

Dünya Çapında İflaslar

# Ekonomik Görünüm No. 1235-1236 Yaz 2017

[www.eulerhermes.com.tr](http://www.eulerhermes.com.tr)

## Yüksek Bahisli Oyun Ödeme Davranışı, Nakit Yığınları ve Başlıca İflaslar

Ekonomik Araştırmalar



**EULER HERMES**  
Our knowledge serving your success

A company of **Allianz** 

# İçindekiler

Economic Research  
Euler Hermes Group

## Ekonomik Görünüm No. 1235-1236

Dünya Çapında İflaslar

### 3 EDİTORYAL

#### 4 ALACAK VADELERİ

Görünmez kasa kim?

5 Dünya çapında her 4 şirketten biri ödeme alabilmek için en az 88 gün beklemek zorunda

6 Batı Avrupa: Akdeniz ülkelerinin ödeme davranışlarında belirgin bir iyileşme

7 Çin, Türkiye, Suudi Arabistan: Vadelerde uzama devam ediyor

8 Bazı riskler olsa da ABD'de genel olarak istikrar sağlandı

9 Havacılık sektörü baskı altında

#### 10 BİLANÇOLARDA NAKİT FAZLASI

Bahislerinizi yapınız

11 Bilançolardaki nakit 7 trilyon dolarlık yeni bir rekor kırdı

12 Küresel nakdin %30'u ABD'li şirketlere ait

12 Çin'de nakit birikimi 2010 yılına göre ikiye katlandı

12 Batı Avrupa'da nakit birikimi %2,4 arttı

13 Teknoloji sektörü: Yığının tepesinde

### 14 İFLASLAR

Oyun kurucu olarak masa da bazen kaybeder

15 2018'de iflaslar %1 artacak

16 2017 yılı ilk çeyreğinde büyük iflaslar %68 arttı

17 Büyük iflasların toplam maliyeti ABD'de 8,7 milyar ve Avrupa'da 3,8 milyar dolar

18 Hizmetler ve Perakende: Uyarı işaretleri var

## EDITORIAL

© Image dice. image courtesy of pixabay.com under CC0

## İfadesiz yüz\*

LUDOVIC SUBRAN

Bir zamanla hoş olmayan keyifsiz mesajların olduğu bir makaleyi okunabilir hale getirmek için makalenin ilgi çekici konularla renklendirilmesi gerektiğini duymuştum: Kumar ise bu ilgi çekici konuların başında geliyor. Ekonomik görünüm raporunu renklendirmek üzere bu raporda kumar metaforundan destek alıyoruz. Haberler çok iyi değil; Ekonomik ivmenin artması beraberinde bazı olumsuz sürprizleri de getirdi. Cirolar artıyor ama girdi maliyetleri de beraberinde artış getiriyor... Şirketler için gelirlerin giderlerden hızlı büyümesinin etkileri önemli hale gelecek. Krediler hâlen ucuz ama özel sektörü likidite bolluğundan yavaş yavaş koparmanın vakti geldi. Ve tabii ki sıra siyasi riske geldiğinde tüm bahisler kapalı görünüyor...

Ödeme davranışlarından nakit yığınlarına ve başlıca iflaslara bakıldığında şirketlerin bu yıl para kazanmak için biraz kumar oynaması gerekecek. Yine de konu ödeme riskleri olduğunda hiçbir zaman zarları ikinci kez atmamalısınız.

Öncelikle, ödeme davranışları zorlu olmaya devam ediyor. Küresel çapta her 4 şirketten biri ödemelerini 88 gün sonra alıyor. Örneğin Çin'de alacak vadesi (AV) 2016 yılında 89 günle son dokuz yılın zirvesine ulaştı. Ana sanayi sektörleri (Havacılık, Makine, Kimya, İnşaat veya Bilgi ve İletişim Teknolojileri) toparlanma riskiyle yüzleşiyor. Ufukta beliren büyümeye ayak uydurmak üzere tüm varlıklarını riske atıp toparlanma masasında yer alabilmek için işletme sermayelerinin finansmanını tehlikeye atıyorlar.

İkinci olarak, finans sektörü dışındaki şirketler hâlen bilançolarında 7 trilyon dolarlık nakit üzerinde oturuyor. Bu ihtiyati tasarruf yığını ya iyi (çünkü yatırım için de bir o kadar kaynak demek) ya da kötü habere işaret ediyor (getirisi olan pek de bir yatırım yok anlamına geliyor). En büyük nakit yığını şu anda Asyalı şirketlere ait ve konu zorlanımlı istifleme (compulsive hoarding) olduğunda teknoloji şirketleri artık petrol, gaz ve otomotiv şirketlerinin önüne geçmiş durumda. Sıra hissedarların parasını yatırıma yönlendirmeye geldiğinde kimse gözü kara davranma riskini alamıyor.

Son olarak, önümüzdeki iki yıl içinde iflas sayılarının dengeye gelmesi beklense de, 50 milyon Euro'dan fazla cirosu olan şirketler için başlıca iflaslar yüzde 68 oranında seyrediyor. İflasların maliyeti de yüzde 34 artarak kümülatif olarak 19 milyar Euro'nun ortadan kaybolmasına neden oldu. Ülkeler bazında değerlendirildiğinde ABD ilk çeyrekte en büyük 20 iflastan 8'ine ev sahipliği yaparak başı çekti. Sektörler bazında ise hizmetler ve perakende dijitalleşme nedeniyle kaybedenlere oynayarak en fazla darbeyi aldı. Her şirket bir 'As Kart'ına sahip olmaması nedeniyle özellikle Avrupa'daki büyüme ivmesinden en iyi şekilde faydalanabilmek için hepsi bahislerini korumaya almak zorunda kaldı. Şirket liderleri kartlarını açarken ifadesiz bir yüze (poker face) sahip olmalı çünkü kimse Rus ruleti oynandığını bilmek istemiyor.

\*Poker Face

ALACAK  
VADESİ (AV)

# Görünmez kasa Kim?

MARC LIVINEC, JULIEN AYME-DOLLA

- 2017 yılında alacak vadelerinin (AV) dünya genelinde ortalama 64 günde dengeleneceğini bekliyoruz.
- 2016 yılında her dört şirketten birinin alacak vadesi 88 gündü. Bu, 2 gün daha uzun olan 2015'e göre hafif bir iyileşme demek.
- Alacak vadesinin 89 günle son dokuz yılın en yüksek seviyesine çıktığı Çin'de durum takip edilmeli.
- Batı Avrupa'da ortalama bekleme süresi düşük hızda da olsa (+1 gün) artmaya devam etti. Bölgesel ortalamanın üzerinde AV'ye sahip Akdeniz ülkelerinde vade süresi iyileşti. Böylece en iyi ve en kötü performans gösterenler arasındaki fark azalıyor.
- Küresel olarak bakıldığında Makine, Kimya, İnşaat veya Bilgi ve İletişim Teknolojileri gibi sanayi sektörleri küresel ortalamanın üzerinde AV seviyeleriyle çalışıyor; ancak, metal sektörü 56 günlük bir AV kaydetti.
- Perakende satışları olan Gıda, Ulaşım veya Hane halkı tüketim malları gibi sektörler tipik olarak dünya geneli ortalaması olan 64 günden daha iyi vadelere sahip.
- Havacılık sektörünün çılgın faaliyet seviyesi AV ve işletme sermayesi gereksiniminin (İSG) 2012'den beri artmasına neden oldu (sırasıyla +8 ve +16 gün).





© las vegas. image courtesy of pixabay.com under CC0

## 64 gün

Dünya çapındaki  
Alacak Vadesi  
ortalaması

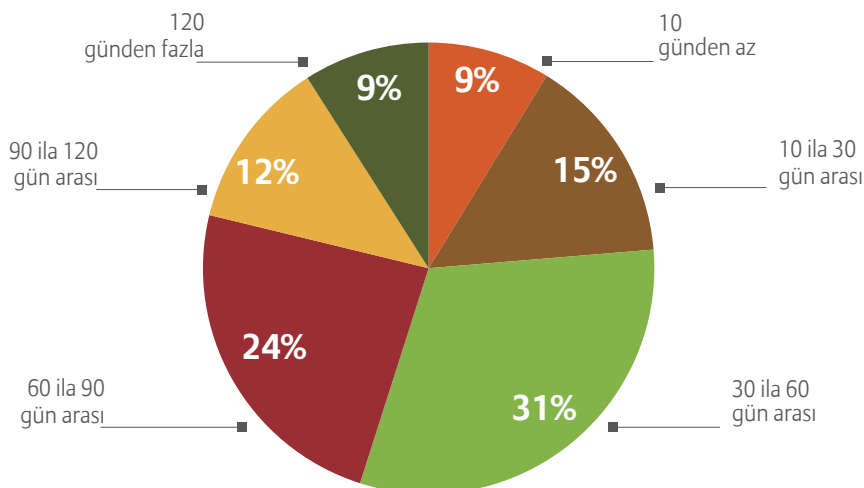
### Dünya çapında her dört şirketten biri alacakları için en az 88 gün beklemek zorunda

Dünya çapında 27 bin şirketten oluşan Bloomberg panelimize göre 2010 yılından beri küresel ortalama AV 64 gün civarında değişiyor. 2016 yılında bu şirketlerin yüzde 25'i alacaklarını tahsil etmek için 88 gün beklemek zorunda kalırken diğer yüzde 25'i ise 31 günde

ödemelerini alabildi. Şirketlerin yarısı bir ila üç ay arasında alacaklarını tahsil edebildi. Neyse ki en kötü yüzde 25'in 88 günlük vadesinde bir önceki seneye göre 2 gün iyileşme vardı. Yine de alacak vadeleri ülkeler ve sektörler arasında ciddi farklılık gösteriyor. Küresel ortalama AV 2016 yılı sonu itibarıyla 64 günken ülkeleri vade bakımından 4 ana sınıfa ayırmak mümkün;

- ▶ Türkiye, İtalya, Yunanistan ve Çin şirketlerin en uzun AV'ye sahip olduğu ülkeler (2016 yılı için sırasıyla 80, 85, 88 ve 89 gün).
- ▶ Ortalamadan fazla AV'ye sahip altı ülke; Hindistan, Suudi Arabistan (her ikisi de 67 gün), Portekiz, Japonya (her ikisi de 69 gün), Fransa (73 gün) ve İspanya (75 gün).
- ▶ Ortalamaya göre 10 gün aralığında daha iyi vadeye sahip olan 6 ülke; İngiltere (53 gün), Almanya (53), Kanada (54), Norveç (56), Rusya (58) ve Brezilya (61).
- ▶ En kısa AV'ye sahip 7 ülke; Yeni Zelanda (42 gün), Avusturya (44), Hollanda (46), Danimarka (48), ABD (49), İsviçre (49) ve Avustralya (50).

**Tablo 1**  
2016 yılında şirketler ödemelerini alabilmek için ne kadar bekledi?



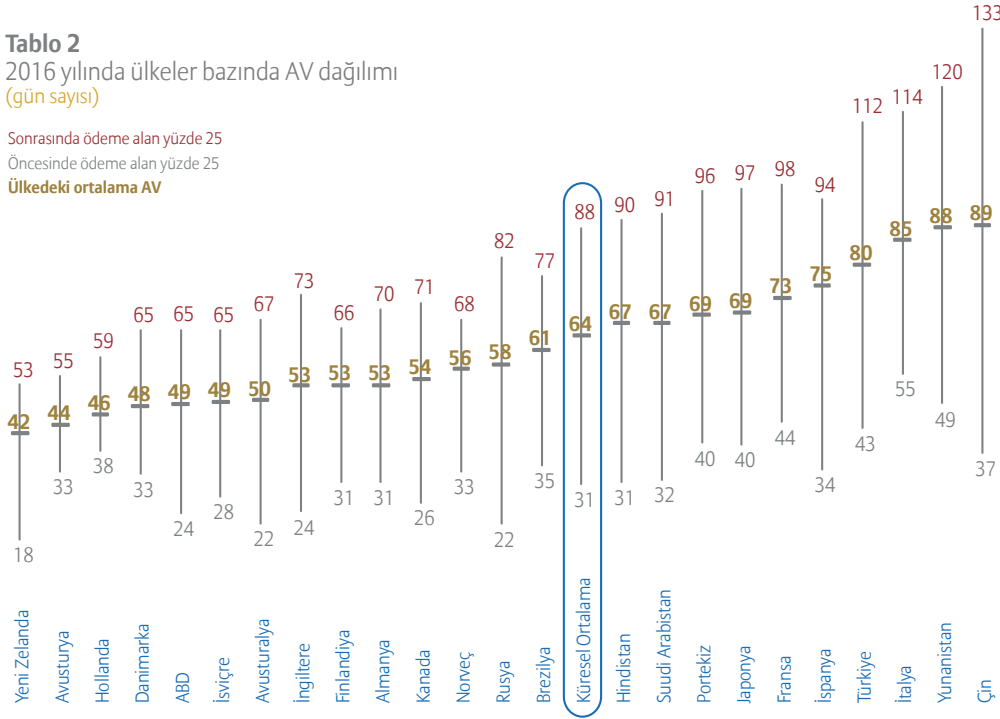
Kaynaklar: Euler Hermes, Bloomberg

**Tablo 2**  
2016 yılında ülkeler bazında AV dağılımı  
(gün sayısı)

Sonrasında ödeme alan yüzde 25

Öncesinde ödeme alan yüzde 25

Ülkedeki ortalama AV



# 88 gün

Elektronik sektörü dünya çapında en yüksek AV'ye sahip sektör

Kaynaklar: Euler Hermes, Bloomberg

► Müşteri ödemelerinin vadeleri için hangi iş ve bu işin faaliyetlerinin ne kadarının B2B veya B2C odaklı olduğuna bağlıdır – özellikle de Metal sektöründe. Elektronik, Sermaye malları (makineler) ve inşaat sırasıyla 88, 87 ve 82 günle şirketlerin ödeme almak için en uzun süre beklediği sektörler. Son kullanıcıyla yoğun ilişkisi olsa da ilaç sektörü de 80 günlük AV ve 104 günlük İSG'yle uzun vadelere sahip sektörlerden. Ancak, bu sektördeki ana oyuncuların hepsinin ciddi nakit rezervleri olduğundan bu çok uzun ödeme vadelerine dayanabiliyorlar.

Sıralamanın diğer ucunda son kullanıcıyla muhatap olan ve ortalama 60 günlük AV'nin keyfini süren sektörler var. Bunların başında 2016 yılında 46 günlük AV'ye sahip (tarımsal) gıda endüstrisi geliyor. Hane halkı tüketim malları sektörü de güçlü hane halkı tüketiminin desteğini alan sektörlerden. Metal endüstrisi de son tüketiciye hitap etmediği halde 2016 yılında 56 günlük AV'siyle listenin üst sıralarında yer alıyor. Sektörün İSG'si de 91 gün ama bunların bir bedeli var. Metal sektörü Havacılıktan sonra müşterileri adına en uzun süre stok tutan sektörlerden. İki sektörün geçen seneki stok eritme ortalaması sırasıyla 80 ve 106 gündü.

## Batı Avrupa: Akdeniz ülkelerinin ödeme davranışlarında belirgin bir iyileşme var

Batı Avrupa'da 2015 yılında 60 gün olan AV 2016'da 61 güne çıktı. Bu da Avrupa endüstrilerine reel ekonomik büyümenin geri geldiğinin işareti olabilir. Ayrıca, Akdeniz ülkelerinden bazılarında AV bakımından önemli iyileşme kaydedildi. 2015 yılına göre İtalya ve Yunanistan'da -25yp (yüzde puan), İspanya ve Portekiz'de -15yp (yüzde puan).

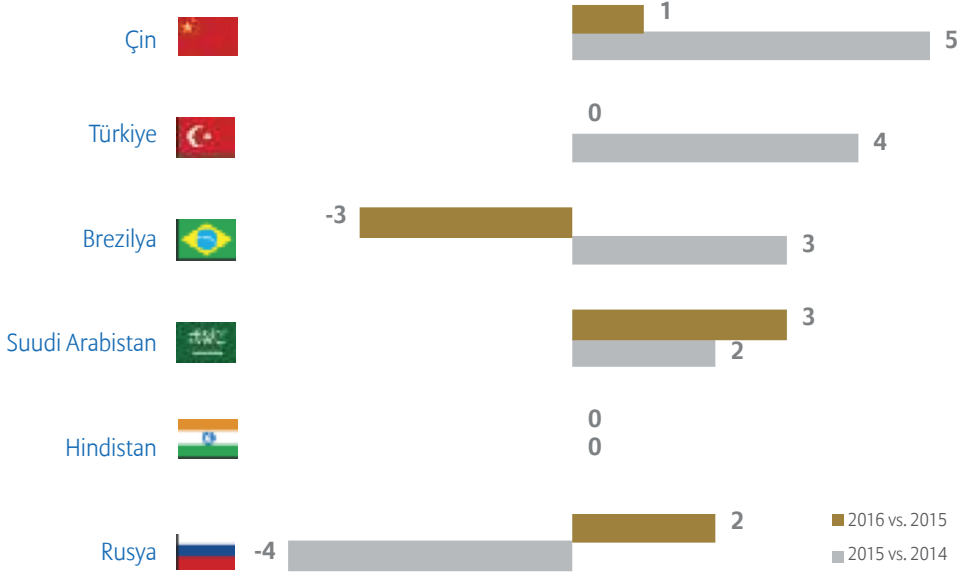
AV seviyeleri değerlendirildiğinde Batı Avrupa ülkelerini istikrarlı performansları doğrultusunda 3 gruba ayırmak mümkün;

Olumlu uçta yer alan İskandinav ülkeleri (Danimarka, Norveç, İngiltere, İsveç) ve Almanca konuşulan ülkeler (Avusturya, Almanya, İsviçre). Bu ülke grubunun AV'si her zaman küresel AV ortalamasından çok daha iyi (Norveç ve İsviçre'de 2015'e göre hafif kötüleşme olmuş olsa da).

İkinci grup Portekiz, Belçika, Fransa ve İspanya'dan oluşuyor. Bunlar küresel ortalamaya göre ortalama 10 gün daha iyi vadeye sahip olan ülkeler. Bunlar arasında endişe yaratan tek ülke AV'si 7 gün İSG'si de 11 gün uzayan İspanya. Bu ya İspanya genelinde reel ekonomik büyüme de bir artış ya da yurtiçi ödeme disiplini de bir bozulma anlamına geliyor.



**Tablo 3**  
Başlıca gelişmekte olan ülkelerde son 2 yıldaki AV değişimi



Kaynaklar: Euler Hermes, Bloomberg

Üçüncü grubu ise 2016 yılında ortalama AV'si yine 85 gün civarında kalan İtalya ve Yunanistan oluşturuyor. Ancak, Yunanistan'ın AV'si 2012 yılına göre 16 gün uzamış durumda.

Genel olarak bakıldığında son iki yıldır üç grubun ortalama AV'lerinin birbirine yaklaştığı görülüyor. Bu da olumlu bir gelişme.

## Çin, Türkiye, Suudi Arabistan: Vadelerde uzama devam ediyor

2016 yılında başlıca gelişmekte olan ülkelerde (Brezilya dışında) AV süreleri pek de kısalma benzemiyor (Grafik 4). Bu da gelişmekte olan ülkelerde şirketlerin ödeme vadelerinin kalitesini kontrol etme konusunda daha fazla çaba göstermeleri gerektiği anlamına geliyor. Neyse ki henüz bu durum hiçbirinin İSG'sini olumsuz etkilemedi. Bu da şirketlerin AV'lerini tedarikçilerine yansıtabildiği veya stok seviyelerini daha iyi yönetebildikleri anlamına geliyor. 2016 yılında Suudi Arabistan'da AV 3 gün artarak 67 güne çıkarken SV (stok vadesi) 5 gün artışla 71 güne çıktı. İSG ise 6 gün azaldı. Burada problem İSG'nin petrol fiyatlarındaki dalgalanmasından kaynaklanmaması. Öyle olsaydı söz konusu dönem içinde yeniden artardı. Bu nedenle AV ve İSG değişimlerinin yönetim ve ekonomik problemlerden kaynaklandığı söylenebilir.

2016 yılında Çin'in AV'sinde 1 gün artış olmuş olsa da İSG 96 günde kalmaya devam etti çünkü ülke stok vadesini 2 gün düşürmeyi başardı. Ancak halen üç Çin'li şirketten biri alacaklarını 4 ay sonra tahsil edebiliyor. Beş yıl önce bu durum her dört şirketten birinden az seviyedeydi. Çin'de bu oranların değişken olmaya devam etmesi AV veya İSG'nin aniden düşmesini de pek anlamlı kılmıyor. Çin'de özel sermayeli şirketler kamuya ait şirketlerden doğacak tersliklere karşı domino etkisi nedeniyle yüksek risk altında.

Hindistan'da ise AV ve İSG oranları son iki yıldır sırasıyla sağlam sayılacak 67 ve 71 gün ortalamalarında dengeye gelmiş görünüyor.

Rusya'da ise 2016 yılında AV 2 gün uzamış durumda ve bu da iş ortamının iyileşmesinden dolayı Rus şirketlerinin alacaklıları için şartları biraz daha gevşetmiş olmasından kaynaklanıyor olabilir. Zira, endüstriyel faaliyetlerin yeniden artmaya başlamasıyla Rusya'da İSG de 2 gün artarak 83 güne çıktı.



© slot machines. image courtesy of pexels.com under CC0

## Bazı riskler olsa da ABD'de genel olarak istikrar sağlandı

Son 3 yıldır ABD şirketlerinin ortalama vadeleri 50 gün civarında belirgin şekilde dengeye geldi. Ancak, bu istikrar sektörler arasındaki bazı farklılık ve ayrılıkları maskeliyor (Grafik 4).

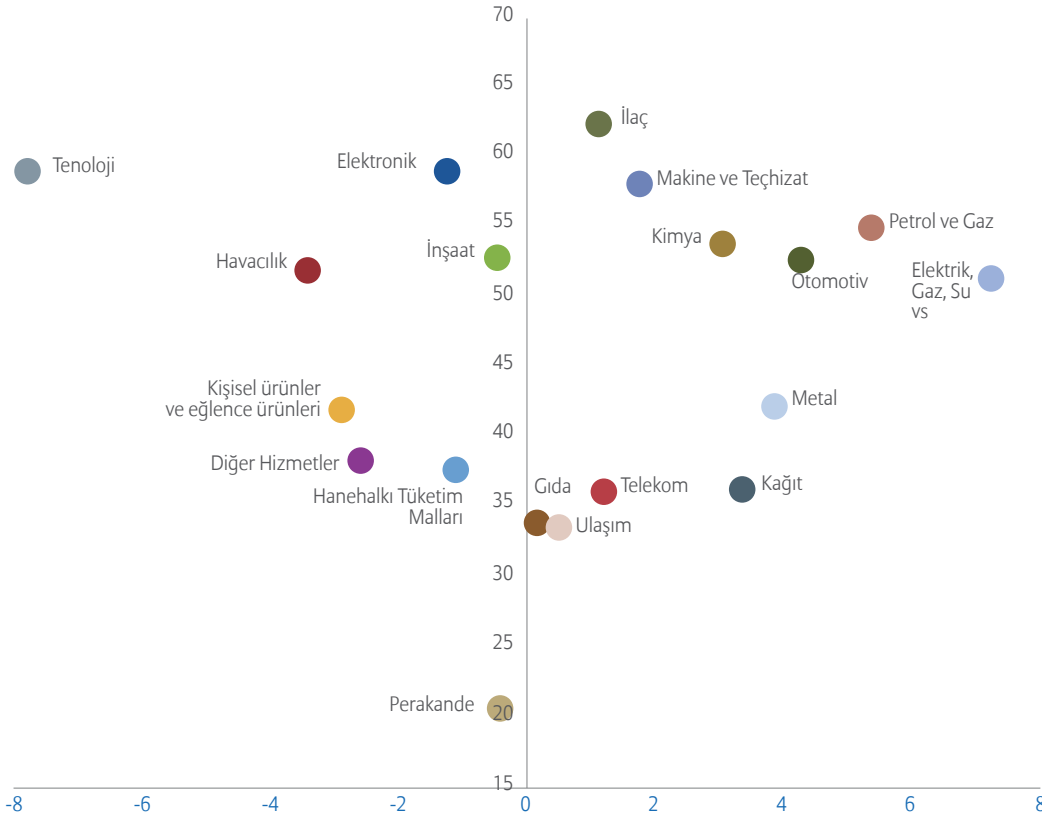
Grafiğin sağ tarafı ödeme vadelerinde daha fazla esneklik nedeniyle AV seviyeleri artmış olan ve daha az risk taşıdığı düşünülen ABD sektörlerini gösteriyor. Kimya sektörü (ilaç da dahil); üretim sürecinin kaynağına yakın sektörlerde daha fazla yatırımdan ve İnşaat ve Otomotiv gibi ana alıcılarının iyi performansından olumlu etkilenmiş durumda. 2015 yılında alacak vadesi 4 gün düşen Metal ve Enerji sektörleri ise 2016 yılında iyileşen görünüm ve buna bağlı olarak müşterilerine daha esnek ödeme vadeleri sunabilmeleri sayesinde vadelerini sırasıyla 4 ve 6 gün arttırmış durumda.

Grafiğin sol tarafı ABD'de AV azalan sektörleri gösteriyor. Yani, ya tüketiciler daha iyi yönetilmiş ya da ürün verdikleri son noktalar ekonomik zorluklarla karşılaşmış. Teknoloji, Elektronik ve Telekom bunlara örnekler. Hepsi için AV süresi 2016 yılında yaklaşık 8 gün kısalmış durumda. Listedeki ABD şirketleri karlılıklarını koruyabilmek için ödeme şartlarını sıkılaştırmışa benziyor. Yılın kalanında sağlam nakit rezervlerini korurken ABD şirketleri cüzdanelerini hafif aralayabilir.

**Tablo 4**

2016 yılında ABD'de sektör bazında AV

(x eksenini 2015 yılına göre değişimi, y eksenini seviyeyi gösteriyor)



Kaynaklar: Euler Hermes, Bloomberg

# 64 gün

ile ilaç sektörü ABD'de 2016 yılında en yüksek AV'ye sahipti





© cards. image courtesy of pixabay.com under CC0

## Havacılık baskı altında

Küresel olarak bakıldığında 2012 yılından beri İSG 4 gün yükselen altı sektör var. Kimya için İSG 91 güne ulaştı (2012-2016 arası +7 gün), ilaç için 104 (+6 gün), Otomotiv için 82 (+4), Hane halkı teçhizatları için 100 (+4), İnşaat için 84 (+4) ve Havacılık için 136 gün (+16).

ABD'de ilaç üreticilerinin fiyatları belirlemesine izin verilmesi sektörün kârlılığında artış eğilimi yarattı. İnovasyonda ciddi artışla yeni ilaçların piyasaya sürülmesi de bu eğilimi perçinledi. Bu durum İSG'yi yukarı doğru itse de ilaç üreticileri sağlıklı ciro ve kar elde etmeye devam ettiği sürece yönetilebilir.

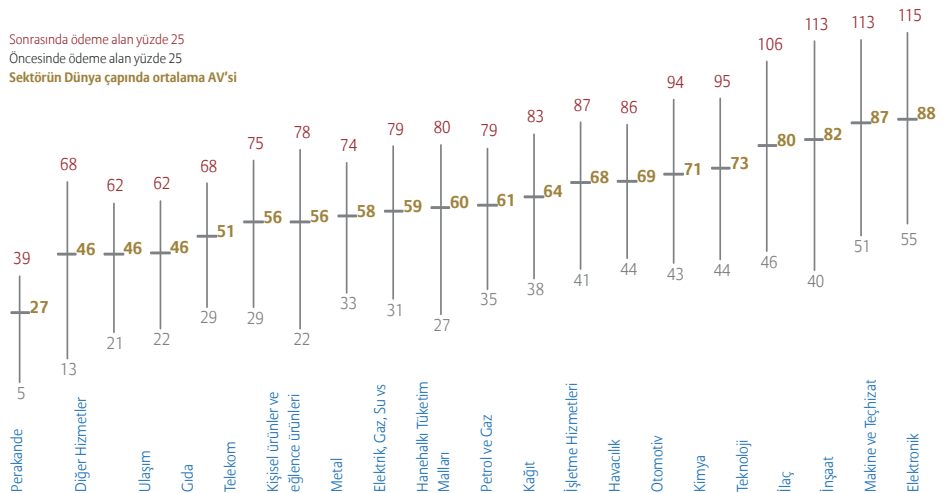
Kimya sektörü dünya genelinde son on yılın başından beri faaliyet ve karlılıkta belirgin bir artış yaşadı. Bu artan İSG'yi açıklayabilir.

Otomotiv sektörü canlı satışların keyfini sürdürdü. Yine de giderek daha fazla inovatif bileşenin araçlara entegre olması piyasanın hala değişim halinde olduğunu gösteriyor.

Havacılık sektörü daha yakın bir ilgi gerektiriyor. Sektördeki canlı faaliyetler 2012 yılından beri AV ve İSG'nin sırasıyla 8 ve 16 gün artmasını sağladı. Artan ürün tedarik hızını korumak zorlayıcı olacak. ■

**Tablo 5**  
2016 yılında sektörler bazında AV dağılımı (gün)

Sonrasında ödeme alan yüzde 25  
Öncesinde ödeme alan yüzde 25  
Sektörün Dünya çapında ortalama AV'si



Kaynaklar: Euler Hermes, Bloomberg

# Bahislerinizi yapın

LAURA MESBAHI, MAXIME LEMERLE

- Nakit istiflemesi 2016 yılında yeni bir rekor kırdı. Finans dışı sektörlerdeki şirketlerin bilançolarındaki nakit miktarı 2015 yılına göre yüzde 2,9 (2010 yılına göre de yüzde 34) artarak 7 trilyon dolara ulaştı. 2008 finansal krizinden beri küresel nakit yığını 2 katına çıkararak dünya GSYH'sinin yüzde 10'una ulaştı.
- ABD şirketleri küresel nakit toplamının yüzde 30'una sahipken Çinli şirketler 2010 yılından bu yana nakit toplamlarını ikiye katladılar. Bölgesel olarak bakıldığında Asya Pasifik şu an dünyada en çok nakit tutan şirketlere sahip. Batı Avrupa'da nakit biriktirme sınırlı ve farklılık gösteriyor.
- Teknoloji sektörü hâlâ en güçlü nakit makinesi. Bu sektördeki nakit toplamının yüzde 71'i ABD firmalarına ait, özellikle de Apple, Microsoft ve Alphabet gibi uluslararası devlere.
- 2016 yılında 2 sektör nakit birikiminde ciddi düşüşle karşılaştı: Makine ve Teçhizat (-278 milyar dolar) ve Hane halkı Ekipmanları (-104 milyar dolar). Bu gelişmeler yakın takibi gerektiriyor.
- Küresel ekonomik büyüme nakit artışını destekliyor. Ama aynı zamanda tasarruf davranışlarını da perçinleyen birçok belirsizlik ve riski de beraberinde getiriyor. Ancak, küresel yatırımlarla Satın Alma, Birleşme faaliyetlerindeki toparlanma nakit birikiminin hızını yavaşlatabilir.
- ABD hükümetinin ABD şirketlerinin yurtdışında tuttuğu gelirleri ülkeye geri çekme yönündeki planları Amerika'ya nakit girişini teşvik edebileceğinden küresel tabloda ciddi bir değişiklik yaratabilir. Bu durum yeni yatırımların, istihdamın ve araştırma ve geliştirme faaliyetlerinin önünü açabilecek olsa da getirisi fazla olmayan işler yeniden nakit istiflemesine neden olabilir.



## %10

Küresel GSYH'nin yüzde 10'u şirketlerin bilançolarında nakit olarak tutuluyor



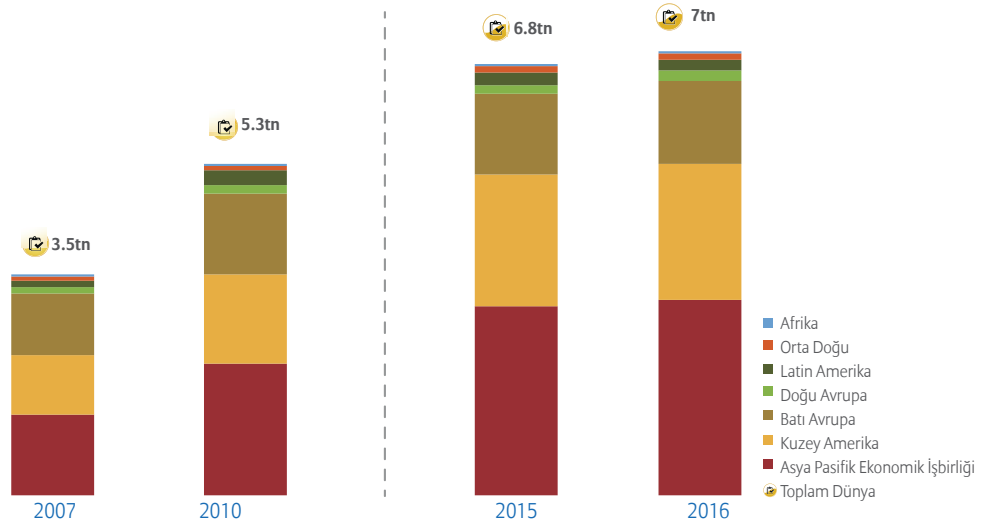
© casino. image courtesy of pixabay.com under CC

## Bilançolardaki nakit 7 trilyon dolarla yeni bir rekor kırdı

2016 yılında küresel nakit birikimi 2015 yılına göre yüzde 2,9 arttı (finans dışı sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin bilançolarında yayınlanan nakit ve nakde eşdeğer varlıklar dikkate alındığında). 2007 yılına dünya ekonomisi nominal olarak yüzde 29 büyürken nakit birikimi iki katına çıkarak 7 trilyon dolara ulaştı. Toplam nakit 2007 yılında dünya GSYH'sinin yüzde 6,1'i iken şimdi yüzde 9,5'i. Birikim özellikle kriz sonrası hızlanarak 2007-2010 yıllarında yüzde 49 arttı. Burada asıl etken yüksek belirsizlik döneminde ihtiyati davranmak olsa da, aynı nedenle yatırımların kesilmesi de etkiliydi. Bu nedenle özellikle krizden çok etkilenen gelişmekte olan ülkelerde sağlam bir artış görüldü; Doğu Avrupa, Afrika, Asya Pasifik ve Latin Amerika şirketlerinde sırasıyla bu artış yüzde 12, yüzde 15, yüzde 18 ve yüzde 24 oldu. Gelişmiş ülkeler için artış hızı daha yavaştı: Batı Avrupa ve Kuzey Amerika için sırasıyla yüzde 9 ve yüzde 15 şeklinde. 2010 yılından sonra da nakit biriktirme davranışı devam etti. Ancak, biraz daha yavaşlayarak 2010-2016 yılları arasında yüzde 5'e geriledi. Farklı makroekonomik ve finansal dinamikler ve riskler bölgeler arası nakit istifleme davranışlarını da farklı olarak etkiledi. Örneğin, Brezilya'daki ciddi resesyon, Latin Amerika'da karlardaki düşüşün yatırımlardaki

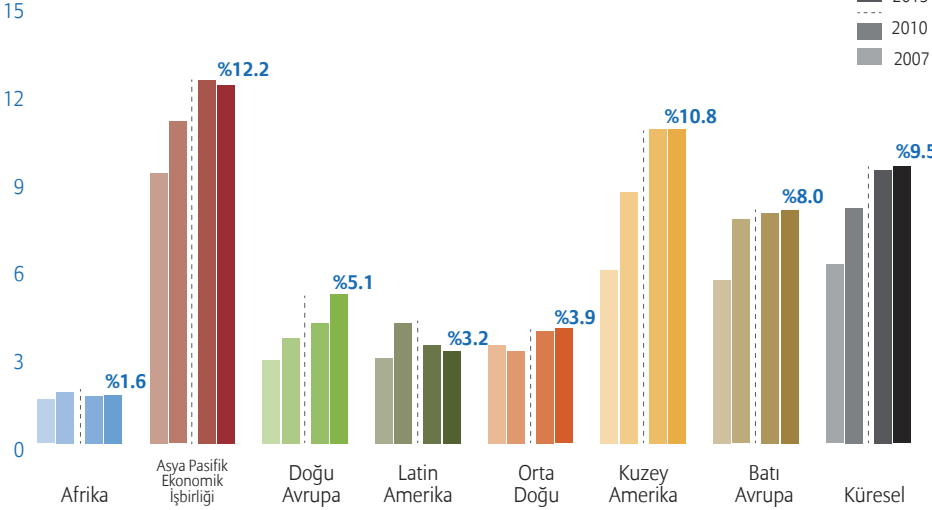
düşüşten fazla olması nedeniyle nakit birikimini aşağı doğru çekti. Diğer yandan, Asya Pasifik, Kuzey Amerika ve biraz daha az olarak Orta Doğu ve Doğu Avrupa şirketlerinde nakit yığınları büyümeye devam etti. Bu bölgelerde etkili olan nedenler ise (i) faaliyet ve karlarda olumlu gidişat ile (ii) riskler nedeniyle rezerv ve yedek tutma eğiliminin artması ve yüksek belirsizlik nedeniyle yatırım yapma isteğinin azalması oldu.

**Tablo 1**  
Bölgesel olarak listeli şirketlerin küresel nakit birikimi (ABD'de)



Sources: Bloomberg, Euler Hermes

**Chart 2** Global cash pile of listed firms by region  
(in % of nominal GDP)



Kaynaklar: Bloomberg, Euler Hermes

## Küresel nakdin yüzde 30'u ABD'li şirketlere ait

ABD'de finans dışı sektörlerdeki şirketlerin nakit stoku 2016 yılında 2015 yılına göre yüzde 2,8, 2010 yılına göre yüzde 55,1 arttı (aynı dönemdeki nominal GSYH artışının iki katından fazla). ABD'deki toplam 2,1 trilyon dolar nakdin 916 milyar doları (yüzde 44'ü) teknoloji sektörü tarafından, özellikle de; Apple, Microsoft, Alphabet (Google'ın ana şirketi), Cisco ve Oracle'ın oluşturduğu ilk 5 teknoloji devi tarafından tutuluyor. ABD şirketleri büyük yurtiçi pazarlarından olduğu kadar deniz aşırı ülkelere olan yüksek hacimdeki satışlardan da faydalanan. ABD'deki uluslararası şirketler gelirlerinin büyük bir kısmını vergiden kaçış için (Amerikan vergi yasaları yurtdışından ülkeye giren gelirlere yüzde 35'e kadar vergi uyguluyor) yurtdışında tutuyor. Deniz aşırı ülkelerde ABD'li şirketlerin tuttuğu bu nakit toplamının 1,2 trilyon dolar, diğer bir deyişle ABD'deki toplam nakdin yüzde 60'ına denk geldiği tahmin ediliyor. Rakamın bu denli yüksek olması Donald Trump yönetiminin vergi kanunlarda değişikliğe gitmesi konusunda tartışmaya yol açtı (şirketlerin ABD'ye nakit geri akışını sağlamak ve girecek paranın yatırımlara ve istihdama yönelik kullanılması bakımından)

## Çin'de nakit birikimi 2010 yılına göre ikiye katlandı

2010 yılından bu yana nakit artışının en hızlı olduğu yerlerden biri Çin anakarası oldu. Ekonomik büyümeye paralel olarak nakit birikimi de yüzde 95 arttı. Çin'de finans dışı sektörlerdeki şirketler 671 milyar dolarla küresel nakit toplamının yüzde 9,5'ine sahip (2010'da

bu pay yüzde 6,6'ydı). Toplam nakdin yüzde 16'sı ise inşaat sektörüne ait. En çok nakit tutan sıradaki sektörler ise Elektronik (yüzde 9,2), Makine ve Teçhizat (yüzde 8,1) ve Otomotiv (yüzde 7,2).

Hong Kong'lu firmaların nakit birikimleri Çin anakarasına eklendiğinde toplam nakit 1,2 trilyon dolara (küresel toplamın yüzde 17,1'i) çıkıyor. Teknoloji firmaları toplamın yüzde 7,3'ü ile İnşaatın sonra (yüzde 15,7) ikinci sıraya yükseliyor. Yine de en hızlı nakit artışı 2010 yılından beri devasa yüzde 168,2'lik artışla Güney Kore'de gözlemlendi ve hiç şüphesiz bunun Asya Pasifik bölgesinin küresel toplamdaki payını artırma yönünde önemli katkısı oldu.

## Batı Avrupa'da nakit birikimi yüzde 2,4 arttı

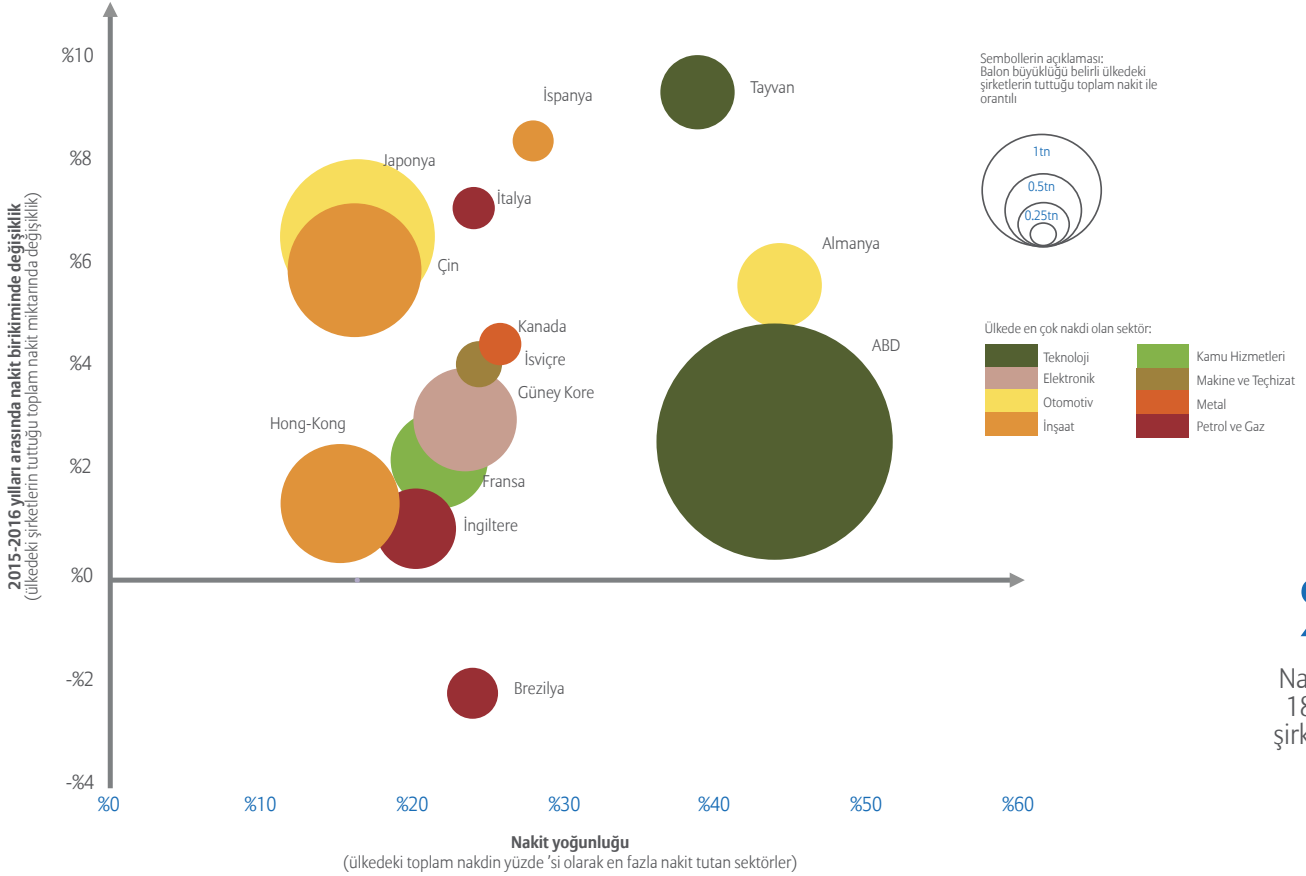
Batı Avrupa şirketlerinin 2016 yılında nakit artışı sınırlı oldu (2015'e göre yüzde 2,4) ve toplam nakit birikimi 1,3 trilyon dolara ulaştı. Avrupa'da nakit biriktirme hızı 2010 yılından beri çok değişmiyor ama bu göreceli olarak bölgenin toplam küresel nakit birikimi içindeki payının azaldığı anlamına geliyor. Şu anda bölge toplam küresel nakdin yüzde 18,5'ine sahip. Ayrıca ülkeler arasında ciddi farklılıklar var. 2016 yılında Yunan, İsviçreli ve Norveçli finans dışı sektörlerdeki şirketler dolar bazında nakit birikimlerini azalttılar. Diğer yandan, Alman, İtalyan, İspanyol, Belçikalı ve Hollandalı şirketlerin nakit birikimlerinde GSYH büyümelerine göre büyük artışlar oldu. Bu da yıl boyunca yatırımların ertelendiğine işaret ediyor.

Sektör bazında bakıldığında nakit geniş bir tabana yayılmış durumda. 2016 yılı sonu itibarıyla elektrik dâhil tüm kamu hizmetlerini kapsayan Kamu Hizmetleri (168 milyar Euro) ve Otomotiv (161 milyar dolar) nakit bakımından en zengin sektörler Onları; Petrol ve Gaz (145 milyar dolar) takip ediyor. Fransız firmaları; Perakendecilik sektörü toplam nakdinin yüzde 40'ını, Kamu Hizmetlerinin yüzde 46'sını ve Havaçılığın yüzde 76'sını ellerinde tutarken, İngiliz firmaları İş Hizmetleri sektöründeki nakdin yüzde 43'üne ve Metal sektöründekinin yüzde 73'üne sahip. Alman şirketleri ise Kimya sektörü toplam nakdinin yüzde 61'i ile Otomotivin yüzde 73'ünü temsil ediyor.



Tablo 3

2016 yılı Nakit seviyesi, ülkeler bazında değişim ve sektör yoğunlaşması  
(trilyon dolar, yüzde 'de)



Kaynaklar: Bloomberg, Euler Hermes

## Teknoloji sektörü: Yiğinin tepesinde

Teknoloji endüstrisi 1,3 trilyon dolarlık nakit birikimiyle (toplam küresel nakdin yüzde 18'si) açık ara en çok nakde sahip olan sektör. Sektörün toplam nakdinin yüzde 71,1'i ABD'de. Bunun yüzde 75'i de ilk 10 Amerikan şirketinden geliyor. Sektörün kalan nakdinin neredeyse tamamını da Asya Pasifik şirketleri tutuyor. Burada belirleyici olan sadece ABD vergi yasaları değil (yurtdışından yurtiçine dönecek gelirlere ilişkin). Küresel bazda bu sektörün karşı karşıya kaldığı başka koşullar da nakit birikimine zorluyor. Bunlar arasında; (i) sıkı rekabet ve dolayısıyla sürekli inovasyon ve dolayısıyla ARGE için büyük yatırımlar (ii) hissedarların daha fazla temettü ve hisse geri alımı için yaptığı baskı (iii) karlı yatırım fırsatları ve yeni stratejiler bulma sayılabilir.

İkinci sıradaki nakit zengini 593 milyar dolarla Petrol ve Gaz sektörü. Teknoloji sektörünün toplam nakdinin yarısından biraz az birikime sahip olan sektörde nakit atışı 2016 yılında yüzde 11,2 oldu. Bunda işletme maliyetleri ve sermaye harcamalarındaki kesintiler etkili oldu.

Genel olarak 2015 yılında nakit birikimde düşüş olan sektörlerin çoğu 2016 yılında bunu telafi etti. Buna istisna 4 sektör sayılabilir: Ulaşım, Telekom, Hane Halkı Ekipmanları ve Makine ve Teçhizat. ■

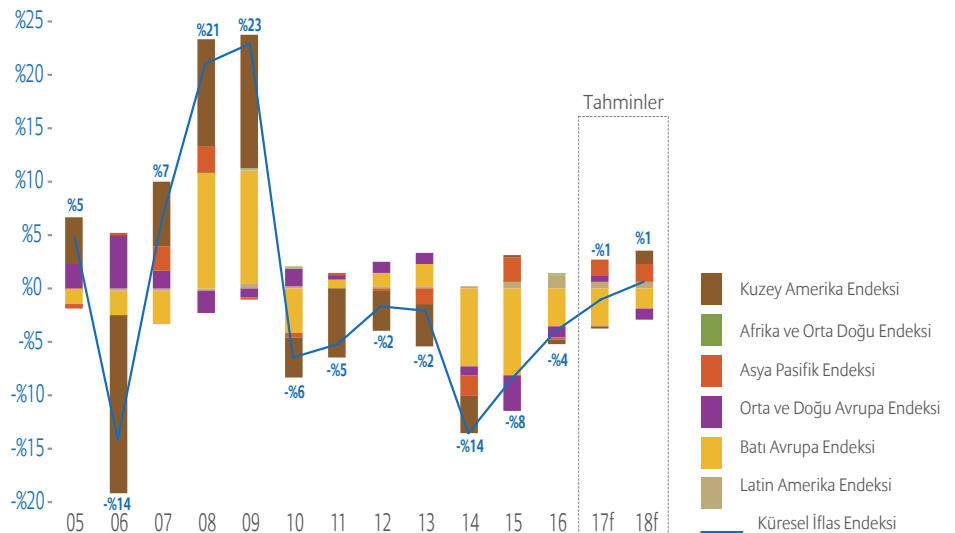
## İFLASLAR

# Oyun Kurucu olarak Masa da Bazen **Kaybeder**

LAURA MESBAHI, JULIEN Ayme-DOLLA, MAXIME LEMERLE

- İflasların bu sene yüzde 1 azalması ve seneye yüzde 1 artması bekleniyor. Büyük şirketlerin (Cirosu 50 milyon Euro veya fazla olan) iflaslarında keskin bir artış var. 2016 yılının ilk çeyreğinde 44 büyük şirket iflası varken 2017 yılının ilk döneminde bu sayı 74'e çıktı. İflas eden şirketlerin toplam cirosu yüzde 34 artarak 19,1 milyar euroya ulaştı.
- 2017 yılının ilk çeyreğinde iflas sayısındaki artış bakımından Avrupa başı çekerken iflasların maliyetlerindeki artışa bakıldığında Kuzey Amerika ilk sıraya yerleşiyor.
- Sektör bazında 2016 yılı 1.Ç.'ine göre fazladan yedi iflasla Hizmet sektörü ve dokuz fazlayla Perakende en çok etkilenenler.
- İlaç ve Bilgisayar/Telekom sektörleri son dört çeyrekte sadece birer önemli iflas yaşadı.
- İflasların ciddiyeti giderek kötüleştiği için şirketlerin (özellikle üretim zincirinde geriye doğru tedarikçilerin) domino etkisi bakımından tetikte olmaları gerekiyor. Örneğin, İngiltere veya ABD'de Perakende sektöründe yaşanacak ciddi iflaslar dünya çapında Tekstil, Elektronik ve İmalat Sanayii sektörlerini etkileyebilir.

**Tablo 1**  
Euler Hermes Küresel İflas Endeksi ve Bölgesel Endeksler  
yüzde olarak yıllık değişimler ve Küresel Endekse katkı



Kaynaklar: National statistics, Euler Hermes forecasts

Dünya çapında iflasların  
2017'de

**-%1** azalması  
2018'de yüzde

**+%1**  
artması bekleniyor



## 2018'de iflaslar yüzde 1 artacak

Küresel olarak bakıldığında takip edilen 43 pazarda iflas görünümü 2017 ve 2018 için nispeten dengeli görünüyor. Ancak, bölgeler arasında ciddi farklı eğilimler var. Üç yıl üst üste

belirgin düşüş gösterdikten sonra (2014 -yüzde 13,6, 2015 -yüzde 8,4, 2016 -yüzde 4) küresel iflasların tempoyu düşürmeye devam edeceğini ve 2017 yılında yüzde 1 azaldıktan sonra 2018 yılında yüzde 1 artacağını tahmin ediyoruz.

Bunda bölgesel olarak gerçekleşecek farklı eğilimler belirleyici olacak:

► Öncelikle, Latin Amerika, Afrika ve Asya Pasifik'te iflaslarda geniş tabanlı bir artış olacak çünkü Latin Amerika ülkeleri hâlen tam olarak resesyondan çıkabilmiş değil ve tüm Asya Pasifik ülkelerinin halen Çin'de büyümenin normalleşmesi sürecine adapte olması gerekiyor.

► İkinci olarak Kuzey Amerika 2017 yılında önce düze çıkacak (yüzde 0) ve 2018 yılında -yedi yıllık devamlı düşüş ve neredeyse tarihi seviyelere dönüşten sonra- yeniden artış yaşayacak.

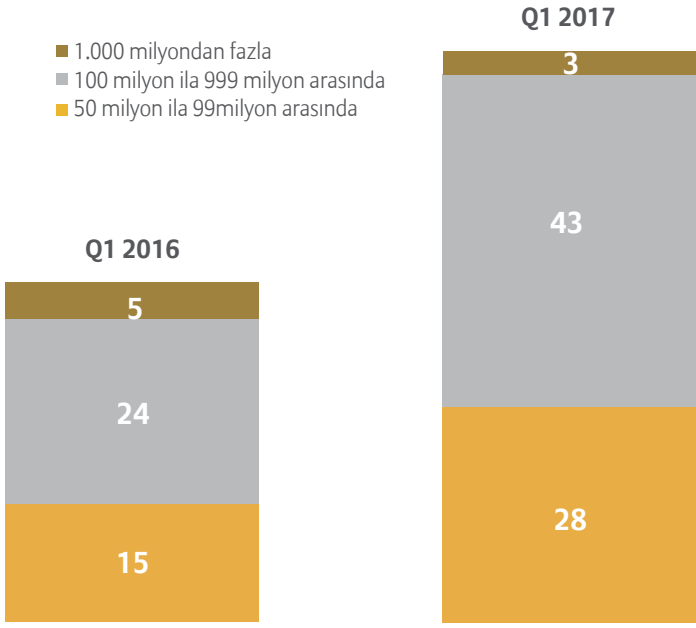
► Üçüncü olarak, Batı Avrupa'da iflaslar hız kesecek. Orta ve Doğu Avrupa'da ise başlıca ülkelerdeki (Rusya, Polonya, Türkiye) zorluklar daha küçük ülkelerdeki iyileşmelerle birbirini dengeleyecek. Ancak, bölgede iflas seviyesi yine yüksek kalacak çünkü izlenen 17 ülkeden 10'unda 2017 yılı için bildirilen iflas miktarı kriz öncesi döneme göre (2003-2007 dönemi) kaydedilenden yüksek.

Tablo 2

Euler Hermes 2017 İflas Sıcaklık Haritası  
(2017 yılı seviye ve değişim)

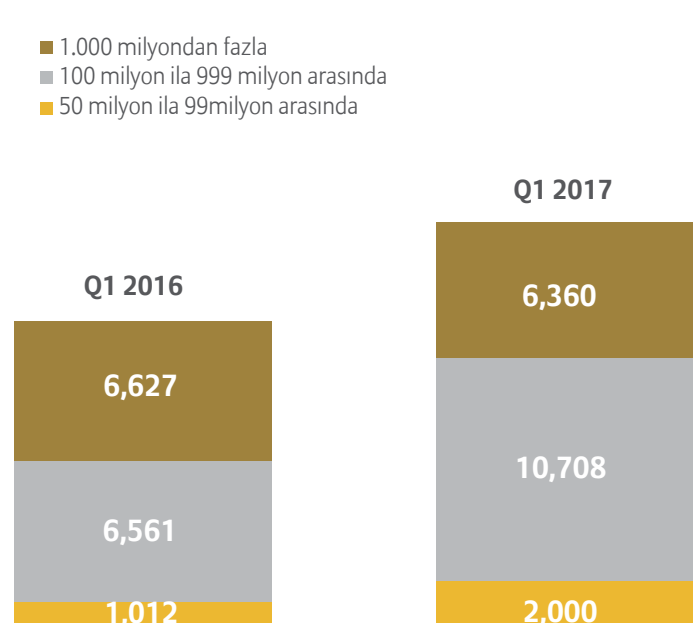
Belirgin Kötüleşme yüzde 5'den fazla	Tayvan (+15yüzde) Hong-Kong (+8yüzde) Polonya (+8yüzde) Rusya (+8yüzde)	Çin (+10yüzde)	Brezilya (+13yüzde)	Litvanya (+21yüzde) Şili (+12yüzde) Fas (+12yüzde) Singapur (+12yüzde)
	BK (+5yüzde) Güney Kore (+3yüzde) Avusturya (+1yüzde)		İsviçre (+1yüzde)	Türkiye (+4yüzde)
Kötüleşme yüzde 1'den yüzde 5'e	Almanya (0yüzde) Japonya (0yüzde) İsveç (0yüzde) ABD (0yüzde) Kanada (-1yüzde) Estonya (-3yüzde) Yunanistan (-3yüzde) Slovakya (-5yüzde) Güney Afrika (-5yüzde)	KÜRESEL (-1yüzde) Yeni Zelanda (-4yüzde)		Lüksemburg (0yüzde) Norveç (0yüzde) Belçika (-2yüzde) İspanya (-5yüzde) Kolombiya (-5yüzde)
	Letonya (-10yüzde) Romanya (-11yüzde) Hollanda (-15yüzde) Finlandiya (-19yüzde)	Bulgaristan (-10yüzde)		İtalya (-6yüzde) Çek Cumhuriyeti (-6yüzde) Fransa (-7yüzde) Avustralya (-8yüzde) İrlanda (-8yüzde) Danimarka (-13yüzde) Portekiz (-16yüzde) Macaristan (-25yüzde)
Dengede veya iyileşen -yüzde 5'ten yüzde 0'a				
Belirgin iyileşme -yüzde 5'den fazla				
	<b>Çok Düşük Seviye</b> (2003-2007 seviyesinden yüzde 10 veya daha fazla düşük)	<b>Düşük Seviye</b> (2003-2007 seviyesinden yüzde 0 ila yüzde 10 daha düşük)	<b>Yüksek Seviye</b> (2003-2007 seviyesinden yüzde 1 veya yüzde 10 daha yüksek)	<b>Çok Yüksek Seviye</b> (2003-2007 seviyesinden yüzde 10 veya daha fazla yüksek)

**Tablo 3**  
Ciro grubuna göre iflas sayısı



Kaynak: Euler Hermes

**Tablo 4**  
Ciro grubuna göre iflasların toplam cirosu (milyon Euro)



Kaynak: Euler Hermes

## ► 2017 yılı ilk çeyreğinde büyük iflaslar yüzde 68 arttı

2017 yılı ilk çeyrek verileri özellikle 50 milyon Euro ciroyu geçen şirketler arasında iflasların keskin şekilde arttığına işaret ediyor. Bu 2016 yılındaki eğilimin devamı niteliğinde olsa da iflaslar hız kazanmış görünüyor. 2017 yılı ilk çeyreğinde yaşanan başlıca küresel iflasların sayısı 2016 yılının aynı dönemine göre yüzde 68 artarak 74'e ulaştı. İflas eden şirketlerin toplam cirosu da yüzde 34 artarak 19,1 milyar Euro'ya ulaştı. Bu artışta, 101 milyon ile 1 milyar Euro arası ciro yapan şirketlerin iflası önemli bir rol oynadı. 2017 yılının ilk çeyreğinde iflas eden bu nitelikteki şirket sayısı bir önceki senenin aynı dönemine göre 19 adet artış gösterdi.

söz konusu şirketlerin toplam cirosu toplam küresel miktarın yarısından fazlasını oluşturuyor (10,7 milyar Euro). Büyük çaplı şirketlerin iflaslarındaki artış bu tip şirketlerin batmasının üretim zincirinde geriye doğru daha fazla ve daha küçük çaplı şirketleri de etkileme ihtimali olmasından dolayı endişe verici.

Batan şirketlerden en büyük ilk 20'si 2017 yılı ilk çeyreğinde iflas eden şirketlerin toplam küresel cirosunun yüzde 70'ini (13,4 milyar Euro) oluşturuyor. Bunlardan 8 tanesi ABD, 5 tanesi Orta ve Doğu Avrupa (2 Rusya, 2 Polonya), 5 tanesi Batı Avrupa (2 Almanya) ve 2 tanesi Asya Pasifik'te (Çin).

## 3 ülkeden 1'inin

2017 yılında kriz öncesi ortalamaya göre daha fazla iflas kaydetmesi bekleniyor





## Büyük iflasların toplam maliyeti ABD'de 8,7 milyar ve Avrupa'da 3,8 milyar dolar

2017 yılının ilk çeyreğinde büyük çapta şirketlerin iflas sayısındaki artış bakımından Avrupa başı çekerken iflasların maliyetlerindeki artışa bakıldığında Kuzey Amerika (ve özellikle ABD) ilk sıraya yerleşiyor. Bu dönemde geçen senenin aynı dönemine göre Avrupa'da büyük çaplı şirket (BÇŞ) iflaslarında artış iki kattan fazla artarak 49 oldu. Orta ve Doğu Avrupa'da

büyük çaplı şirket iflaslarına ait toplam ciro yüzde 112'lik keskin bir artışla rekor kırdı. Bu bölgede 24 büyük çaplı firma battı (2016 1.Ç.'te 9'du). İflaslar Rusya (10) ve Polonya'da (10) yoğunlaştı. Batı Avrupa'da 25 BÇŞ iflası gerçekleşirken (2016 1.Ç.'e göre yüzde 66) iflaslar belli ülkelerde yoğunlaşmadı ve genele yayıldı. Asya Pasifik ve Kuzey Amerika'da 2017 yılı ilk çeyreğinde sırasıyla 13 (+yüzde 30) ve 12 (+yüzde 20) iflas yaşandı. Kuzey Amerika'da iflas eden BÇŞ'nin toplam cirosu küresel olarak iflas eden şirketlerin toplam cirosunun neredeyse yarısına (yüzde 46) eşit ve yaklaşık 8,7 milyar Euro. Yine de hız olarak yüzde 8 ile (665 milyon Euro) yavaşlamış görünüyor. Bu bölgedeki (Kuzey Amerika) 12 iflastan 10 tanesi ABD'de gerçekleşti.

Asya Pasifik bölgesinde ise iflasların ciddiyeti bunlara ilişkin toplam cironun yüzde 45 artmasıyla (2,5 milyar Euro'ya ulaşarak) 2017'nin ilk çeyreğinde arttı. Bunda Çin'de metal sektöründe batan 6 büyük şirket belirleyici oldu. Daha az ama yine de etkili olan Japonya'daki dört iflastı. Bu iki ülkede batan şirketlerin toplam cirosu bölge toplamının yüzde 89'unu oluşturuyor.

Latin Amerika'da durum iyileşmeye devam ediyor. 2017 yılının ilk çeyreğinde önemli büyük bir iflas gerçekleşmedi. Orta Doğu ve Afrika bölgesi için de aynı durum geçerli.

# +%68

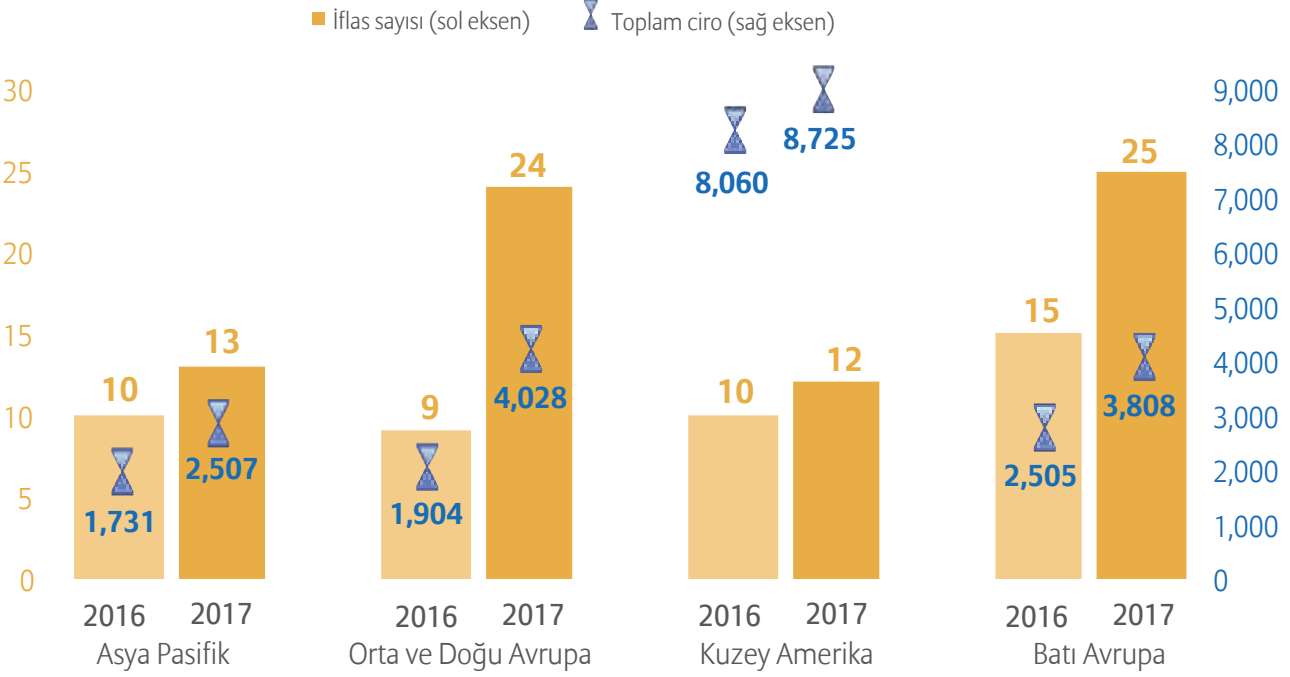
2017 yılı ilk çeyreğinde iflas eden büyük şirket sayısında artış



Tablo 5

1.Ç.'te Bölge bazında büyük iflas sayısı ve bunların toplam cirosu

(milyon Euro)



Kaynak: Euler Hermes

## Hizmetler ve Perakende: Uyarı İşaretleri

2017 yılı ilk çeyreğinde en çok iflas Hizmet ve Perakende sektörlerinde gerçekleşti. Son dört çeyrek dönemde bu iki sektör kesintisiz olarak listenin hep ilk iki sırasında yer aldı.

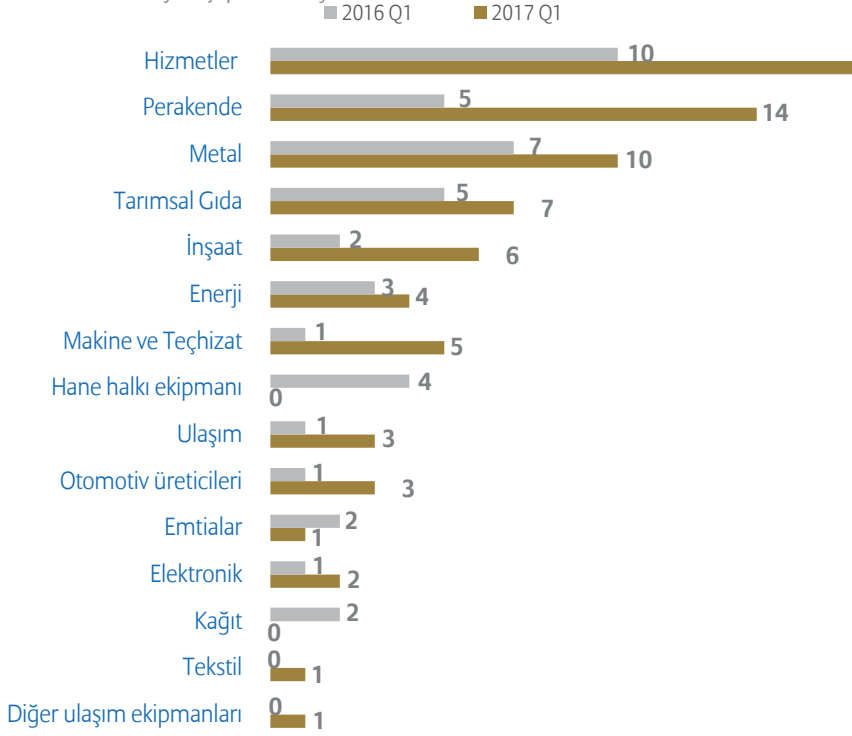
Bu sektörlerde iflas eden şirketlerin toplam cirosu yılın ilk çeyreğinde geçen senenin aynı dönemine göre ciddi olarak artarak Hizmet için 6,2 milyar Euro (+yüzde 579) ve Perakende için 5,2 milyar Euro (+yüzde 477) oldu. Bu iflasların en büyük ilk üçünün ABD'de gerçekleşmiş olması sürpriz olmasa gerek: Hizmet için Avaya Holdings (3,3 milyar Euro) ve Perakende için Hhgregg (1,8 milyar Euro) ile Gander Mountain (1,26 milyar Euro).



© las-vegas. image courtesy of pixabay.com under CC0

**Tablo 6**

Sektör bazında büyük çaplı iflas sayısı



Kaynak: Euler Hermes

## Perakende, Hizmet ve Metal

en çok büyük çaplı  
iflasın yaşandığı sektörler

Metal ve Tarımsal Gıda, iflasların daha küçük çapta yaşandığı sektörler oldu. Metal sektöründe 10 tane büyük çaplı iflas gerçekleşirken (geçen sene 7'ydi) bunların toplam cirosu 2,2 milyar Euro etti. Burada Çin'de iflas eden 4 büyük şirket önemli rol oynadı. Tarımsal Gıda sektöründe ise Alman Euromar Commodities ve Çinli Liaoning Huishan Dairy şirketlerinin iflası belirleyici oldu. Sektörde batan şirketin toplam ciroları 2016 yılı ilk çeyreğine göre yüzde 55 artarak 2 milyar Euroya ulaştı.

Diğer sektörlerde iflas sayısı hafif artsa da düşük seviyelerde çaldı. Toplam cirolarda da aynı şekilde fazla değişiklik görülmedi. ■



