, accroissant ainsi la concurrence pour ces produits. En outre, un marché numérique est plus facilement accessible, amenant la menace concurrentielle croissante à peser également sur les prix. Par ailleurs, l'évolution des prix pourrait être influencée à la baisse par des coûts génériquement plus faibles. En raison d'une centralisation et d'une automatisation poussées, et peut-être de coûts salariaux moins élevés, le commerce en ligne présente souvent une structure de coûts qui s'écarte de celle des canaux de vente traditionnels.

Sur la base des statistiques d'Eurostat relatives au pourcentage de personnes qui ont commandé un bien ou un service sur internet au cours de l'année écoulée, il s'avère que la Belgique accuse encore un retard sur la moyenne de la zone euro, et ce dans de nombreuses branches d'activité. La concurrence dans les branches d'activité qui vendent ces produits ou services pourrait donc encore s'accroître en Belgique à mesure que l'on recourt plus intensivement au commerce électronique. De plus, le cadre réglementaire est, lui aussi, progressivement adapté et assoupli afin de stimuler cette forme de commerce.

3. Lien entre les marges et l'évolution conjoncturelle et des prix

L'évolution des marges peut également être mise en relation avec celle de la conjoncture et des prix. S'agissant du premier point, les marges présentent en Belgique un profil clairement procyclique: le coefficient de corrélation avec le PIB en volume s'est ainsi établi à 0,72 pour la période 1995-2013. Une analyse de décomposition de la croissance du PIB en volume selon l'optique revenus, qui décompose cette croissance entre la contribution des rémunérations des salariés, de l'excédent brut d'exploitation et des impôts indirects nets, révèle de fait l'importance de la contribution de la croissance de l'excédent d'exploitation à l'évolution du PIB. La volatilité de la croissance du PIB semble essentiellement s'expliquer pour ce facteur. La contribution de la croissance de la masse salariale à

GRAPHIQUE 9 MARGES ET ÉVOLUTION DU PIB EN VOLUME EN BELGIQUE

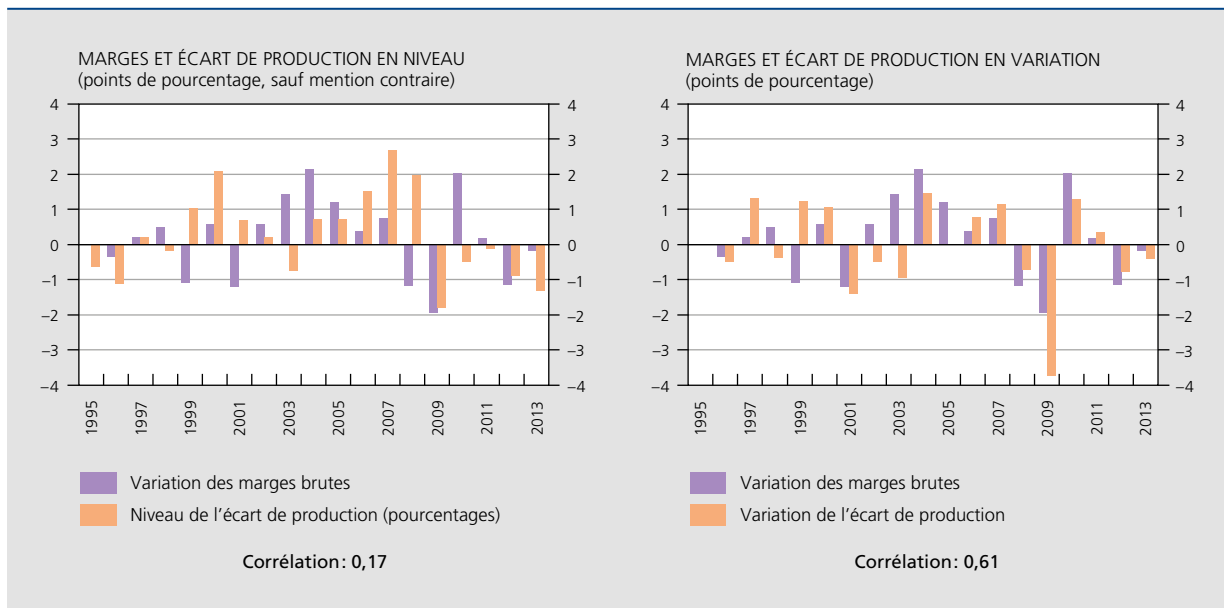


Source: ICN.

l'évolution du PIB est relativement moins élevée et, de surcroît, largement plus stable. Étant donné leur poids bien moindre dans la valeur ajoutée, les impôts indirects nets n'exercent qu'une influence limitée sur la croissance du PIB en volume.

L'évolution des marges est aussi associée régulièrement à l'écart de production, qui mesure l'écart entre le PIB effectif et le PIB potentiel d'une économie. Le lien avec les marges est établi à partir du raisonnement selon lequel les entreprises éprouvent plus de difficultés, lorsque l'écart de production est négatif, à augmenter leurs marges, étant donné les capacités de production inutilisées qui exercent continuellement une pression à la baisse sur les

GRAPHIQUE 10 MARGES ET ÉCART DE PRODUCTION



Sources : CE, ICN.

prix. Ce lien semble bel et bien exister, mais il semble plutôt ténu. Le niveau de l'écart de production n'est en fait guère corrélé avec les marges. En revanche, les variations du niveau de l'écart de production s'avèrent évoluer de façon fortement parallèle à l'évolution des marges, la corrélation pour la période 1996-2013 s'établissant à 0,61. Cette relation n'indique pas de causalité en tant que telle, mais indique que les marges augmentent surtout lorsque l'écart de production s'améliore, et inversement.

Comme indiqué précédemment, les marges tendent à augmenter rapidement en période d'embellie conjoncturelle, et stagnent ou se contractent proportionnellement lorsque la conjoncture se dégrade. Leur évolution s'avère en cela beaucoup plus volatile que celle du déflateur du PIB, qui mesure l'évolution générale des prix dans une économie.

L'évolution relativement stable des prix en Belgique au cours de la période analysée occulte un caractère fortement cyclique dans les composantes sous-jacentes. La marge par unité produite semble servir à court terme d'amortisseur pour absorber les baisses de productivité. Le recul souvent très prononcé de la productivité au début des épisodes de crise s'explique pour sa part en grande partie par le phénomène de rétention de main-d'œuvre.

La présence de rigidités, notamment au niveau des prix, qui ne s'ajustent qu'avec retard aux conditions de marché

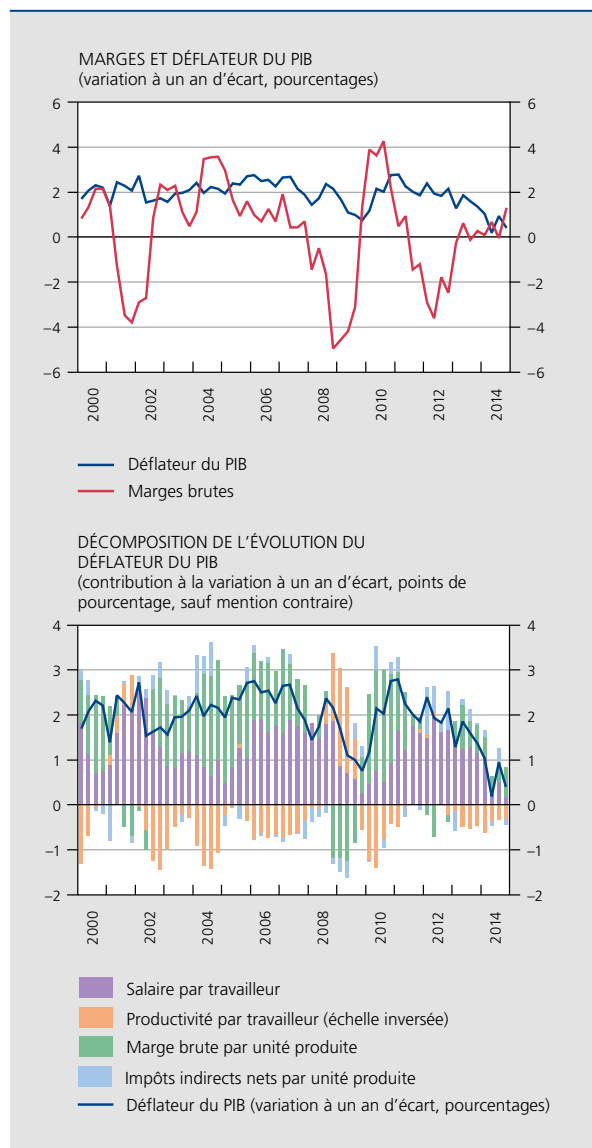
changeantes rend nécessaire le rôle d'amortisseur joué par l'évolution des marges. Par ailleurs, pratiquer des hausses de prix en période de basse conjoncture s'avère difficile, en raison de la compétition qui s'intensifie pour convaincre des consommateurs plus tentés d'épargner que de consommer. Lorsque la conjoncture se redresse, il est plus aisé de renouer avec les hausses des prix et la croissance sous-jacente des marges. L'on peut en trouver un exemple dans la période allant de la fin de 2009 à 2011. Les marges jouent donc en quelque sorte un rôle d'amortisseur face aux fluctuations des coûts salariaux par unité produite, ce qui stabilise ainsi l'évolution du déflateur du PIB.

Au cours de la période récente, l'évolution des prix a reculé nettement en deçà de la moyenne de 2 % ; l'inflation a baissé rapidement, tandis que l'augmentation des rémunérations s'est interrompue en raison notamment des diverses mesures de maîtrise des coûts salariaux. La croissance des marges enregistrée au cours des derniers trimestres a exercé une pression haussière sur les prix, qui a toutefois été compensée en grande partie par la pression à la baisse des gains de productivité. Comme évoqué plus haut, cette situation s'est inscrite dans un contexte de net recul des prix au niveau international.

Une comparaison internationale montre que l'évolution du déflateur du PIB et la contribution fournie par le taux de marge varient selon les pays de la zone euro. En dépit

de la présence de certains facteurs idiosyncratiques, des analogies apparaissent tout de même entre la Belgique et ses pays voisins – l’Allemagne, la France et les Pays-Bas, qui forment un premier groupe de pays –, et entre l’Espagne, le Portugal et l’Italie, qui forment un second groupe. En ce qui concerne le niveau du déflateur, la croissance des prix observée dans le premier groupe, qui est revenue de 2 % environ à 1 %, s’est moins affaiblie que celle du deuxième groupe, où le déflateur s’est établi en moyenne à près de 3,5 % avant la crise, contre 0,5 % environ après celle-ci.

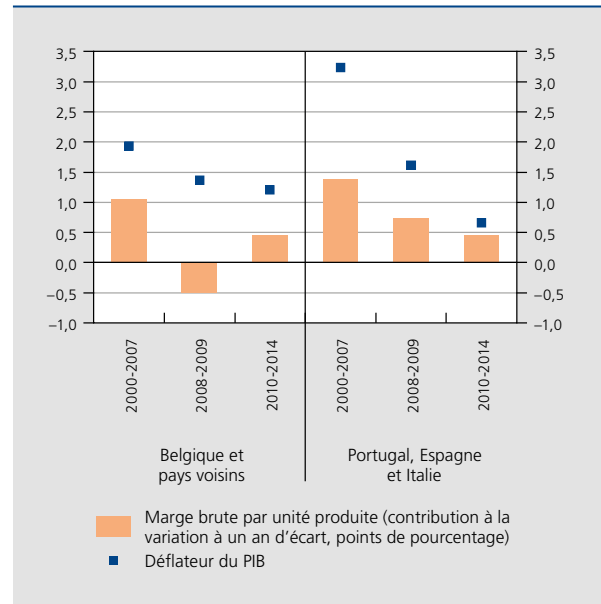
GRAPHIQUE 11 MARGES ET ÉVOLUTION DU DÉFLATEUR DU PIB EN BELGIQUE



Source : ICN.

GRAPHIQUE 12 ÉVOLUTION DES MARGES PAR UNITÉ PRODUITE ET DU DÉFLATEUR DU PIB : DISPARITÉS GÉOGRAPHIQUES

(croissance annuelle moyenne, pourcentages, sauf mention contraire)



Sources : CE, ICN.

La contribution de la marge par unité produite au déflateur varie fortement entre les deux groupes de pays au cours des années de crise. En Belgique et dans ses pays voisins, la crise de 2008-2009 a entraîné une contraction des marges – légèrement moins vive en France et aux Pays-Bas qu’en Belgique, un peu plus forte en Allemagne. Dans les pays qui forment le deuxième groupe, la marge par unité produite n’a, en moyenne sur les périodes considérées, pas cessé de progresser. Dans ce groupe, l’adaptation semble s’être produite plutôt par la voie des coûts salariaux.

Ces disparités ont pour conséquence que la part de l’excédent d’exploitation dans le PIB au sein du groupe des pays du sud s’est accrue depuis la crise, aux dépens principalement de celle de la masse salariale. En Belgique et dans ses pays voisins, c’est l’inverse : la part de l’excédent d’exploitation s’est réduite au profit de la masse salariale. L’une des explications possibles de la contribution systématiquement positive de la marge par unité produite au déflateur du PIB pourrait être que la forte hausse des coûts de financement externe dans le sillage de la crise a forcé les entreprises des pays du sud à compter davantage sur leurs propres ressources pour se financer, ce qui a contribué à maintenir la croissance des marges à un niveau élevé. Une autre possibilité est un degré moindre de concurrence sur les marchés, comme l’a suggéré l’étude récente consacrée

à la situation en Espagne (Montero et al., 2014)⁽¹⁾. De plus, la progression rapide des salaires dans les pays du sud n'a probablement pas été suffisamment compensée par les gains de productivité, ce qui a forcé le marché du travail à s'adapter brutalement à cette situation lors de l'éclatement de la crise. En Belgique et dans les pays voisins, une telle tension sur le marché du travail ne s'est manifestée que dans une bien moindre mesure, voire pas du tout.

Conclusion

Les entreprises qui affichent un niveau de rentabilité suffisant résistent mieux aux aléas de la conjoncture et sont plus enclines à investir. Or, depuis, la crise de 2008-2009, le taux de marge des entreprises belges a reculé de manière prononcée et généralisée, c'est-à-dire dans la quasi-totalité des branches d'activité. La baisse s'est révélée un peu plus marquée dans l'industrie que dans les services marchands, en particulier si on tient compte des dépenses qui seront nécessaires à l'avenir pour remplacer et moderniser l'outil de production, qui tend à se déprécier de plus en plus rapidement. La rentabilité des grandes entreprises s'est davantage érodée que celle des PME, mais elle s'était plus nettement améliorée avant la crise. Ceci étant, l'évolution du taux de marge en Belgique n'a pas différé de ce qui a pu être observé dans les pays voisins.

Ce sont surtout les facteurs cycliques qui expliquent le repli du taux de marge depuis la crise, alors que celui-ci avait sensiblement augmenté au cours de la période

l'ayant précédée. Dans l'industrie, l'évolution défavorable des prix relatifs pèse, de manière structurelle, sur le taux de marge, dans un contexte de concurrence mondiale toujours plus intense pour les produits manufacturés. La hausse régulière de la productivité du travail en volume, beaucoup plus vive que la progression des salaires réels, permet toutefois de maintenir un niveau de marge raisonnable. Moins exposées à la concurrence internationale, les firmes actives dans les services marchands pâtissent d'une croissance trop faible de leur productivité, alors que leurs coûts salariaux ont, jusqu'il y a peu, continué de grimper de façon assez soutenue. Dans cette branche, c'est essentiellement la capacité des firmes de pratiquer des prix de ventes élevés qui leur permet de conserver un taux de marge confortable. D'autres facteurs, tel le développement de l'e-commerce, peuvent aussi influencer le taux de marge dans les services.

Enfin, l'évolution des marges est étroitement corrélée avec celle de l'activité économique. Les entreprises tendent en effet à augmenter leurs marges en période de haute conjoncture et à les comprimer lorsque l'activité s'essouffle. La corrélation entre les marges et l'évolution des prix s'avère beaucoup plus ténue, les marges jouant un rôle d'amortisseur pour pallier les effets des fluctuations conjoncturelles en matière de coûts salariaux et de productivité. Les marges tempèrent en quelque sorte l'effet des chocs économiques sur l'évolution des prix. Une comparaison avec d'autres pays de la zone euro montre que ce mécanisme a également joué dans les pays voisins de la Belgique au cours de la crise, ce qui n'a pas été le cas, ou dans une bien moindre mesure, dans certains pays du sud de l'Europe.

(1) Montero, J. et A. Urtasun (2014), *Price-cost mark-ups in the Spanish economy: a microeconomic perspective*, Banco de España, Documentos de Trabajo 1407.

Annexe

ÉVOLUTION DE LA RENTABILITÉ DES ENTREPRISES BELGES DEPUIS LA CRISE SELON LES INDICATEURS DE BILAN

(taux de croissance annuel moyen sur la période 2007-2013)

	Marge nette sur ventes	Rentabilité nette de l'actif total avant impôts et charges financières	Rentabilité nette des capitaux propres après impôts
Grandes entreprises	-3,5	-6,4	-7,9
01. Alimentation	-1,5	-2,2	-0,4
02. Textile	-10,6	-9,1	-10,2
03. Bois, papier et imprimerie	-10,8	-12,4	-16,0
04. Chimie	0,3	-5,1	-5,4
05. Pharmacie	-2,7	-4,1	-6,2
06. Métallurgie et travail des métaux	-10,3	-11,8	-15,0
07. Fabrications métalliques	-4,5	-7,5	-10,8
08. Commerce des véhicules automobiles	-7,7	-8,1	-10,2
09. Commerce de gros	-5,1	-6,2	-7,8
10. Commerce de détail	-2,3	-5,6	-4,9
11. Transport et entreposage	-5,4	-6,0	-7,8
12. Horeca	-17,5	-12,3	-11,6
13. Information et communication	-2,6	-2,4	-5,0
14. Activités immobilières	-1,1	-2,2	1,0
15. Services aux entreprises	-2,0	-4,1	-7,5
16. Énergie, eau et déchets	2,0	-2,4	-2,8
17. Construction	-3,1	-7,4	-10,1
18. Autres services	-6,6	-8,1	-9,5
PME	-3,5	-2,3	-2,4
01. Alimentation	-5,8	-1,1	1,0
02. Textile	-13,6	-3,3	-2,7
03. Bois, papier et imprimerie	-10,5	-6,3	-8,9
04. Chimie	1,0	-5,3	-4,1
05. Pharmacie	-7,3	2,1	17,7
06. Métallurgie et travail des métaux	-7,0	-6,1	-7,7
07. Fabrications métalliques	-4,5	-4,1	-5,1
08. Commerce des véhicules automobiles	-6,8	-4,0	-5,1
09. Commerce de gros	-5,3	-4,2	-5,1
10. Commerce de détail	-6,3	-1,9	-2,5
11. Transport et entreposage	-4,9	-2,5	-3,1
12. Horeca	-5,2	2,2	2,7
13. Information et communication	0,8	1,9	2,5
14. Activités immobilières	-1,1	-0,7	6,4
15. Services aux entreprises	-0,2	1,1	1,8
16. Énergie, eau et déchets	0,8	-4,1	-6,4
17. Construction	-3,8	-4,3	-5,5
18. Autres services	-3,0	-1,3	-0,8
Grand total	-3,5	-4,3	-5,2

Source: BNB (Centrale des bilans).

BRI	Banque des règlements internationaux
CCE	Conseil central de l'économie
CDS	Credit default swap
CE	Commission européenne
CGER	Caisse générale d'épargne et de retraite
CSF	Conseil supérieur des finances
DGS	Direction générale Statistiques
ECB	European Central Bank
EAPP	Extended Asset Purchase Programme – Programme étendu d'achats d'actifs
EFT	Enquête sur les forces de travail
ETF	Exchange-traded funds
FESF	Fonds européen de stabilité financière
FFE	Fonds de fermeture des entreprises
FMI	Fonds monétaire international
GIMV	Gewestelijke Investeringsmaatschappij voor Vlaanderen
ICN	Institut des comptes nationaux
IFM	Institution financière et monétaire
IMD	Institute for Management Development
IMF	International Monetary Fund
IPC	Indice des prix à la consommation
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IPP	Impôt des personnes physiques
ISBL	Institution sans but lucratif
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
MCE	Mécanisme de change européen
MES	Mécanisme européen de stabilité
MIR	Monetary financial institutions interest rates
MRO	Main Refinancing Operation
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OIS	Overnight index swap
OMT	Opération monétaire sur titres
ONEM	Office national de l'emploi
OPEP	Organisation des pays exportateurs de pétrole
PIB	Produit intérieur brut
PME	Petites et moyennes entreprises
PNB	Produit national brut
QEP	Quantitative Easing Policy
QQE	Qualitative and Quantitative Easing

REIT	Real Estate Investment Trust
RCC	Resolution and Collection Corporation
SCAP	Supervisory Capital Assessment Program
SEBC	Système européen de banques centrales
SEC	Système européen des comptes
SME	Système monétaire européen
S&P	Standard and Poor's
SPF	Service public fédéral
TIC	Technologies de l'information et de la communication
TLTRO	Targeted Longer-Term Refinancing Operation
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
UEM	Union économique et monétaire
VAR	Vecteur autorégressif
VIX	Volatility Index
VIPO	Veufs, invalides, pensionnés et orphelins
VLTRO	Very Long-Term Refinancing Operation
ZIRP	Zero Interest Rate Policy