

### FOCUS



Por **Marcos Carías**,  
Economista de Europa del Sur,  
basado en París, Francia  
**Bruno de Moura Fernandes**,  
Economista de Europa Occidental,  
basado en París, Francia  
**Christiane von Berg**,  
Economista de Europa del Norte,  
basada en Maguncia, Alemania

## La paradoja de la insolvencia empresarial en Europa: milagro y espejismo

Normalmente, las insolvencias aumentan cuando la economía se contrae. Sin embargo, en 2020, y durante su recesión más profunda, las insolvencias se redujeron en todas las principales economías de la eurozona, sobre todo un -38% en Francia, un -32% en Italia y un -15% en Alemania y España. Cabe suponer que el apoyo gubernamental está manteniendo vivas a muchas empresas frágiles: ¿estamos asistiendo a 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 estará claro hasta que las empresas publiquen sus informes financieros. Por ello, hemos simulado la salud financiera de las empresas calculando un coeficiente de solvencia sectorial (beneficio bruto de explotación/deuda neta), teniendo en cuenta tanto el choque negativo de los ingresos como el efecto positivo de las ayudas públicas. Realizamos estas simulaciones en 6 sectores de las 4 mayores economías de la eurozona [1] utilizando datos sobre el volumen de negocios, el uso de permisos, los préstamos respaldados por el Estado y, en el caso de Francia, el Fondo de Solidaridad. Examinamos una muestra de sectores que suelen representar el -80% de las insolvencias totales [2]. 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 públicas. Es fundamental que no todos los sectores contribuyan por igual a las insolvencias totales, debido a la sobrerrepresentación en las cifras agregadas (incluso en tiempos normales). Nuestra simulación muestra que, a pesar del efecto estabilizador de las ayudas públicas, la salud financiera de las empresas 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 (llamamos a esta cifra "insolvencias simuladas"). El hecho de que hayan disminuido sugiere que muchas insolvencias se han pospuesto en lugar de evitarse, lo que significa que 2020 nos ha dejado un gran número de "insolvencias ocultas" que están tardando mucho más de lo habitual en materializarse. Pero, ¿cuántas?

Si tomamos las cifras de insolvencia de 2020 derivadas de nuestras simulaciones (es decir, las "insolvencias simuladas") y restamos las cifras de insolvencia de 2020 comunicadas oficialmente (es decir, las "insolvencias observadas"), podemos obtener una estimación. Las insolvencias simuladas reflejan el daño subyacente que han sufrido las empresas. Las cifras de insolvencia observadas, en cambio, siguen pareciendo demasiado bajas incluso después de considerar los efectos de las medidas gubernamentales. Por lo tanto, podemos leer la diferencia entre las insolvencias simuladas y las observadas como una aproximación a las insolvencias ocultas. Así, estimamos que el tamaño de las insolvencias ocultas es de aproximadamente 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 un orden de magnitud. En este sentido, el éxito de los gobiernos para salvar a las empresas es un pequeño milagro de la política económica. Pero las cifras de insolvencia de 2020 son, en gran medida, un espejismo.

1 Germany, France, Italy and Spain

2 Construction, retail, manufacturing, tourism, business services, and transport.

## La paradoja de la insolvencia revisada

Los resultados globales del PIB en 2020 fueron desastrosos, y muchos países de la eurozona sufrieron 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. El recuerdo de la oleada de insolvencias de 2009 estaba aún vivo, y las espectaculares contracciones del PIB sugerían que esta vez sería aún peor (Cuadro 1). Sin embargo, al publicarse las cifras oficiales de insolvencia, los índices seguían siendo bajos. Entonces, ¿qué fue y sigue siendo diferente esta vez? La explicación lógica es la intervención pública.

**TABLA 1:**  
Evolución del PIB y de la insolvencia (variación interanual) comparación 2009 a 2020

|          | Crecimiento del PIB |        | Crecimiento de la insolvencia |        |
|----------|---------------------|--------|-------------------------------|--------|
|          | 2009                | 2020   | 2009                          | 2020   |
| Alemania | -5.7%               | -4.9%  | 11.6%                         | -15.0% |
| Francia  | -2.9%               | -8.2%  | 20.4%                         | -37.8% |
| Italia   | -5.3%               | -8.9%  | 29.0%                         | -32.1% |
| España   | -3.8%               | -11.0% | 78.8%                         | -14.4% |

Source: Statistical Offices, Datastream, Coface

## INSOLVENCIAS EN 2020: LA GRAN SORPRESA

Los modelos de previsión de insolvencias suelen recoger 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 en comparación con 2019, mientras que en realidad cayeron un 15% interanual [3, 4]. Parte de esto se debe a que los gobiernos suspenden la obligación de solicitar la insolvencia [5]

(moratorias de insolvencia) para dar tiempo a que las medidas de apoyo surtan efecto. Estas moratorias han finalizado en Italia y Francia, pero siguen vigentes en España y Alemania [6, 7]. Sin embargo, esto es sólo una parte de la respuesta. Francia volvió a su marco legal normal de insolvencia en agosto, sin ver nada parecido a un repunte de las cifras de insolvencia en el segundo semestre de 2020, y esto es cierto para todo el país [8] y en todos los sectores, incluso los más afectados por las restricciones de la COVID-19. Sólo unos pocos sectores en Alemania y España han registrado un aumento de las insolvencias. Los sectores alemanes del metal y automotriz, ambos en recesión desde mucho antes de la pandemia, registraron un aumento de las insolvencias con respecto a 2019. En España, la tasa de crecimiento anual de las insolvencias se disparó para el turismo en el tercer y cuarto trimestre hasta cerca del 90% interanual, con lo que el conjunto de las insolvencias volvió a acercarse a su nivel de 2019.

## EL ESTADO COMO CUERPO DE BOMBEROS: UNA MIRADA MÁS CERCANA 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 planes de despido, los préstamos garantizados y el Fondo de Solidaridad (FS) de Francia. Los planes de suspensión permiten a las empresas ahorrar en costes laborales reduciendo las horas de trabajo. El Estado subvenciona una parte de la masa salarial, cubriendo los ingresos de los trabajadores y evitando los despidos. Los préstamos garantizados aseguran una financiación bancaria abundante para las empresas en situación de riesgo. Su utilización varía de un país a otro, y muchas empresas alemanas se desaniman por la carga administrativa que suponen. Únicamente en Francia, el gobierno ha puesto en marcha el Fondo de Solidaridad, un plan de subvenciones directas cuya cuantía (12.000 millones de euros en 2020) equivale aproximadamente a la mitad del importe gastado en despidos.

**TABLA 2:**  
Principales medidas de apoyo público, su longitud y su alcance

| Medidas                                  |                   | Alemania                               | Francia   | Italia  | España                      |
|--|-------------------|--|---|---|-----------------------------|
| Régimen de permisos                      | hasta             | 12/31/2021                             | no definido                                     | 31/3/2021 - 30/06/2021                        | 5/31/2021                   |
|  | alcance           | €30 bn.<br>(0.9% del PIB)<br>para 2020 | €25.1 bn.<br>(1.1% del PIB)<br>desde 30/11/2020 | €22 bn.<br>(1,2% del PIB)<br>desde 30/09/2020 | €17.8 bn.<br>(1.4% del PIB) |
| Préstamos Garantizados                   | hasta             | 6/30/2021                              | 6/30/2021                                       | 6/30/2021                                     | 6/30/2021                   |
|  | alcance prometido | €757 bn.<br>(24% del PIB)              | €300 bn.<br>(13% del PIB)                       | €571 bn.<br>(32% del PIB)                     | €150 bn.<br>(12% del PIB)   |
|  | alcance asignado* | €55 bn.<br>(2% del PIB)                | €124 bn.<br>(5.0% del PIB)                      | € 117 bn.<br>(7% del PIB)                     | €108 bn.<br>(9% del PIB)    |
| Procedimiento de insolvencia empresarial | hasta             | 4/30/2021                              | 8/24/2020                                       | 7/31/2020                                     | 4/30/2021                   |

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

3 At the time of the writing, not all insolvency numbers for 2020 have been published.

4 These forecasting challenges are not unique to Coface. For instance, a forecast by the Bank for International Settlements from October 2020 yielded similar results. See R. Banerjee, G. Cornelli and E. Zakrajšek: "The outlook for business bankruptcies", (BIS Bulletin, October 2020).

5 Normally, companies have to file for insolvency after a couple of weeks of defaulting on their creditors.

6 In Germany, this scheme only applies to companies who successfully applied for state-support in from Nov. 2020 - Mar. 2021.

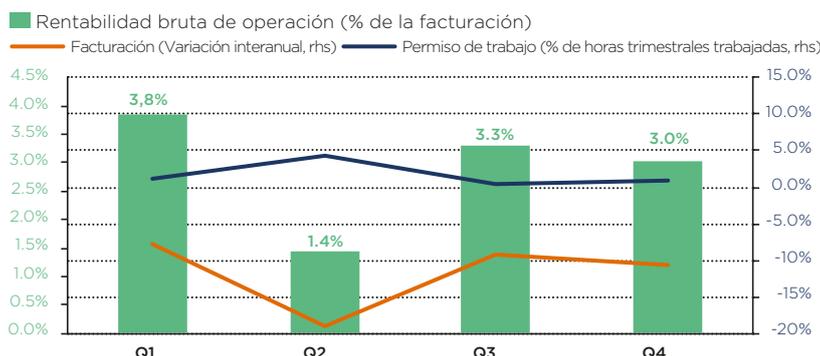
7 B. De Moura Fernandes: "Corporate insolvencies in Europe: temporary framework amendments kick the can down the road", (Coface Focus, June 2020), <https://www.coface.com/News-Publications/Publications/Focus-Corporate-insolvencies-in-Europe-temporary-framework-amendments-kick-the-can-down-the-road>.

8 The number of insolvencies has plunged in all regions.

9 Tax deferrals (which we interpret as very short-term credits and thus exclude from our solvency estimations) have been a popular tool. Moreover, the governments introduced bridging aids (e.g. take-over of fixed costs for SMEs or rent subsidies), specific subsidies for special sectors or populations (like tourism or parents) or pledged big investment programs.

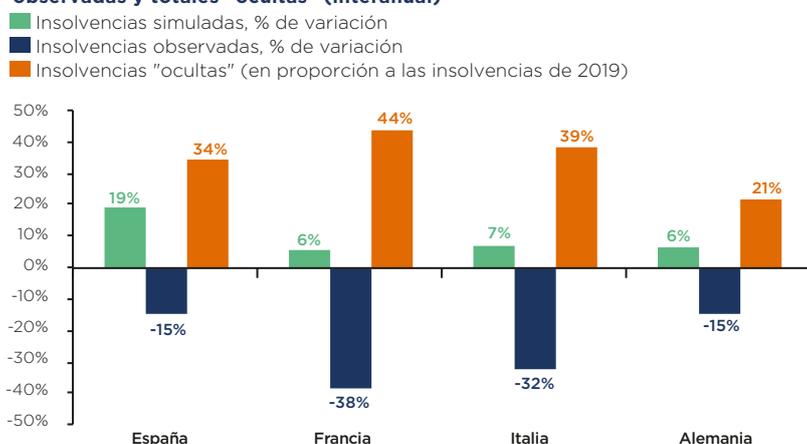
10 K. Ait-Yahia, B. De Moura Fernandes & P. Weil: "Companies in France: fewer business insolvencies, but still just as many zombies", (Coface Panorama, March 2018), <https://www.coface.com/News-Publications/Publications/Companies-in-France-fewer-business-insolvencies-but-still-just-as-many-zombies>

**GRÁFICO 1:**  
Rentabilidad bruta de operación simulada en 2020, sector minorista español



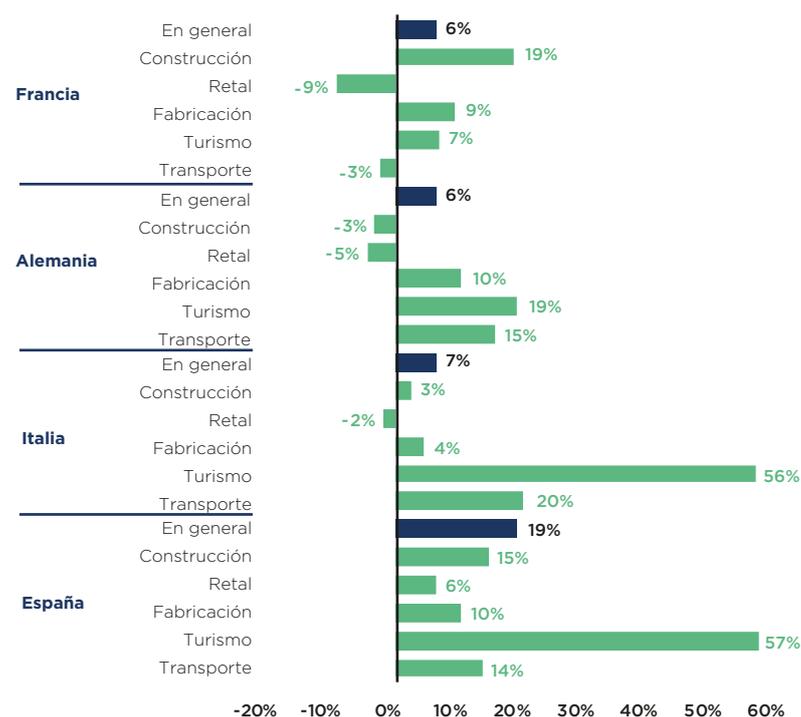
Source: Coface calculations based on data from official sources

**GRÁFICO 2:**  
Resultados de 2020 para las insolvencias simuladas, observadas y totales "ocultas" (interanual)



Source: Coface calculations based on data from national sources

**GRÁFICO 3:**  
Insolvencias simuladas para el año 2020 en todos los países y sectores (variación interanual en %)



Source: Coface calculations based on data from national sources

## La paradoja de la insolvencia revisada

Fundamentalmente, el aumento generalizado de las insolvencias es el resultado de un deterioro generalizado de la salud financiera de las empresas. Los analistas financieros diagnostican a las empresas utilizando ratios de solvencia, métricas que pueden indicar si los ingresos son suficientes para hacer frente a los compromisos de deuda. Éstos también pueden aplicarse a nivel sectorial y, en particular, la relación entre el beneficio bruto de explotación y la deuda neta (GOP/ND o "ratio de solvencia") muestra una relación empírica fiable con las insolvencias agregadas. El primer paso de nuestra estrategia es, por tanto, simular el ratio GOP/ND en tiempo real [11, 12], utilizando datos sobre la evolución del volumen de negocio, el uso de permisos y, para Francia, el Fondo de Solidaridad (FS). 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 hasta qué punto son sensibles las insolvencias a los cambios en el ratio GOP/ND. Los resultados de una regresión de panel muestran que, por término medio, las insolvencias aumentan un 0,39% por cada 1% de deterioro del coeficiente de solvencia. Realizamos estas simulaciones con una muestra de sectores que representan regularmente alrededor del 80% de las insolvencias (construcción, comercio minorista, industria manufacturera, turismo, servicios profesionales y transporte). Por lo tanto, podemos tener en cuenta los resultados desiguales y los niveles de ayuda específica entre los sectores, así como la representación estructuralmente más fuerte de ciertos sectores en la población de insolvencia [13]. El recuadro 1 ofrece más detalles sobre la metodología.

El enfoque de simulación nos permite distinguir los distintos efectos que subyacen 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 dado lugar a una caída estimada del -67% interanual del beneficio bruto de explotación. Gracias al programa de despido español, esta caída se contuvo a un estimado de -26%. No es de extrañar que el sector turístico sea uno de los principales impulsores de las insolvencias en nuestros resultados, pero Francia constituye una excepción. De hecho, el impacto selectivo del Fondo de Solidaridad (FS) es especialmente destacado en nuestros resultados: sin él, el beneficio de explotación en el sector de los servicios de alojamiento y alimentación se habría contraído un -109% estimado, en lugar del -17% de nuestros resultados finales.

## ¿Qué podría pasar en 2021?

Nuestros resultados indican que la salud financiera de las empresas, en general, 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 hay 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 un aumento sustancial de las cifras de insolvencia en 2021. En España, por ejemplo, se registraron 4100 insolvencias en 2020 [15], un 15% menos que las 4800 de 2019. Sin embargo, un número de insolvencias acorde con nuestros ratios simulados de GOP/ND estaría más cerca de los 5700.

11 Official statistics of company accounts at the aggregate level are only known with a significant lag, generally of at least 1 year.

12 There is a growing literature assessing the impact of the Covid-19 crisis using real-time simulations of corporate accounts. See OECD: "Insolvency and debt overhang following the COVID-19 outbreak: assessment of risks and policy responses" (November 2020) or Guerini et al.: "Firm liquidity and solvency under the Covid-19 lockdown in France" (OFCE Policy Brief, July 2020).

13 It is typical, for instance, for French insolvencies to be disproportionately driven by developments in the construction sector.

14 We define "hidden" insolvencies as the number of companies that are fundamentally insolvent but are yet to be declared officially bankrupt. They are calculated as the difference between "observed" insolvencies (the insolvencies we had) and "simulated" insolvencies (the insolvencies we should have experienced, according to our simulations).

15 Source: INE

La diferencia entre estas "insolvencias simuladas" y la cifra notificada nos da nuestras insolvencias "ocultas" (alrededor de 1600, equivalentes al 34% de las insolvencias de 2019). El gráfico 3 ofrece 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 manifiesten en 2021. Es habitual que los tribunales se vean desbordados por una oleada de solicitudes de insolvencia, lo que crea una congestión en el sistema de insolvencia [16]. Los resultados también sugieren que las moratorias concursales no son lo único que retrasa la oleada de insolvencias. En España, el aumento de las insolvencias en el sector turístico demuestra que el crédito bancario desempeña un papel crucial. Los datos de la encuesta sobre préstamos bancarios del Banco Central Europeo muestran que los bancos españoles están por delante de sus pares en el endurecimiento de las normas de préstamo. Por tanto, la disposición de los bancos a apoyar a las empresas de viabilidad límite será clave.

Comparando las cifras de insolvencia de 2020 con la salud estimada de las empresas, tenemos razones para esperar un proceso de "recuperación" de las insolvencias a partir de 2021, pero la velocidad de este proceso y su resultado dependerán de varios factores significativamente inciertos aún por determinar. En primer lugar, dependerá de la rapidez con la que terminen los cierres, que a su vez depende de la velocidad de las vacunas. También dependerá de la voluntad continua de apoyo estatal, ya que las preocupaciones fiscales son cada vez más importantes. Por último, está la cuestión de hasta qué punto los responsables políticos están dispuestos a dejar que las empresas quiebren, dados los costes electorales de presidir una ola de insolvencias. Con un año de elecciones en Alemania, una campaña inminente en Francia, y el sur de Europa nunca demasiado lejos de una ruptura parlamentaria, el factor político no debe ser descartado.

#### RECUADRO 1:

### Simulación del impacto del COVID-19 en la solvencia a nivel sector

#### ¿POR QUÉ MIRAR EL RATIO BENEFICIO BRUTO DE EXPLOTACIÓN/DEUDA NETA (GOP/ND)?

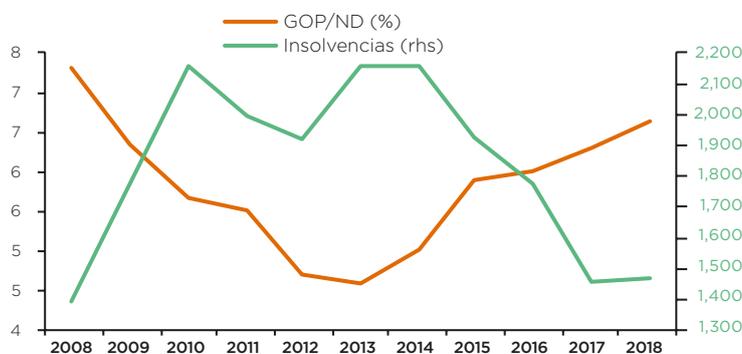
Ninguna métrica puede capturar toda la información relevante para predecir las insolvencias en 2020, pero el ratio GOP/ND (extraído de la base de datos BACH del Banco de Francia) podría ser lo más parecido. Compara la capacidad de una empresa (o, en este caso, de un sector) para generar excedentes de sus operaciones comerciales ordinarias, y la compara con su carga de deuda, neta de activos líquidos:

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

El ratio satisface 2 propiedades deseables: **Poder predictivo**: históricamente, el ratio presenta una relación negativa fiable con la evolución de las insolvencias (por ejemplo, el gráfico 4 para el sector italiano de la construcción). Por lo tanto, al simular el grado de degradación de esta métrica, podemos estimar la forma en que normalmente evolucionarían las insolvencias.

#### Gráfico 4

##### Sector de la construcción italiano 2008 - 2018



Sources: CERVED, Banque de France, Coface

**Capacidad de contabilizar las medidas gubernamentales:** la forma más sencilla de incluir, en una sola métrica, los efectos de las principales medidas gubernamentales.

- Utilizamos datos mensuales sobre la evolución de la utilización de los préstamos garantizados para aproximar cuánto ha ahorrado cada sector gracias a esta medida.
- Dado que el calendario de reembolso de los préstamos garantizados está muy sesgado hacia 2022 y más allá, los contabilizamos como un aumento de los activos líquidos, pero sin un aumento correspondiente de la deuda bruta, como sería normal. Por ello, interpretamos que tienen el efecto de una "subvención de liquidez" a corto plazo. La alternativa (registrar el aumento de la deuda bruta) equivaldría a pensar que los préstamos garantizados tienen un efecto neutro sobre la solvencia en el horizonte de simulación. A medio plazo, el aumento de la deuda debería traducirse en un mayor número de insolvencias, pero se espera que este efecto se produzca a partir de 2022 (es decir, más allá del horizonte de simulación de este documento).
- En el caso de Francia, contabilizamos la financiación del Fondo de Solidaridad como una subvención, aumentando los ingresos de explotación. Para obtener la evolución de las insolvencias que implican las simulaciones, estimamos la siguiente regresión de panel de efectos fijos logarítmicos sobre una muestra de sectores [17] (construcción, comercio minorista, industria manufacturera, turismo, servicios profesionales y administrativos, transporte) en España, Alemania, Francia e Italia durante el periodo 2008-2018 (con "i" como índice sectorial):

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

El coeficiente  $\beta_1$  resulta ser estadísticamente significativo al nivel de confianza del 99% con un valor de 0,39. Las estimaciones de las tasas de crecimiento de la insolvencia sectorial asociadas al PGO/ND simulado para el año 2020 se derivan así:

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

16 B. Becker, M. Oehmke: "Preparing for the post-pandemic rise in corporate insolvencies" (ASC Insight, European Systemic Risk Board, January 2021).

17 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.

---

#### DISCLAIMER / DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

El presente documento refleja la opinión del Departamento de Investigaciones Económicas de Coface, a partir de la fecha de su elaboración y sobre la base de la información disponible; puede ser modificado en cualquier momento. Las informaciones, los análisis y las opiniones contenidas en el presente documento han sido elaborados a partir de múltiples fuentes consideradas fiables y serias; sin embargo, Coface no garantiza la exactitud, la exhaustividad o la realidad de los datos contenidos en este documento. Las informaciones, los análisis y las opiniones se proporcionan únicamente con fines informativos y tienen por objeto completar la información de que dispone el lector. Coface publica este documento de buena fe y con base en una obligación de medios (entendida como medios comerciales razonables) en cuanto a la exactitud, integridad y realidad de los datos. Coface no se hace responsable de los daños (directos o indirectos) o pérdidas de cualquier tipo que sufra el lector como consecuencia de la utilización por parte de éste de las informaciones, análisis y opiniones. Por lo tanto, el lector es el único responsable de las decisiones y consecuencias de las decisiones que tome sobre la base de este documento. Este documento y los análisis y opiniones expresados en él son propiedad exclusiva de Coface; el lector está autorizado a consultarlos o reproducirlos sólo para uso interno, siempre que estén claramente marcados con el nombre "Coface", que este párrafo sea reproducido y que los datos no sean alterados o modificados. Se prohíbe cualquier uso, extracción, reproducción para uso público o comercial sin el consentimiento previo de Coface. Se invita al lector a consultar los avisos legales de la página web de Coface:

<https://www.coface.com/Home/General-informations/Legal-Notice>.

---

#### **COFACE SA**

1, place Costes et Bellonte  
92270 Bois-Colombes  
France

[www.coface.com](http://www.coface.com)

**coface**  
FOR TRADE