

Résultats et situation financière des entreprises en 2014

I. Rubbrecht
D. Vivet

Introduction

Chaque année, dans la Revue économique de décembre, la Banque présente les évolutions qui ressortent des comptes annuels des sociétés non financières. À l'automne, la Centrale des bilans dispose en effet d'un échantillon déjà représentatif de comptes annuels relatifs à l'année précédente. Les conclusions tirées de ce dernier peuvent donc être généralisées de manière fiable à l'ensemble de la population.

Le présent article comporte quatre parties. La première décrit brièvement la méthode suivie et la population étudiée. La deuxième propose une extrapolation des principaux postes du compte d'exploitation pour l'exercice comptable 2014, en se focalisant essentiellement sur la valeur ajoutée, les frais de personnel, les amortissements et le résultat d'exploitation. Les extrapolations sont détaillées en fonction de la taille des sociétés et selon les principales branches d'activité. La troisième partie évalue la position financière des sociétés en termes de rentabilité et de structure financière. Cette analyse se base sur la théorie d'interprétation des comptes annuels et fournit un point de vue tant macro- et mésoéconomique (globalisations) que microéconomique (médianes et autres mesures de distribution). Elle est complétée par un examen de l'effet de levier financier et de la capacité de remboursement des charges d'intérêts (*times interest earned*). Enfin, la quatrième partie se penche sur l'évolution des délais de paiement des clients et des fournisseurs, tels qu'ils peuvent être calculés au départ des comptes annuels. Le lien entre ces ratios et le risque de défaillance est ensuite commenté.

1. Méthode et description de la population étudiée

1.1 Méthode

Depuis la fin des années 1970, la Centrale des bilans collecte les comptes des sociétés non financières. À cette fin, les entreprises sont tenues de déposer leurs comptes annuels sous la forme d'un formulaire normalisé, au plus tard sept mois après la clôture de l'exercice comptable. Les données font ensuite l'objet de vérifications et d'éventuelles corrections afin de satisfaire aux normes de qualité requises, à la suite de quoi une première analyse est possible, à partir de septembre.

Chaque année, cependant, les comptes annuels relatifs au dernier exercice étudié, en l'occurrence 2014, ne sont pas encore tous disponibles. Cette situation tient au fait qu'un nombre non négligeable de comptes sont déposés tardivement ou ne satisfont pas aux contrôles arithmétiques et logiques de la Centrale des bilans. C'est pourquoi les données se rapportant à 2014 sont estimées sur la base d'un échantillon constant. Celui-ci se compose des entreprises ayant déposé des comptes annuels couvrant un exercice comptable de douze mois, tant pour 2013 que pour 2014. La méthode consiste à extrapoler les résultats de 2014 en fonction des évolutions observées au sein de l'échantillon, lesquelles sont présumées représentatives des évolutions ayant affecté l'ensemble de la population. Comme cela a été vérifié dans les précédentes éditions de cet article, il s'agit d'une hypothèse largement avérée : les extrapolations donnent, dans la très grande majorité des cas,

une bonne indication de la direction et de l'ampleur des mouvements réels.

L'échantillon de cette année a été tiré le 10 septembre 2015. Il se compose de 254 721 comptes annuels, soit 73,5 % du nombre total de comptes déposés pour l'exercice 2013. Le taux de représentativité mesuré en termes de valeur ajoutée est nettement supérieur, puisqu'il atteint 87 %. La représentativité a significativement augmenté au cours des dix dernières années: en 2005, elle était encore de 52,6 % en termes de nombre de sociétés, et de 82,4 % en termes de valeur ajoutée. Cette amélioration tient principalement aux progrès techniques mis en œuvre à la Centrale des bilans (dépôt électronique, datawarehouse, etc.) et à l'instauration de majorations tarifaires en cas de dépôt tardif des comptes annuels (cf. édition précédente de cet article dans la *Revue économique* de décembre 2014).

1.2 Description de la population étudiée

La population étudiée correspond à l'ensemble des sociétés non financières tel que défini par la Centrale des bilans. Cet ensemble est cependant expurgé de la branche des « activités de sièges sociaux » (NACE-BEL 70 100) car celle-ci rassemble des sociétés assurant généralement la fonction de banquier interne ou de gestionnaire de trésorerie au sein de groupes d'entreprises, qui, à ce titre, sont assimilables à des sociétés financières.

L'annexe 1 détaille les codes NACE-BEL des branches d'activité couvertes. Les regroupements sectoriels reposent sur la nomenclature NACE-BEL 2008. À des fins de présentation et d'interprétation, la structure utilisée ici diffère toutefois quelque peu de la structure officielle de la nomenclature.

L'article distingue également les sociétés en fonction de leur taille. Cette différenciation se fonde sur le type de schéma déposé. D'après le Code des sociétés, les petites entreprises non cotées en bourse ont la possibilité de déposer leurs comptes annuels selon le schéma abrégé, tandis que les grandes entreprises et les petites entreprises cotées en bourse sont tenues d'utiliser le schéma complet.

Dans le Code des sociétés, une entreprise est considérée comme petite dès lors qu'elle n'a pas dépassé plus

d'une des limites suivantes au cours des deux derniers exercices comptables:

- nombre de travailleurs occupés (en moyenne annuelle): 50;
- chiffre d'affaires (HTVA): 7 300 000 euros;
- total du bilan: 3 650 000 euros;

sauf si le nombre de travailleurs occupés dépasse 100 unités en moyenne annuelle⁽¹⁾.

Dans tous les autres cas, l'entreprise est considérée comme grande.

Conformément à ces critères, on définit comme grandes les entreprises déposant un schéma complet. Les autres sociétés, c'est-à-dire celles qui introduisent un schéma abrégé, sont considérées comme des PME.

La ventilation du nombre de sociétés, de la valeur ajoutée et du personnel par branche d'activité et par taille est présentée au tableau 1 pour le dernier exercice comptable complet, c'est-à-dire 2013. Celui-ci met en évidence un certain nombre de caractéristiques structurelles de la population, parmi lesquelles:

- Les grandes entreprises représentent la majeure partie de la valeur ajoutée (74 % du total) et de l'emploi (70 %), tout en étant largement minoritaires en termes de nombre de sociétés (6 %);
- 15 % des sociétés industrielles sont de grandes entreprises, contre seulement 5 % des sociétés de services. La proportion de grandes entreprises est particulièrement élevée dans les industries chimique (43 %) et pharmaceutique (37 %), ainsi que dans la branche « énergie, eau et déchets » (31 %);
- Les branches comptant le plus de (très) petites entreprises sont les branches de services principalement tournées vers la demande intérieure, dont par exemple l'horeca (99 % de PME), le commerce de détail (97 %) et la construction (96 %);
- Tout en étant largement minoritaire en termes de nombre de sociétés (6 % du total), l'industrie manufacturière reste une importante source de valeur ajoutée (27 %) et d'emplois (24 %) pour l'économie belge, même si ces parts se sont nettement tassées au cours des 20 dernières années⁽²⁾.

2. Évolution des composantes du compte d'exploitation

2.1 Contexte conjoncturel en 2014

En 2014, le PIB a augmenté de 1 %, soit un taux de croissance sensiblement supérieur à ceux observés en 2013

(1) Si l'exercice compte plus ou moins de douze mois, le critère relatif au chiffre d'affaires est calculé au prorata. Si l'entreprise est liée à une ou plusieurs entreprises, le critère portant sur la moyenne annuelle du nombre de travailleurs occupés est calculé en additionnant le nombre moyen de travailleurs occupés par toutes les entreprises concernées, et les critères liés au chiffre d'affaires ainsi qu'au total bilanciel sont calculés sur une base consolidée. Pour de plus amples informations, cf. l'avis CNC 2010-5 de la Commission des normes comptables (www.cnc-cbn.be).

(2) En 1996, l'industrie manufacturière représentait encore 38 % de la valeur ajoutée et 36 % de l'emploi.

TABLEAU 1 VENTILATION DE LA POPULATION ÉTUDIÉE PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ
(exercice comptable 2013)

	Nombre de sociétés		Valeur ajoutée (millions d'euros)		Emploi ⁽¹⁾	
	Grandes entreprises	PME	Grandes entreprises	PME	Grandes entreprises	PME
Industrie manufacturière	3 392	18 759	42 396	5 046	369 677	75 864
dont:						
Industries agricoles et alimentaires	627	3 283	6 743	854	60 990	14 794
Textiles, vêtements et chaussures	222	1 270	1 160	272	17 078	4 756
Bois, papier et imprimerie	354	3 316	2 303	652	24 978	9 274
Industrie chimique	266	355	6 698	116	39 821	1 367
Industrie pharmaceutique	55	93	5 752	27	21 344	508
Métallurgie et travail des métaux	552	4 092	5 072	1 347	59 197	20 092
Fabrications métalliques	565	1 897	8 548	627	86 399	8 473
Branches non manufacturières	17 496	306 930	90 959	40 613	933 820	491 339
dont:						
Commerce de véhicules automobiles	903	10 388	2 763	1 562	31 136	21 648
Commerce de gros	4 453	28 447	18 003	4 338	127 137	47 577
Commerce de détail	1 247	37 110	7 863	4 509	116 166	72 405
Transport et entreposage	1 594	9 773	12 114	2 524	157 069	35 953
Hébergement et restauration	276	21 232	1 256	2 360	20 875	47 996
Information et communication	1 046	17 004	10 094	1 884	67 196	16 234
Activités immobilières	1 966	31 768	2 517	3 084	7 311	7 964
Services aux entreprises	3 003	78 098	16 588	9 586	258 411	91 923
Énergie, eau et déchets	472	1 055	8 854	320	40 154	2 500
Construction	1 852	45 727	6 897	7 112	82 490	106 275
Total	20 888	325 689	133 355	45 659	1 303 497	567 203

Source : BNB.

(1) Effectif moyen du personnel, en équivalents temps plein.

et en 2012, mais assez modéré dans une perspective de long terme. Cette évolution de l'activité est allée de pair avec un regain d'incertitude. Ainsi, la confiance des chefs d'entreprise s'est nettement détériorée au printemps de 2014, avant de se stabiliser à un niveau relativement bas pendant l'été, puis de se redresser quelque peu au fil des derniers mois de l'année.

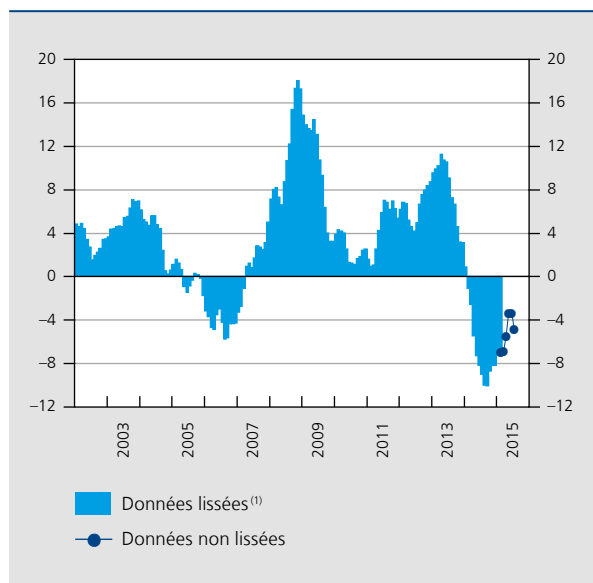
La conjoncture relativement plus clémente a eu des répercussions favorables sur les défaillances d'entreprises: sur l'ensemble de 2014, le nombre de faillites a atteint 10 736, contre 11 740 en 2013, ce qui représente un recul de 9%. L'ensemble des branches d'activité ont été concernées par ce mouvement baissier, mais ce sont l'horeca (-11%), les transports (-9%) et le commerce

(-8%) qui ont le plus significativement pesé sur la tendance (cf. tableau 2). Comme en témoignent les données du premier semestre, la décreue s'est poursuivie en 2015, mais à un rythme de moins en moins soutenu (-2% par rapport au premier semestre de 2014).

Le reflux du nombre de faillites en 2014 tranche avec les hausses parfois très prononcées enregistrées au cours des années précédentes. Il ne doit cependant pas masquer le fait que les statistiques de faillites demeurent à des niveaux historiquement élevés: au premier semestre de 2015, le nombre de défaillances d'entreprises a en effet atteint 5 555, soit 38% de plus qu'au premier semestre de 2007 (4 020). Par ailleurs, plusieurs années après le début de la crise financière,

GRAPHIQUE 1 ÉVOLUTION DU NOMBRE DE FAILLITES D'ENTREPRISES EN BELGIQUE

(pourcentages de variation du nombre de faillites par rapport au mois correspondant de l'année précédente)



Sources : SPF Économie, PME, Classes moyennes et Énergie, calculs propres.
(1) Données lissées par une moyenne mobile centrée sur douze mois.

de nombreuses entreprises vulnérables ont sans doute fini par disparaître, ce qui contribue mécaniquement à un recul des faillites.

Enfin, il convient de noter que certaines variations récentes s'expliquent par l'activité des tribunaux de commerce. La diminution des faillites en 2014 est ainsi en partie attribuable à l'intensification des enquêtes commerciales

et des clôtures de dossiers à Bruxelles en 2013, qui avait contribué à gonfler le nombre de faillites dans la région cette année-là.

2.2 Évolutions globales du compte d'exploitation

Sur l'ensemble de l'année 2014, la valeur ajoutée totale créée par les sociétés non financières, c'est-à-dire la différence entre le produit des ventes et le coût des biens et des services fournis par des tiers, s'est accrue de 0,5 % à prix courants (cf. tableau 3). Si on excepte 2009, il s'agit du taux de croissance le plus faible depuis plus de 15 ans, qui découle d'une stagnation tant des ventes que des achats. La progression de la valeur ajoutée suit en fait une tendance nettement baissière depuis quatre ans.

La valeur ajoutée créée par une entreprise lui permet de couvrir ses charges d'exploitation et, pour l'excédent, de dégager un résultat net d'exploitation.

Les frais de personnel représentent habituellement la majeure partie des charges d'exploitation. Après avoir affiché un rythme de croissance supérieur à celui de la valeur ajoutée les années précédentes, ils ont décliné de 0,6 % en 2014. Pour l'essentiel, cette diminution de la masse salariale provient, d'une part, de l'essoufflement marqué de l'inflation, qui s'est largement répercuté sur les coûts salariaux au travers du mécanisme d'indexation, et, d'autre part, du gel des augmentations salariales réelles décidé par le gouvernement. Le nombre de travailleurs s'est en outre tassé en 2014 (-1 % en équivalents temps plein).

TABLEAU 2 ÉVOLUTION DU NOMBRE DE FAILLITES PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	1 ^{er} semestre	
							2014	2015
Industrie manufacturière	544	541	563	611	619	585	322	273
Construction	1 442	1 560	1 693	1 802	2 065	1 977	1 065	1 027
Commerce	2 603	2 649	2 691	2 744	2 993	2 766	1 459	1 435
Horeca	1 798	1 788	1 987	2 062	2 261	2 011	1 033	1 005
Transports et communications	851	858	907	942	948	859	444	421
Services aux entreprises et immobilier	1 147	1 396	1 573	1 507	1 786	1 658	878	971
Autres	1 035	778	810	919	1 068	880	488	423
Total	9 420	9 570	10 224	10 587	11 740	10 736	5 689	5 555

Sources : SPF Économie, PME, Classes moyennes et Énergie, calculs propres.

TABLEAU 3 ÉVOLUTION DES PRINCIPALES COMPOSANTES DU COMPTE D'EXPLOITATION
(prix courants)

	Pourcentages de variation par rapport à l'année précédente					Millions d'euros	Pourcentages de la valeur ajoutée
	2010	2011	2012	2013	2014 e		
Valeur ajoutée	5,5	3,7	1,4	1,5	0,5	179 833	100,0
Frais de personnel	0,6	5,3	3,0	1,6	-0,6	102 976	57,3
Amortissements et réductions de valeur ⁽¹⁾ (-)	2,1	4,1	3,4	2,6	2,2	34 586	19,2
Autres charges d'exploitation	3,0	4,7	2,5	-0,4	-5,2	10 414	5,8
<i>Total des charges d'exploitation</i>	<i>1,1</i>	<i>5,0</i>	<i>3,0</i>	<i>1,7</i>	<i>-0,3</i>	<i>147 976</i>	<i>82,3</i>
Résultat net d'exploitation	28,6	-1,7	-5,7	0,6	3,9	31 857	17,7

Source : BNB.

(1) Sur immobilisations corporelles, immobilisations incorporelles et frais d'établissement (rubrique 630).

Après les frais de personnel, les charges d'exploitation les plus importantes sont constituées par la rubrique 630 des comptes annuels, à savoir les amortissements et les réductions de valeur sur immobilisations corporelles, immobilisations incorporelles et frais d'établissement. En 2014, leur croissance a ralenti pour la troisième année consécutive, revenant à 2,2 %, soit un niveau nettement inférieur à la moyenne des dix dernières années (3,9 %), ce qui reflète une politique d'investissement devenue beaucoup plus conservatrice ces dernières années.

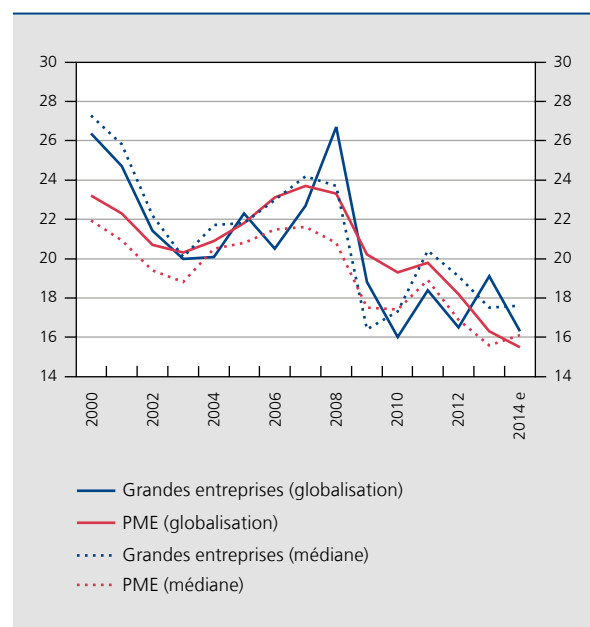
Dans les comptes annuels, l'effort d'investissement consenti par les entreprises peut être appréhendé au moyen du taux de renouvellement des immobilisations corporelles. Ce ratio divise les acquisitions d'immobilisations corporelles réalisées au cours de l'exercice par le stock d'immobilisations corporelles au terme de l'exercice précédent. Quelle que soit la mesure utilisée, le ratio s'est très vivement contracté à la suite de la récession de 2008-2009 et se maintient depuis lors à des niveaux amplement inférieurs à ceux observés avant la crise financière (cf. graphique 2). Cette tendance baissière a affecté la quasi-totalité des branches qui composent l'économie belge.

Largement déterminé par les frais de personnel et les amortissements, le total des charges d'exploitation a reculé de 0,3 % en 2014, soit la première réduction depuis plus de 20 ans. Combinée à la légère hausse de la valeur ajoutée, cette évolution a induit un modeste raffermissement (+3,9 %) du résultat d'exploitation en 2014, qui a grimpé à 32 milliards d'euros. Le résultat d'exploitation a été globalement très

stable ces quatre dernières années, à des niveaux toujours inférieurs au sommet atteint avant la récession de 2008-2009 (36 milliards d'euros).

L'analyse en fonction de la taille montre que ce sont essentiellement les PME qui ont contribué au redressement du compte d'exploitation en 2014 : au cours de

GRAPHIQUE 2 TAUX DE RENOUVELLEMENT DES IMMOBILISATIONS CORPORELLES
(pourcentages)



Source : BNB.

l'exercice, elles ont enregistré un accroissement de 3 % de la valeur ajoutée et de 5,2 % du résultat d'exploitation, contre respectivement -0,4 % et 3 % pour les grandes entreprises. Dans l'ensemble, les résultats des PME sont en hausse dans quasiment toutes les branches d'activité étudiées, et plus particulièrement dans les services aux entreprises, le commerce de gros, l'immobilier et la construction. La situation est plus contrastée en ce qui concerne les grandes entreprises : les progressions affichées par celles-ci dans certaines branches, telles que la chimie, la métallurgie ou le commerce de gros, sont compensées par des régressions dans le commerce de détail, les transports, la pharmacie, ou encore les télécommunications.

2.3 Évolutions par branche d'activité

Le tableau 4 décrit les mouvements du compte d'exploitation par branche d'activité durant les deux dernières années sous revue.

En 2014, par opposition à la tendance de long terme, les résultats des branches manufacturières ont été plus dynamiques que ceux des branches non manufacturières.

La situation relativement favorable des branches manufacturières s'explique en premier lieu par le tassement des coûts : outre de la diminution des coûts salariaux,

TABEAU 4 ÉVOLUTION DE LA VALEUR AJOUTÉE ET DU RÉSULTAT D'EXPLOITATION, PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ

(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

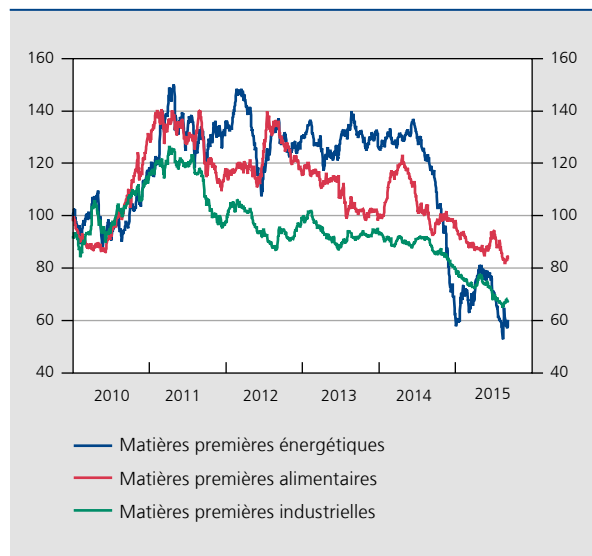
	Valeur ajoutée		Résultat net d'exploitation		<i>p.m.</i> Importance, en pourcentage, des branches dans la valeur ajoutée totale en 2014 e
	2013	2014 e	2013	2014 e	
Industrie manufacturière	1,4	4,2	3,9	16,6	27,5
dont :					
Industries agricoles et alimentaires	4,6	3,8	15,8	4,5	4,4
Textiles, vêtements et chaussures	-1,3	10,4	2,7	57,5	0,9
Bois, papier et imprimerie	-2,8	2,5	-21,9	26,5	1,7
Industrie chimique	1,2	7,2	0,6	41,3	4,1
Industrie pharmaceutique	12,1	0,7	42,5	-32,9	3,2
Métallurgie et travail des métaux	1,1	4,4	233,2	167,3	3,7
Fabrications métalliques	-2,1	4,3	-6,0	6,6	5,3
Branches non manufacturières	1,6	-0,9	-0,4	-2,6	72,5
dont :					
Commerce de véhicules automobiles	-1,1	7,2	-5,6	28,4	2,6
Commerce de gros ⁽¹⁾	-0,5	1,5	-7,8	19,5	12,6
Commerce de détail ⁽¹⁾	1,6	-0,3	-1,6	-9,3	6,6
Transport et entreposage	-0,2	-14,0	-16,3	-84,9	7,0
Hébergement et restauration	3,8	3,6	17,3	36,6	2,1
Information et communication	-2,5	1,3	-23,5	-9,5	6,7
Activités immobilières	2,6	3,6	3,8	3,0	3,2
Services aux entreprises	4,6	3,4	11,9	-4,1	15,0
Énergie, eau et déchets	-3,1	-6,1	-29,9	2,9	4,8
Construction	0,8	-1,5	3,2	-11,8	7,7
Total	1,5	0,5	0,6	2,1	100,0

Source : BNB.

(1) Hors commerce de véhicules automobiles.

GRAPHIQUE 3 PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

(indices 2010 = 100, données journalières en dollars des États-Unis)



Source : HWWI.

L'industrie a profité du recul des prix des matières premières (cf. graphique 3). Les matières premières énergétiques ont présenté les mouvements les plus marqués, avec en particulier une plongée du cours du pétrole de type Brent de 50 % en 2014. L'atonie de la demande mondiale a également pesé sur les cours des matières premières industrielles et alimentaires. L'activité manufacturière en tant que telle a pour sa part légèrement progressé, comme en témoignent les ventes (+0,6 % en 2014) et les indices de production industrielle calculés par le SPF Économie : si les branches ont évolué en sens divers, l'indice global de production manufacturière est passé de 106,1 en décembre 2013 à 107,6 en décembre 2014. Les branches où la baisse des coûts a eu le plus de répercussions sont la métallurgie, la chimie de base et les fabrications métalliques.

L'industrie pharmaceutique est pour sa part une des rares branches manufacturières à avoir affiché un affaiblissement de son résultat d'exploitation en 2014 (-32,6 %). Celui-ci s'explique en très grande partie par la hausse des amortissements de frais de R&D et de licences liées à de nouveaux médicaments.

Les évolutions dans les branches non manufacturières ont été très variées et ont parfois largement dépendu des situations spécifiques de certaines grandes entreprises. Les variations les plus positives ont été enregistrées dans le commerce de gros (en raison principalement du lien étroit de la branche avec l'industrie)

et dans le commerce de véhicules et équipements associés, qui a surtout profité de la baisse des prix des matières premières dans le secteur des pneumatiques. Le commerce de détail et les télécommunications ont au contraire subi une nouvelle érosion de leurs marges, dans un contexte restant caractérisé par une lourde pression concurrentielle.

L'essoufflement des résultats dans la construction est quant à lui surtout lié à la clôture de projets importants ou à des opérations immobilières spécifiques, ainsi qu'à la contraction des investissements publics dans un contexte de consolidation budgétaire. Enfin, la branche « transport et entreposage » a été fortement impactée par des événements spécifiques, à savoir la réorganisation d'un opérateur et une vaste réduction de valeur sur stocks dans une société spécialisée dans l'entreposage de produits pétroliers.

3. Évolution de la situation financière des sociétés

L'analyse financière qui suit s'appuie sur la théorie d'interprétation des comptes annuels, à laquelle des ratios financiers sont empruntés. Les définitions de ces ratios figurent à l'annexe 2. Les ratios financiers sont présentés sous la forme de globalisations et de médianes. La globalisation d'un ratio divise la somme des numérateurs de toutes les sociétés par la somme de leurs dénominateurs. Le ratio globalisé est donc la moyenne pondérée de chaque ratio au niveau de chaque entreprise, dont le poids est la part de chaque entreprise dans la valeur totale du dénominateur du ratio. Ainsi, la moyenne globalisée représente la situation des entreprises ayant la plus grande valeur au dénominateur. La médiane correspond à la valeur centrale d'une distribution ordonnée, où 50 % des sociétés ont un ratio dont la valeur est supérieure à la médiane et 50 % un ratio dont la valeur y est inférieure. L'utilisation de ces deux concepts vise à réaliser une analyse complémentaire. Comme les moyennes et, partant, le ratio globalisé, sont influencés par des valeurs extrêmes (*outliers*), l'importance de la valeur médiane peut contrer ces valeurs extrêmes. Par ailleurs, la moyenne globalisée permet d'esquisser plutôt la situation sous l'angle macroéconomique et mésoéconomique, tandis que la médiane éclaire la situation microéconomique.

3.1 Rentabilité

Cette section analyse la rentabilité d'une société par rapport aux ventes, d'une part, et par rapport aux capitaux propres et au total bilanciel, d'autre part.

3.1.1 Marge nette sur ventes

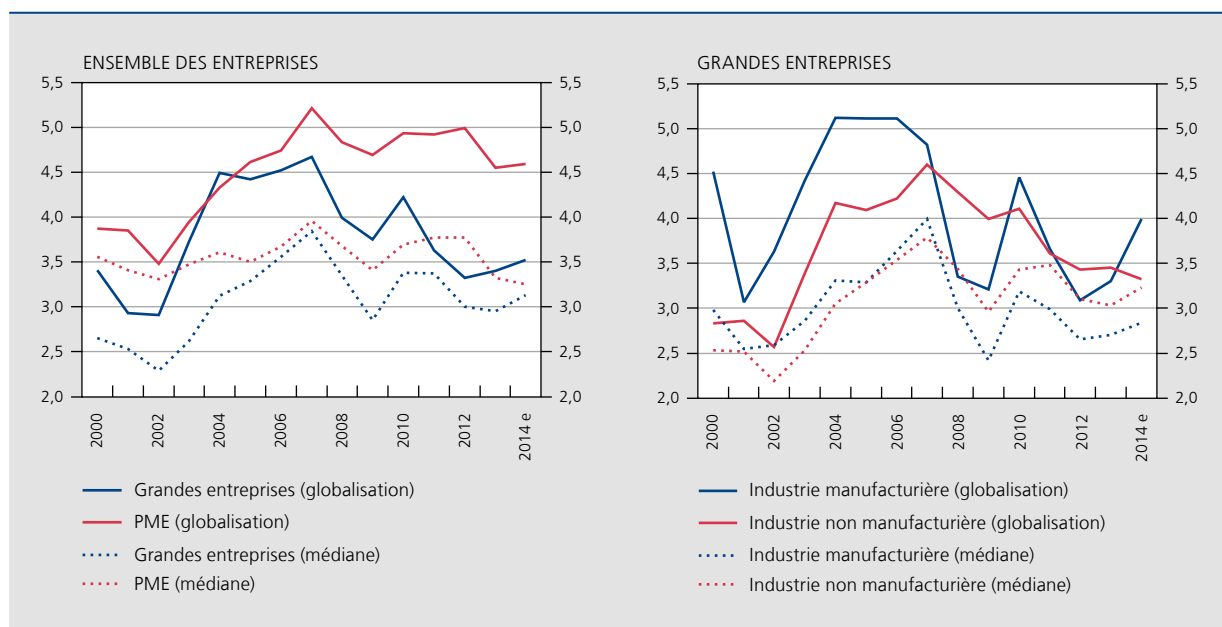
La rentabilité des ventes peut se mesurer à l'aide de la marge nette sur ventes, qui est égale au rapport entre le résultat net d'exploitation et les ventes. La marge nette sur ventes donne un aperçu de l'efficacité relative de l'entreprise après déduction de l'ensemble des charges d'exploitation, en ce compris les amortissements, les réductions de valeur et les provisions de l'entreprise. Elle fournit une indication sur la capacité de l'entreprise de dégager un résultat d'exploitation des produits des ventes qui soit positif après soustraction de l'ensemble des frais opérationnels, hors éléments financiers, exceptionnels et fiscaux.

La marge nette sur ventes des PME est, pratiquement tout au long de la période, supérieure à celle des grandes entreprises (cf. graphique 4), ce qui signifierait que, pour 100 euros de ventes, les PME conservent un bénéfice d'exploitation supérieur. Il convient de noter à cet égard qu'on ne tient compte ici que des PME pour lesquelles il a été possible de calculer une marge nette sur ventes, ce qui ne peut se faire que si leur chiffre d'affaires figure dans leurs comptes annuels. En outre, l'écart entre la marge nette sur ventes globalisée des PME et celle des grandes entreprises s'est creusé au fil des ans. Différentes raisons peuvent l'expliquer. Les grandes entreprises sont généralement de plus gros pourvoyeurs d'emplois, ce qui

entraîne une charge accrue en frais de personnel, une rubrique des charges qui a progressé plus rapidement que la valeur ajoutée ces dernières années, à l'exclusion de l'an dernier. Comme mentionné précédemment, cette exception est le résultat d'une diminution de l'inflation en 2014, ce qui a eu une incidence sur l'indexation automatique des salaires, et d'un gel des augmentations salariales réelles pour la période 2013-2014. En outre, les entreprises de plus grande taille sont confrontées à une concurrence internationale accrue, ce qui comprime leurs marges.

Jusqu'à la fin de 2007, les grandes entreprises de l'industrie manufacturière affichaient une marge nette sur ventes plus élevée que celles de l'industrie non manufacturière. Cette différence s'explique par les marges plus importantes dans la chimie, la pharmacie, le bois, le papier, la métallurgie et le travail des métaux. Depuis 2008, en revanche, il s'avère que la marge nette sur ventes des grandes entreprises industrielles a pâti plus fortement de la conjoncture baissière consécutive à la crise financière. Les diminutions les plus nettes ont été enregistrées dans ces mêmes branches d'activité, qui sont non seulement particulièrement sensibles à la conjoncture, mais sont par ailleurs considérablement influencées par l'environnement international. D'après les estimations pour 2014, on observe un redressement très prudent de la marge nette sur ventes globalisée, tant dans les grandes entreprises

GRAPHIQUE 4 MARGE NETTE SUR VENTES
(pourcentages)



Source : BNB.

(3,5%) que dans les PME (4,6%). Le rétablissement hésitant est mesurable dans la plupart des branches industrielles, grâce à une baisse de leurs frais opérationnels, qui s'explique en grande partie par le recul des prix des matières premières. L'industrie pharmaceutique fait figure d'exception: elle affiche un rétrécissement de sa marge nette sur ventes (de 8,5% en 2013 à 5,7% en 2014), découlant d'une hausse des amortissements sur les coûts capitalisés de R&D et sur les licences des nouveaux médicaments.

3.1.2 Rentabilité économique et financière

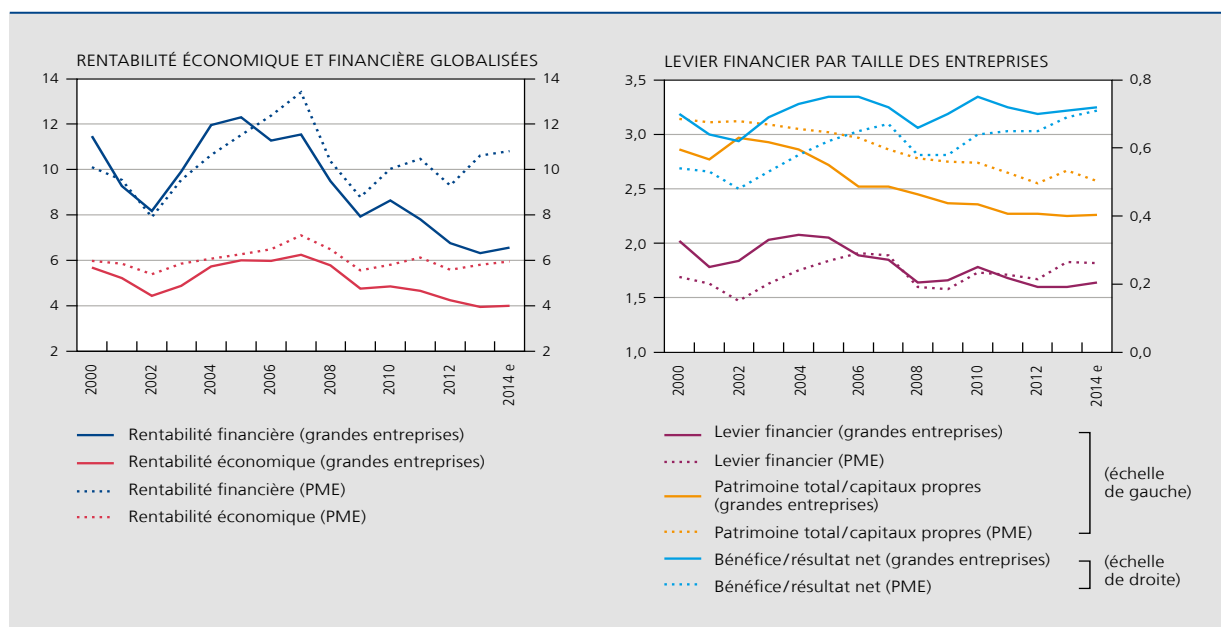
Dans l'analyse de la rentabilité rapportée aux capitaux propres et au total bilantaire, on peut établir une distinction entre la rentabilité économique et la rentabilité financière d'une société. La rentabilité économique est mesurée par le rapport entre le résultat net avant impôts et charges financières et le total bilantaire. À cet égard, on a volontairement fait abstraction des résultats exceptionnels, parce que ceux-ci sont non récurrents et que seul le résultat net des activités normales est visé. Le ratio constitue un indicateur de la santé économique de l'entreprise,

indépendamment du mode de financement de ses activités. La rentabilité financière tient en revanche compte du mode de financement et est estimée dans la présente étude par la rentabilité nette des capitaux propres, qui divise le bénéfice avant impôts par le total des capitaux propres. Ce ratio donne donc une indication du rendement que tirent les actionnaires des activités courantes de l'entreprise, ici aussi hors résultats exceptionnels et impôts. Ces deux ratios de rentabilité sont calculés avant déduction des impôts, à des fins de comparabilité.

Les différences entre ces deux formes de rentabilité peuvent s'expliquer par l'effet de levier financier. Si une entreprise peut emprunter des fonds à un taux inférieur à sa rentabilité économique, elle accroît sa rentabilité financière. La raison en est que les dettes contractées auprès de tiers sont en général nettement moins onéreuses que les capitaux propres, puisque les actionnaires s'attendent non seulement au rendement normal de leur investissement (*return on investment*), mais également à une prime de risque plus élevée⁽¹⁾ pour leur apport de capitaux. La rentabilité financière de l'entreprise est dès lors déterminée par sa rentabilité économique augmentée de son effet de levier financier⁽²⁾, lequel est influencé par la mesure dans laquelle l'entreprise se finance grâce à des capitaux de tiers et par les taux qui s'y rattachent. Il s'agit ici non seulement des charges d'intérêts des emprunts bancaires et obligataires, mais également des coûts éventuels liés aux

(1) En cas de faillite, l'entreprise remboursera d'abord ses créanciers, puis les créanciers subordonnés, pour restituer ensuite le solde aux actionnaires. C'est donc ce dernier groupe qui court le plus grand risque, ce qui explique que la prime de risque soit plus élevée.
 (2) L'effet de levier financier = (bénéfice avant impôts/résultat net avant impôts et charges financières) x (patrimoine total/capitaux propres).

GRAPHIQUE 5 RENTABILITÉ ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE GLOBALISÉES, LEVIER FINANCIER PAR TAILLE DES ENTREPRISES (pourcentages)



Source : BNB.

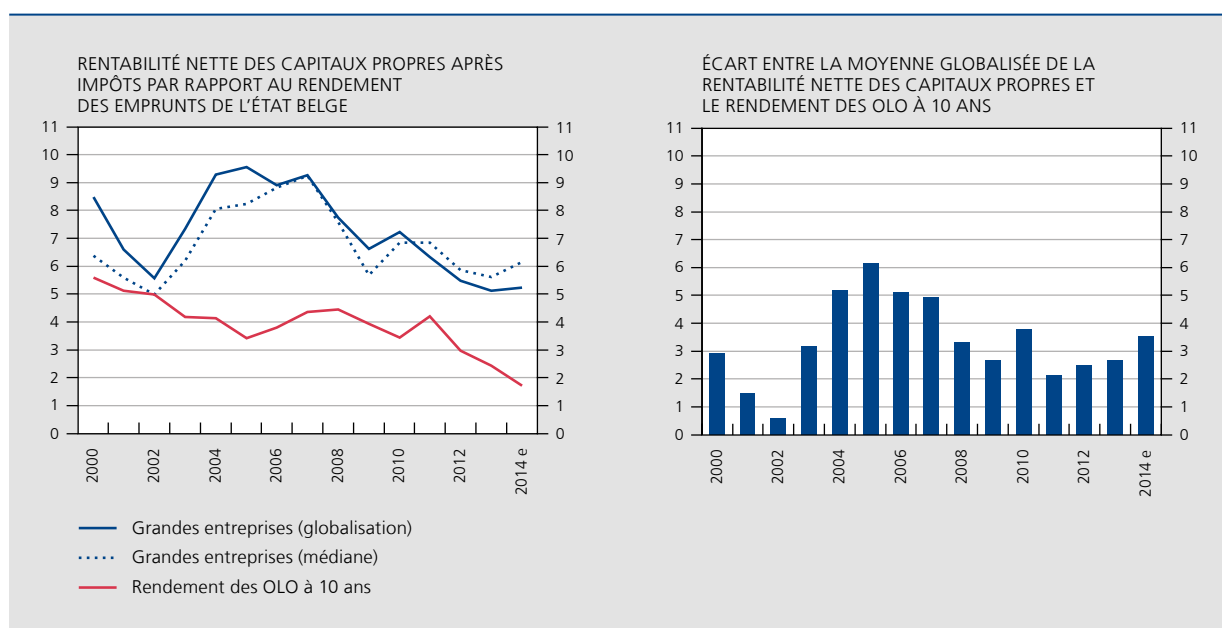
dettes contractées auprès de fournisseurs ou de sociétés du même groupe. Un ratio de levier supérieur à 1 indique que l'endettement a un effet amplificateur sur la rentabilité nette des capitaux propres, tandis qu'un ratio inférieur à 1 révèle un effet négatif de l'endettement sur la rentabilité financière de la société. Le graphique 5 confronte la théorie aux données chiffrées des comptes annuels.

La rentabilité économique globalisée des grandes entreprises s'inscrit en baisse depuis la crise financière de 2008, alors que celle des PME a mieux résisté. Les PME sont moins sensibles à la conjoncture puisqu'elles sont moins axées sur les activités industrielles et sur le commerce international. Les grandes entreprises ont été davantage influencées par la conjoncture défavorable et ont ainsi affiché en 2013 leur plus faible niveau de rentabilité économique (3,9%) de ces 15 dernières années. La plus forte contraction s'est produite dans l'industrie manufacturière. Toutes les branches de l'industrie manufacturière ont subi un repli entre 2007 et 2013, la métallurgie et le travail des métaux ayant accusé le recul le plus net. L'influence de l'environnement international moins favorable a entraîné la mise à l'arrêt temporaire, voire la fermeture, d'unités de production. Les industries agricoles et alimentaires ainsi que l'industrie chimique ont également enregistré une diminution importante de leur rentabilité économique. S'agissant de cette dernière, celle-ci s'explique principalement par le resserrement des marges et par les fluctuations des prix

des matières premières. La lente reprise de la croissance économique en 2014 semble se traduire timidement par un redressement limité de la rentabilité économique des grandes entreprises, mais uniquement dans l'industrie manufacturière, et plus particulièrement dans toutes les branches à l'exception du secteur pharmaceutique. Le rétablissement le plus marqué a été observé dans les industries agricoles et alimentaires, dans la métallurgie et le travail des métaux, ainsi que dans la chimie.

Le graphique 5 illustre une rentabilité financière supérieure à la rentabilité économique sur la période considérée, ce qui indique que, quelle que soit leur taille, les entreprises sont en mesure de contracter des dettes à un taux inférieur à leur rentabilité économique. La rentabilité financière globalisée des PME a affiché après 2008 une reprise grâce à une rentabilité économique relativement constante, ainsi qu'à un renforcement du levier financier. Ce dernier peut s'expliquer par le fait que, au cours de cette période, les PME ont, en termes relatifs, davantage eu recours aux capitaux de tiers que les grandes entreprises pour financer leurs actifs, de sorte que la forte réduction du coût du crédit bancaire depuis 2008 (cf. graphique 8) a pu avoir une plus grande incidence. En outre, la rentabilité financière des grandes entreprises n'a cessé de diminuer année après année, pour retomber en 2013 à son plus bas niveau (6,3%) de ces 15 dernières années. Ce recul résulte d'un repli de la rentabilité économique,

GRAPHIQUE 6 RENTABILITÉ NETTE DES CAPITAUX PROPRES APRÈS IMPÔTS PAR RAPPORT AU RENDEMENT DES EMPRUNTS D'ÉTAT BELGES (pourcentages)



Source : BNB.

d'une part, et d'une baisse de l'effet de levier (bien que toujours supérieur à 1), d'autre part. Cette dernière s'explique par une augmentation relativement importante du ratio de fonds propres (*equity ratio*)⁽¹⁾ par rapport à celui des PME, ce qui a nuancé en partie l'effet positif de l'allègement des charges d'intérêts sur les capitaux de tiers. Il en ressort une hausse moins nette du rapport entre le bénéfice avant impôts et le résultat net avant impôts et charges financières. D'après l'estimation pour l'année 2014, on semble assister à un renversement de l'évolution de la rentabilité financière des grandes entreprises grâce au redressement prudent de la rentabilité économique. En résumé, cela signifie que, à l'heure actuelle, un investissement dans une grande entreprise fournit aux actionnaires un rendement réel moins élevé qu'il y a dix ans.

Pour un investisseur, toutefois, ce qui importe, c'est de savoir si une action rapporte toujours davantage qu'un placement sans risque, comme par exemple le rendement d'une obligation souveraine belge (OLO) à dix ans. Plus concrètement, il convient d'examiner une variante de la rentabilité financière, à savoir la rentabilité nette des capitaux propres après impôts. Il s'agit du bénéfice après charges d'intérêts et impôts sur les capitaux propres, hors les éléments exceptionnels, qui sont, par définition, non récurrents. Le graphique 6 compare la rentabilité globalisée des capitaux propres après impôts des grandes entreprises au rendement des emprunts d'État. Pour ce faire, on considère le rendement de référence des OLO à dix ans. L'écart entre la rentabilité nette et le rendement des emprunts d'État peut être considéré comme une indication de la prime de risque offerte aux actionnaires des entreprises importantes. Il y a lieu de l'interpréter avec la prudence nécessaire, dans la mesure où la vaste majorité des grandes entreprises ne sont pas cotées en bourse. Sans surprise, il s'avère qu'avant la crise financière, un placement en actions était beaucoup plus intéressant qu'après, bien que l'écart entre le rendement des emprunts d'État et la rentabilité nette des capitaux propres se soit élargi ces dernières années. Le rendement des obligations souveraines a lui aussi sensiblement chuté après la crise, non seulement en Belgique, mais également ailleurs en Europe, et ce en raison des mesures monétaires prises au niveau européen pour s'attaquer au problème – induit par la crise financière des dettes souveraines élevées en Europe.

3.2 Solvabilité

L'objectif principal des ratios de solvabilité est de voir dans quelle mesure l'entreprise est à même d'honorer

ses engagements financiers, c'est à dire ses charges d'intérêts et les remboursements de ses dettes.

Les ratios de solvabilité occupent une place prépondérante dans les modèles de prévision des faillites élaborés par la Banque, en particulier dans le modèle de santé financière qui figure dans le dossier d'entreprise de la Centrale des bilans, et dans le In house Credit Assessment System (ICAS), que la BNB applique officiellement depuis 2013 aux entreprises IFRS et depuis 2015 aux entités BE GAAP. L'ICAS est un instrument qui permet d'analyser la qualité du crédit des sociétés non financières belges dans le cadre de la politique monétaire de l'Eurosystème (cf. section 3.3).

3.2.1 Degré d'indépendance financière et degré d'autofinancement

L'unité de mesure de la solvabilité la plus connue est le degré d'indépendance financière de l'entreprise. Il s'agit du ratio des capitaux propres par rapport au patrimoine total. Plus l'indépendance financière est élevée, plus le taux d'endettement de l'entreprise est faible et plus la réserve de remboursement des créanciers – constituée par les capitaux propres – est grande. En d'autres termes, le degré d'indépendance financière mesure la robustesse de la structure du capital de l'entreprise.

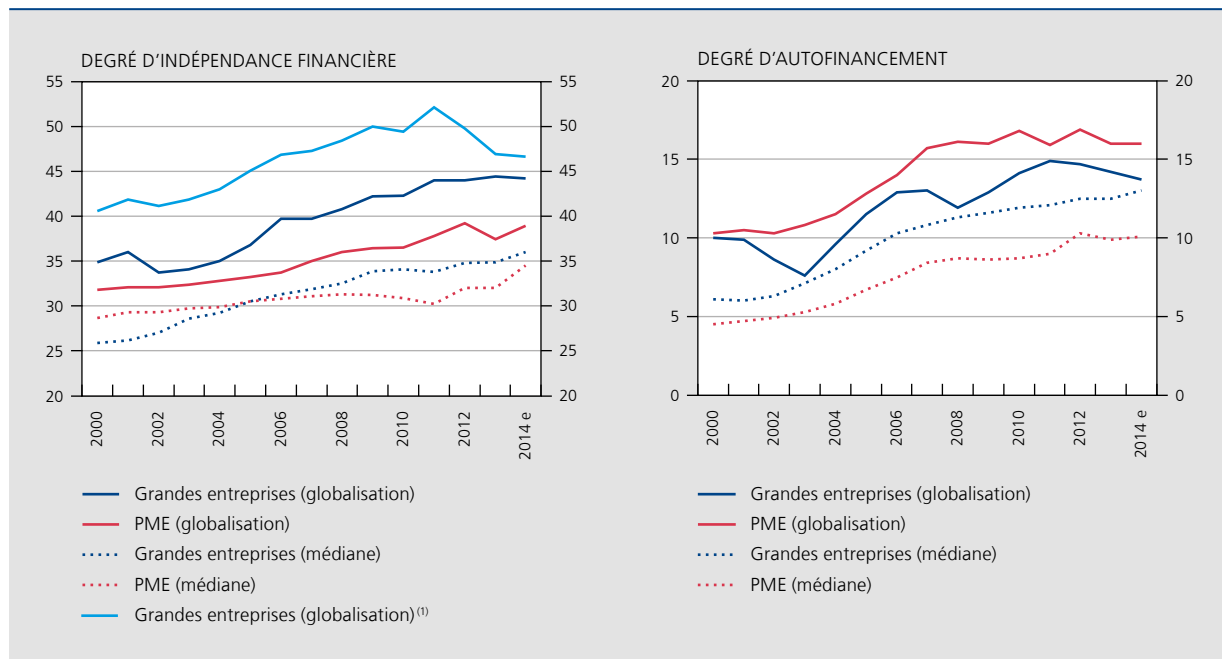
Quand le ratio est plus élevé, il y a plus de chances que, en cas de faillite, les capitaux propres soient suffisants pour absorber les pertes de liquidation et pour rembourser largement les créanciers. Les sociétés dont le degré d'indépendance financière est plus important paieront généralement des charges d'intérêts moindres pour leurs dettes (en raison du risque plus faible), ce qui leur permettra de conserver davantage de fonds pour investir ou pour distribuer des dividendes. Ainsi, il est plus aisé pour les entreprises qui sont financièrement plus indépendantes d'obtenir un emprunt des banques ou de se financer sur le marché des capitaux.

Un ratio de solvabilité un peu moins traditionnel est le degré d'autofinancement, c'est-à-dire les réserves et les reports de bénéfices/pertes rapportés au patrimoine total. Ce ratio détermine dans quelle mesure une société est capable d'accumuler des capitaux propres grâce aux bénéfices réalisés. Ce ratio constitue ainsi un indicateur de la rentabilité cumulée des années précédentes et de l'exercice sous revue. Parallèlement, le degré d'autofinancement nous renseigne sur la politique de dividende et de mise en réserve de l'entreprise. Un degré d'autofinancement élevé signifie, d'une part, que la croissance de l'entreprise est financée en grande partie par ses propres bénéfices et, d'autre part, que le risque qu'une perte réalisée n'entraîne la stabilité de l'entreprise est plus réduit.

(1) Le ratio de fonds propres (*equity ratio*) rapporte les capitaux propres au patrimoine total.

GRAPHIQUE 7 INDÉPENDANCE FINANCIÈRE ET DEGRÉ D'AUTOFINANCEMENT DES SOCIÉTÉS BELGES

(pourcentages)



Source : BNB.

(1) Y compris la branche des « activités de sièges sociaux ».

Ce ratio peut toutefois donner une image biaisée en cas d'opérations exclusivement comptables entre les réserves et les reports de bénéfices, d'une part, et le capital et les primes d'émission, d'autre part. Lorsqu'une partie des réserves est reportée vers le capital, le degré d'autofinancement de la société diminue sans que le total des capitaux propres ne baisse. C'est pour cette raison que le degré d'autofinancement doit être considéré en parallèle avec le degré d'indépendance financière.

En 2014, la moyenne globalisée du degré d'indépendance financière des grandes entreprises est demeurée quasiment stable, à 44,2 %, tandis que le ratio des PME s'est redressé, atteignant le niveau de l'année 2012 (39 %), après avoir nettement reculé en 2013 à la suite de la réduction des bénéfices d'exploitation, d'où un report moindre vers les capitaux propres. Depuis 2011, l'indépendance financière des grandes entreprises en termes globalisés est restée assez constante, alors qu'antérieurement elle avait régulièrement augmenté, pour se renforcer à partir de 2005, sous l'effet de l'introduction de la déduction fiscale pour capital à risque, également dénommée intérêts notionnels. Ces intérêts notionnels se sont concrétisés par l'afflux de capitaux étrangers en Belgique, principalement dans la branche dite des « activités de sièges sociaux », qui n'est pas incluse dans la population de la présente étude. Toutefois, pour illustrer les

évolutions récentes des activités de sièges sociaux, celle-ci est intégrée dans un ratio additionnel figurant dans la première partie du graphique 7. Il se fait que les intérêts notionnels ont perdu de leur attractivité ces dernières années, d'une part, parce que le taux de base utilisé pour la déduction a baissé d'année en année (retombant plus précisément au niveau de 1,630 % pour l'exercice d'imposition 2016, contre 4,473 % pour l'exercice d'imposition 2010) et, d'autre part, parce que, depuis l'exercice d'imposition 2013, les entreprises ne peuvent plus reporter à un exercice ultérieur des intérêts dont le montant dépasse la base imposable. Le caractère moins favorable des intérêts notionnels se traduit par une évolution plus stable de la moyenne globalisée du degré d'indépendance financière des sociétés. Dans la branche « activités de sièges sociaux », l'indépendance financière s'est même contractée, ces sociétés étant désormais moins enclines à maintenir leurs capitaux en Belgique.

Au cours de ces deux dernières années (2013-2014 e), le ratio globalisé du degré d'autofinancement des grandes entreprises a reculé, tandis que la médiane a continué de progresser. Le repli de la moyenne globalisée est probablement la conséquence d'une opération comptable par laquelle les réserves ont été amputées d'un montant alloué au capital. Cette opération a été appliquée dans le cadre d'un régime transitoire dans le contexte de la

TABLEAU 5 TAUX DES INTÉRÊTS NOTIONNELS
(pourcentages)

Exercice d'imposition	Taux de base	Taux majoré pour les PME
2007	3,442	3,942
2008	3,781	4,281
2009	4,307	4,807
2010	4,473	4,973
2011	3,800	4,300
2012	3,425	3,925
2013	3,000	3,500
2014	2,742	3,242
2015	2,630	3,130
2016	1,630	2,130

Source : SPF Économie.

hausse du précompte mobilier sur le boni de liquidation décidée par le ministre Geens en novembre 2013. Lors du contrôle budgétaire de mars 2013, il a été décidé de porter le taux du précompte mobilier sur le boni de liquidation de 10 à 25 % à partir du 1^{er} octobre 2014. Un boni de liquidation correspond aux fonds qu'une société dissoute attribue à ses actionnaires en sus du remboursement du capital réellement libéré, qui est en principe exempté d'impôt. Afin d'éviter qu'une multitude de sociétés actives ne soient mises en liquidation, le ministre Geens a élaboré un régime transitoire en novembre 2013. Cette disposition transitoire prévoyait qu'une entreprise pouvait distribuer une partie des réserves taxées, telles qu'elles existaient au 31 mars 2013, au taux réduit du précompte mobilier (10 %) alors en vigueur, à condition que celles-ci soient immédiatement incorporées au capital libéré. Cette partie du capital libéré peut par la suite⁽¹⁾ être distribuée en exemption d'impôt comme si elle avait de tout temps été intégrée au capital libéré. De cette manière, il était possible d'éviter le taux majoré de 25 %. Eu égard à ce régime, la distribution de dividendes et l'augmentation simultanée du capital pouvaient avoir lieu respectivement après le 1^{er} juillet 2013 et avant le 1^{er} octobre 2014, selon

(1) La période durant laquelle les sommes incorporées au capital doivent être maintenues au sein de celui-ci avant de pouvoir être distribuées en exemption d'impôt est de quatre ans pour les PME et de huit ans pour les grandes entreprises, ces délais courant à partir de la date d'augmentation du capital.

(2) À partir de l'exercice d'imposition 2016, une PME peut, plutôt que de distribuer des bénéfices à ses actionnaires, réserver des bénéfices dans l'entreprise et payer sur ces gains un précompte anticipatif de 10 %. En procédant de la sorte, elle évitera, à la liquidation, de payer un précompte mobilier complémentaire. Elle doit toutefois conserver au sein de l'entreprise, et ce jusqu'au moment de la liquidation, les bénéfices réservés. Si le bénéfice réservé est distribué sous la forme de dividendes dans les cinq ans, un précompte mobilier complémentaire de 15 % sera prélevé. En cas de distribution après cinq ans, un précompte complémentaire de 5 % sera dû.

que la société tenait sa comptabilité par année civile ou non. Les sociétés ont fait usage de ce régime transitoire, ce qui a entraîné une diminution du degré d'autofinancement en 2013 et en 2014 e. Cette baisse est peu significative, d'autant qu'elle ne s'est pas accompagnée d'un tassement du niveau des capitaux propres, les actionnaires ayant dû immédiatement réinjecter les dividendes perçus (qui avaient été soustraits aux réserves) dans le capital de la société.

Selon la notification du Conseil des ministres du 15 octobre 2014, le gouvernement actuel a décidé, dans le cadre de l'élaboration du budget 2015, que les PME (au sens de l'article 15 du Code des sociétés) pouvaient conserver la possibilité d'échapper à la hausse du taux du précompte mobilier si une réserve de liquidation⁽²⁾ était créée.

3.2.2 Charges d'intérêts moyennes des dettes financières et ventilation par type de dettes financières

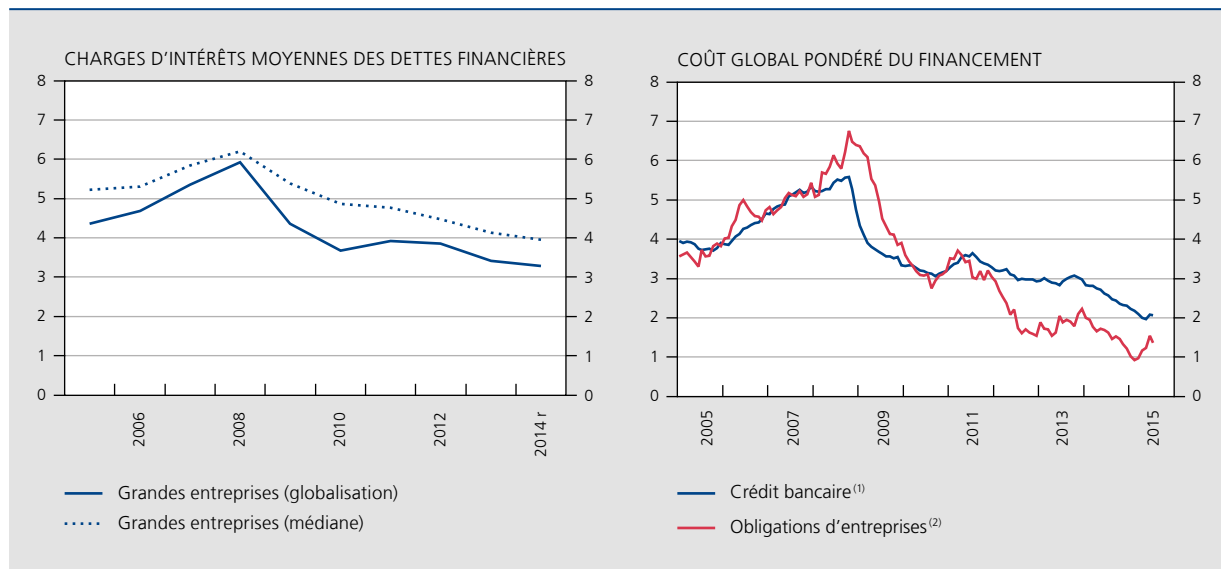
Le graphique 8 illustre l'évolution des charges d'intérêts moyennes des dettes financières contractées par les grandes entreprises, calculées comme le rapport entre les charges des dettes et la somme des dettes financières à court et à long termes. Ce ratio n'est estimé que pour les grandes entreprises car les PME ne renseignent pas le détail des charges d'intérêts de leurs dettes. En termes tant globalisés que médians, les charges d'intérêts moyennes ont affiché en 2008 leur niveau le plus élevé, pour ensuite retomber à leur niveau le plus bas en 2014 (3,3 % pour la moyenne globalisée, 4 % pour la médiane). Le ratio présente une évolution identique à celle du coût moyen pondéré appliqué par les banques belges aux nouveaux crédits aux entreprises, ainsi qu'au rendement des obligations d'entreprises (cf. la partie 2 du graphique 8). En 2014, tant le coût des crédits bancaires que le rendement des obligations d'entreprise ont fortement diminué, ce qui s'explique en grande partie par un nouvel abaissement du taux directeur de la BCE et par une poursuite du repli des taux du marché monétaire (surtout ceux à long terme).

Bien que les coûts de financement des crédits bancaires soient revenus ces dernières années à un niveau historiquement bas, les entrepreneurs n'ont pas tous exprimé une opinion aussi favorable sur les conditions non monétaires liées à l'obtention d'un nouveau prêt bancaire.

D'après l'enquête trimestrielle sur l'appréciation des conditions de crédit menée par la BNB, il s'avère qu'un chef d'entreprise moyen porte depuis 2014 un jugement plus optimiste sur les conditions générales d'accès à de nouveaux crédits bancaires, et ce pour la première fois

GRAPHIQUE 8 COÛTS DE FINANCEMENT

(pourcentages)



Sources : BNB, Thomson Reuters Datastream.

(1) Taux moyen pondéré appliqué par les banques belges aux nouveaux crédits aux entreprises. La pondération est basée sur les encours des différents types de crédits.

(2) Rendement de l'indice d'obligations libellées en euros émises par des sociétés non financières belges, toutes maturités confondues. L'indice est pondéré par les encours.

depuis le deuxième trimestre de 2011. Cet allègement des conditions a été plus généralisé pour les grandes entreprises que pour les PME. Cette évolution positive a résulté principalement de la baisse des taux d'intérêt, tandis que l'évaluation des conditions non monétaires s'est détériorée, fût-ce dans une moindre mesure. Selon l'enquête SAFE (« Survey on the Access to Finance of small and medium-sized Enterprises in the euro area »), un sondage réalisé auprès des PME belges révèle que ce sont principalement les entreprises présentant un meilleur bilan qui ont pu attirer plus facilement des financements externes. Ces deux enquêtes mettent en évidence une plus grande rigidité des « conditions non monétaires de l'octroi d'un nouveau crédit bancaire » pour les PME. Il s'agit d'un point d'attention important puisque l'économie belge est fortement axée sur les PME et que, pour ces entreprises, les crédits bancaires constituent de loin la principale source de financement par endettement.

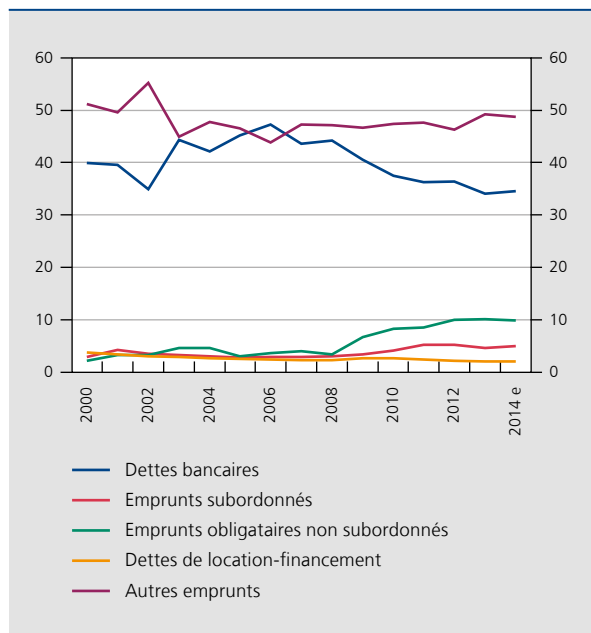
Pour les grandes entreprises, il est plus aisé de recourir non seulement aux crédits bancaires, mais également à d'autres formes de financement externe (cf. graphique 9). C'est ainsi que, depuis 2006, les grandes entreprises font de moins en moins appel aux dettes bancaires : la part de celles-ci est revenue de 47 % en 2006 à 34 % en 2014. Elles ont procédé à leur financement externe en émettant des obligations d'entreprise (4 % en 2006, contre 10 % en 2014) et en procédant

à d'« autres emprunts » (de 44 % en 2006 à 49 % en 2014), principalement des emprunts intragroupes.

Comme indiqué précédemment, la situation d'une entreprise en matière de solvabilité peut être déterminée par la mesure dans laquelle elle peut supporter les charges fixes d'intérêts sur les capitaux de tiers, même lorsque son résultat d'exploitation et ses revenus financiers sont moins favorables. Cela peut se mesurer à l'aide du *times interest earned ratio*. Il s'agit du rapport entre le résultat opérationnel net et les revenus financiers de la société, d'une part, et les charges d'intérêts de ses dettes bancaires et de ses emprunts obligataires, d'autre part. Nous choisissons de tenir compte également des revenus financiers car ceux-ci peuvent être assez importants dans le cas de certaines grandes entreprises, surtout lorsqu'il y a des participations dans d'autres firmes ou que la société prête des fonds à d'autres firmes du même groupe, notamment sous la forme de cash pooling.

Lorsque le ratio de couverture est inférieur à 1, la société ne génère pas suffisamment de bénéfices d'exploitation ni de revenus financiers pour honorer ses engagements d'intérêts. En termes tant globalisés que médians, le *times interest earned ratio* est supérieur à 1 pour les grandes entreprises comme pour les PME au cours de la période considérée (2000-2014 e). Les ratios des grandes entreprises sont nettement supérieurs à ceux des PME. Deux raisons expliquent cette différence : premièrement,

GRAPHIQUE 9 PART DES DIFFÉRENTS TYPES DE DETTES FINANCIÈRES, UNIQUEMENT EN CE QUI CONCERNE LES GRANDES ENTREPRISES
(pourcentages)

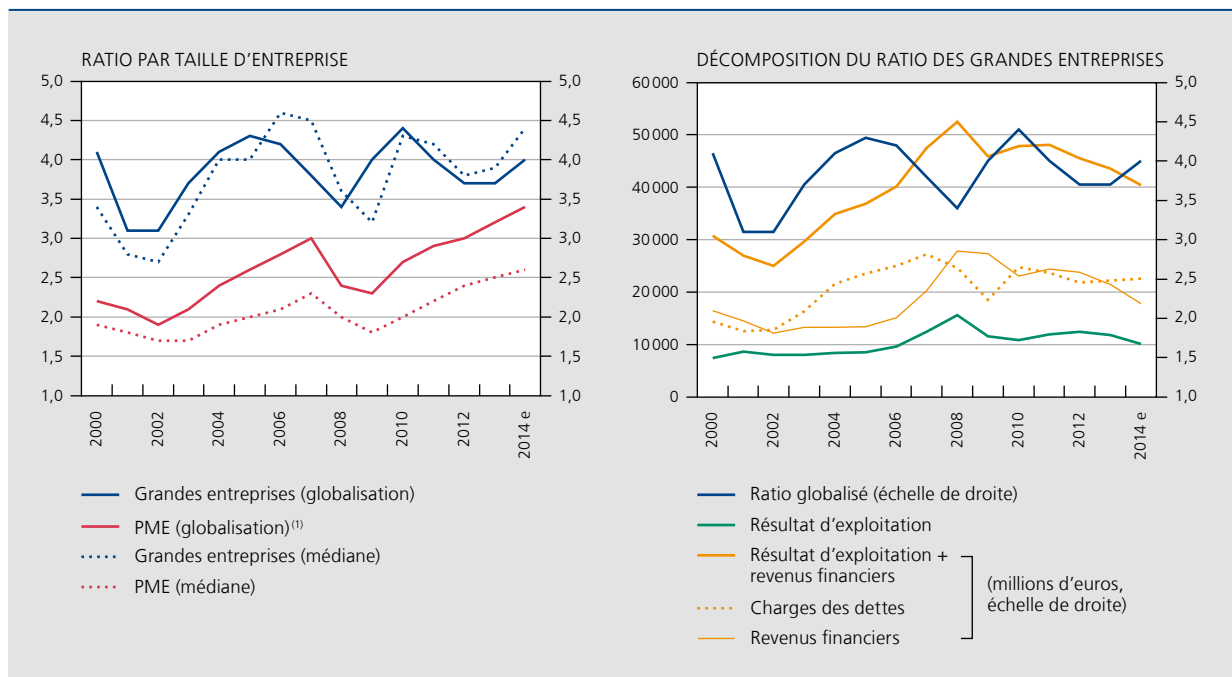


Source : BNB.

les premières perçoivent davantage de revenus financiers de participations ou de rémunérations de *cash pooling* que les secondes et, deuxièmement, les charges des dettes sont relativement plus lourdes pour les PME, d'autant que leur taux d'endettement est relativement plus élevé que celui des grandes entreprises (cf. graphique 7).

Au cours de la période 2000-2006, le ratio de couverture globalisé des grandes entreprises a suivi l'évolution du total du résultat d'exploitation réalisé et des revenus financiers. Après 2006, le ratio de couverture a reculé sous l'effet de la hausse des charges d'intérêts, imputable à l'augmentation du coût du financement externe tant des crédits bancaires que des obligations d'entreprise (cf. graphique 8). Le ratio de couverture est retombé à un étiage en 2008 à la suite de la crise financière. À partir de 2009, le ratio s'est rétabli grâce à une forte baisse du coût des prêts bancaires et des obligations d'entreprise, qui a pesé davantage que la contraction des résultats d'exploitation. En 2010, les résultats d'exploitation se sont redressés grâce à un rebond de la conjoncture économique, qui a renforcé la progression du ratio de couverture. En 2011-2012, le ratio s'est infléchi en raison d'un repli de la conjoncture. Ces deux dernières années, on a assisté à une reprise très prudente, tant de la croissance économique

GRAPHIQUE 10 LE TIMES INTEREST EARNED RATIO ET SES COMPOSANTES



Source : BNB.

(1) Le *times interest earned ratio* des PME considère au dénominateur « toutes les charges financières », puisque les schémas abrégés des PME ne donnent pas de détails sur les « charges des dettes ».

que des résultats d'exploitation. Ce rétablissement, associé à un nouvel affaiblissement du coût des crédits bancaires, ainsi qu'à une diminution plus vive encore des coûts des emprunts obligataires dans un contexte où ce type d'emprunts est de plus en plus utilisé en guise de financement externe (cf. graphique 9), explique la reprise positive du ratio de couverture des grandes entreprises.

L'évolution du ratio de couverture globalisé des PME suit celle des grandes entreprises, sauf en 2011 et en 2012, lorsque la récession économique a exercé une incidence moindre sur les bénéfices d'exploitation des PME.

Le tableau 6 montre que le ratio de couverture des grandes entreprises de l'industrie manufacturière est supérieur à celui de l'industrie non manufacturière. De plus, la différence en valeur s'accroît après la crise

financière. L'explication est à rechercher dans une réduction plus marquée des engagements d'intérêts au sein des entreprises industrielles à la suite d'une augmentation plus prononcée du degré d'autofinancement au sein des entreprises industrielles, d'une part, et d'une baisse plus importante du taux de renouvellement des immobilisations corporelles au sein de l'industrie manufacturière depuis 2008, d'autre part.

Le *times interest earned ratio* affiche un niveau faible persistant dans la branche « activités immobilières », dans la mesure où les entreprises du secteur immobilier se caractérisent par un taux d'endettement financier (proportion de dettes financières à court et à long termes par rapport au total bilantaire) relativement haut 41 % en moyenne sur la période 2007-2014 e, tandis que ce taux s'établit à 32 % en moyenne pour les grandes entreprises

TABEAU 6 *TIMES INTEREST EARNED RATIO AU NIVEAU DES BRANCHES D'ACTIVITÉ, EN CE QUI CONCERNE LES GRANDES ENTREPRISES*

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 e	Part des « charges des dettes » en 2014 e (pourcentages)
Industrie manufacturière	4,17	3,53	4,52	5,49	4,60	4,28	4,12	5,55	28
dont :									
Industries agricoles et alimentaires ..	3,97	2,57	4,55	3,69	3,36	3,39	3,11	4,56	8
Textiles, vêtements et chaussures ...	3,22	1,56	2,61	3,80	3,18	3,98	3,88	6,23	1
Bois, papier et imprimerie	2,84	2,69	2,55	3,77	3,96	3,16	2,96	2,90	2
Industrie chimique	3,44	2,50	3,39	4,96	4,33	4,44	3,74	5,88	7
Industrie pharmaceutique	5,11	7,83	13,27	9,94	7,49	6,39	7,46	7,32	1
Métallurgie et travail des métaux ...	6,11	2,85	1,60	4,04	2,79	0,97	2,48	4,10	3
Fabrications métalliques	7,71	6,18	5,07	7,09	6,96	7,13	8,09	9,15	3
Branches non manufacturières	3,58	3,25	3,65	3,87	3,77	3,39	3,51	3,35	72
dont :									
Commerce de véhicules automobiles	4,94	2,24	2,88	4,21	5,72	4,24	4,64	6,27	1
Commerce de gros	3,65	3,48	3,93	5,58	4,94	4,49	5,17	6,78	7
Commerce de détail	5,55	3,98	4,38	4,42	5,11	4,57	4,26	3,07	3
Transport et entreposage	4,02	4,53	4,49	3,15	2,22	3,01	2,98	2,15	7
Hébergement et restauration	2,12	1,89	1,78	2,40	2,57	1,58	2,30	4,41	1
Information et communication	3,86	4,43	4,36	4,08	4,40	3,75	3,03	2,84	7
Activités immobilières	1,80	1,73	1,51	1,31	1,66	1,66	1,60	1,52	9
Autres services aux entreprises	3,32	3,09	2,69	3,76	3,64	3,62	4,16	4,56	8
Énergie, eau et déchets	2,99	2,31	3,60	3,39	3,29	2,81	2,48	2,06	17
Construction	5,04	4,57	4,72	4,81	4,42	4,17	4,62	4,27	4
Total	3,81	3,36	3,96	4,40	4,04	3,66	3,70	3,98	100

Source : BNB.

au cours de cette même période. Le ratio de couverture de l'industrie pharmaceutique et des fabrications métalliques est quant à lui assez élevé puisque ces secteurs optent pour un recours limité aux dettes financières pour financer leurs activités (respectivement seulement 13 et 20 %).

Les branches industrielles présentant la plus large proportion de « frais afférents aux dettes » sont l'industrie agroalimentaire et la chimie. Dans ces deux secteurs, l'évolution du times interest earned ratio est déterminée principalement par celles des bénéfices d'exploitation et des revenus financiers. La vive hausse du ratio de couverture dans l'industrie agroalimentaire observée en 2009 et en 2014 s'explique, dans un cas comme dans l'autre, par la progression exceptionnelle des dividendes issus de participations dans quelques grandes entreprises, tandis que, dans le secteur de la chimie, l'estimation du ratio pour l'année 2014 révèle une nette augmentation des bénéfices d'exploitation grâce à la compression des charges d'exploitation résultant de la baisse des prix des matières premières. Par ailleurs, une grande entreprise opérant dans la chimie de base a influencé complémentarément le ratio de couverture en dégagant des recettes de participations accrues.

L'évolution du ratio de couverture dans les principales branches d'activité de l'industrie non manufacturière sur le plan des « frais afférents aux dettes » est différente. Ici aussi, la variation du times interest earned ratio a été déterminée avant tout par les fluctuations des résultats d'exploitation et des revenus financiers. En tant que secteur intensif en capital, la branche « énergie, eau et déchets » représente une large part dans le total des « frais afférents aux dettes » des grandes entreprises. Cette branche d'activité enregistre des résultats d'exploitation plus faibles depuis 2012 en raison du climat économique morose, de la concurrence accrue, de la baisse persistante des marges sur les ventes d'électricité et de gaz naturel, ainsi que de la forte pression réglementaire imposée par les pouvoirs publics. Qui plus est, en 2014, les revenus financiers du plus grand producteur d'électricité belge se sont repliés sous l'effet de la disparition des dividendes perçus, qui avaient été exceptionnellement élevés en 2013. Ce constat explique la diminution du ratio de couverture observée dans le secteur énergétique ces dernières années.

Selon les estimations, le ratio de couverture de la branche « transport et entreposage » a affiché son niveau le plus faible en 2014 e, ce qui s'explique par des événements

spécifiques comme la réorganisation approfondie d'un opérateur et une importante dépréciation des stocks auprès d'un gestionnaire de réserves de gaz naturel.

Dans la mesure où les grandes entreprises du commerce de gros financent une part constante (22 %) de leur patrimoine total par des dettes financières, la réduction des charges d'intérêts sur les dettes bancaires et les obligations d'entreprise peut expliquer une diminution des frais afférents aux dettes. Parallèlement, l'évolution des bénéfices d'exploitation réalisés dans le commerce de gros a été sensiblement influencée par les résultats de l'industrie manufacturière, en raison du lien étroit qui unit ces deux branches d'activité.

3.3 Risque de crédit

En 2015, la BCE a approuvé l'ensemble du « système interne d'évaluation du crédit » (In house Credit Assessment System ICAS)⁽¹⁾⁽²⁾ de la Banque, qui peut donc désormais être utilisé pour évaluer la qualité du crédit des sociétés non financières belges dans le cadre de la politique monétaire de l'Eurosystème. La qualité du crédit est une mesure du risque de défaut de paiement. Il permet par ailleurs de calculer un indicateur de risque par branche d'activité. Le graphique 11 illustre, pour différentes branches, l'évolution des quartiles (premier quartile, médiane et troisième quartile) du risque de crédit sectoriel pour les PME et pour les grandes entreprises. Les données trimestrielles en retracent l'évolution de la mi-2012 au deuxième trimestre de 2015. Plus la ligne supérieure (le troisième quartile) et la ligne inférieure (le premier quartile) sont hautes, plus le risque de crédit est jugé élevé.

Le graphique permet par conséquent de conclure que ce risque est plus dispersé, et donc plus conséquent, pour les PME que pour les grandes entreprises. On peut aussi en déduire que les grandes entreprises opérant dans l'industrie pharmaceutique ont enregistré le risque de crédit le plus faible sur l'ensemble de la période. De même, dans la chimie, l'industrie alimentaire et la branche « énergie, eau et déchets », le risque de crédit des grandes entreprises est relativement faible. Sans surprise, tant les PME que les grandes entreprises de l'horeca présentent un risque de défaut de paiement assez important.

Les PME dont le risque de défaut de paiement (à un an) est plus élevé accusent une baisse au deuxième trimestre dans la majorité des branches d'activité. Des données plus récentes permettront de confirmer la poursuite éventuelle de cette tendance.

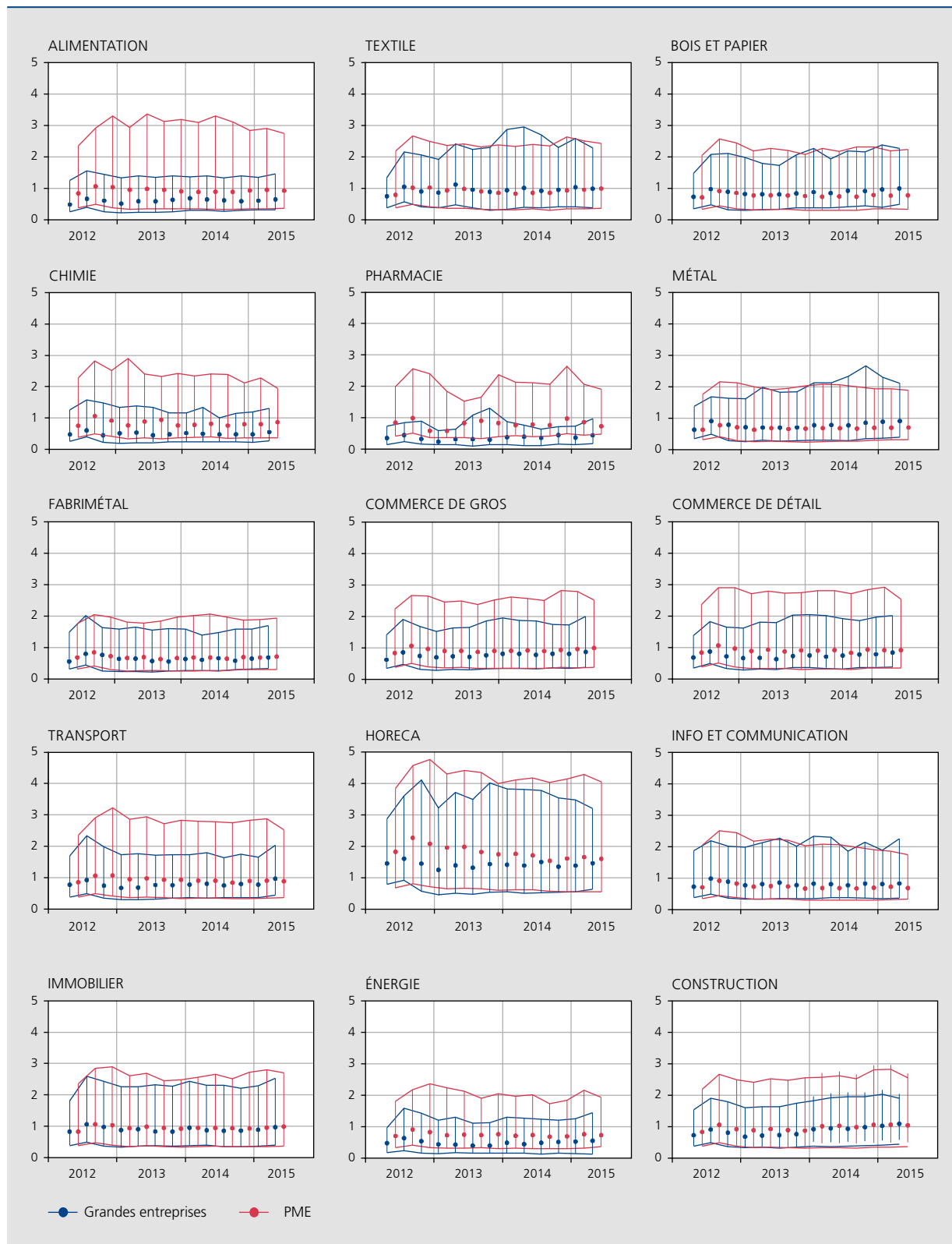
Les conclusions exposées brièvement ci-dessus sur la base de l'évolution du risque de crédit confirment globalement

(1) Cf. <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/risk/ecaf/html/index.en.html>.

(2) Un article consacré au système interne d'évaluation du crédit de la Banque sera publié ultérieurement.

GRAPHIQUE 11 RISQUE DE CRÉDIT SELON LA BRANCHE D'ACTIVITÉ ET LA TAILLE DE L'ENTREPRISE

(pourcentages, avec indication du quartile 1, de la médiane et du quartile 3)



Source : ICAS.

les résultats de l'analyse des ratios évoquée dans les paragraphes précédents. Ainsi, le plus haut taux d'auto-financement des grandes entreprises donne à penser que leur risque de crédit est moindre, ce que confirme le graphique 11. Le constat selon lequel les grandes entreprises de l'industrie pharmaceutique et de l'industrie métallurgique ont moins recours aux dettes financières pour financer leurs activités infère également que ces entreprises sont confrontées à un risque de crédit plus faible. Soulignons par ailleurs que, pour calculer l'indicateur du risque de crédit, plusieurs ratios sont combinés et que, dans certains cas, ils sont même complétés par des analyses d'experts. Contrairement aux ratios, qui sont calculés exclusivement à partir des comptes annuels, l'indicateur de risque est aussi disponible pour des périodes plus récentes, ce qui confère un avantage notable à cet indicateur et permet d'enrichir l'analyse classique.

4. Délais de paiement et risque de défaillance

4.1 Évolutions récentes

Cette section commente les évolutions récentes en matière de délais de paiement des clients et des fournisseurs, tels qu'ils peuvent être calculés au départ des comptes annuels. Ces deux ratios donnent une indication sur la liquidité des créances et des dettes commerciales. Leurs définitions complètes sont détaillées à l'annexe 2. En termes schématiques, ils s'interprètent comme suit :

- Le délai de paiement moyen des clients est le rapport entre les créances commerciales et les ventes, multiplié par 365. Plus ce ratio est faible, plus l'entreprise est payée rapidement par ses clients, et inversement ;
- Le délai de paiement moyen des fournisseurs est le rapport entre les dettes commerciales et les achats, multiplié par 365. Plus ce ratio est faible, plus l'entreprise paie rapidement ses fournisseurs, et inversement.

Ces ratios ne sont présentés ici que pour les sociétés déposant des schémas complets. Ils pourraient être calculés pour les schémas abrégés renseignant les montants du chiffre d'affaires et des achats ; de telles statistiques seraient cependant significativement biaisées, dans la mesure où le nombre de schémas abrégés incluant ces

informations facultatives a fortement diminué au cours des dernières années⁽¹⁾.

Il faut également souligner que les ratios de délai de paiement comparent des flux (les ventes ou les achats réalisés sur l'ensemble de l'exercice) à des stocks relativement fluctuants (les créances ou les dettes commerciales au jour de clôture de l'exercice), qui ne sont pas nécessairement représentatifs⁽²⁾.

Le graphique 12 montre l'évolution des ratios pour une sélection de branches d'activité assez homogènes. Il en ressort que, en termes tant médians que globalisés, les délais de paiement ont dans l'ensemble suivi une tendance légèrement baissière ces dix dernières années. Les valeurs ne varient quasiment pas en fonction de la conjoncture. Seul le délai de paiement globalisé des fournisseurs s'est allongé dans certaines branches à la suite de la récession de 2008-2009, mais de façon très limitée. Le graphique 12 fait également apparaître certaines spécificités sectorielles, dont plus particulièrement les paiements rapides dans le commerce de détail et, à l'opposé, les délais de paiement plus longs dans la construction. On peut constater aussi que le commerce de détail et l'horeca, en raison d'une large clientèle de ménages, trouvent une source de financement structurelle dans le crédit interentreprises, les délais fournisseurs étant nettement supérieurs aux délais clients.

Afin d'isoler les sociétés caractérisées par les paiements les plus tardifs, les mouvements à l'extrémité de la distribution sont présentés au graphique 13. En ce qui concerne le délai de paiement des clients, le nonantième percentile du ratio est resté très stable ces dix dernières années, ce qui signifie que la proportion de sociétés payées (très) tardivement par leurs clients n'a pas augmenté en dépit du contexte économique défavorable. La situation est plus contrastée à l'extrémité de la distribution des délais auprès des fournisseurs : d'une part, le percentile 90 a très peu fluctué dans l'industrie et le commerce ; d'autre part, il a nettement augmenté dans la construction et l'horeca, notamment à la suite de la récession de 2008-2009, avant de refluer au cours des dernières années.

À quelques exceptions près, les délais de paiement varient donc peu en fonction du contexte économique. Ceci semble en contradiction avec la forte hausse des faillites au cours de la période récente (cf. graphique 1), eu égard au fait que les retards de paiement sont communément admis comme une cause de faillite⁽³⁾. Rappelons d'ailleurs que la capacité à honorer ses créanciers est au cœur de la définition légale de la faillite : l'article 2 de la loi du 8 août 1997 stipule en effet que « tout commerçant qui

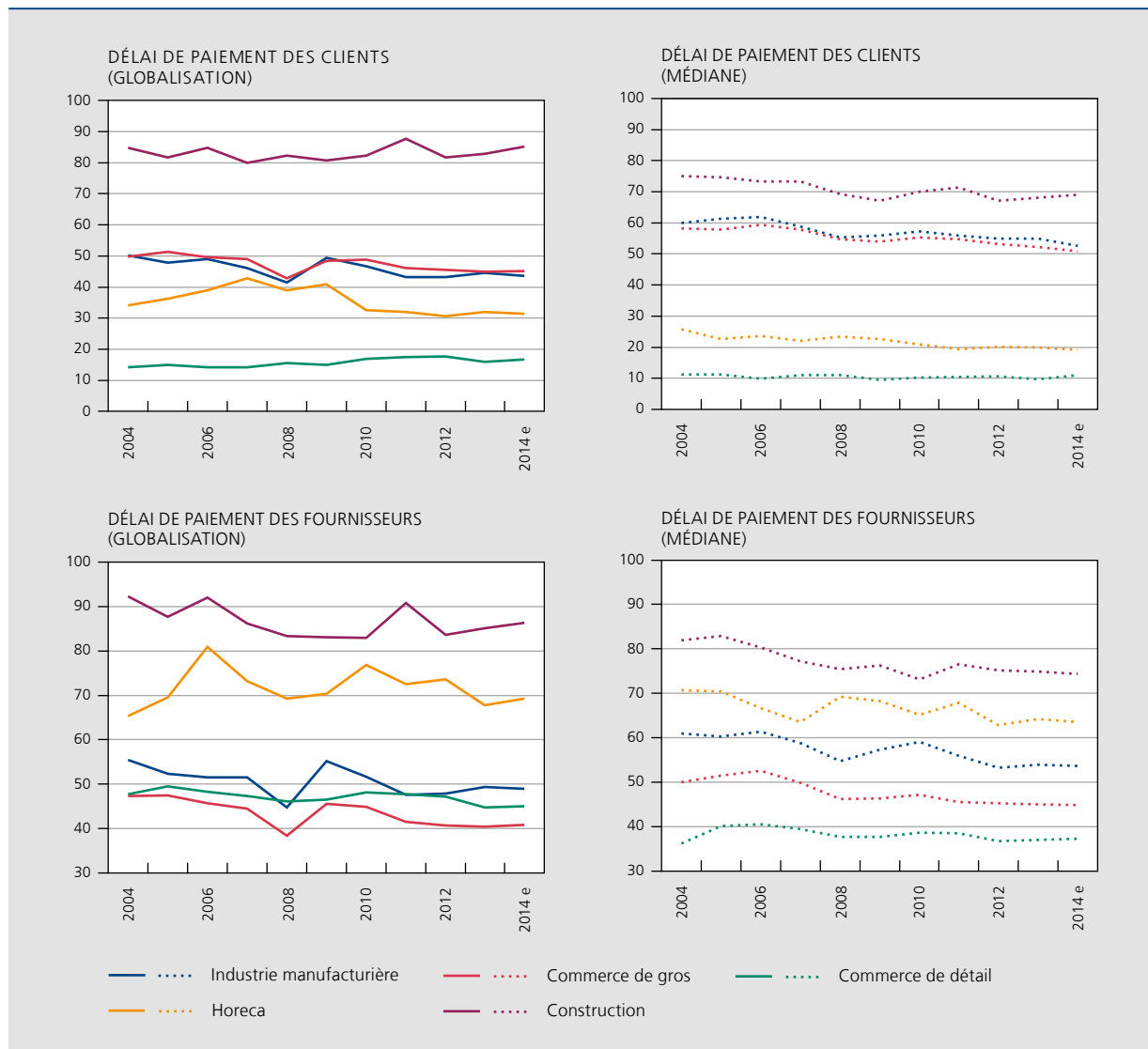
(1) Ainsi, le nombre de schémas abrégés pour lesquels le délai de paiement client peut être calculé est passé de 55 351 en 2004 à 27 329 en 2013.

(2) Un certain nombre de remarques comptables peuvent par ailleurs être formulées à propos de ces ratios. Cf. par exemple Ooghe et Van Wymeersch (2006), *Traité d'analyse financière*, Intersentia, Anvers-Oxford.

(3) Cf. par exemple Graydon (2008), *Het bedrijf in moeijikheden voorbij*, www.graydon.be.

GRAPHIQUE 12 DÉLAIS DE PAIEMENT MOYENS DES CLIENTS ET DES FOURNISSEURS

(nombres de jours, grandes entreprises)



Source : BNB.

a cessé ses paiements de manière persistante et dont le crédit se trouve ébranlé est en situation de faillite.»

4.2 Lien avec le risque de défaillance

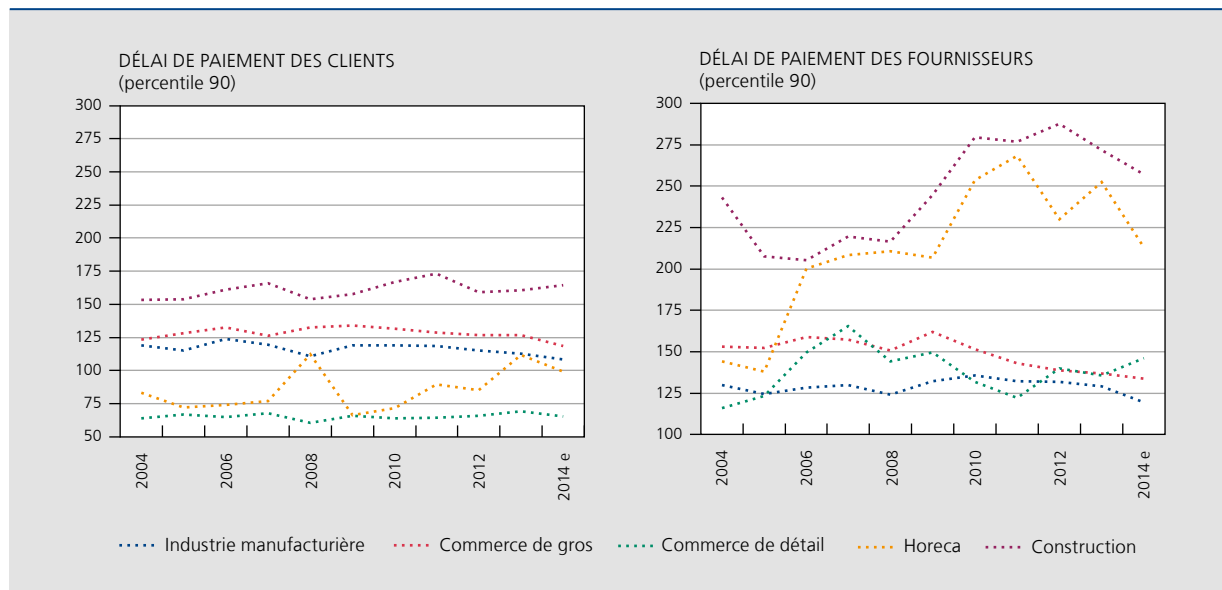
Cette évolution contre-intuitive des délais de paiement, tels qu'ils peuvent être calculés au départ des comptes annuels, nous a amenés à vérifier si ceux-ci constituent un réel symptôme de vulnérabilité financière. À cette fin, nous avons analysé les différences qui existent entre les sociétés défaillantes et les sociétés non défaillantes, une société étant considérée comme défaillante dès lors qu'elle a fait l'objet d'une procédure de faillite dans les

1 095 jours (soit trois fois 365 jours) suivant la date de clôture de ses comptes annuels. Toutes les autres sociétés sont considérées comme non défaillantes. Il s'agit de la définition utilisée lors du développement de l'indicateur de santé financière inclus dans les dossiers d'entreprise de la Centrale des bilans.

Le tableau 7 présente diverses statistiques relatives à la moyenne des délais de paiement pour l'exercice comptable 2011, ce qui permet de considérer les faillites survenues en 2012, 2013 et 2014. On peut en premier lieu constater que la proportion de sociétés défaillantes à trois ans est faible: elle s'établit à 1,6 % dans l'industrie, 2,1 % dans la construction, 1 % dans le commerce

GRAPHIQUE 13 PERCENTILE 90 DES DÉLAIS DE PAIEMENT MOYENS

(nombres de jours, grandes entreprises)



Source : BNB.

de gros et 1,4 % dans le commerce de détail⁽¹⁾. Comme on l'a souligné au paragraphe précédent, ces résultats ne concernent que les grandes entreprises pour lesquelles des délais de paiement peuvent être calculés. Le taux de défaillance à trois ans est sensiblement plus élevé pour l'ensemble des sociétés non financières (2,9 % en 2011).

Les données ont été winsorisées aux percentiles 5 et 95 afin de neutraliser l'impact des valeurs extrêmes sur le calcul de la moyenne : les valeurs inférieures au 5^e percentile ont été égalisées au 5^e percentile, tandis que les valeurs supérieures au 95^e percentile ont été égalisées au 95^e percentile. Sur cette base, des moyennes et les intervalles de confiance correspondants ont été calculés. La différence entre les moyennes des deux groupes a également été éprouvée au moyen du test de Student. Le résultat de ce test est synthétisé par la valeur p, qui représente la probabilité de se tromper en rejetant l'hypothèse d'une égalité entre les deux moyennes. En termes simplifiés, cela signifie que plus cette probabilité est petite, plus il est crédible que les deux moyennes divergent.

En ce qui concerne le délai de paiement des clients, le tableau 7 montre que la moyenne des entreprises

défaillantes est supérieure à celle des entreprises non défaillantes dans l'industrie et dans la construction, tandis qu'elle y est inférieure dans les commerces de gros et de détail. Cela signifie que, en moyenne, les entreprises à risque sont payées plus tard dans certaines branches et plus tôt dans d'autres. La dispersion est cependant très importante pour les entreprises défaillantes, comme il ressort des intervalles de confiance très larges pour ces entreprises. Dans toutes les branches analysées, l'intervalle de confiance des entreprises défaillantes englobe d'ailleurs celui des entreprises non défaillantes, et le résultat du test de Student indique en outre que les moyennes ne sont pas significativement différentes.

Ces résultats sont le signe d'une grande variété de situations en matière de paiement de la part des clients, ainsi que de l'ambivalence de la variable en termes de diagnostic financier. D'un côté, les entreprises en difficulté devraient viser à être payées rapidement afin de résorber leurs problèmes de trésorerie ; de l'autre, leurs difficultés financières peuvent précisément être causées par des paiements tardifs de leurs clients. Les entreprises vulnérables peuvent être pénalisées par un ensemble de facteurs nuisant à l'encaissement rapide des créances, comme un manque de pouvoir de négociation, une mauvaise image, ou encore une organisation inadéquate. De manière générale, le délai de paiement des créances commerciales est en partie exogène à l'entreprise, en ce sens qu'il est tributaire du comportement des clients.

(1) L'horeca a été exclu de l'analyse en raison du nombre trop faible d'observations dans la branche (à savoir 229, dont une seule défaillance).

S'agissant du délai de paiement des fournisseurs, la moyenne des entreprises défaillantes est supérieure dans trois branches sur quatre, mais, comme l'indique le test de Student, la différence n'est pas statistiquement significative, hormis dans l'industrie. Les valeurs sont également très dispersées pour les entreprises défaillantes, ce qui suggère de nouveau une grande variété de situations : si les entreprises en difficulté tendent a priori à payer tardivement leurs fournisseurs, cela peut également être le cas d'entreprises solides qui, en raison de leur pouvoir de négociation ou de leur réputation, sont en mesure d'obtenir un allongement des délais de la part de leurs partenaires commerciaux. A contrario, les fournisseurs d'entreprises en difficulté peuvent être enclins à leur imposer un paiement au comptant, ce qui contribue dans ce cas à réduire les délais.

En conclusion, les délais de paiement sont statistiquement peu significatifs à des fins de détection des entreprises en difficulté. Ce résultat explique pourquoi ils ont dans l'ensemble été très peu impactés par la conjoncture économique récente. Ces variables ne figurent d'ailleurs pas dans les modèles de prédiction des défaillances développés par la Banque. Il faut rappeler que cette conclusion concerne les délais de paiement tels qu'ils peuvent être calculés au départ des comptes annuels, ce qui implique un certain nombre d'hypothèses et de réserves comptables (cf. section 4.1).

À titre de comparaison, le tableau 8 présente les mêmes statistiques pour un ratio de solvabilité (l'indépendance financière) et un ratio de rentabilité (la rentabilité nette de

TABEAU 7 DÉLAIS DE PAIEMENT ET RISQUE DE DÉFAILLANCE
(exercice comptable 2011)

	Nombre d'observations	Moyenne	Intervalle de confiance de la moyenne (95 %)	
Délai de paiement des clients				
Industrie manufacturière (p = 0,92)				
Entreprises non défaillantes	3 058	68,7	66,8	70,6
Entreprises défaillantes	53	69,4	53,8	85,1
Construction (p = 0,40)				
Entreprises non défaillantes	1 366	85,1	81,5	88,8
Entreprises défaillantes	29	92,3	75,5	109,1
Commerce de gros (p = 0,77)				
Entreprises non défaillantes	3 907	68,3	66,6	70,1
Entreprises défaillantes	40	65,7	45,7	85,8
Commerce de détail (p = 0,65)				
Entreprises non défaillantes	1 032	27,8	24,9	30,8
Entreprises défaillantes	15	24,3	7,9	40,7
Délai de paiement des fournisseurs				
Industrie manufacturière (p = 0,13)				
Entreprises non défaillantes	3 058	67,7	65,8	69,7
Entreprises défaillantes	53	79,4	65,7	93,2
Construction (p = 0,78)				
Entreprises non défaillantes	1 366	93,5	89,6	97,5
Entreprises défaillantes	29	89,6	68,8	110,5
Commerce de gros (p = 0,38)				
Entreprises non défaillantes	3 907	60,2	60,2	64,0
Entreprises défaillantes	40	72,7	48,6	96,9
Commerce de détail (p = 0,92)				
Entreprises non défaillantes	1 032	54,3	51,0	57,7
Entreprises défaillantes	15	55,8	16,5	95,1

Source : BNB.

l'actif), soit deux dimensions d'analyse financière qui jouent un rôle traditionnellement prépondérant dans les modèles de défaut. On peut constater que, en moyenne, les entreprises défaillantes sont systématiquement et significativement moins solvables et moins rentables que les entreprises non défaillantes. Par ailleurs, dans quasiment tous les cas, les intervalles de confiance ne se chevauchent pas. Ces résultats sont légèrement moins clairs dans le commerce de détail, notamment pour ce qui est de l'indépendance financière, ce qui tient en partie au très faible nombre d'observations défaillantes dans cette branche.

Enfin, le graphique 14 illustre la dynamique financière des cas de faillite sur la base des quatre ratios qui viennent d'être évoqués. Pour ce faire, les comptes annuels sont identifiés en

fonction de la proximité temporelle de la faillite, le délai de défaillance étant défini comme la différence entre la date de faillite et la date de clôture de l'exercice comptable. Tous les comptes annuels reçoivent un des codes suivants :

- DEF01 : si délai de défaillance ≤ 365 jours ;
- DEF02 : si $365 \text{ jours} < \text{délai de défaillance} \leq 730$ jours ;
- DEF03 : si $730 \text{ jours} < \text{délai de défaillance} \leq 1\,095$ jours ;
- ...
- DEF10 : si $3\,285 \text{ jours} < \text{délai de défaillance} \leq 3\,650$ jours ;
- NODEF : si les comptes annuels sont relatifs à une société non défaillante (dans les 3 650 jours suivant la date de clôture de l'exercice comptable).

Cette typologie permet d'observer l'évolution de la distribution statistique des ratios à mesure que la faillite

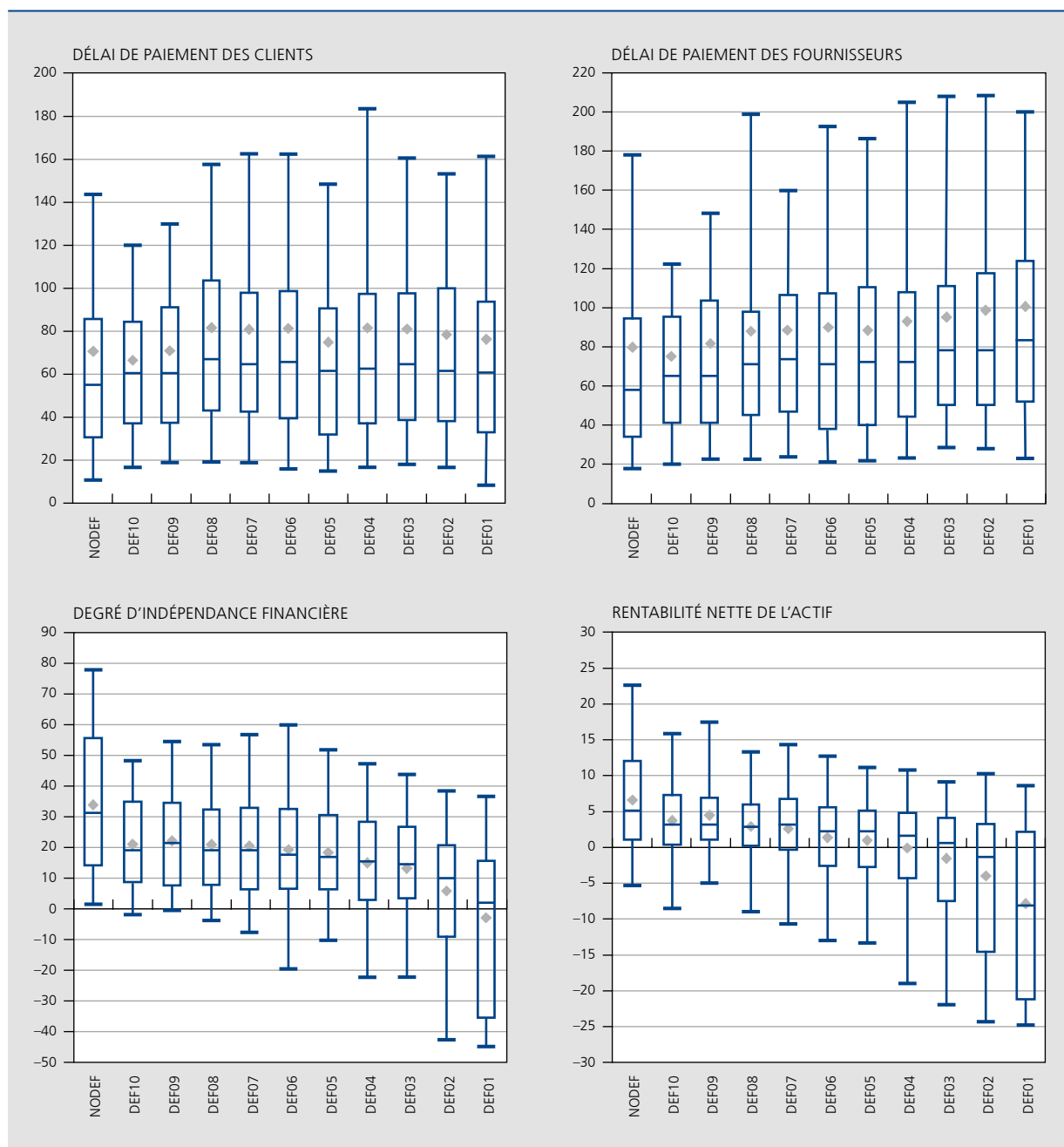
TABLEAU 8 SOLVABILITÉ, RENTABILITÉ ET RISQUE DE DÉFAILLANCE
(exercice comptable 2011)

	Nombre d'observations	Moyenne	Intervalle de confiance de la moyenne (95 %)	
Degré d'indépendance financière				
Industrie manufacturière (p = 0)				
Entreprises non défaillantes	3 058	40,8	39,7	41,8
Entreprises défaillantes	53	14,7	6,3	23,2
Construction (p = 0)				
Entreprises non défaillantes	1 366	32,5	31,0	34,0
Entreprises défaillantes	29	0,9	-10,1	11,9
Commerce de gros (p = 0)				
Entreprises non défaillantes	3 907	36,2	35,2	37,2
Entreprises défaillantes	40	8,0	-2,5	18,5
Commerce de détail (p = 0,16)				
Entreprises non défaillantes	1 032	30,4	28,2	32,7
Entreprises défaillantes	15	17,0	-5,1	39,2
Rentabilité nette de l'actif				
Industrie manufacturière (p = 0)				
Entreprises non défaillantes	3 058	5,6	5,2	6,0
Entreprises défaillantes	53	-3,2	-7,2	0,8
Construction (p = 0,03)				
Entreprises non défaillantes	1 366	6,5	5,9	7,1
Entreprises défaillantes	29	-0,9	-7,7	5,8
Commerce de gros (p = 0)				
Entreprises non défaillantes	3 907	7,7	7,3	8,0
Entreprises défaillantes	40	-1,2	-5,5	3,2
Commerce de détail (p = 0,01)				
Entreprises non défaillantes	1 032	5,7	4,9	6,5
Entreprises défaillantes	15	-3,2	-12,5	6,0

Source : BNB.

GRAPHIQUE 14 DÉLAIS DE PAIEMENT MOYENS DES CLIENTS ET DES FOURNISSEURS

(nombres de jours, grandes entreprises)



Source : BNB.

Les box plots se lisent comme suit. Les extrémités inférieure et supérieure de la boîte correspondent respectivement aux 1^{er} et 3^e quartiles. La ligne à l'intérieur de la boîte représente la médiane. Les extrémités des moustaches inférieure et supérieure correspondent respectivement aux 1^{er} et 9^e déciles. Le point gris indique la moyenne.

se rapproche, illustrée sous la forme de box plots au graphique 14. Il apparaît que la distribution du délai de paiement des clients n'évolue significativement ni vers le haut ni vers le bas quand on passe du groupe NODEF au groupe DEF01. Quant à la distribution du délai de paiement des fournisseurs, elle se déplace globalement vers le haut, avec une augmentation progressive d'une

vingtaine de jours de tous les paramètres de la distribution, à l'exception du 10^e percentile, qui reste très stable. Comme dans le cas du délai de paiement des clients, la dispersion est toutefois très prononcée, et les distributions se chevauchent largement : dans le groupe non défaillant, le délai de paiement des fournisseurs de 90 % des entreprises est compris entre 17 (10^e percentile) et

178 jours (90^e percentile); dans le groupe des entreprises défaillantes à un an, le 10^e percentile s'établit à 23 jours et le 90^e percentile à 200 jours.

La dynamique est au contraire nettement plus évidente pour la rentabilité et l'indépendance financière: quand la défaillance se rapproche, les deux ratios se dégradent, et ce mouvement affecte l'ensemble de la distribution. La détérioration se marque particulièrement au cours des dernières années précédant la défaillance. On remarque par ailleurs que la dispersion de la solvabilité et de la rentabilité tend à s'accroître avec le rapprochement de la faillite, ce qui témoigne une fois de plus de la variété des situations dans lesquelles les entreprises vulnérables se trouvent.

Les box plots se lisent comme suit. Les extrémités inférieure et supérieure de la boîte correspondent respectivement aux 1^{er} et 3^e quartiles. La ligne à l'intérieur de la boîte représente la médiane. Les extrémités des moustaches inférieure et supérieure correspondent respectivement aux 1^{er} et 9^e déciles. Le point gris indique la moyenne.

Les constats qui précèdent indiquent que la même valeur d'un ratio financier peut correspondre à une multitude de situations économiques réelles pour une entreprise, en termes de perspectives de développement, de concurrence, de qualité des dirigeants, ou encore d'inclination des actionnaires à apporter un soutien financier. Ils signifient également que l'analyse strictement financière au départ des comptes annuels doit toujours être complétée par un examen qualitatif permettant de prendre en compte la situation globale d'une entreprise.

Conclusion

Sur l'ensemble de l'année 2014, la valeur ajoutée totale créée par les sociétés non financières s'est accrue de 0,5% à prix courants. Si on excepte 2009, il s'agit du taux de croissance le plus bas depuis plus de 15 ans, qui découle d'une stagnation tant des ventes que des achats. La progression de la valeur ajoutée suit en fait une tendance nettement baissière depuis quatre ans.

De leur côté, les frais de personnel ont décliné de 0,6% en 2014, après avoir affiché un rythme de croissance supérieur à celui de la valeur ajoutée au cours des années précédentes. Pour l'essentiel, cette diminution de la masse salariale provient de l'essoufflement marqué de l'inflation (qui s'est largement répercuté sur les coûts salariaux au travers du mécanisme d'indexation),

du gel des augmentations salariales réelles décidé par le gouvernement et de la contraction du nombre de travailleurs (-1% en équivalents temps plein en 2014). Dans le même temps, la croissance des amortissements a ralenti pour la troisième année consécutive, confirmant la prudence des entreprises en matière d'investissement depuis plusieurs années.

Dès lors, le total des charges d'exploitation a reculé de 0,3% en 2014, soit la première régression observée depuis plus de 20 ans. Combinée à la discrète hausse de la valeur ajoutée, cette évolution a induit un léger raffermissement (+3,9%) du résultat d'exploitation en 2014, à 32 milliards d'euros. Le résultat d'exploitation a été globalement très stable ces quatre dernières années, s'établissant à des niveaux toujours inférieurs au sommet atteint avant la récession de 2008-2009 (36 milliards d'euros).

Contrastant avec la tendance de long terme, les résultats des branches manufacturières ont été plus dynamiques que ceux des branches non manufacturières en 2014, ce qui s'explique principalement par un tassement des coûts: outre de la baisse des coûts salariaux, l'industrie a profité du repli des prix des matières premières, en particulier de celui du pétrole. Les branches où la diminution des coûts a eu le plus de répercussions sont la métallurgie, la chimie de base et les fabrications métalliques. L'activité manufacturière en tant que telle n'a pour sa part que très modestement progressé, comme en témoigne l'évolution des ventes (+0,6% en 2014) et des indices de production.

Selon l'estimation pour l'année 2014, les ratios de rentabilité considérés affichent pour l'ensemble des entreprises, quelle que soit leur taille, une hausse limitée. Les grandes entreprises, fortement influencées par la conjoncture baissière, sont retombées en 2013, sur le plan de la rentabilité, à leur niveau le plus bas des dix ou parfois même des 15 dernières années. La reprise prudente observée en 2014 et dans les grandes entreprises était imputable à une amélioration dans l'industrie manufacturière. La rentabilité des PME a mieux résisté ces dernières années, celles-ci étant non seulement moins sensibles à la conjoncture mais également moins centrées sur les activités industrielles et sur le commerce international. Malgré le plus faible niveau de la rentabilité nette des grandes entreprises ces dernières années, les actions continuent d'offrir un rendement supérieur à ceux des emprunts d'État belges.

Depuis 2011, l'indépendance financière en termes globalisés des grandes entreprises est demeurée assez constante à la suite des limitations supplémentaires décidées par les pouvoirs publics en vue de réduire l'attrait

des intérêts notionnels. De plus, on a constaté ces deux dernières années une baisse du taux d'autofinancement des grandes entreprises, ce qui n'a rien de préoccupant, d'autant qu'elle ne s'accompagne pas d'une diminution du niveau des fonds propres. Le taux d'autofinancement plus faible en 2013-2014 e découle principalement d'une opération comptable par laquelle les réserves ont été amputées d'un montant qui a été ajouté au capital, et ce par l'application de la mesure transitoire dans le contexte de la majoration du précompte mobilier sur le boni de liquidation à partir du 1^{er} octobre 2014.

Alors que les coûts de financement des crédits bancaires sont revenus à un niveau historiquement bas ces dernières années, les conditions non monétaires pour l'obtention d'un nouveau crédit bancaire s'avèrent plus rigides pour les PME que pour les grandes entreprises. Il s'agit d'un point d'attention important, d'autant que ces entreprises sont très représentées en Belgique et que les crédits bancaires constituent souvent pour elles la seule source de financement des dettes. Les grandes entreprises peuvent plus facilement remplacer les crédits bancaires par d'autres formes de financement externe, en émettant des obligations d'entreprise ou en contractant des emprunts intragroupes.

Quelles que soient la taille de l'entreprise et son activité, le times interest earned ratio globalisé est supérieur à 1 au cours de la période 2000-2014 e considérée, ce qui indique que les entreprises sont en mesure de payer leurs frais d'intérêt fixes grâce aux ressources issues de leurs bénéfices d'exploitation et de leurs revenus financiers. Tandis que le secteur de l'immobilier se caractérise par un ratio de couverture durablement faible en raison de son taux de financement élevé, les industries pharmaceutique et métallurgique affichent un ratio constamment élevé, leurs activités étant peu financées par des dettes financières. Ces deux dernières années, on a observé une reprise très prudente tant de la croissance économique que des résultats d'exploitation. Ce fait, combiné à une nouvelle contraction du coût des crédits bancaires et des obligations d'entreprise, explique le redressement du

ratio de couverture globalisé en 2014 e, tant des grandes entreprises que des PME.

Le In-house Credit Assessment System (ICAS) peut estimer, pour les entreprises non financières belges, le risque de défaillance au cours de l'année à venir. Les constats qu'il permet d'établir confirment grosso modo les résultats obtenus par l'analyse de ratio évoquée ci-avant. Il en ressort que les PME dont le risque de défaut de paiement (à un an) est plus important accusent une baisse au deuxième trimestre dans la majorité des branches d'activité. Des données plus récentes permettront de confirmer la poursuite éventuelle de cette tendance.

Enfin, la dernière partie de l'article présente les évolutions en matière de délais de paiement des clients et des fournisseurs, tels qu'ils peuvent être calculés au départ des comptes annuels. À quelques exceptions près, il en ressort que les délais de paiement ne fluctuent quasiment pas en fonction de la conjoncture économique, ce qui semble en contradiction avec la forte hausse des faillites durant la période récente, eu égard au fait qu'il est communément admis que les retards de paiement sont une cause de faillite. Afin de vérifier si ces variables constituent un réel symptôme de vulnérabilité, il a été procédé à une comparaison statistique entre les sociétés défaillantes et les sociétés non défaillantes. Celle-ci fait notamment apparaître des différences de moyenne non significatives entre les deux catégories d'entreprises, ainsi qu'une très nette dispersion des valeurs pour les entreprises défaillantes, ce qui atteste la grande variété des situations et des facteurs explicatifs. En matière de paiement des fournisseurs, par exemple, si les entreprises en difficulté sont a priori les plus susceptibles de payer tardivement leurs partenaires commerciaux, cela peut également être le cas d'entreprises solides qui, en raison de leur pouvoir de négociation ou de leur réputation, sont en mesure d'obtenir un allongement des délais. A contrario, les fournisseurs d'entreprises à risque peuvent être enclins à leur imposer un paiement au comptant, ce qui contribue alors à raccourcir les délais.

Annexe 1

REGROUPEMENTS SECTORIELS

	Divisions NACE-BEL 2008
Industrie manufacturière	10-33
dont:	
Industries agricoles et alimentaires	10-12
Textiles, vêtements et chaussures	13-15
Bois, papier et imprimerie	16-18
Industrie chimique	20
Industrie pharmaceutique	21
Métallurgie et travail des métaux	24-25
Fabrications métalliques	26-30
Branches non manufacturières	01-09, 35-82, 85.5 et 9⁽¹⁾
dont:	
Commerce de véhicules automobiles	45
Commerce de gros ⁽²⁾	46
Commerce de détail ⁽²⁾	47
Transport et entreposage	49-53
Hébergement et restauration	55-56
Information et communication	58-63
Activités immobilières	68
Services aux entreprises ⁽³⁾	69-82
Énergie, eau et déchets	35-39
Construction	41-43

(1) Excepté 64, 65, 70100, 75, 94, 98 et 99.

(2) À l'exclusion des véhicules automobiles et des motos.

(3) À l'exclusion des activités de sièges sociaux (70100).

Annexe 2

DÉFINITION DES RATIOS FINANCIERS

	Rubriques attribuées dans le schéma	
	complet	abrégé
1. Taux de renouvellement des immobilisations corporelles		
Numérateur (N)	8169 + 8229 – 8299	8169 + 8229 – 8299
Dénominateur (D)	8199P + 8259P – 8329P	8199P + 8259P – 8329P
Ratio = N/D × 100		
Conditions de calcul du ratio:		
Exercice comptable de 12 mois		
8169 + 8229 – 8299 > 0 ⁽¹⁾		
2. Marge nette sur ventes		
Numérateur (N)	9901 + 9125	9901 + 9125
Dénominateur (D)	70 + 74 – 740	70
Ratio = N/D × 100		
Condition de calcul du ratio:		
Schémas abrégés: 70 > 0		
3. Rentabilité nette de l'actif total avant impôts et charges de dettes, hors résultat exceptionnel		
Numérateur (N)	9904 + 650 + 653 – 9126 + 9134 – 76 + 66	9904 + 65 – 9126 + 67/77 – 76 + 66
Dénominateur (D)	20/58	20/58
Ratio = N/D × 100		
Condition de calcul du ratio:		
Exercice comptable de 12 mois		
4. Rentabilité nette des capitaux propres avant impôts, hors résultat exceptionnel		
Numérateur (N)	9904 – 76 + 66 + 9134	9904 – 76 + 66 + 9134
Dénominateur (D)	10/15	10/15
Ratio = N/D × 100		
Conditions de calcul du ratio:		
Exercice comptable de 12 mois		
10/15 > 0 ⁽¹⁾		
5. Rentabilité nette des capitaux propres après impôts, hors résultat exceptionnel		
Numérateur (N)	9904 – 76 + 66	9904 – 76 + 66
Dénominateur (D)	10/15	10/15
Ratio = N/D × 100		
Conditions de calcul du ratio:		
Exercice comptable de 12 mois		
10/15 > 0 ⁽¹⁾		

(1) Condition valable pour le calcul de la médiane mais pas pour la globalisation.

DÉFINITION DES RATIOS FINANCIERS (suite)

	Rubriques attribuées dans le schéma	
	complet	abrégé
6. Degré d'indépendance financière		
Numérateur (N)	10/15	10/15
Dénominateur (D)	10/49	10/49
Ratio = $N/D \times 100$		
7. Degré d'autofinancement		
Numérateur (N)	13 + 14	13 + 14
Dénominateur (D)	10/49	10/49
Ratio = $N/D \times 100$		
8. Charges d'intérêts moyennes des dettes financières		
Numérateur (N)	650	
Dénominateur (D)	170/4 + 42 + 43	
Ratio = $N/D \times 100$		
Condition de calcul du ratio:		
Exercice comptable de 12 mois		
9. Times Interest Earned Ratio		
Numérateur (N)	9901 + 75	9901 + 75
Dénominateur (D)	650	65
Ratio = N/D		
Conditions de calcul du ratio:		
Schémas complets: $650 > 0$		
Schémas abrégés: $65 > 0$		
10. Délai de paiement des clients		
Numérateur (N)	40 + 9150	
Dénominateur (D)	70 + 74 - 740 + 9146	
Ratio = $N/D \times 365$		
Conditions de calcul du ratio:		
Exercice comptable de 12 mois		
$(40 + 9150) > 0$		
11. Délai de paiement des fournisseurs		
Numérateur (N)	44	
Dénominateur (D)	600/8 + 61 + 9145	
Ratio = $N/D \times 365$		
Conditions de calcul du ratio:		
Exercice comptable de 12 mois		
$44 > 0$		