

FOCUS



A cura di 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

Il paradosso delle insolvenze d'impresa in Europa: miracolo e miraggio

Il reale impatto della crisi Covid-19 in atto rimarrà poco chiaro fino a quando le imprese non pubblicheranno i loro report finanziari. Coface ha fatto una simulazione dello stato di salute finanziaria delle aziende calcolando un coefficiente di solvibilità settoriale (utile operativo lordo / debito netto), tenendo conto sia dello shock negativo dei ricavi che dell'effetto positivo degli aiuti governativi. Sono state quindi effettuate simulazioni su 6 settori nelle 4 maggiori economie dell'area euro¹ utilizzando dati sul fatturato, congedi, prestiti garantiti dallo Stato e, per la Francia in particolare, il Fondo di solidarietà. Inoltre è stato esaminato un campione di settori che rappresenta circa l'80% delle insolvenze totali². La granularità settoriale è un elemento chiave della nostra analisi: i settori non sono stati colpiti in egual misura dalla crisi e non hanno beneficiato tutti degli stessi aiuti pubblici. Infatti, i settori non influiscono allo stesso modo sulle insolvenze, a causa della sovra rappresentazione nei dati aggregati (anche in tempi normali).

La simulazione mostra che, malgrado l'effetto stabilizzante dei sostegni governativi, lo stato di salute finanziaria delle imprese si è notevolmente deteriorato nel 2020, cosa che normalmente porterebbe a un incremento delle insolvenze. Secondo il modello Coface, nel 2020 le insolvenze avrebbero dovuto crescere del 19% in Spagna, del 6% in Francia, del 6% in Germania e del 7% in Italia (anche dette "insolvenze simulate"). Il fatto che siano diminuite suggerisce invece che molte insolvenze sono state posticipate piuttosto che evitate: potenzialmente il 2020 ci consegna un gran numero di "insolvenze nascoste" che impiegano molto più tempo del solito a concretizzarsi. Ma quante sono?

Se si prende in considerazione il numero di insolvenze 2020 derivanti dalle simulazioni di Coface (cioè le "insolvenze simulate") e si sottraggono i dati delle insolvenze 2020 ufficialmente segnalati (cioè "insolvenze osservate"), si ottiene una stima. Le insolvenze simulate riflettono i danni di fondo che le imprese hanno subito. I dati sulle insolvenze, invece, sembrano ancora troppo bassi anche dopo aver considerato gli effetti delle misure governative. È possibile leggere la differenza tra insolvenze simulate e insolvenze osservate come un'approssimazione delle insolvenze nascoste. Pertanto, Coface stima che l'entità delle insolvenze nascoste sia intorno al 44% delle insolvenze del 2019 per la Francia (22.500), al 39% per l'Italia (4.100), al 34% per la Spagna (1.600) e al 21% per la Germania (3.950). Senza l'intervento degli stati, le insolvenze sarebbero state di grandezza superiore. Quindi, sotto questo punto di vista, il successo dei governi nel salvare le imprese rappresenta un piccolo miracolo della politica economica. Ma i dati sulle insolvenze 2020 sono, in gran parte, un miraggio.

¹ Germania, Francia, Italia e Spagna

² Costruzioni, vendite al dettaglio, manifatturiero, turismo, servizi alle imprese e trasporto

Il paradosso delle insolvenze rivisitato

I risultati del PIL nel 2020 sono stati complessivamente disastrosi, con molti paesi dell'area euro che hanno registrato la peggiore recessione dalla fine della seconda guerra mondiale. Le imprese e governi si sono preparati a una grande ondata di insolvenze. Il ricordo dell'ondata di insolvenze del 2009 era ancora vivido e le forti contrazioni del PIL hanno suggerito che questa volta sarebbe stato anche peggio (**Tabella 1**). Tuttavia, quando sono stati pubblicati i dati ufficiali sulle insolvenze, i tassi sono rivelati bassi. Quindi cosa era diverso prima e cosa è cambiato questa volta? La spiegazione logica è l'intervento pubblico.

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

INSOLVENZE NEL 2020: LA GRANDE SORPRESA

I modelli di previsione delle insolvenze generalmente analizzano la relazione negativa tra insolvenze e PIL: quando l'economia si contrae, le insolvenze aumentano. Tuttavia, nel 2020 non è stato così. Per la Germania, il modello basato sul PIL di Coface prevede un aumento del 9% delle insolvenze rispetto al 2019, mentre in realtà sono diminuite del 15% su base annua (YOY)³ 4In parte

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

Le misure nella **Tabella 2** sono le più importanti e pertanto sono oggetto del nostro esercizio di simulazione, sebbene non siano le sole messe in atto⁹. Occorre tenere presente che le "caratteristiche legali" delle procedure nazionali di insolvenza influenzano fortemente il numero di insolvenze. La percentuale

è dovuto al fatto che i governi hanno sospeso l'obbligo di dichiarazione dello stato di insolvenza⁵ (moratorie di insolvenza) per dare tempo alle misure di sostegno di avere effetto. Queste moratorie sono scadute in Italia e Francia, ma sono ancora in vigore in Spagna e Germania^{6,7}. Questa è solo una parte della risposta. Ad agosto, la Francia è tornata al suo normale quadro giuridico in termini di insolvenza, ma senza avvicinarsi a una ripresa del numero di insolvenze nella seconda metà del 2020, questo vale per l'intero paese⁸ e per tutti i settori, anche quelli più colpiti dalle restrizioni del Covid-19. Solo pochi settori in Germania e Spagna hanno registrato una crescita delle insolvenze. I settori metalmeccanico e automobilistico tedeschi, entrambi in recessione da ben prima della pandemia, hanno assistito ad un incremento delle insolvenze rispetto al 2019. In Spagna, il tasso di crescita annuale delle insolvenze è aumentato vertiginosamente nel settore turistico nel 3° e 4° trimestre a circa il 90% su base annua, portando complessivamente le insolvenze nuovamente vicino al livello del 2019.

LO STATO COME VIGILE DEL FUOCO: UNO SGUARDO PIÙ DA VICINO ALLE MISURE DEL GOVERNO

I governi hanno risposto alla pandemia con livelli record di spesa pubblica. Concentriamoci sull'impatto di tre tipi di misure: piani di congedo, prestiti garantiti e Fondo di solidarietà (SF) francese. I piani di congedo consentono alle aziende di risparmiare sui costi riducendo l'orario di lavoro. Lo stato sovvenziona una parte della busta paga, coprendo il reddito dei lavoratori e prevenendo i licenziamenti. I prestiti garantiti assicurano abbondanti finanziamenti bancari alle imprese a rischio. Il loro utilizzo varia da paese a paese, con molte aziende tedesche scoraggiate dall'onere amministrativo che comportano. Unicamente in Francia, il governo ha lanciato il Fondo di solidarietà, un regime di sovvenzioni totale le cui dimensioni (12 mld di euro nel 2020) equivalgono all'incirca alla metà dell'importo speso per il congedo.

di imprese che decide di presentare istanza di insolvenza dipende molto dal costo, dalla durata e dal potenziale costo personale per i debitori associati a questa procedura, che variano notevolmente da un paese all'altro¹⁰, nonostante una recente tendenza all'armonizzazione.

³ Al momento della redazione del presente studio, non tutte le insolvenze per il 2020 sono state pubblicate

⁴ Queste previsioni non sono esclusive di Coface. Ad esempio, una previsione della Bank for International Settlements dell'ottobre 2020 ha prodotto risultati simili. Vedi R. Banerjee, G. Cornelli e E. Zakrajšek: "The outlook for business bankruptcies", (BIS Bulletin, ottobre 2020)

⁵ Normalmente, le imprese devono presentare istanza di insolvenza dopo un paio di settimane di inadempienza dei loro creditori.

⁶ In Germania, si applicano solo alle aziende che hanno presentato domanda di sostegno statale nel periodo compreso tra novembre 2020 e marzo 2021.

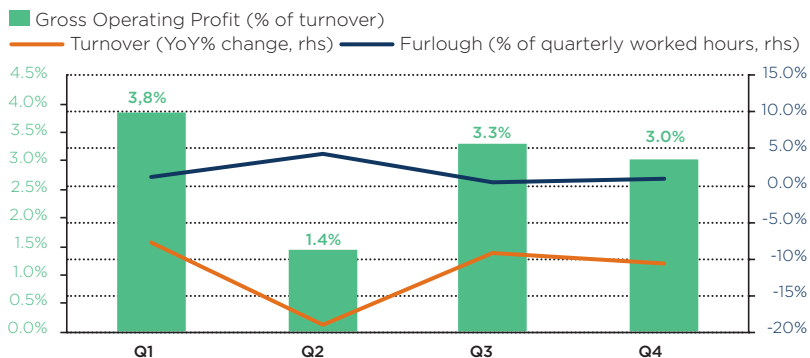
⁷ B. De Moura Fernandes: "Focus insolvenze d'impresa in Europa", (Coface Focus, giugno 2020), <https://www.coface.it/News-Pubblicazioni/Tutte-le-pubblicazioni-di-Coface-Coface/Focus-insolvenze-d-impresa-in-Europa>.

⁸ Il numero di insolvenze è crollato in tutte le regioni

⁹ Le dilazioni fiscali (che consideriamo come crediti a brevissimo termine e pertanto escludiamo dalle nostre stime di solvibilità) sono stati uno strumento popolare. Inoltre, i governi hanno introdotto soluzioni-ponte di aiuti (ad es. acquisizione di costi fissi per le PMI o sussidi per l'affitto), sussidi specifici per settori o popolazioni speciali (come il turismo o i genitori) o promesso ampi programmi di investimento.

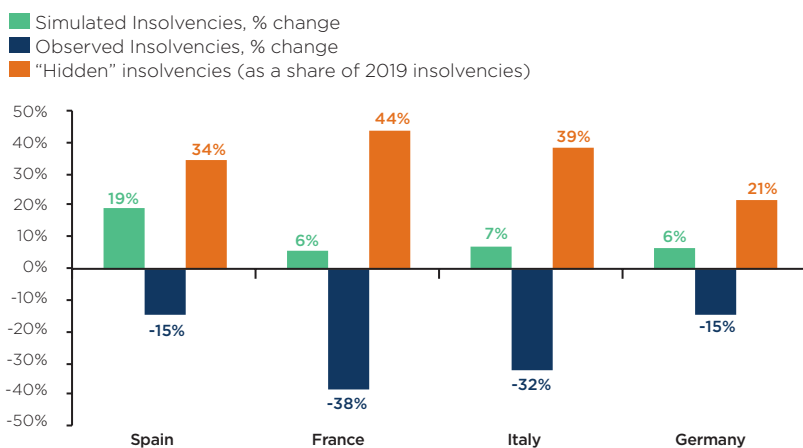
¹⁰ K. Ait-Yahia, B. De Moura Fernandes & P. Weil: "Imprese in Francia: meno insolvenze ma ancora molte imprese zombie", (Panorama Coface, marzo 2018), <https://www.coface.it/News-Pubblicazioni/Tutte-le-pubblicazioni-di-Coface-Coface/Imprese-in-Francia-meno-insolvenze-ma-ancora-molte-imprese-Zombi>

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



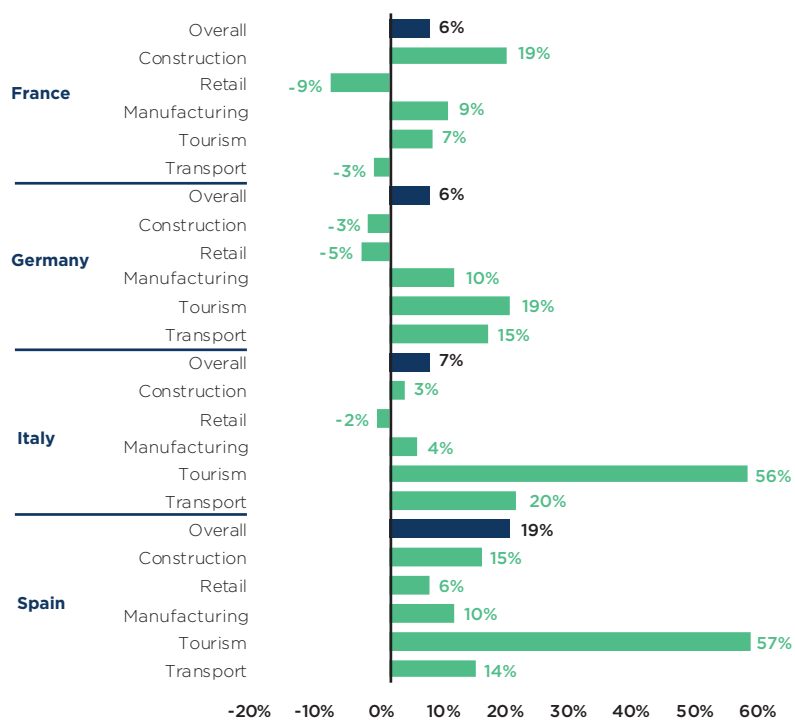
Source: Coface calculations based on data from official sources

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

Alla ricerca delle "insolvenze nascoste"

Un aumento diffuso delle insolvenze è il risultato di un deterioramento generalizzato della salute finanziaria delle imprese. Gli analisti finanziari diagnosticano le aziende utilizzando coefficienti di solvibilità, indicatori che possono dire loro se i ricavi sono sufficienti per far fronte agli impegni di debito. Questi possono essere applicati anche a livello di settore e, in particolare, il rapporto tra Margine Operativo Lordo e Indebitamento Netto (MOL / ND o "indice di solvibilità") mostra una relazione empirica affidabile con le insolvenze aggregate. La strategia di Coface è quindi quello di simulare il rapporto MOL / ND in tempo reale^{11,12}, utilizzando i dati sull'evoluzione del fatturato, l'utilizzo dei congedi e, per la Francia, il Fondo di Solidarietà (SF). Questo dà un'idea di come si sono evoluti i bilanci aziendali durante la pandemia. Per ottenere una risposta alle domande sulle insolvenze, occorre sapere quanto siano sensibili le insolvenze alle variazioni del rapporto MOL / ND. I risultati di una regressione del panel mostrano che, in media, le insolvenze aumentano dello 0,39% per ogni deterioramento dell'1% del coefficiente di solvibilità. Effettuiamo queste simulazioni su un campione di settori che rappresenta normalmente circa l'80% delle insolvenze (edilizia, vendita al dettaglio, manifatturiero, turismo, servizi professionali e trasporti). Possiamo quindi tenere conto delle performance e del livello di aiuti mirati in tutti i settori, nonché della rappresentanza strutturalmente più forte di alcuni settori nella popolazione insolvente¹³. Il riquadro 1 fornisce ulteriori dettagli sulla metodologia.

Il metodo utilizzato per la simulazione ci consente di individuare i diversi effetti alla base delle nostre previsioni. Ad esempio, nel 2° trimestre del 2020, i ricavi nel settore della vendita al dettaglio spagnolo hanno subito una contrazione del -16% su base annua (grafico 1). Senza l'adeguamento del costo del lavoro, la combinazione di calo dei ricavi e costi rimanenti avrebbe comportato una riduzione del margine operativo lordo stimata del -67% su base annua. Grazie al piano di congedi spagnolo, questo calo è stato contenuto a circa -26%. Non sorprende che il settore del turismo fortemente colpito nei nostri risultati, ma la Francia rappresenta un'eccezione. Infatti, l'impatto mirato del Fondo di solidarietà (SF) è particolarmente rilevante nei nostri risultati: senza, l'utile di esercizio nel settore delle strutture ricettive e ristorazione si sarebbe contratto secondo una stima del -109%, invece del -17% nei risultati finali.

Cosa ci attende il 2021?

I nostri risultati indicano che la salute finanziaria delle imprese, in generale, si è notevolmente deteriorata nel 2020, cosa che normalmente si tradurrebbe in un incremento delle insolvenze. Il contrasto tra i risultati della simulazione e i dati osservati suggerisce che esiste un numero significativo di insolvenze rinviate ma non evitate (**grafico 2**). Se queste insolvenze "nascoste"¹⁴ si concretizzassero nel 2021, considerando l'effetto base dei numeri insolitamente bassi nel 2020, possiamo aspettarci aumenti sostanziali dei dati sulle insolvenze nel 2021. In Spagna, ad esempio, sono state registrate 4100 insolvenze nel 2020¹⁵,

11 Le statistiche ufficiali dei bilanci delle imprese a livello aggregato sono note solo con ritardo significativo, generalmente di almeno un anno.

12 Aumento della letteratura su queste tematiche che valutano l'impatto della crisi del Covid-19 utilizzando simulazioni in tempo reale dei bilanci aziendali. Vedi OCSE: "Insolvency and debt overhang following the COVID-19 outbreak: assessment of risks and policy responses" (novembre 2020) o Guerini et al.: "Firm liquidity and solvency under the Covid-19 lockdown in France" (OFCE Policy Brief, luglio 2020).

13 Ad esempio, è consuetudine che le insolvenze francesi dipendano dagli sviluppi nel settore delle costruzioni.

14 Definiamo insolvenze "nascoste" il numero di imprese fondamentalmente insolventi ma che devono ancora essere dichiarate ufficialmente in fallimento. Vengono calcolate come la differenza tra insolvenze "osservate" (le insolvenze rilevate) e insolvenze "simulate" (le insolvenze che avremmo dovuto registrare, secondo le nostre simulazioni).

15 Fonte: INE

15% in meno rispetto ai 4800 del 2019. Tuttavia, un numero di insolvenze in linea con i nostri rapporti GOP / ND simulati dovrebbe essere più vicino a 5700. La differenza tra le "insolvenze simulate" e il dato osservato fornisce il numero di insolvenze "nascoste" (circa 1600, pari al 34% delle insolvenze del 2019). Il **grafico 3** fornisce una ripartizione settoriale delle insolvenze simulate

È impossibile prevedere che tutte (o anche la maggior parte) le insolvenze nascoste del 2020 si manifesteranno nel 2021. I risultati suggeriscono anche che le moratorie sulle insolvenze non sono l'unico fattore a causare il rinvio dell'ondata di insolvenze. In Spagna, le crescenti insolvenze nel settore del turismo mostrano che il credito bancario gioca un ruolo fondamentale. I dati dell'indagine sui prestiti bancari della Banca Centrale europea evidenziano che le banche spagnole sono in vantaggio rispetto ai loro pari nell'inasprimento degli standard di prestito. La disponibilità delle banche a sostenere le imprese con redditività incerta sarà quindi cruciale.

Confrontando i dati sulle insolvenze del 2020 con lo stato di salute stimato delle aziende, si prevede un flusso di "ripresa" delle insolvenze a partire dal 2021, ma la velocità di tale processo e il risultato dipenderanno da diversi fattori ancora fortemente incerti. In primo luogo, dipenderà dalla rapidità con cui terminano i lockdown, che a loro volta dipendono dalla velocità delle vaccinazioni. Conterà anche la volontà di prosecuzione dei sostegni statali, man mano che le preoccupazioni fiscali diventeranno più importanti. Infine, per proseguire con la questione di quanto i politici siano disposti a lasciare che le aziende falliscano, visti i costi elettorali di sopportare un'ondata di insolvenze. Con le elezioni in Germania, una campagna elettorale incombente in Francia e nell'Europa meridionale non troppo lontane da un fallimento parlamentare, il fattore politico non dovrebbe essere ignorato.

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

RIQUADRO 1:

Simulazione dell'impatto del COVID-19 sulla solvibilità a livello settoriale

PERCHÉ ESAMINARE IL RAPPORTO UTILE OPERATIVO LORDO / DEBITO NETTO (MOL / ND)?

Nessun singolo indicatore può contenere tutte le informazioni necessarie a prevedere le insolvenze nel 2020, ma il rapporto GOP / ND (estratto dal database Banque de France BACH) potrebbe fornire un dato il più vicino possibile. Mette a confronto la capacità di un'azienda (o, in questo caso, di un settore) di generare surplus dalle sue normali operazioni commerciali e la confronta con il carico di debito, al netto della liquidità:

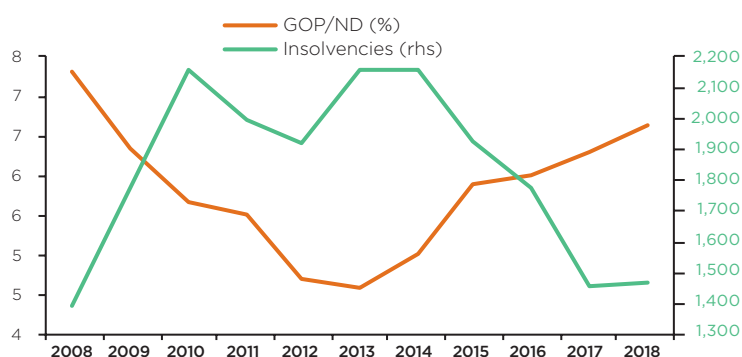
$$\frac{GOP}{ND} = \frac{Net\ Turnover + Subsidies - Staff\ Costs - Other\ Costs}{(Gross\ Debt - Liquid\ Assets)}$$

Il rapporto soddisfa 2 condizioni:

capacità predittiva: storicamente, il rapporto presenta una relazione negativa affidabile con l'evoluzione delle insolvenze (es. grafico 4 per il settore delle costruzioni italiano). Pertanto, simulando il livello di deterioramento in questo parametro, possiamo stimare il modo in cui si evolverebbero normalmente le insolvenze.

CHART 4

Italian construction sector 2008 - 2018



Sources: CERVED, Banque de France, Coface

Capacità di tenere conto delle misure governative: il modo più semplice per includere, in un unico parametro, gli effetti delle principali misure governative.

- Utilizziamo i dati mensili sull'evoluzione nel ricorso ai congedi per approssimare quanto ogni settore ha risparmiato grazie a questa misura.
- Considerando che il programma di rimborso dei prestiti garantiti è fortemente sbilanciato al 2022 ed oltre, li consideriamo come liquidità crescenti, ma senza un corrispondente aumento del debito lordo, come sarebbe normale. In quanto tali, li interpretiamo come aventi l'effetto di una «concessione di liquidità» nel breve periodo. L'alternativa (registrare l'incremento del debito lordo) consisterebbe nel pensare che i prestiti garantiti abbiano un effetto neutro sulla solvibilità nell'orizzonte di simulazione. Nel medio termine, l'aumento del debito dovrebbe tradursi in aumento delle insolvenze, ma si prevede che questo effetto si attiverà nel 2022 o successivamente (ovvero oltre l'orizzonte di simulazione di questo studio).
- Per la Francia, abbiamo considerato il finanziamento del Fondo di solidarietà come una sovvenzione, aumentando il reddito operativo.

Per ricavare l'evoluzione delle insolvenze implicita nelle simulazioni, stimiamo la seguente regressione del pannello a effetti fissi log-log su un campione di settori¹⁶ (edilizia, vendita al dettaglio, manifatturiero, turismo, servizi professionali e amministrativi, trasporti) in Spagna, Germania, Francia e Italia nel periodo 2008-2018 (con "i" come indice di settore):

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

Il coefficiente β_1 risulta essere statisticamente significativo al livello di fiducia del 99% con un valore di 0,39. Le stime dei tassi di crescita dell'insolvenza settoriale associati al MOL / ND simulato per il 2020 sono quindi ricavate come:

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

¹⁶ Passare da un modello basato sul PIL a un modello con scomposizione settoriale aggiunge un prezioso livello di granularità, poiché l'aggregato nasconde prestazioni divergenti. Inoltre, alcuni settori tendono ad essere rappresentati più di altri nel pool delle insolvenze complessive, anche in anni in cui hanno una buona performance. Tuttavia, anche la scomposizione settoriale trascurava importanti distinzioni all'interno dei settori. Ciò è rilevante per settori come la vendita al dettaglio e i trasporti, dove le prestazioni sono state diseguali tra i sotto-segmenti. Sfortunatamente, i dati per le misure governative non erano disponibili a un livello più granulare.