

FOCUS



Por Marcos Carias,
Southern Europe Economist,
based in Paris, France
Bruno de Moura Fernandes,
Western Europe Economist,
based in Paris, France
Christiane von Berg,
Northern Europe Economist,
based in Mainz, Germany

La paradoja de las insolvencias corporativas en Europa: milagro y espejismo

Normalmente, cuando la economía se contrae, las insolvencias aumentan. Sin embargo, en 2020, durante la recesión más profunda de la eurozona, las insolvencias cayeron en todas sus principales economías, notablemente un 38% en Francia, un 32% en Italia y un 15% en Alemania y España. Con seguridad, podemos asumir que el apoyo del gobierno mantiene vivas a muchas empresas frágiles. Por lo tanto, estamos experimentando la “calma antes de la tormenta”, con una ola de insolvencias a la vuelta de la esquina?

El verdadero impacto de la crisis de Covid-19 no se podrá determinar con precisión hasta que las empresas publiquen sus informes financieros. Por lo tanto, hemos simulado la salud financiera de las empresas calculando un índice de solvencia sectorial (beneficio operativo bruto / deuda neta), teniendo en cuenta tanto el impacto negativo de los ingresos como el efecto positivo de las ayudas del gobierno. Hemos llevado a cabo estas simulaciones en 6 sectores en las 4 economías más grandes de la eurozona¹ utilizando datos sobre facturación, la utilización de ERTes, los préstamos respaldados por el estado y, en el caso de Francia, el Fondo de Solidaridad. Hemos examinado una muestra de los sectores que típicamente representan - 80% del total de las insolvencias². La granularidad sectorial es un elemento clave de nuestro análisis: no todos los sectores se han visto igualmente afectados por la crisis ni se han beneficiado de las mismas ayudas estatales. Fundamentalmente, no todos los sectores contribuyen por igual a las insolvencias globales, debido a la sobrerrepresentación en las cifras agregadas (incluso en períodos normales).

Nuestra simulación demuestra que, a pesar del efecto estabilizador del apoyo gubernamental, la salud financiera empresarial se deterioró notablemente en 2020, lo que normalmente conduciría a un aumento de las insolvencias. Según nuestro modelo, las insolvencias en 2020 deberían haber crecido un 19% en España, un 6% en Francia, un 6% en Alemania y un 7% en Italia (a este número lo denominamos “insolvencias simuladas”). En este caso, su disminución sugiere que, en lugar de haberse evitado, muchas insolvencias se han pospuesto, lo que significa que 2020 nos ha dejado una gran cantidad de “insolvencias ocultas” que están tardando mucho más de lo habitual en materializarse. Pero ¿cuántas?

Si tomamos las cifras de las insolvencia de 2020 resultantes de nuestras simulaciones (“insolvencias simuladas”) y restamos las cifras de insolvencia de 2020 notificadas oficialmente (“insolvencias observadas”), podemos obtener una estimación. Las insolvencias simuladas reflejan el deterioro subyacente que han sufrido las empresas. Por su parte, las cifras de las insolvencia observadas siguen pareciendo demasiado bajas, incluso considerando los efectos de las medidas gubernamentales. Por lo tanto, podemos entender la diferencia entre las insolvencias simuladas y las insolvencias observadas como una aproximación de las insolvencias ocultas. Así, estimamos que el porcentaje de las insolvencias ocultas ronda el 44% de las insolvencias de 2019 en Francia (22.500), el 39% en Italia (4.100), el 34% en España (1.600) y el 21% en Alemania (3.950). Sin la intervención del Estado, las insolvencias serían mayores en orden de magnitud. En este sentido, el éxito de los gobiernos a la hora de salvar a las empresas es un pequeño milagro de la política económica. Pero las cifras de las insolvencias en 2020 son, en gran medida, un espejismo.

LA PARADOJA DE LAS INSOLVENCIAS REVISADA

Los resultados generales del PIB en 2020 fueron desastrosos, y muchos países de la eurozona experimentaron la peor recesión a corto plazo desde el final de la Segunda Guerra Mundial. En consecuencia, las empresas y los gobiernos se prepararon para una gran ola de insolvencias. Los recuerdos de la ola de quiebras de 2009 aún eran vívidos y las espectaculares contracciones del PIB sugerían que esta vez sería aún peor (Cuadro 1). Pero, cuando comenzaron a publicarse las cifras oficiales de las insolvencias, los índices se mantuvieron bajos. Entonces, ¿qué fue y qué sigue siendo diferente esta vez? La explicación lógica es la intervención pública.

TABLE 1:
GDP & insolvency development (YOY change)
comparison 2009 to 2020

	GDP growth		Insolvency growth	
	2009	2020	2009	2020
Germany	-5.7%	-4.9%	11.6%	-15.0%
France	-2.9%	-8.2%	20.4%	-37.8%
Italy	-5.3%	-8.9%	29.0%	-32.1%
Spain	-3.8%	-11.0%	78.8%	-14.4%

Source: Statistical Offices, Datastream, Coface

INSOLVENCIAS: LA GRAN SORPRESA

Los modelos de previsión de las insolvencias típicamente capturan la relación negativa entre las insolvencias y el PIB: cuando la economía se contrae, las insolvencias se disparan. Sin embargo, este no fue el caso en 2020. Para Alemania, el modelo de Coface basado en el PIB pronosticó un aumento del 9% en las insolvencias respecto a 2019, mientras que en la realidad cayeron un 15% interanual³ 4. Parte de esto se debe a la suspensión por parte de los gobiernos de la obligación de presentar una solicitud de insolvencia⁵

(moratoria de insolvencia) para dar tiempo a que las medidas de apoyo surtan efecto. Estas moratorias han terminado en Italia y Francia, pero siguen vigentes en España y Alemania⁶ 7. Sin embargo, esto es solo una parte de la respuesta. Francia retornó a su marco legal de insolvencia habitual en agosto, sin que se observase ningún tipo de incremento en las cifras de las insolvencias en el segundo semestre de 2020, y este ha sido el caso en todo el país y en todos los sectores, incluso los más afectados por las restricciones del Covid-19. Solo unos pocos sectores en Alemania y España han registrado un aumento de las insolvencias. Los sectores del metal y la automoción alemanes, ambos en recesión desde mucho antes de la pandemia, registraron un aumento de las insolvencias respecto a 2019. En España, la tasa de crecimiento anual de las insolvencias se disparó para el turismo en T3 y T4 a en torno al 90% interanual, lo que acercó nuevamente el total de las insolvencias a su nivel de 2019.

EL ESTADO APAGANDO FUEGOS: UNA MIRADA MÁS DETALLADA A LAS MEDIDAS GUBERNAMENTALES

Los gobiernos reaccionaron a la pandemia con niveles récord de gasto público. Nos centramos en el impacto de tres tipos de medidas: los ERTES, los préstamos garantizados y el Fondo de Solidaridad de Francia (SF). Los ERTES permitieron a las empresas ahorrar en costes laborales al reducir las horas de trabajo. El estado subsidia parte de la masa salarial, cubriendo los ingresos de los trabajadores y previniendo los despidos. Los préstamos garantizados aseguran una abundante financiación bancaria para las empresas en riesgo. Su utilización varía de un país a otro, y muchas empresas alemanas se sienten desalentadas por la carga administrativa que suponen. Excepcionalmente en Francia, el gobierno ha implementado un Fondo de Solidaridad, básicamente, un plan de subsidios cuya envergadura (12.000 millones de euros en 2020) equivale aproximadamente a la mitad del importe destinado a los ERTES.

TABLE 2:
Main public support measures, their longitude and their scope

Measures		Germany	France	Italy	Spain
Furlough Scheme	until	12/31/2021	not defined	31/3/2021 - 30/06/2021	5/31/2021
	scope	€30 bn. (0.9% of GDP) for 2020	€25.1 bn. (1.1% of GDP) as of 30/11/2020	€22 bn. (1.2% of GDP) as of 30/09/2020	€17.8 bn. (1.4% of GDP)
Guaranteed loans	until	6/30/2021	6/30/2021	6/30/2021	6/30/2021
	scope pledged	€757 bn. (24% of GDP)	€300 bn. (13% of GDP)	€571 bn. (32% of GDP)	€150 bn. (12% of GDP)
	scope allocated*	€55 bn. (2% of GDP)	€124 bn. (5.0% of GDP)	€117 bn. (7% of GDP)	€108 bn. (9% of GDP)
Business Insolvency Procedure	until	4/30/2021	8/24/2020	7/31/2020	4/30/2021

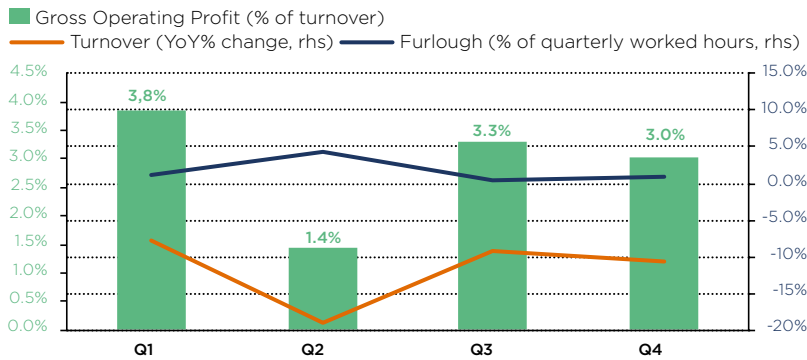
Source: Countries' governments, Coface
* as of November 2020

Las medidas de la Tabla 2 son las más cruciales y, por lo tanto, el objeto de nuestro ejercicio de simulación, aunque no son las únicas⁹. Siempre debemos tener en cuenta que las características legales de los procedimientos de insolvencia nacionales inciden fuertemente en el número de insolvencias. La proporción de empresas que optan por declararse en concurso de acreedores depende en gran medida del coste, la duración y el potencial coste personal para los deudores asociados con este procedimiento, que varían ampliamente de un país a otro¹⁰, a pesar de la reciente tendencia hacia la armonización.

Buscando las insolvencias "ocultas"

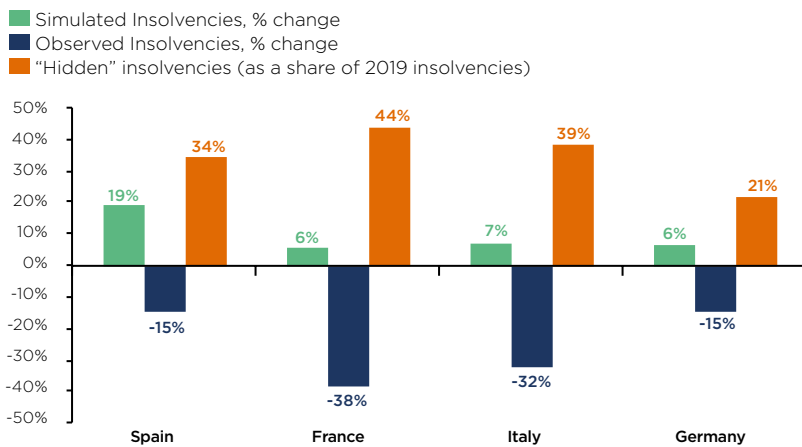
Fundamentalmente, un aumento masivo de las insolvencias es el resultado de un deterioro generalizado de la salud financiera empresarial. Los analistas financieros diagnostican a las empresas mediante el uso de índices de solvencia, indicadores que pueden precisar si las empresas cuentan con los ingresos suficientes para cumplir con sus compromisos de deuda. Estos también pueden aplicarse a nivel sectorial y el ratio entre el Beneficio Operativo Bruto y

CHART 1:
Simulated Gross Operating Profit in 2020, Spanish Retail Sector



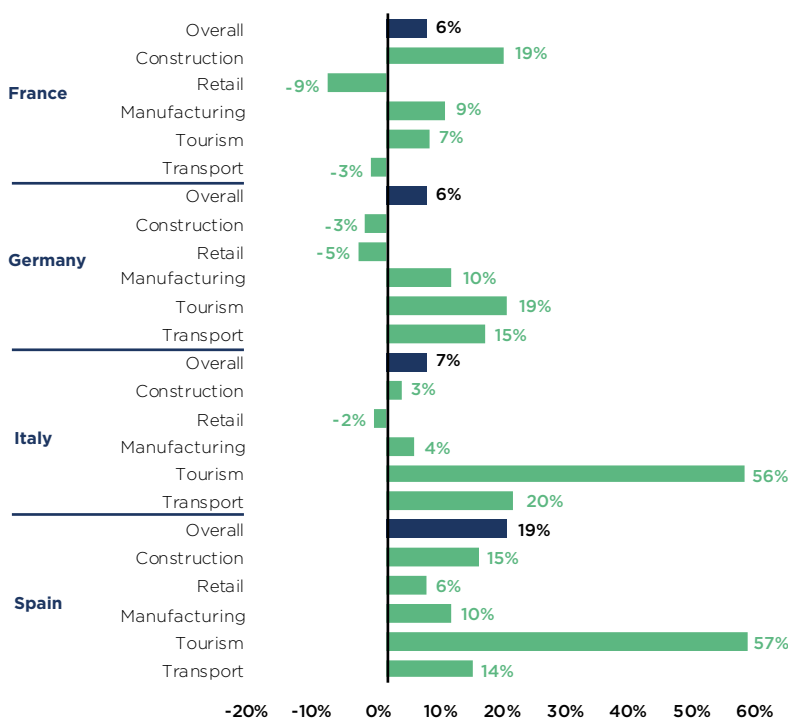
Source: Coface calculations based on data from official sources

CHART 2:
2020 results for simulated, observed, and total "hidden" insolvencies (YOY)



Source: Coface calculations based on data from national sources

CHART 3:
Simulated insolvencies for the year 2020 across countries and sectors (YOY change in %)



Source: Coface calculations based on data from national sources

la Deuda Neta (GOP / ND o "el índice de solvencia"), en particular, muestra una relación empírica confiable con las insolvencias agregadas. Por lo tanto, el primer paso de nuestra estrategia es simular el ratio GOP / ND en tiempo real¹², utilizando datos sobre la evolución de la cifra de negocios, el uso de ERTes y, para Francia, el Fondo de Solidaridad (SF). Esto nos da una idea de cómo han evolucionado las cuentas de las empresas durante la pandemia. Para obtener una respuesta a la cuestión de la insolvencia, también necesitamos saber qué tan sensibles son las insolvencias a los cambios en el ratio GOP / ND. Los resultados de una regresión de panel muestran que, en promedio, las insolvencias aumentan un 0,39% por cada 1% de deterioro del coeficiente de solvencia. Hemos aplicado estas simulaciones en una muestra de sectores que regularmente representan alrededor del 80% de las insolvencias (construcción, comercio minorista, fabricación, turismo, servicios profesionales y transporte). Por lo tanto, podemos tener en cuenta los resultados desiguales y los niveles de ayuda selectiva en todos los sectores, así como la representación estructuralmente más sólida de ciertos sectores en la población en situación de insolvencia¹³. El recuadro 1 proporciona más detalles sobre la metodología.

El enfoque de simulación nos permite destacar los diferentes efectos subyacentes a nuestras previsiones. Por ejemplo, en el segundo trimestre de 2020, los ingresos del sector minorista español se contrajeron un -16% interanual (gráfico 1). Sin ajustar los costes laborales, la combinación de la pérdida de ingresos y los costes restantes habría resultado en una caída estimada del -67% interanual en la utilidad operativa bruta. Gracias al programa de ERTes en España, esta caída se contuvo en un estimado de -26%. Como era de esperar, el sector del turismo es uno de los principales impulsores de las insolvencias en nuestros resultados, con la excepción de Francia. De hecho, el impacto específico del Fondo de Solidaridad (SF) es especialmente destacado en nuestros resultados: sin él, el beneficio operativo en el sector hotelero y de la restauración se habría contraído en un -109% estimado, en lugar del -17% de nuestro resultado final.

¿Qué podría pasar en 2021?

Nuestros resultados indican que, en general, la salud financiera empresarial se deterioró notablemente en 2020, algo que normalmente se traduciría en un aumento de las insolvencias. El contraste entre los resultados de nuestra simulación y los datos observados sugiere que existe un número significativo de insolvencias que se han pospuesto pero no se han evitado (Gráfico 2). Si todas estas insolvencias "ocultas"¹⁴ se manifiestan en 2021, y teniendo en cuenta el efecto base de las cifras anormalmente bajas de 2020, podemos esperar aumentos sustanciales en las cifras de insolvencia en 2021. En España, por ejemplo, se notificaron 4100 insolvencias en 2020, 15% por debajo de las 4800 de 2019. Sin embargo, el número de insolvencias consistente con nuestros ratios simulados GOP / ND sería cercano a 5700. La diferencia entre estas "insolvencias simuladas" y la cifra reportada nos arroja la cantidad de nuestras insolvencias "ocultas" (alrededor de 1600, equivalente al 34% de las insolvencias de 2019). El gráfico 3 presenta un desglose sectorial de las insolvencias simuladas. Sin embargo, es imposible garantizar que todas (o incluso la mayoría) de las insolvencias ocultas de 2020 se concreten en 2021.

Es común que los juzgados se vean abrumados por un aumento en las solicitudes de insolvencia, creando una congestión en el sistema¹⁶. Los resultados también sugieren que la moratoria concursal no es lo único que pospone la ola de insolvencias. En España, las crecientes insolvencias en el sector turístico muestran

que el crédito bancario juega un papel crucial. Los datos de la encuesta sobre préstamos bancarios del Banco Central Europeo señalan que los bancos españoles están por delante de sus pares en el endurecimiento de los estándares crediticios. Por tanto, la voluntad de los bancos de apoyar a las empresas de viabilidad marginal será clave. Comparando las cifras de las insolvencias de 2020 con la salud estimada de las empresas, tenemos motivos para esperar un proceso de "puesta al día" en las insolvencias a partir de 2021, pero la velocidad de este proceso y su resultado dependerán de varios factores altamente inciertos que aún no se han determinado.

En primer lugar, dependerá de la rapidez con que terminen los confinamientos, que a su vez depende de la velocidad de la vacunación. También dependerá de la continuidad de la voluntad del apoyo estatal, en un contexto de crecientes preocupaciones fiscales. Por último, resta saber hasta qué punto los políticos están dispuestos a permitir las quiebras corporativas, teniendo en cuenta los costes electorales de gobernar en medio de una ola de insolvencias. Con un año electoral en Alemania, una campaña inminente en Francia y el sur de Europa siempre propenso a un colapso parlamentario, no debemos descartar el factor político.

DISCLAIMER

This document reflects the opinion of Coface's Economic Research Department, as of the date of its preparation and based on the information available; it may be modified at any time. The information, analyses and opinions contained herein have been prepared on the basis of multiple sources considered reliable and serious; however, Coface does not guarantee the accuracy, completeness or reality of the data contained in this document. The information, analyses and opinions are provided for information purposes only and are intended to supplement the information otherwise available to the reader. Coface publishes this document in good faith and on the basis of an obligation of means (understood to be reasonable commercial means) as to the accuracy, completeness and reality of the data. Coface shall not be liable for any damage (direct or indirect) or loss of any kind suffered by the reader as a result of the reader's use of the information, analyses and opinions. The reader is therefore solely responsible for the decisions and consequences of the decisions he or she makes on the basis of this document. This document and the analyses and opinions expressed herein are the exclusive property of Coface; the reader is authorised to consult or reproduce them for internal use only, provided that they are clearly marked with the name "Coface", that this paragraph is reproduced and that the data is not altered or modified. Any use, extraction, reproduction for public or commercial use is prohibited without Coface's prior consent. The reader is invited to refer to the legal notices on Coface's website: <https://www.coface.com/Home/General-informations/Legal-Notice>.

COFACE SA

1, place Costes et Bellonte
92270 Bois-Colombes
France

www.coface.com

BOX 1:

Simulating the impact of COVID-19 on sector-level solvency

WHY LOOK AT THE GROSS OPERATING PROFIT/NET DEBT RATIO (GOP/ND)?

No single metric can capture all the relevant information for predicting insolvencies in 2020, but the GOP/ND (extracted from the Banque de France BACH database) ratio might be as close as it gets. It compares a company's (or in this case, a sector's) capacity to generate surplus from its ordinary business operations, and compares it to its debt burden, net of liquid asset holdings:

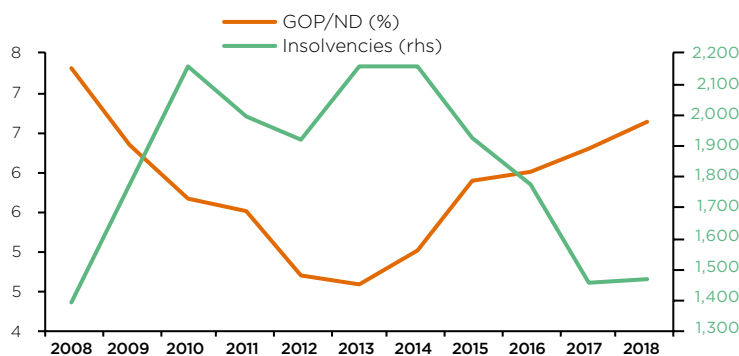
$$\frac{GOP}{ND} = \frac{Net\ Turnover + Subsidies - Staff\ Costs - Other\ Costs}{(Gross\ Debt - Liquid\ Assets)}$$

The ratio satisfies 2 desirable properties:

Predictive power: historically, the ratio features a reliable negative relationship with the evolution of insolvencies (e.g. **Chart 4** for the Italian construction sector). Therefore, by simulating the degree of degradation in this metric, we can estimate the way insolvencies would normally evolve.

CHART 4

Italian construction sector 2008 - 2018



Sources: CERVED, Banque de France, Coface

Capacity to account for government measures: the simplest way to include, in a single metric, the effects of the main government measures.

- We use monthly data on the evolution of furlough utilization to approximate how much each sector has been saving thanks to this measure.
- Given that the reimbursement schedule of guaranteed loans is heavily skewed to 2022 and beyond, we count them as increasing liquid assets, but without a corresponding increase in gross debt, as would be normal. As such, we interpret them as having the effect of a "liquidity grant" over the short run. The alternative (to register the increase in gross debt) would amount to thinking that guaranteed loans have a neutral effect on solvency over the simulation horizon. Over the medium term, the increase in debt should translate into more insolvencies, but this effect is expected to kick into gear in 2022 or later, (i.e. beyond the simulation horizon of this paper).
- For France, we counted Solidarity Fund financing as a subsidy, increasing operating income.

To derive the evolution of insolvencies implied by the simulations, we estimate the following log-log fixed effects panel regression on a sample of sectors¹ (construction, retail, manufacturing, tourism, professional & administrative services, transport) in Spain, Germany, France and Italy over the 2008-2018 period (with "i" as the sector index):

$$\text{Log}(\text{insolvencies}_{i,t}) = \alpha_i + \beta_1 \text{Log}\left(\frac{GOP}{ND}_{i,t}\right) + \beta_2 \text{Log}(\text{insolvencies}_{i,t-1})$$

The β_1 coefficient is found to be statistically significant at the 99% confidence level with a value of 0.39. The estimates for sectoral insolvency growth rates associated to the simulated GOP/ND for 2020 are thus derived as:

$$\Delta\%(\text{insolvencies}_{i,2020}) = 0.39 \Delta\% \left(\frac{GOP}{ND}_{i,2020} \right)$$

¹ Going from a GDP-based model to a model with sectoral breakdown adds a valuable layer of granularity, as the aggregate hides diverging performances. Moreover, some sectors tend to be represented more than others in the pool of overall insolvencies, even in years where they have a good performance. However, even sectoral breakdown leaves out important within-sector distinctions. This is relevant for sectors like retail and transport, where performance has been unequal among sub-segments. Unfortunately, data for government measures was not available at a more granular level.