

## FOCUS



Por Marcos Carías,  
Economista para la zona euro,  
ubicado in París, Francia.

## ¿Están preparadas las empresas españolas e italianas para hacer frente al shock del COVID-19?

Según las previsiones de Coface, España e Italia están entre las economías más afectadas por el COVID-19, contrayéndose un 12,8% y un 13,6% respectivamente en 2020. Para evaluar el potencial impacto de esta contracción del PIB en los balances de las empresas, Coface ha llevado a cabo simulaciones sobre la evolución de su solvencia, basándose en datos de los bancos centrales de España e Italia, que tienen en cuenta las diferencias entre los sectores y tamaños de las empresas. Los resultados sugieren que algunas grandes empresas en los sectores automotriz y metalúrgico españoles podrían sufrir por los bajos niveles de liquidez. En ambos países, la construcción y la venta minorista se verán abrumados por el aumento de la deuda, como las pymes del sector textil en Italia. En general, observamos un mayor número de empresas vulnerables en Italia, un factor que pesará en la recuperación. Coface prevé que el PIB español e italiano debería recuperarse en 2021 un 10,2% y 8,9%, dejando a las economías un 3,9% y un 5,9% respectivamente por debajo de los niveles de 2019. Si bien el segundo trimestre debería ser el más difícil de 2020, existen razones de peso para creer que el camino hacia la recuperación será largo y arduo. A pesar de los aplazamientos del pago de impuestos o las garantías de liquidez, es probable que muchas empresas vulnerables no sobrevivan: para el período 2020-2021, Coface estima un incremento de las insolvencias corporativas del 22% en España y del 37% en Italia, respecto a los niveles de 2019. Por otra parte, muchas empresas sobrevivirán sólo a costa de un apalancamiento significativamente superior. Aún con los tipos de interés ultra bajos el aumento de la deuda resultará en una inversión deprimida persistente<sup>1</sup>. Por lo tanto, la crisis del COVID-19 podría ejercer una presión negativa perdurable sobre el potencial de crecimiento de un país, acelerando la “japonización” de la zona euro. Desde este punto de vista, debería examinarse más detenidamente la salud de los balances de las empresas españolas e italianas. El análisis de la distribución de la deuda y la liquidez en el sector empresarial del sur de Europa debería ayudar a identificar los focos de vulnerabilidad.

**TABLA 1**  
**PIB trimestral (GoQ)**  
**% variación**

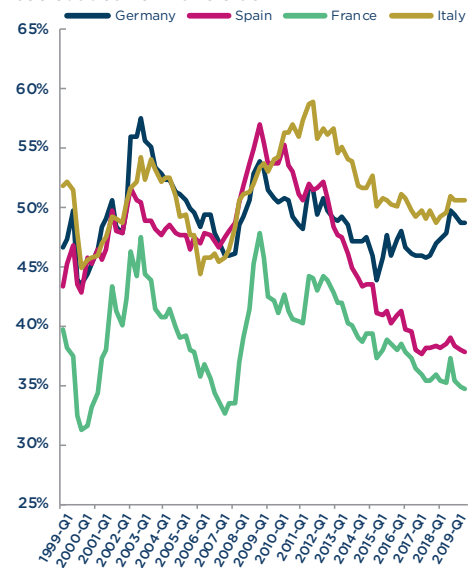
GoQ growth rate	Latest reading (Q1 2020)	Lowest previous reading
Italy GDP	-4.7%	-2.7% (Q1 2009)
Spain GDP	-5.4%	-2.2% (Q1 2009)
Spain GDP-Construction	-11%	-8.9% (Q1 2010)
Spain GDP-Manufacturing	-8.8%	-3.7% (Q1 2009)
Spain GDP-Services	-6.2%	-2.3% (Q4 2012)

## Visión global: el desapalancamiento vincula la deuda de España con su baja productividad y las pymes “zombies” de Italia son motivo de preocupación

En sus informes de estabilidad financiera de la primavera de 2020, tanto la Banca d'Italia como el Banco de España subrayan que en la actualidad, la situación financiera de las empresas es más sólida que antes de la crisis financiera mundial<sup>2,3</sup>. A primera vista, los datos agregados respaldan este argumento para España, pero son menos claros para Italia. De hecho, al comparar las principales economías de la zona euro (Gráfico 1), comprobamos que en el segundo trimestre de 2008, las empresas españolas, italianas y alemanas mostraban índices de apalancamiento de alrededor del 50%. Desde entonces, las empresas españolas han logrado desapalancarse sustancialmente, reduciendo el nivel de endeudamiento agregado al 37% en el tercer trimestre de 2019, comparable a los bajos niveles de las empresas francesas. Si bien es cierto que las empresas italianas también han mejorado su posición financiera desde el pico de 59% del cuarto trimestre de 2011, lo han hecho en menor medida. Con alrededor del 50%, el sector empresarial italiano es actualmente el más endeudado de los 4 principales, solo ligeramente por encima de Alemania, pero con una capacidad de generación de valor más débil. Es importante considerar la deuda como una promesa de creación de valor en el futuro: la deuda no es insostenible en términos absolutos, sino en relación con la trayectoria esperada de los ingresos futuros. El análisis de valor agregado anual (AVA) medio por trabajador en Italia es de 48.000 euros, un 17% inferior al de Alemania (58.000 euros)<sup>4</sup>. La disparidad se torna más preocupante cuando se tienen en cuenta las diferencias entre el tamaño de las empresas. De hecho, el segmento superior del aparato productivo italiano tiene un desempeño bastante satisfactorio: el AVA para las grandes empresas (más de 250 empleados) está a la par que el de Alemania (ambos en torno a 75.000 euros) y muy por encima del de España (58.000 euros). Sin embargo, en el segmento de pymes, la brecha con el AVA alemán es del 18% en Italia y del 29% en España. Por lo tanto, el aumento de la deuda corporativa de Italia parece más preocupante a nivel de las pymes.

Desde esta perspectiva global, el desajuste entre el apalancamiento y la generación de valor entre las pymes italianas es particularmente significativo. Otra forma de evaluar el estado de los balances es examinar la consistencia entre la estructura de vencimientos de la deuda y el comportamiento de la inversión privada: verificamos si las empresas están recibiendo préstamos de forma coherente con el uso que hacen de ellos. En una economía saludable, las empresas adquieren

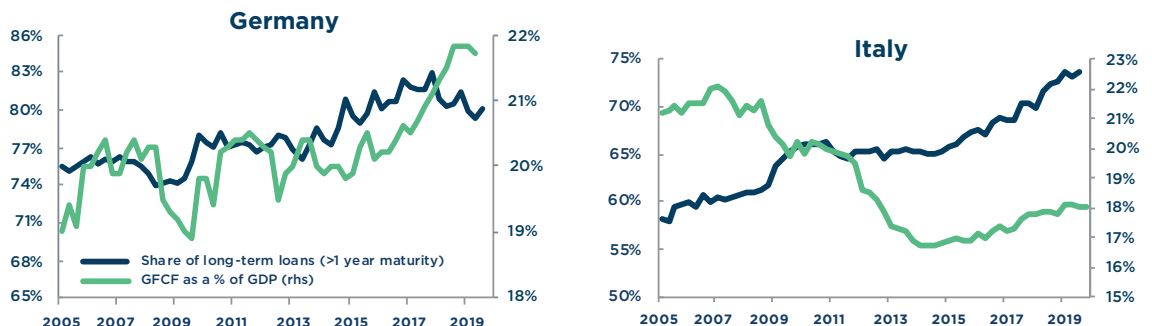
**GRÁFICO 1**  
Deuda bruta como porcentaje de los activos totales, sociedades no financieras



Source: ECB, Coface

préstamos a largo plazo para invertir en activos a largo plazo y préstamos a corto plazo para cubrir las necesidades de capital operacional. Por lo tanto, un aplazamiento de la estructura de vencimientos de los pasivos corporativos (es decir, más largo plazo, menos corto plazo) debería ser una señal de que las empresas se están preparando para expandir su capacidad productiva. Este es el comportamiento observado en Francia y Alemania (Gráfico 2), donde las empresas utilizaron los bajos tipos de interés para restablecer los niveles de inversión previos a la crisis. En el Sur, se observó la misma desviación de los pasivos hacia la deuda a largo plazo, pero sin el correspondiente aumento de la inversión, que se mantuvo estancada y muy por debajo del pico anterior a la crisis financiera. En el caso de España, una lectura benévola sugiere que esto podría ser solo un efecto secundario de un desapalancamiento más amplio: todos los tipos de deuda cayeron, sólo que la deuda a corto plazo disminuyó más rápidamente. Para Italia, sin embargo, el desapalancamiento no fue lo suficientemente fuerte como para justificar esta interpretación. Este desajuste creciente entre la inversión y la financiación sugiere una alta prevalencia de empresas zombies: una gran cantidad de empresas que utilizan fondos a largo plazo para cubrir un crecimiento débil en la actualidad, en lugar de sembrar las semillas del crecimiento futuro. Gran parte de esta deuda puede convertirse fácilmente en créditos impagados, con un impacto considerable sobre los ingresos.

**GRÁFICO 2**  
Desajuste entre inversión y financiación: perfil de vencimiento de la deuda y formación bruta de capital fijo



Source: ECB, Eurostat, Coface

2 - Banco de España, Informe de Estabilidad Financiera Primavera 2020, Gráfico 1.10, página 41  
3 - Banco de Italia, Informe de Estabilidad Financiera Primavera 2020, Gráfico 1.10, página 17  
4 - Según la base de datos de estadísticas comerciales estructurales de Eurostat

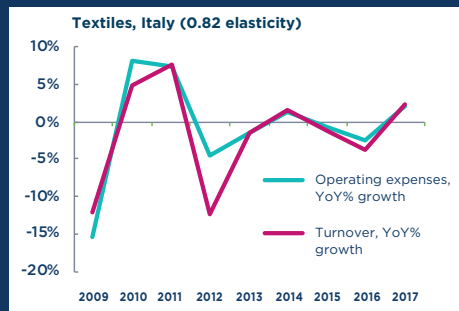
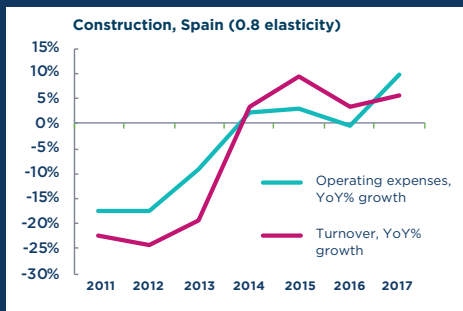
**SIMULANDO EL IMPACTO SECTORIAL DE COVID-19 SOBRE LA SOLVENCIA CORPORATIVA**

Para formular las proyecciones de la solvencia de las empresas (que se calcula como la capacidad para afrontar la deuda), es necesario considerar la magnitud de la contracción de los ingresos y la medida en que las empresas podrían ajustar sus costes. En primer lugar, utilizamos un modelo ARIMA con doble ajuste exponencial - desarrollado por Coface - para determinar la potencial contracción de los ingresos para cada sector<sup>5</sup>. En segundo lugar, hay que tener en cuenta que las empresas no pueden absorber completamente el impacto sobre los ingresos ajustando los gastos, y que la capacidad de realizar estos ajustes también difiere entre cada industria. Al estudiar una muestra de empresas en varios países, el BPI descubrió que, las empresas solo logran reducir los gastos una media del 6% por cada 10% de contracción en la facturación en un trimestre determinado (es decir, una elasticidad de costes del 0,6)<sup>6</sup>. Para examinar las diferencias sectoriales de la elasticidad de costes, se comparan las tasas de crecimiento de la cifra de negocios y los gastos operativos.

Por ejemplo, el sector de la construcción en España tiende a mostrar un comportamiento de ajuste de costes mucho más lento que el sector textil en Italia (ver gráficos a continuación). También se percibe que, a pesar de la estricta gestión de costes en la mayoría de los años, las empresas textiles italianas se enfrentaron a numerosos problemas a la hora de adaptarse al gran shock de 2012, cuando los ingresos disminuyeron un 12,47%, pero los costes operativos sólo un 4,46%.

Por lo tanto, se asignan elasticidades de costes relativamente débiles cuando los costes se contraen a un ritmo más lento que la facturación durante periodos prolongados (como la construcción en España entre 2011 y 2014) o cuando se percibe un ajuste de costes insuficiente en años particularmente

malos (sector textil en Italia en 2012). Para guiar nuestra calibración, calculamos el grado de correlación, así como la diferencia de valor absoluto entre estas dos series temporales. Utilizando la estimación del BPI como referencia, ajustándola a la frecuencia anual<sup>10</sup> y teniendo en cuenta las diferencias sectoriales, calculamos las estimaciones para el ingreso operativo bruto de 2020, que luego se utilizan como base para proyectar el ratio de cobertura de intereses ajustado en efectivo.



**Visión detallada: un análisis más detallado revela focos de riesgo en los sectores automotriz, metalúrgico y retail**

Los agregados macroeconómicos son útiles para tener una visión general de la economía, pero el conjunto no necesariamente refleja el estado de cada segmento. Para analizar esto, utilizamos datos detallados para simular el efecto potencial de la contracción de ingresos prevista en 2020 sobre la solvencia de las empresas.

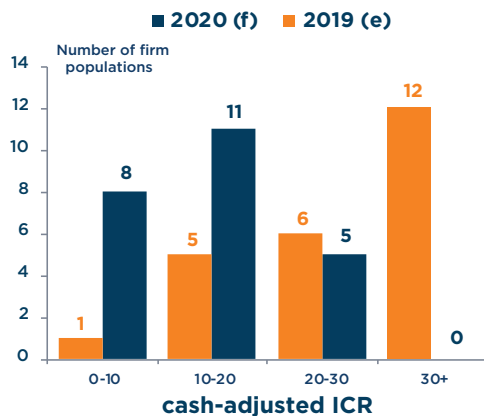
Nuestra muestra distingue a pequeñas, medianas y grandes empresas en 8 sectores<sup>5</sup>, lo que da como resultado 48 grupos de empresas (1 grupo = 1 par de categorías sector / tamaño en un país, por ejemplo, pequeñas empresas textiles italianas)<sup>6</sup>. Dada la naturaleza inusualmente abrupta de la crisis, las reservas de efectivo serán determinantes para el cumplimiento de la deuda. Coface

calcula la solvencia en base a la suma de las reservas de efectivo y a los ingresos operativos brutos proyectados como un múltiplo de los gastos de intereses: un coeficiente de cobertura de intereses (ICR) ajustado al efectivo. Los Gráficos 3 y 4 muestran la distribución proyectada de este indicador en la muestra. Se observa una degradación generalizada de la solvencia con 8 y 13 grupos de empresas que corresponden a la categoría más baja (una ICR entre 0 y 10) en España e Italia, respectivamente<sup>7</sup>.

Esta simulación está sujeta a una serie de advertencias. En primer lugar, las medidas tales como los ERTe deberían ayudar a las empresas a ajustar los gastos generales en mayor medida de lo habitual. Como tal, los resultados de nuestra simulación se entienden mejor como una aproximación al deterioro de la solvencia de la empresa, independientemente de la intervención pública. En términos más generales, los pronósticos están sujetos a la gran incertidumbre inherente a estas circunstancias extraordinarias.

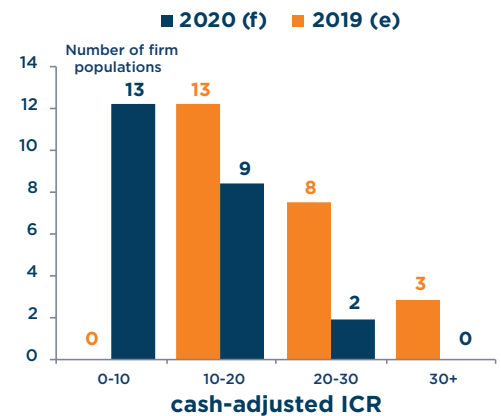
**GRÁFICO 3**  
Distribución de grupos de empresas según el ICR\*, España

Source: Banque de France, Coface  
\* Calculated as (cash and equivalents + projected gross operating income)/interest expenses.



**GRÁFICO 4**  
Distribución de grupos de empresas según el ICR, Italia

Source: Banque de France, Coface



5 Textiles, automoción, productos químicos, metales, construcción, venta minorista, transporte y hostelería. Debido a posibles irregularidades en los datos, no haremos comentarios sobre los dos últimos.

6 Categorías de tamaño de empresa: Grande: facturación > 50 M€, Mediana: 10 M€ < facturación <50 M€, Pequeña: facturación <10 M€.

7 Italia: todas las poblaciones en venta minorista y construcción, grandes y pequeñas empresas automotrices, grandes empresas metalúrgicas. España: pequeñas y medianas empresas de metales, grandes y medianas empresas de construcción y grandes productores de automóviles.

8 Véase «De un choque masivo a una recuperación diferenciada» Coface Barometer Q2 2020 (junio 2020).

9 Véase «Covid-19 & Corporate Sector Liquidity» por Banerjee et al. (Boletín del BPI, 2020).

10 Deberíamos esperar un ajuste de costes más suave en la frecuencia anual.

Dicho esto, parece que la visión popular de que las grandes empresas son menos vulnerables no se cumple en todos los casos. Por ejemplo, Los principales fabricantes de automóviles podrían estar en dificultades debido a su tradicional tendencia a mantener bajos niveles de liquidez: a finales de 2018, las reservas de efectivo como porcentaje de la facturación eran de sólo un 2,7% en Italia y un 0,5 % en España<sup>11</sup>. Como consecuencia, el shock en los ingresos ha tenido un fuerte impacto en la solvencia en este segmento (Gráfico 5). Este es un ejemplo de cómo las prácticas que optimizan la eficiencia en tiempos de normalidad (no dejar que el efectivo permanezca inactivo en las arcas de la empresa) pueden ser contraproducentes cuando se materializan los riesgos de baja probabilidad y de alto coste. Dado que esto es común entre las empresas con poder de negociación sobre sus proveedores, es un tipo de riesgo de liquidez que tiende a afectar más a las grandes empresas que a las más pequeñas. Por último, los costes del cumplimiento de la deuda se están comprimiendo considerablemente por las condiciones financieras extremadamente acomodaticias. En un entorno de tipos de interés bajos, la relación entre el endeudamiento bruto y la presión del pago de la deuda se aplanan: dos compañías con niveles de endeudamiento muy diferentes pueden tener costes de servicio de la deuda relativamente semejantes. A la inversa, si las condiciones financieras se vuelven más estrictas (por ejemplo, debido a un aumento repentino de los márgenes soberanos), la empresa que tenga la mayor carga de deuda se vería afectada de manera desproporcionada. El Gráfico 6 ilustra los índices de apalancamiento para algunos de los grupos

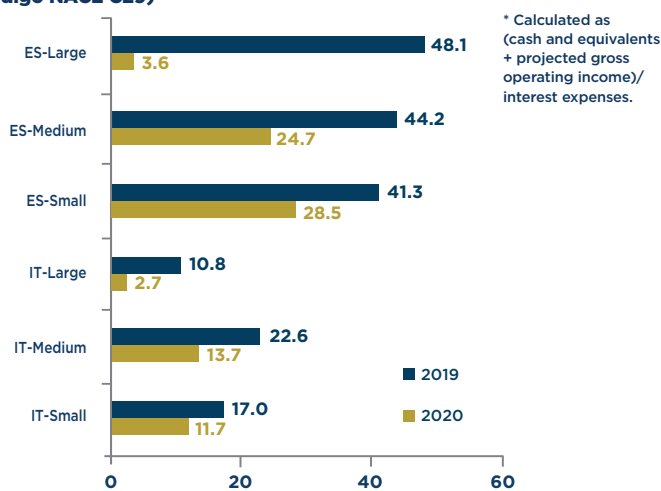
de empresas más endeudados de nuestra muestra. Los sectores de la venta minorista y la construcción, ambos con altos índices de apalancamiento y débiles ratios de cobertura de intereses, emergen como particularmente vulnerables desde esta perspectiva, así como los pequeños fabricantes textiles en Italia.

## En términos generales, las empresas italianas se encuentran en una posición más débil, pero los sectores automotriz y metalúrgico españoles también son vulnerables al riesgo de liquidez

Por regla general, se observa una mayor prevalencia de empresas potencialmente vulnerables en Italia, lo que concuerda con los datos agregados examinados anteriormente: se proyectaron 15 grupos con un ICR ajustado en efectivo por debajo de 12<sup>12</sup> en 2020, frente a 7 en España. En la mayoría de los casos, esto puede explicarse por reservas iniciales de efectivo más bajas, una rentabilidad más débil y por ajustes de los costes ligeramente más lentos. Sin embargo, algunos grupos específicos en España registran algunas de las puntuaciones más bajas de la muestra: las grandes empresas en los sectores automotriz y metalúrgico<sup>13</sup>, ambas inferiores a 5. Esto es lo que sucede cuando los sectores con poca liquidez también sufren grandes descensos en la facturación. Hasta ahora, las ventas de automóviles en España han disminuido un promedio del 80% interanual en marzo y mayo, y en el segundo trimestre se prevé una contracción de la facturación para el sector metalúrgico de aproximadamente el 60%. ¿Significa esto que estas grandes industrias corren un mayor riesgo de insolvencia? No necesariamente, ya que hay al menos dos razones que explican cómo estas empresas pueden movilizar recursos que los operadores más pequeños no pueden. En primer lugar, estas unidades son a menudo miembros de grupos internacionales más grandes, que pueden arbitrar la liquidez entre las divisiones en todo el mundo y tienen mayor facilidad de acceso a los mercados de capitales. En segundo lugar, debido a su importancia sistémica en términos de empleo, los gobiernos cuentan con fuertes incentivos para proporcionar asistencia vital a pesar de las debilidades fundamentales, como se ha demostrado en Italia con el reciente préstamo respaldado por el estado de 6.000 millones de euros a la FCA.

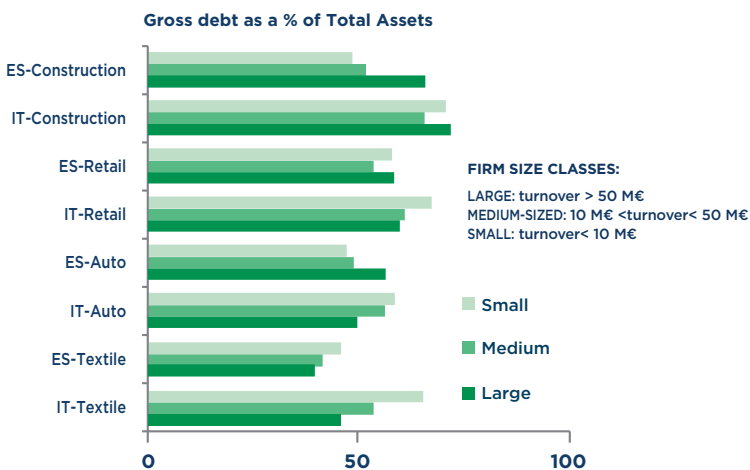
Además, los sectores de la construcción y el comercio minorista también son vulnerables, con altos niveles de endeudamiento y un ajuste de costes bastante lento en ambos países, aunque las empresas minoristas en España se benefician de una mayor reserva de efectivo. Los sectores químico y textil, que se prevé que sufran fuertes contracciones de la facturación, parecen resistentes en comparación con el resto de la muestra, ya que sólo los pequeños productores textiles italianos terminaron con un ICR inferior a 12<sup>14</sup>.

**GRÁFICO 5**  
Tasa de cobertura de intereses ajustada al efectivo\*, sector automotriz (código NACE C29)



Source: Banque de France, Coface

**GRÁFICO 6**  
Distribución de la carga de la deuda, sectores seleccionados (2018)



Source: Banque de France, Coface

- Las cifras correspondientes para empresas medianas (pequeñas) son del 7,35% (14,5%) en España y del 8,08% (11,99%) en Italia.
- El ICR estándar (ingreso operacional / gasto por intereses) generalmente se compara con un valor de 1, pero no es un indicador muy significativo en presencia de un shock muy grande y repentino en los ingresos. Como no hay un punto de referencia para la ICR ajustada en efectivo, utilizamos el valor del primer decimal de la distribución de 2019, aproximadamente igual a 12.
- El mismo patrón se repite en Italia, pero con una intensidad mucho menor: los grandes productores de metales presentan una ICR proyectada de solo 0,8 en España, frente a 6,4 en Italia.
- Además de otros sectores resilientes no incluidos en esta muestra, como los agroalimentarios y farmacéuticos.