



05

Ticari iflas seviyeleri hızla normal seviyelere dönüyor

07

Büyümenin daha uzun süre düşük kalacak olması kırılğan firmalar üzerinde baskı yaratacak

10

Dayanıklılık faktörleri hızla yok oluyor

12

Bölgesel görünüm

Allianz Araştırma

Küresel İflas Görünümü 2023-2025: Hızlanan İflas İvmesi

Küresel İflas Görünümü 2023-2025

Hızlanan iflas ivmesi

Yönetici Özeti

Dayanaklar azalırken sıkıntılar artıyor: Nakit tamponlarının azalmasıyla 2023 yılında en kırılgan şirketler iki arada bir derede sıkışıp kalırken çoğu ülkede ticari iflaslarda çift haneli artışlar yaşanıyor. Nakit fazlası, 2023 yılının ilk yarısında, Euro Bölgesi'nde 3,4 trilyon Euro ve ABD'de 2,5 trilyon ABD doları olarak yüksek kalmaya devam etse de; hâlâ teknoloji ve ihtiyari tüketici firmaları gibi büyük firmalar ile belirli sektörler özelinde yoğunlaşmış durumda. Ayrıca, net nakit pozisyonlarındaki eksiye gidiş ekonomik faaliyetlerin yavaşlamasından daha hızlı. Bu bağlamda, halihazırda 11 ülkede ticari iflaslarda yüzde 30'dan fazla artış var. Amerika kıtasında ABD ve Kanada; Batı Avrupa'da Hollanda, İsveç ve Fransa; Doğu Avrupa'da Polonya ve Macaristan ve Asya'da Japonya, Avustralya, Yeni Zelanda ve Güney Kore gibi. İflaslardaki hızlanma özellikle, konaklama, ulaştırma ve toptan/perakende hizmetleri sektörlerinde dikkat çekici boyutta olsa da bekleyen işlerin neredeyse tamamlandığı inşaat sektörü, özellikle konut segmenti başta olmak üzere diğer sektörler de aynı yolda hızla arayı kapatıyor.

Kaosun ortasına doğru: Kâr marjlarının erimeye devam etmesi şirketlerin likiditesini ve ödeme gücünü zorlarken finansman daha maliyetli ve daha kıt olmaya devam edecek. Azalan fiyatlandırma gücü ve zayıf küresel talep şirket gelirlerindeki düşüşü hızlandırıyor. Sonuç olarak, şirketlerin likidite pozisyonları hızla kötüleşiyor ve bu durumun 2025 yılından önce tersine dönmesi pek mümkün değil. Enerji fiyatları kanadından gelen baskının bir türlü azalmaması ve girdi maliyetlerindeki artış yavaşlıyor olsa bile iş gücü maliyetlerindeki artışın hız kesmemesi işletme maliyetlerinin de yüksek seyretmeye devam edeceğine işaret ediyor. Bunlara ek olarak, faiz oranlarının yüksek kalmaya devam edecek olması, gayrimenkul ve dayanıklı mal sektörleri ve genel olarak İşletme Sermayesi Gereksiniminin (İSG) yapısal olarak yüksek olduğu makine ve ulaşım ekipmanları, ilaç, elektronik, inşaat sektörleri başta olmak üzere birçok sektörün ödeme gücü profilini olumsuz etkiliyor.

Başlama vuruşunda gecikme: Ödeme koşullarında öngördüğümüz kötüleşmeye rağmen, önümüzdeki iki yıl için iflas düzenlemelerinde ticari iflasları azaltacak önemli bir değişikliğe gidilmesini beklemiyoruz. İngiltere, Fransa, İtalya, Güney Kore, Japonya, Singapur, Hong Kong ve Çin gibi bazı büyük ekonomilerde ticari iflaslardaki artışı sınırlamak için iflas çerçevelerinde çoktan birçok kısmi değişiklik yapıldı. Örneğin borç sıkıntılarının 'erken tespiti'; mahkeme dışı işlemler yoluyla 'erken yeniden yapılandırma' gibi. Önümüzdeki yıllarda bu önlemlerin güçlendirilmesine yönelik yeni bir gündem yok. Hükümetler daha çok örneğin e-fatura gibi önlemler yoluyla vergi gelirlerinin artırılmasına odaklanmış durumda. Banka kredilerindeki daralma ve düşük kârlılık, B2B ödeme vadelerini yukarı itiyor ve böylece “görünmez banka”nın

rolü artıyor. Bu durum kırılğan yapıdaki firmalar ve özellikle KOBİ'ler bakımından kritik. Zayıf yapısal temelleri nedeniyle önümüzdeki dört yıl içinde; İngiltere'de KOBİ'lerin yüzde 15'inin, Fransa'da yüzde 14'ünün, İtalya'da yüzde 9'unun ve Almanya'da yüzde 7'sinin temerrüde düşme ihtimali var.

Küresel ticari iflaslarda; 2023 yılı için yüzde 6 ve 2024 için yüzde 10 olacak şekilde arka arkaya bir hızlanma bekliyoruz. 2024 yılı sonuna kadar, ABD ve Almanya gibi büyük pazarlar da dahil olmak üzere, her beş ülkeden üçü pandemi öncesi ticari iflas seviyelerine ulaşacak. ABD yüzde 22, İtalya yüzde 24 ve Hollanda yüzde 28 ile 2024 yılında en büyük artışlarını kaydetmeye hazırlanıyor. Atlantik'in her iki yakasında da iflas rakamlarının istikrara kavuşması için GSYH büyümesinin iki katına çıkması gerekiyor ki bu da 2025 yılından önce gerçekleşemez. 2025 yılında küresel ticari iflaslarda yüzde 2'lik bir düşüş olmasını bekliyoruz.

Şekil 1: Küresel ve bölgesel iflas endeksleri, yıllık seviye, 2019 yılı baz=100

Kuzey Amerika
Latin Amerika
Batı Avrupa
Orta & Doğu Avrupa
Afrika
Asya-Pasifik
Küresel

Kaynaklar: Ulusal kaynaklar, Allianz Araştırma

Şekil 2: İflas ısı haritası

2023 ve 2024 yılları için kümülatif değişim	Güçlü artış (iflas vakalarında +%30 ve üzeri artış)	Brezilya Estonya İtalya Japonya	Hollanda ABD	İrlanda Polonya Güney Kore	
	Belirgin artış (+%15 ile +%30 arası)	Şili Türkiye	Litvanya	Avustralya Fransa Almanya Lüksemburg Yeni Zelanda Norveç Portekiz	Kanada Finlandiya Macaristan İngiltere İsveç
	Artış (%0 ile +%15)	Hindistan Letonya	Kolombiya Çekya Slovakya	Avusturya Belçika Bulgaristan İsviçre Romanya	Danimarka Fas İspanya
	Azalan	Çin Rusya Singapur	Güney Afrika	Tayvan	Hong Kong
Çok Düşük seviye (2019 seviyesinin %20'den fazla altında)		Düşük seviye (2019 seviyesinin -20% ile -%5 altında)	Yüksek seviye (-%5 ila %20 arası)	Çok yüksek seviye (+%20 ve daha üstü)	
2019 yılına kıyasla 2024 yılı için beklenen seviye					

Kaynaklar: Ulusal kaynaklar, Allianz Araştırma

Ticari iflas seviyeleri hızla normal seviyelere dönüyor

2023 yılında çoğu ülkede, ticari iflaslarda keskin bir hızlanma izlendi. Ekim ayı ortası itibariyle mevcut verilere göre, her dört ülkeden üçünde yılbaşından bu yana iflas sayılarında artış eğilimi var. Çoğunda da artışlar çift haneli: Küresel GSYH'nin yüzde 40'ını oluşturan 11 ülkede iflaslarda yüzde 30'dan fazla artış yaşandı (Amerika kıtasında ABD ve Kanada; Batı Avrupa'da Hollanda, İsveç ve Fransa; Doğu Avrupa'da Polonya ve Macaristan ve Asya'da Japonya, Avustralya, Yeni Zelanda ve Güney Kore). 2023 yılı üçüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre art arda altıncı çeyrek artış sergilemesini beklediğimiz Küresel İflas Endeksimiz¹ de bu ivmeyi yansıtıyor. 2022 yılı son çeyreğinde yıllık bazda yüzde 10, 2023 yılının ilk çeyreğinde yüzde 15, 2023 yılı ikinci çeyreğinde yüzde 18 artan Küresel İflas Endeksimizin 2023 yılı üçüncü çeyreğinde yüzde 15 ile yüzde 20 arası bir artış göstermesini öngörüyoruz. Bu artış eğilimi, Covid-19 sonrası iflasların normalleşme süreci, zayıflayan küresel talep ve kârlılık üzerindeki baskıların sürmesi

¹ 2022 küresel GSYİH'sinin %85'ini oluşturan 44 ülkeyi kapsar, istatistiksel eke bakınız

gibi çeşitli faktörlerin bir araya gelmesi nedeniyle² bekleniyordu. Yüksek girdi ve finansman maliyetlerinin neden olduğu bu son madde özellikle KOBİ'leri etkiliyor.

Duruma istisna olan az sayıdaki ülkenin çoğu gelişmekte olan piyasalardan. Çin, Hindistan, Rusya, Türkiye ve Güney Afrika'nın yanı sıra Orta Avrupa'da Bulgaristan, Çekya, Letonya, Romanya ve Asya'da Singapur, Tayvan gibi birkaç ülkede iflaslarda çeşitli derecelerde düşüş görülüyor. Söz konusu ülkeler için bu yılın ilk yarısında yıllık bazda ortalama düşüş yüzde 13'te sabit kaldı. Bu ülkeler genel olarak, küresel GSYİH'nin yüzde 24 gibi önemli bir kısmını oluşturuyor ve aynı nedenle manşet göstergemizde de yüzde 29 gibi önemli bir paya sahip. Mahkeme çalışanlarının yakın zamanda sona erdirdiği grevler nedeniyle İspanya'da tıkanan adli süreç vaka sayısının geçici olarak düşük kalmasına neden oldu. Bu özel durum nedeniyle 2023 yılının ilk yarısında yüzde 19 artış gösteren bölgesel endeksimizden İspanya'yı çıkarmış olsaydık artış yüzde 22'ye ulaşacaktı.

Genel olarak, 2022 yılının ikinci yarısında ortalama yüzde 32 artan ticari iflaslar, 2023 yılının ilk yarısında yıllık bazda yüzde 42 artmış ve artış özellikle bu yılın ikinci çeyreğinde belirgin bir ivme kazanmıştır. İlk çeyrekte yıllık bazda yüzde 38 olan artış ikinci çeyrekte yüzde 47 olmuştur.

Şekil 3: Ticari İflaslar - Seçilmiş ülkelerde Ekim ortası itibariyle Amerika/Batı Avrupa (solda) ve Orta ve Doğu Avrupa/Asya/Afrika (sağda)

Ülke	Son veri	% olarak yly değişim				% olarak 30%Pa bazında		Ülke	Son veri	% olarak yly değişim				% olarak 30%Pa bazında	
		1 ay	3 ay	6 ay	12 ay	3 ay	6 ay			1 ay	3 ay	6 ay	12 ay	3 ay	6 ay
ABD	2023 2. Çeyrek	-	%37	%35	%23	-21%	-%24	Rusya	09-23	-%1	-4%	-21%	-32%	-%36	-40%
Karada	08-23	%30	%27	%33	%33	%29	%18	Polonya	08-23	%63	%77	%94	%92	%407	%390
Brezilya	08-23	%53	%34	%25	%11	-%24	-%18	Romanya	08-23	-27%	-21%	-10%	-4%	-%13	%0
Şili	08-23	%38	%46	%25	%7	-19%	-26%	Çekya	2023 2. Çeyrek	-	-%6	-8%	-%15	%1	%1
Kolombiya	2023 1. Çeyrek	-	-4%	%12	%5	%2	%63	Macaristan	09-23	%113	%156	%275	%249	%325	%381
Almanya	07-23	%37	%30	%23	%21	-%2	-7%	Slovakya	06-23	%2	%8	%3	-3%	-9%	-%17
Birleşik Krallık	09-23	%15	%10	%13	%17	%37	%42	Bulgaristan	09-23	%12	-5%	-4%	-7%	%7	%7
Fransa	08-23	%29	%29	%34	%41	%11	%8	Litvanya	2023 2. Çeyrek	-	%3	%2	%7	-39%	-30%
İtalya	08-23	%27	%13	%7	-5%	-27%	-27%	Letonya	09-23	-39%	-29%	-21%	-11%	-52%	-51%
İspanya	08-23	-65%	-29%	-21%	%3	%5	%9	Estonya	09-23	%33	%56	%70	%35	%25	%26
Hollanda	09-23	%70	%75	%72	%59	-%12	-%14	Çin	09-23	-20%	-%16	-%13	-%14	-41%	-39%
İsviçre	09-23	%20	%9	%4	%14	%16	%17	Japonya	09-23	%20	%41	%38	%30	%3	%2
İsveç	08-23	%39	%49	%36	%33	%28	%14	Hindistan	2023 2. Çeyrek	-	-35%	-%15	%3	-21%	-%15
Belçika	08-23	%33	%13	%8	%16	-%2	-%6	Güney Kore	08-23	%58	%62	%60	%37	%94	%68
İrlanda	2023 2. Çeyrek	-	%38	%30	%25	%59	%6	Avustralya	08-23	%38	%31	%37	%45	%13	%9
Norveç	08-23	%25	%15	%20	%21	-%13	-%13	Tayvan	08-23	-35%	-39%	-32%	-%18	-27%	-22%
Avusturya	2023 3. Çeyrek	-	%8	%3	%7	%5	%1	Singapur	08-23	-35%	-37%	-21%	-25%	-58%	-37%
Danimarka	08-23	-%16	%5	%8	%25	%25	%17	Hong Kong	08-23	-%14	-%15	%30	%16	%34	%49
Finlandiya	08-23	%25	%25	%18	%22	%21	%18	Yeni Zelanda	08-23	%8	%26	%34	%39	%23	%10
Portekiz	08-23	%27	%17	%14	%8	-11%	-%12	Güney Afrika	08-23	-%10	-%12	-%14	-7%	-21%	-23%
Lüksemburg	06-23	%39	%26	%12	%5	%5	-8%								

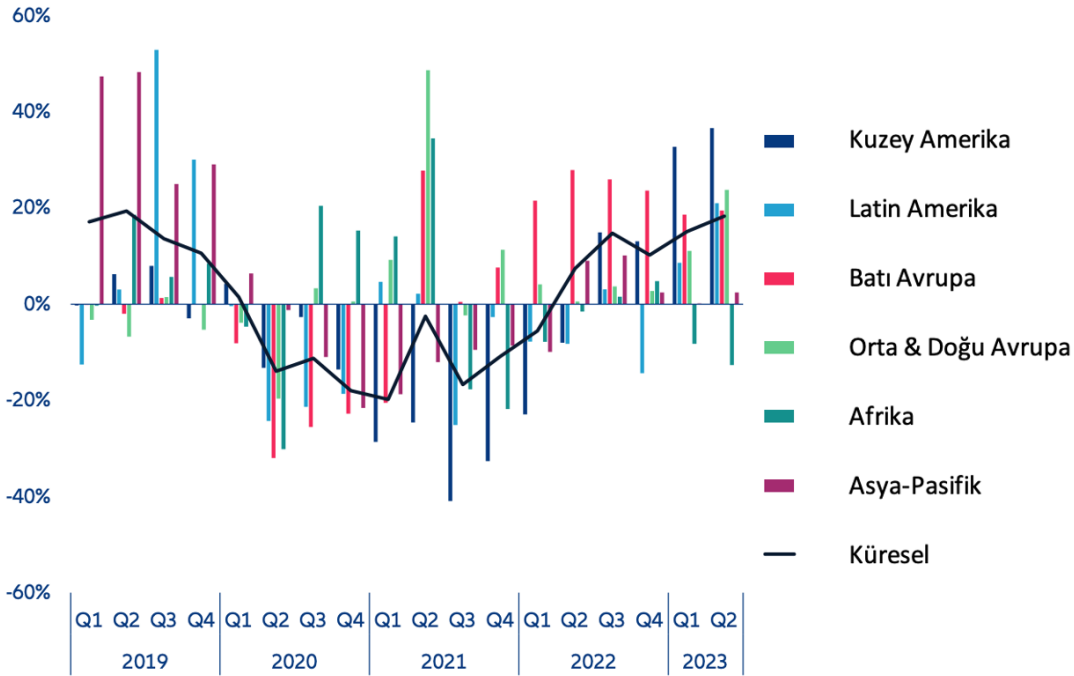
Kaynaklar: Ulusal kaynaklar, Allianz Araştırma

² 2022 yılı Küresel İflas Raporu

Gelişmiş piyasaların çoğunda iflas seviyeleri, 2023 yılı sonunda çoktan pandemi öncesi seviyeleri yakalamış durumda. 2023 yılı sonunda, çoğu gelişmiş ekonomide ticari iflaslardaki normalleşme tamamlanmış olacak. Özellikle de Batı Avrupa'da³ ve onunla birlikte Kanada ve Asya'nın Japonya, Güney Kore gibi ülkelerinde... Bunlar arasında en önemli iki önemli istisna ABD ve Almanya ki onlar da 2024 yılında kulübe katılacak.

Önümüzdeki dönemde iflas artışları hızlanmaya devam edecek. Önceden 2024 yılında yüzde 4 artmasını beklediğimiz küresel iflasların şimdi daha da hızlanmasını, 2023 yılındaki yüzde 6'lık artıştan sonra 2024 yılında yüzde 10 artış ve 2025 yılında sınırlı bir iyileşme ile yüzde 2 düşüşle bir miktar istikrar kazanmasını bekliyoruz. Her iki yılda da küresel oranlardaki artışa katkı geniş bir tabandan geliyor. 2024 yılında, ülkelerin çoğunluğunun, her beş ülkeden dördünün artışa pozitif katkısı olacak. Söz konusu ülkelerde ticari iflaslar basit ortalamada yıllık yüzde 9 artarken, ABD yüzde 22, İtalya yüzde 24 ve Hollanda ise yüzde 28 ile en çok artışın yaşandığı ülkeler olacak. İflaslardaki küresel artışla 2024 yılında her üç ülkeden birinde salgın öncesi seviyelerin üzerine, 2023'te ise yarısından biraz daha azının üzerine çıkılacak. 2025 yılında ülkelerin çoğunluğu, her beş ülkeden dördü, iflaslarda yarıya yakın bir istikrar veya azalma yaşayacak; söz konusu ülkelerde iflaslarda ortalama yıllık yüzde 7'lik bir düşüş olacak. En büyük düşüşler ise Batı Avrupa'nın; İrlanda, İskandinav ülkeleri, İspanya, Macaristan, Güney Kore, Türkiye gibi küçük ekonomilerinde gözlenecek.

Şekil 4: Küresel ve bölgesel iflas endeksleri, çeyreklik değişim, yıllık % olarak



³ İspanya 2021 yılında pandemi öncesi iflas seviyelerine ulaşırken, Birleşik Krallık, İsviçre, Danimarka ve Finlandiya bu pandemi öncesi seviyelere 2022 yılında ulaştı.

Büyümenin daha uzun süre düşük kalacak olması kırılğan firmalar üzerinde baskı yaratacak ve sektör bazlı kırılğanlıkları artıracak

Ticari iflasların dengelenmesi için GSYİH büyümesinin 2024 yılında iki katına çıkması gerekiyor. Güncellediğimiz Küresel Ekonomik Görünüm⁴ projeksiyonlarımıza göre, talebin daha zayıf ve finansman maliyetlerinin daha yüksek seyredeceği süre uzayacak; bu da kurumsal riskleri ve ticari iflasların artmasına yönelik beklentileri artırıyor. 2024 yılı başında küresel ekonomik faaliyetlerdeki yavaşlamanın dip noktasını görmeyi ve ardından 2024-2025 döneminde büyümenin trendin altında kalarak devam etmesini bekliyoruz. Söz konusu dönemde, ABD 2009 yılından bu yana 2024 yılında yüzde 1,1 ile en düşük büyümeyi kaydedecek. Euro Bölgesi'nde yüzde 0,9 artış ile vasat bir yıl daha yaşanacak. 4,7 artış ile Çin dahil, gelişmekte olan ülkelerde büyüme yavaşlayarak pandemi öncesi seviyelerin altına inecek. Uzun vadeli değişkenler göz önüne alındığında, iflas sayılarının istikrara kavuşması için 2024-2025 yıllarında Euro Bölgesi'nin ortalama 0,7 ve ABD'nin ortalama 0,9 puanlık ek GSYİH büyümesi kaydetmesi, yani ABD'nin 2023 yılına göre GSYİH açığını önemli ölçüde genişletmesi ve Euro Bölgesi'nin kademeli olarak azaltması gerekiyor.

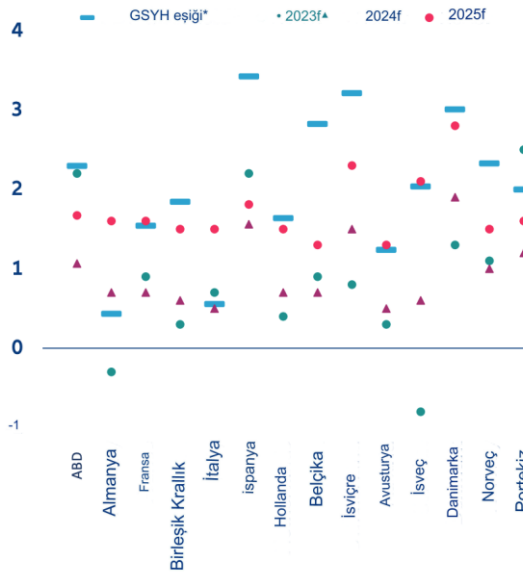
Yavaşlayan talep ve azalan fiyatlandırma gücü, şirketler için kârlarda düşüş riskini artırıyor.

Talepteki yavaşlama muhtemelen daha yüksek rekabet anlamına gelecek, bu da daha düşük fiyatlandırma gücüne ve nihayetinde gelir artışının yavaşlamasına veya düşmesine neden olacaktır. Aynı zamanda enerji fiyatları kanadından gelen baskı bir türlü azalmıyor ve girdi maliyetlerindeki artış yavaşlıyor olsa bile, işgücü maliyetlerindeki artışın hız kesmemesi, işletme maliyetlerinin de yüksek seyretmeye devam edeceğine işaret ediyor. Birçok sektör ve firma bu zorluklara karşı çok savunmasız. Örneğin, ABD ve Çin ile ticarete çok bağımlı olan firmalar zor durumda kalabilir çünkü bu ülkelerde GSYİH'de ciddi bir yavaşlama bekleniyor. Aynı sorun daha az ölçüde Avrupa ile ticarete bağımlı şirketler için de geçerli. Zorluk çekebilecek bazı diğer sektör ve şirketler ise şöyle: otel, restoran ve turizm işletmecileri gibi hizmetler sektöründe yer alan; ihtiyari harcamalara yönelik mal üreten ve satan şirketler; ücret artışlarından en çok etkilenen inşaat, karayolu taşımacılığı, sağlık hizmetleri gibi emek yoğun sektörlerde yer alan şirketler; otomasyon ve teknolojiye yararlanma olasılığı daha düşük olan şirketler. 2023 ikinci çeyrek bilanço dönemi borsada işlem gören daha büyük ve genellikle daha yüksek fiyatlandırma gücüne sahip firmaların bile azalan talep ve hala yüksek olan üretim maliyetlerinin sıkıntısını hissetmeye başladığını gösteriyor. Küresel olarak şirketlerin ortalama gelirlerinde ikinci çeyrekte yıllık bazda yüzde 1,9'luk düşüş yaşandı ve 2020 yılı ikinci çeyrekte bu yana ilk kez bölgelerin tümünde

⁴ Küresel Ekonomik Görünüm 2023-25

birden düşüş gözlemlendi. Küresel Hisse Başına Kazanç (HBK) yıllık bazda yüzde 1,1 azalırken düşüşler Avrupa'da daha güçlü Asya'da ise daha dirençliydi.

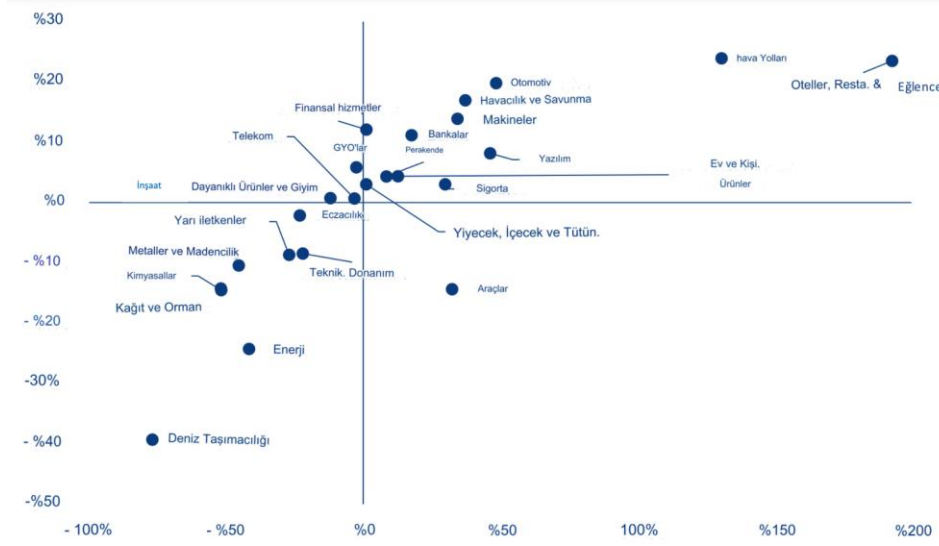
Şekil 5: 2023-25 GSYİH tahminleri ve iflasları dengeleyen GSYİH seviyeleri, seçili ABD ve Avrupa ülkeleri için



Kaynak: Allianz Araştırma

(*) GSYİH eşik: Pandemi öncesi dönemde iflas sayısını istikrara kavuşturmak için gerekli GSYİH büyüme ivmesi

Şekil 6: 2023 ikinci çeyrek bilanço dönemi, küresel olarak sektörlerin gelir artışı (y eksen) ve HBK artışı (x eksen) (borsada işlem gören firmalardan derlenmiştir)

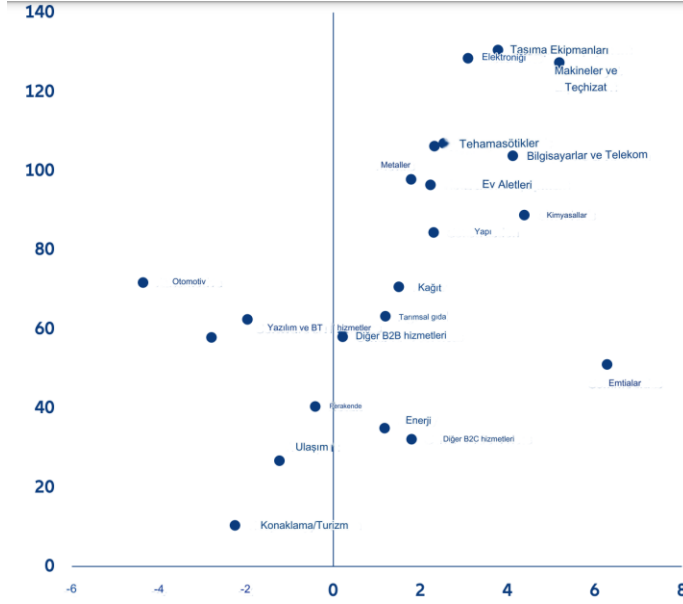


Kaynak: Allianz Araştırma

Aynı zamanda, finansman daha maliyetli ve daha zor erişilebilir olmaya devam edecek. Yüksek faiz oranlarının süresinin uzaması borç ödeme kapasitelerini aşındırırken, finansman imkanlarının sınırlı olması en kırılgan sektörleri risk altında bırakacak. Bu sektörler arasında talep tarafında büyük ölçüde ipotek ve kredilere dayanan gayrimenkul ve dayanıklı tüketim malları gibi sektörlerin yanı sıra gelişmekte olan piyasalar, emtia ithalatçıları ve büyük ABD ithalatçılarının çoğunu içeren, ABD doları karşısında dövizin değer kaybının dolaylı etkilerinden zarar görecektir. Yüksek finansman ihtiyacı⁵ olan sektörlerin yakından takip edilmesi gerekiyor. Bunlar; (i) işletme maliyetleri artan, (ii) beklenenden daha zayıf satışlar nedeniyle yılın ilk yarısında stokları fazla artmış olan, (iii) yapısal olarak daha fazla işletme Sermayesi Gereksinimi (İSG) olan (makine ve ulaşım ekipmanları, ilaç, elektronik, inşaat gibi), (iv) son jeopolitik gelişmeler veya tedarik zinciri şoklarından dolayı stok yönetim yapılarında değişikliğe giden yani üretimini merkez üsse ya da yakınlarına kaydıran sektörlerdir. Küresel olarak İSG 86 günle rekor seviyeye ulaştı ve salgın öncesi ortalamasının bile 2 gün üzerine çıktı. İş modelleri büyük ölçüde borç finansmanına dayanan firmalar, özellikle düşük dereceli ve yüksek kaldıraçlı sektörler ve 2025 yılına kadar borçlarını çevirmek zorunda kalacak olanlar da risk altında.

Şekil 7: Küresel sektörlere göre İSG, 2Ç 2023 seviyesi (y eksen) ve yıllık değişim, ciro gün sayısı olarak (borsaya kayıtlı firmalar)

⁵ Şirketler için Okula Dönüş / İzlenecekler, 7 Eylül



Kaynak: Allianz Araştırma

Konaklama, ulaştırma ve toptan/perakende sektörleri ön sıralarda yer alırken, inşaat sektörü de bu sektörleri yakalıyor. Avrupa rakamları, ülkeler arasında bir sektörden diğerine durum ve ivme farklılığını mükemmel bir şekilde yansıtıyor. Örneklemimizdeki 23 ülkeden sekiz ana ekonomik sektöre baktığımızda, bunların yüzde 60'ının yani 184 sektörden 108'inin, önceki iki çeyrekteki yüzde 68'lik orana kıyasla 2023'ün ikinci çeyreğinde iflaslarda artış kaydettiğini görüyoruz. Halihazırda 2017-2019'daki pandemi öncesi ortalaması ticari iflas seviyelerini aşan en fazla sayıda sektöre sahip ülkeler, başta Birleşik Krallık, İsveç, İspanya, Belçika ve Fransa olmak üzere çoğunlukla Batı Avrupa'da bulunuyor. Konaklama ve gıda hizmetleri ile ulaşım hizmetleri başta İspanya, İsveç ve Birleşik Krallık olmak üzere birçok Avrupa ülkesinde iflaslar bakımından salgın öncesi seviyeleri güçlü bir şekilde yakalayarak iflas artışlarına öncülük ediyor. Taşımacılık dahil edildiğinde listeye Belçika da ekleniyor. Bu sektörleri Batı Avrupa'da özellikle Hollanda, Fransa, Birleşik Krallık ve Almanya'da, yılın ilk yarısında gözle görülür iflas artışlarıyla ticaret ile toptan ve perakende satış sektörleri takip ediyor. İleriye bakıldığında, çevrimsel olarak gerileme döngüsünde olduğundan özellikle bekleyen işlerin neredeyse tamamlanmış olmasından dolayı konut segmentinde ve demografik nedenlerle (yüksek sayıda firma ve yüksek KOBİ payı), inşaat sektörünün de ulusal ticari iflas sayılarının artırması muhtemel. Son 10 yılda toplam vaka sayısının yaklaşık yüzde 20'sini oluşturan Almanya'da yüzde 17, Birleşik Krallık'ta yüzde 19, İtalya'da yüzde 20 ve Fransa'da yüzde 22 ile inşaat sektörü, ticaret (sırasıyla yüzde 17, yüzde 14, yüzde 24, yüzde 21) ve konaklama/gıda hizmetlerinin (sırasıyla yüzde 10, yüzde 12, yüzde 7, yüzde 12) önünde ulusal iflas rakamlarına en büyük katkıyı yapan sektör oldu.

Yoğun devlet desteğine rağmen risk altındaki KOBİ'lerin sayısında belirgin bir düşüş olmadı. Geçen sene Avrupa hükümetleri KOBİ'leri enerji krizinin artan maliyetlerinden ve artan faiz

oranlarından korumak için vergileri düşürerek, fiyatları sınırlayarak veya sübvans ederek, hibe dağıtarak veya garantili kredileri yeniden devreye sokarak yaklaşık 600 milyar Euro harcadı hatta Almanya iflas yasalarını bile geçici olarak hafifletti. Ancak, bu büyük müdahalelere rağmen KOBİ'lerin önemli bir kısmının zayıf temeller nedeniyle önümüzdeki dört yıl içinde temerrüde düşme riskiyle karşı karşıya olduğunu düşünüyoruz. Önceki araştırmamızda, iflastan dört yıl önce kurumsal sıkıntıları öngörebilecek kârlılık, kapitalizasyon ve faiz kapsamı olmak üzere üç ana göstergesi tanımladık⁶. Buna dayanarak, Avrupa'nın en büyük dört ekonomisindeki 500.000'den fazla KOBİ'nin finansal durumunu değerlendirdik. İngiltere'deki KOBİ'lerin yüzde 15'inin, Fransa'dakilerin yüzde 14'ünün, İtalya'dakilerin yüzde 9'unun, Almanya'dakilerin yüzde 7'sinin hala risk altında olduğunu tespit ettik. Bu, 2021 yılı rakamlarına göre sırasıyla yüzde 19, yüzde 15, yüzde 11 ve yüzde 8 idi. Bu iki yıla bakıldığında hafif bir iyileşme olsa da büyük hükümet yardımlarının yalnızca en kırılgan firmaların zorluklarını hafiflettiğini gösteriyor⁷. İleriye dönük olarak, faiz oranları yüksek kalmaya devam ettikçe ve 2023 yılında azaltılan hükümet desteklerinin sonrasında da azalmaya devam etmesiyle, bu tahminler belirgin bir şekilde artacaktır.

Şekil 8: Avrupa: Sektörlere göre ticari iflaslar, H1 2023, yıllık % değişim ve H1-2019 ile karşılaştırma, seçilmiş ülkeler

⁶ Kârlılık $[FVÖK/(Net\ finansal\ borç + Özkaynak)]$ ve faiz karşılama oranına $(FVÖK/faiz\ gideri)$ dayalı metodoloji; her bir ülke için göstergeler ve ilgili eşikler hakkında ayrıntılar için "Üç gösterge KOBİ iflas riskini dört yıla kadar önceden ortaya çıkarabilir" raporumuza bakınız.

⁷ Devlet müdahalesi olmasaydı kırılgan KOBİ'lerin payının ne olacağını tahmin etmek zordur - pandemi yardım programlarının aksine, bunlar firmalar ve sektörler arasında büyük farklılıklar gösteren enerji giderlerini hedef almıştır. Ancak, yüksek enerji giderlerinin kârlılığı, faiz karşılığını ve potansiyel olarak sermayelendirmeyi azaltacağı ve bunun da kırılgan KOBİ'lerin payını artıracığı kesindir.

	Endüstri	inşaat	Ticaret	Taşıma ve depolama	Konaklama, & yiyecek hizmet faaliyetleri	Bilgi & iletişim.	Finans, sigorta, Emlak, B2B faaliyetleri	Eğitim, insan sağlığı & sosyal çalışma faaliyetleri	TÜM SEKTÖRLER
Belçika	14	14	0	4	20	-12	6	2	8
Bulgaristan	-29	30	-15	-28	-29	-3	-16	-44	-15
Danimarka	-2	0	-15	-24	4	-41	-37	-44	-23
Fransa	44	38	38	26	58	53	36	38	40
Almanya	21	15	28	2	32	59	16	25	20
Macaristan	221	338	411	265	401	522	389	421	366
İtalya	9	-12	-4	-10	-4	12	-2	16	Z
Letonya	-23	-4	3	-67	0	-17	-10	167	8
Litvanya	16	-19	18	-24	16	-7	2	41	w
Lüksemburg	-33	104	6	29	35	-30	31	-35	25
Hollanda	100	32	61	82	200	61	43	27	
Norveç	35	20	49	6	70	16	14	31	
Polonya	70	-20	32	-43	133	-30	58	220	
Portekiz	15	54	7	-7	-11	-18	32	41	N
Romanya	-1	-4	0	3	-21	-3	-16	-11	⊕
İspanya	38	11	58	87	70	4	42	46	H & 2 w w
İsveç	23	33	38	27	40	15	25	36	H & 2 w w
İngiltere	18	5	29	18	48	-5	4	15	H & 2 w w

Kaynaklar: Destatis, ONS, SCB, Eurostat, Allianz Araştırma

(*) mevsimsellikten arındırılmamış rakamlar; altı çizili rakamlar 2017-2019 ortalamasına kıyasla daha yüksek bir seviyeyi göstermektedir (eksik veriler nedeniyle Macaristan hariç)

Dayanıklılık faktörleri hızla yok oluyor

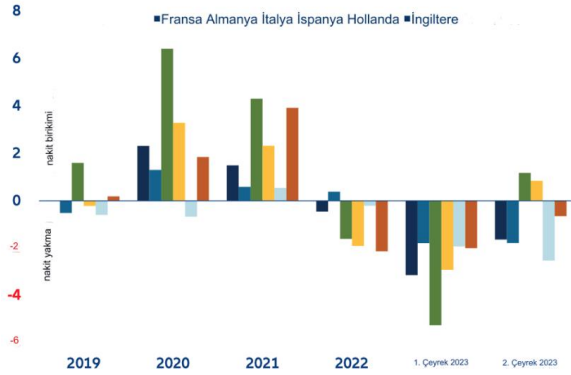
Nakit tamponları tükeniyor. Finans sektörü dışındaki firmaların (FDS) nakit stokları, Temmuz ayı itibarıyla Euro Bölgesi'nde 3,4 trilyon Euro ve Haziran ayı itibarıyla ABD'de 2,5 trilyon ABD doları ile mutlak anlamda ve pandemi öncesi seviyelere kıyasla yüksek kalmaya, Ocak 2020'ye kıyasla sırasıyla Ocak 2021'de yüzde 32 ve Ocak 2023'de yüzde 43 ile devam ediyor. Yine de söz konusu nakit stokları hâlâ yüksek oranda en büyük firmalar ve teknoloji, tüketici ihtiyaçları gibi belirli sektörlerde yoğunlaşmış durumda. Aynı zamanda, Nakit Kullanım Endeksimizin⁸ yansıttığı gibi net nakit pozisyonlarındaki düşüş ekonomik yavaşlamadan daha hızlı ve endeksin 2022 yılının hem birinci hem de ikinci çeyreğinde birçok Avrupa ülkesi için negatif trend dönüşü bu eğilimi teyit ediyor. Bu da küçük firmaların nakit rezervlerinde daha da büyük bir düşüşün habercisi.

Büyük firmaların dayanıklılığı azalıyor ve bu da domino etkisiyle uzun tedarikçi listelerine sahip daha küçük firmalar arasında iflaslarda artışa neden olabilir. Büyük firmaların istikrar

⁸ Nakit kullanım endeksi: faaliyetteki değişim (nominal GSYİH yaklaşık değer olarak alınır) ile net nakit pozisyonundaki değişim arasındaki tempo farkı (ikincisi, FDS mevduatları ile FDS yeni kredileri (1 milyon Euro'ya kadar) arasındaki farkla ölçülür). Negatif bir rakam nakit kullanım dönemini gösterirken, pozitif bir rakam nakit biriktirme dönemini gösterir.

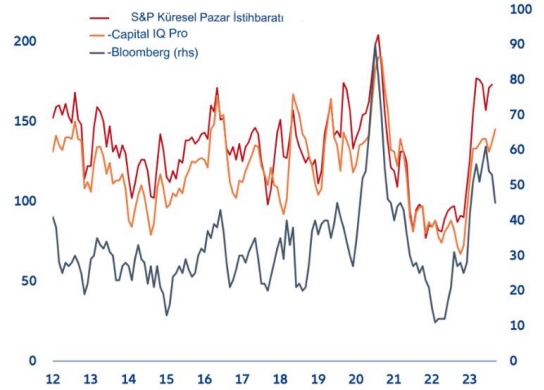
kaybetmesi aşırı borç veya piyasa koşullarındaki değişiklikler özellikle de son dönemde art arda yaşanan şokların yarattığı veya yoğunlaştırdığı köklü yapısal değişiklikler, nedeniyle zaten güçten düşmekte olan firmalar üzerinde potansiyel olarak ölümcül bir baskı yaratıyor. 2023 yılının ikinci çeyreğinde pandemi öncesi 85 olan ortalama seviyenin üzerinde üst üste üçüncü çeyrektir 87 olan bir başka yüksek sayıda büyük iflas vakası⁹ tespit ettik. ABD ve Batı Avrupa, ilk yarıda küresel iflasların yarısına yani 176 vakanın 78'ine ev sahipliği yaparak iflasların en çok yaşandığı bölge oldu. Onları 45 ile Çin'de inşaat ve metal sektöründeki bir dizi vakanın görüldüğü Asya-Pasifik takip etti. Fransa'da, ciro su 5 milyon Euroyu aşan firmaların ticari iflasları Ağustos 2023 itibarıyla son 12 ayda yüzde 73 arttı ve diğer tüm firmalara (yüzde 41 artış) ait iflasları açık ara geride bıraktı. ABD'de, Eylül ayı da büyük firmalar için ölümcül olmuştur: Bloomberg ve Capital IQ endekslerinden ilkin e göre Eylül ayında 14 iflas başvurusu ve yıl başından bu yana 162 vaka kaydedilmiş. Yani 2010'dan bu yana bir yılın başlangıcı için ikinci en yüksek rakam. Benzer şekilde, ikincisine göre de Eylül ayında 62 ve bugüne kadar 516 iflas gerçekleşmiştir.

Şekil 9: Nakit Kullanım Endeksi, Seçili Avrupa ülkeleri



Kaynaklar: Bloomberg, Eikon/Refinitiv, ECB, BOE, FRED, Allianz Research

Şekil 10: ABD'deki büyük firmaların iflasları, 3 milyon



Kaynaklar: Bloomberg, Capital IQ, Allianz Araştırma

KUTU: Güncellenmiş iflas çerçeveleri için gecikmeli başlangıç

İflas çerçevelerinin 2025 yılına kadar önemli ölçüde güçlendirilmesini beklemiyoruz. Covid-19 salgını, birçok ülkeyi iflasları büyük ölçüde kontrol altına almak için moratoryumlar da dahil olmak üzere iflas rejimlerinde çeşitli düzenlemeler yapmaya itti¹⁰. Ters şekilde süreçleri hızlandırmaya yönelik birkaç istisna da vardı. Ancak, bu politikaların çoğu geçiciydi ve o zamandan beri aşamalı olarak kaldırıldı. İflas rejimlerindeki tutarsızlıklar devam ediyor, ancak kurum olarak yaptığımız anketlere göre¹¹, önümüzdeki iki yıl içinde, özellikle Eurogroup

⁹ Yıllık ciro su 50 milyon Euro'yu aşan, Allianz Trade iş birimlerinin raporlamasına dayanan firmalar

¹⁰ Temel örnekler: Belirli koşullar altında iflas başvurusunda bulunmanın askıya alınması, iflas işlemlerinde sürelerin uzatılması, belirli alacaklı eylemlerini önlemek için moratoryumlar, iflas işlemlerini ve tasfiye başvurularını başlatmak için ödenmemiş borç eşik sınırının yükseltilmesi (kaynak: AB tartışma belgesi 182, Şubat 2023).

¹¹ Küresel iflas endeksimizin bir parçası olan ülkelerdeki Allianz Trade iş birimlerinin yerel uzmanları arasında Eylül 2023'te yapılan anket - bkz. istatistiksel ek.

tarafından 2016 yılında listelenen ilkelere üçü¹² ile ilgili olarak uygulanabilecek ve iflas sayısını azaltabilecek önemli bir değişiklik yok: (i) borç sıkıntısının 'erken tespiti' ,örneğin erken uyarı araçlarının yaygınlaştırılması ve kullanılması yoluyla, (ii) 'erken yeniden yapılandırma' ,örneğin mahkeme dışı işlemler veya mahkemelerin sınırlı katılımını içeren usuller yoluyla ve (iii) farklı türde iflas prosedürlerinin mevcudiyeti ,durumların çeşitliliğini kolay ve uygun maliyetli bir şekilde daha iyi kapsayacak şekilde. Mevcut haliyle, İngiltere, Fransa, İtalya, Güney Kore, Japonya, Singapur, Hong Kong ve Çin gibi son on yılda iflas mevzuatlarının etkinliğini artırmak için yeni tedbirler almış olan ülkelerde herhangi bir büyük güçlendirme için ilerlemiş bir değerlendirme yok. Diğer ülkelerde ise 2025 yılına uygulamaya konacak bir plan bulunmuyor.

Bununla birlikte, ödeme davranışlarına ilişkin birçok girişim var. Yine de işletmeler üzerinde ters bir etki yaratmaması için bunların güçlü bir şekilde uygulanmaya konmayacağını düşünüyoruz. Sonuç olarak, bu uygulamalar kısa vadede iflaslarda büyük bir düşüşe zemin hazırlamayacak, ancak orta-uzun vadede iflasları azaltan yapısal bir faktör haline gelecek. Avrupa'da ödeme davranışına ilişkin girişimler çok sayıda ve daha ileri düzeyde, ancak çoğunlukla erken aşamada. EU Observatory of Payments in Commercial Transactions, bilgi asimetrisi ve tutarsızlığını ele alarak Avrupa genelinde ödemelerin daha iyi izlenmesine ve kıyaslanmasına katkıda bulunacaktır ancak henüz yapım aşamasında. Geç Ödeme girişimi¹³ KOBİ'lere yönelik geniş bir önlem paketinin yani KOBİ Yardım paketinin parçası olarak ilgi görüyor. Komisyona göre temel amaç, KOBİ likiditesini artırmak ve her dört iflastan birinin faturaların zamanında ödenmemesinden kaynaklanması nedeniyle, domino etkisini azaltmak için ticari işlemlerin ödemelerini güçlendirmek. Bununla birlikte, mevcut yaptırım mekanizmasının tamamlanması/değiştirilmesi yani faizler ve maliyetlerin geri alınması ya da 2011 tarihli bir AB direktifi kapsamında şu anda 60 gün olan, istisna yapılamayacak azami ödeme süresinin aşağı çekilmesi gibi farklı uygulamalar değerlendirilecektir. Güçlü bir şekilde yenilenmiş bir kuralın yoğun bir şekilde uygulanmasının; firmaları Avrupa dışındaki ülkelere, daha uzun ödeme vadeleriyle, daha fazla mal tedarik etmeye teşvik etmenin kısa vadede ters etki yaratma riski var. Ve zaten kırılğan olan firmalar için bu hayati olabilir. Nitekim, Avrupa'da borsaya kayıtlı firmaların yüzde 46'sında, küresel düzeyde yüzde 47, Alacak Vadesi 60 günün üzerinde. Küresel ortam göz önüne alındığında, ödeme koşullarının 2024 yılında daha da kötüleşmesi muhtemel. Genel olarak, bir günlük ödeme gecikmesi AB'de 90 milyar USD'ye eşdeğer. Bu rakam ABD'de 100 milyar USD ve Çin'de ise 140 milyar USD.

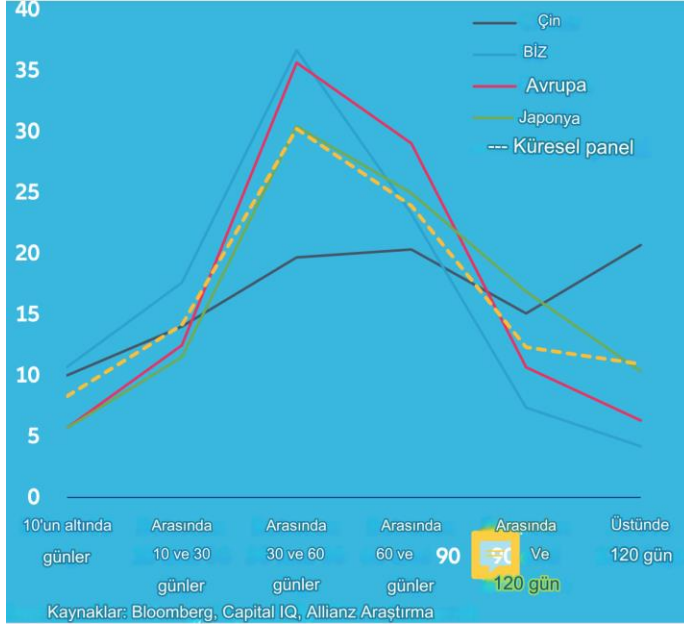
Ödeme konularında, e-faturanın faturalamada verimliliği ve doğruluğu önemli ölçüde artırmanın yanı sıra ödeme gecikmelerine veya anlaşmazlıklara yol açabilecek hata olasılıklarını azaltarak ve süreçleri hızlandırarak tedarikçilerin likidite sorunlarını ve dolayısıyla domino etkisi riskini azaltmayı amaçladığını belirtmek gerekir. Küresel olarak, e-fatura giderek artan sayıda ülkede uygulanıyor, ancak şu ana kadar yalnızca sınırlı sayıda ülkede zorunlu ve 2025 yılına kadar çoğu için gündemde yok. İlk adım genellikle B2G yani işletmeden devlete faturalama için atılıyor, ardından ulusal B2B, işletmeden işletmeye, faturalama için ulusal bir uygulamaya geçiliyor.

¹² Komisyon Avrupa'da ticari iflasa yeni bir yaklaşım öneriyor: büyümeyi desteklemek ve istihdamı korumak için erken yeniden yapılandırmayı teşvik etmek (europa.eu)

¹³ 09 2023 | Dijital Çağa Uygun Bir Avrupa | Geç Ödemeler Direktifinin Revizyonu (europa.eu)

Bununla birlikte, e-faturanın özellikle alıcının kredibilitesinden veya dolandırıcılık faaliyetlerinden kaynaklanan ödeme olaylarını ortadan kaldırmasını beklemiyoruz.

Şekil 11: AV dağılımı, ülke/bölge bazında, firma yüzdesi olarak, 2023 2. Çeyrek finansalları (borsaya kayıtlı firmalar)



Bölgesel Görünüm

Batı Avrupa'da, rejim-değişimli iflas modelimiz¹⁴, ticari iflaslardaki artışın Almanya, Fransa, Birleşik Krallık ve İtalya olmak üzere ilk 4 pazarda yüzde 10'u aşacağına işaret ediyor. Bölgesel düzeyde, 2024 yılında, 2023'teki yüzde 5 oranında yüzde 13'e yükselme ve üst üste dördüncü yılı tamamlayacak bir hızlanma bekliyoruz – ki şimdiye kadarki artışlar zaten bölgede iflas sayısının 2022 yılındaki salgın öncesi yüzde 4'lük seviyesini geçmesine yol açmıştır. En yüksek iflas artışları Portekiz'de yüzde 19, İtalya'da yüzde 24 ve Hollanda'da yüzde 28 olarak kaydedilecek, İspanya'da da salgın öncesi seviyeler yakalanacak. Çoğu ülkede, 2023 yılına kıyasla daha yumuşak da olsa artış devam edecek ve bunun sonucunda bazılarında çift haneli artışlar görülecek: Hollanda 2023'te yıllık yüzde 59, Fransa yüzde 36, İrlanda yüzde 28, İsveç ve Finlandiya yüzde 25 ve Almanya yüzde 22... 2025 yılında ülkeler genelinde iflaslarda geniş tabanlı ancak bölgesel endekste yüzde 7 ile ılımlı bir düşüş görülmesi bekleniyor. Ancak bu yine de ülkelerin çoğunda 2019 yılına kıyasla ortalama yüzde 8 daha fazla iflas demek.

¹⁴ İflas rejimi değişim modellerimiz, gelecekteki iflas seviyesi aralığını dört "aralık"tan birinde (yani "%10'dan fazla azalma", "%10'a kadar azalma", "%10'a kadar artış", "%10'dan fazla artış") tahmin etmek için binlerce on yıllık makro-finansal veri serisini kullanan sınıflandırma modelleridir. Modellerimizin özellik seçimi ve tahmini, genişleyen pencereler kullanılarak her ülke için bağımsız olarak yapılmış ve performansları doğruluk puanları ile değerlendirilmiştir. Ülkelerimizin her biri için, 6 ay sonraki iflas büyüme aralığını tahmin etme doğruluğu %70'in üzerindedir (yani ortalama bir yılda, modeller en az 8 ayı doğru tahmin etmektedir).

Almanya'da, ticari iflaslar 2023 yılında geçmiş yıllarda kaydedilen çok düşük seviyelere göre çoktan hız kazanmış durumda. İlk yarıda resmi veriler yıllık bazda yüzde 20'lik bir artışa işaret ederken, yukarı yönlü eğilimi sürükleyen sektörler ticaret (ilk yarıda 296 artışla, son 12 ayda 475 vaka), konaklama (sırasıyla 194 ve 231 vaka), inşaat (sırasıyla 193 ve 357 vaka) ve özellikle de proje geliştirme alt sektörü oldu. Alternatif veriler üçüncü çeyrek için de aynı trendin devamına işaret ediyor. Berlin Humboldt Üniversitesi ve IWH veri setlerine göre yılbaşından bu yana sırasıyla ilk yarıda yüzde 25 ve son 12 ayda yüzde 31 artış kaydedildi. Kısa vadede yukarı yönlü bu trendin sürmesini bekliyoruz. Ekonomik faaliyetlerin uzun süredir zayıf seyretmesi ve daha sıkı finansman koşullarının yarattığı yapısal zorluklar, ticari iflas sayısının 2024'te yıllık yüzde 9 artış, yani 1.600 vaka artışı ile toplam 19.400 vakaya ulaşmasına ve 2025'te ise yüzde 2 düşüşle 19.100 vaka olmasına neden olacak. Dolayısıyla oranlar Covid-19 salgınının patlak verdiği 2019 yılında ulaşılan seviyenin üzerinde kalacak.

Fransa'da, ticari iflaslardaki artış eğiliminde yıl boyunca ılımlı bir ivme kaybı yaşanmış olsa da bu eğilim sona ermek üzere. Büyük şirketlerin, 2022'de yüzde 49 olan iflaslarındaki belirgin artışla üst üste ikinci yıl da iflaslarda yıllık yüzde 36 ile gözle görülür bir artış gerçekleşecek. 2020-2021'de kaydedilen anormal düşük seviyelerden beklenen artışlar yani normalleşme süreci en fazla daha önce devlet tarafından büyük ölçüde desteklenen konaklama, sanayi ve ticaret sektörlerinde olmak üzere tüm sektörler yayılmaya devam ediyor. Çoğu sektörde iflas oranları 2024 yılına kadar salgın öncesi seviyeleri aşma yolunda. Bunlara çevrimsel olarak konut yatırımlarında gerilemenin yaşandığı inşaat da dahil. Ekonomik faaliyetler 2024 yılının ikinci yarısından itibaren yeniden ivme kazanacak olsa da finansman koşullarının sıkı kalmaya devam edeceği bu dönemde söz konusu canlanma yıllık iflas sayısında gözle görülür bir iyileşme sağlamak için yetersiz ve geç kalacak. Ticari iflasların 2024 yılında 57.000 vakada sabit kalmasını, 2025 yılında ise 4.000 vaka düşüşü ile yıllık yüzde 7 azalmasını bekliyoruz. Ancak iflaslar yine de 2019 seviyesinin yüzde 3 üzerinde olacaktır.

Birleşik Krallık'ta, ticari iflasların 2025 yılına kadar pandemi öncesi seviyelerin yaklaşık yüzde 30 üzerinde kalmasını ve 29.850 vaka ve yüzde 5 artış ile 2024 ve 28.400 vaka ve yüzde 5 ile 2025 yıllarında yeni yüksek iflas sayılarının görülmesini bekliyoruz. Şimdiye kadar, konaklama, ticaret ve imalat 2023 yılındaki genel artışa (3.900 vaka, yüzde 16 artış) en çok katkıda bulunan sektörler. Ancak, tüm sektörlerde iflas sayısı halihazırda ve büyük ölçüde 2019 seviyelerini aştı. Yerli firmalar geçtiğimiz yıllarda yönetmek zorunda kaldıkları art arda gelen; Brexit ile ilgili sorunlar, Covid-19 şoku, daha önceki parasal sıkılaştırma, hızlı ve yapışkan enflasyon gibi şoklar ve zorluklar nedeniyle kırılgan durumda. Ekonomik ve finansal görünümün 2025 yılına kadar çok az iyileşeceğini ve firmaları bekleyen borç geri ödemelerini göz önüne alınca bu durumun 2024-2025 yıllarında da devam edeceğini öngörüyoruz.

İtalya: 2022 yılına kadar uzun süre düşük sayıda iflasla dikkat çeken ülke, şimdi 2025 yılına kadar ticari iflaslarda ciddi bir hızlanma riskiyle karşı karşıya. İflas sayılarında normalleşme süreci İtalya'da daha geç ,2023 yılının başlarında başladı ve 2023 yılının üçüncü çeyreğine kadar sektörler arasında dengesiz bir şekilde gerçekleşti. İmalat sektörü ve hizmet sektörlerinin çoğunda iflaslarda güçlü bir artış görülürken, perakende ve konaklama sektöründe hâlâ aynı ve

taşımacılık/depolama ve inşaat sektörlerinde azalıyor. Ancak, superbonus vergi kredisi programı tarafından suni olarak şişirilen inşaat faaliyetlerinde belirgin bir şekilde yavaşlama görülecek. Genel olarak, trend dönüşünde yıl boyunca kaydedilen tersine hızlanma, 2023 yılındaki vakada yüzde 15 artışla 1.090 yeni vaka kaydedilerek toplam 8.250 iflas vakasına ulaşmasına yol açacak. 2024 yılının ilk yarısına kadar sürecek olan ekonomik zayıflığın tüm sektörleri sirayet etmesini ve şirketlerin daha yüksek maliyetler, daha yüksek faiz oranları ve daha düşük finansman erişimi ile karşı karşıya kalmasını bekliyoruz. Bu bağlamda, ticari iflaslar 2024 yılında artmaya devam edecek ve yüzde 24 artış ile 1.950 vakaya ulaşacak. 2025 yılında ise 10.200 vaka ile sabit kalacaktır. Codice della crisi e dell'insolvenza'dan bu yana yasal bağlamda önemli değişiklikler olduğu için İtalya'da iflas seviyesinin 2019 seviyelerine geri dönmesini beklemiyoruz.

Benelüks'te normalleşme süreci **Belçika'da** (2022'de yüzde 49 idi) yüzde 18 artış **kaydeden Hollanda'dan** daha erken başladı. Ancak, her iki ülkede de 2023 yılında sırasıyla yüzde 9 ve yüzde 59, 2024 yıllarında sırasıyla yüzde 4 ve yüzde 28 olarak iflaslarda yeni bir sıçrama bekliyoruz. Uluslararası ekonomik çevrimlere daha duyarlı olan Hollanda'da artış daha yüksek olabilir. 2024 yılında öngörülen uzun süreli zayıf ekonomik ve finansal görünüm, çoğu sektörde ek iflaslarla kendini gösterecek. Ancak, konaklama/gıda faaliyetleri ve taşımacılık/depolama her iki ülkede de 2023 yılının ilk yarısında çoktan salgın öncesi seviyelere ulaştı. Belçika'nın tarihsel perspektifte ikinci en yüksek rakam olan 2019 seviyesiyle arasındaki farkı tam olarak kapatamayacağını, ancak 2024 ve 2025 yıllarında sırasıyla 10.500 ve 10.000 vaka ile 2010-2019 ortalamasına geri dönmesini bekliyoruz. Hollanda'da, ticari iflaslarda beklenen 2023 yılında 1.250 vaka artışı ve 2024'te 950 vaka artışı, 2017-2019 seviyelerinin üzerine çıkış anlamına gelecektir. Ancak bu çıkış büyük mali krizin ardından 2009-2014 arasında yıllık ortalama 7.900 vaka ile yaşanan kadar ciddi olmayacaktır.

Orta ve Doğu Avrupa ile Afrika, ticari iflaslar bakımından oldukça farklı dinamikler sergilediğinden bir bütün olarak yorumlanmaları anlamsız oluyor. Bu nedenle bölge değerlendirilirken üç ana küme olarak ele alınmalıdır. İflas seviyelerinin uzun süredir düşük kaldığı iki büyük ülkeden oluşan bir küme: Güney Afrika ve Rusya. Güney Afrika'da şirketler ekonominin makro dayanıklılığından faydalanan (2023 yılında iflaslar yüzde 3 ve 2024'te yüzde 0). Ukrayna ile savaş bağlamında hükümetin iş dünyasını destekleme kabiliyeti ve isteğinin azaldığı Rusya'da, 2023'te yüzde 32 düşüş ile iflas seviyelerinde belirsiz bir zamanlama ile arayı kapamaya yönelik bir artış yaşanabilir. İkinci ülke kümesi iflaslarda ılımlı artış eğilimi olan ülkelerden oluşuyor. Bunların Çekya, Letonya ve Slovakya gibi bir kısmında iflas seviyeleri tarihsel perspektifte oldukça düşük seviyedeysen Bulgaristan, Romanya gibi diğerlerinde yüksek seviyede. Üçüncü grupta ise iflaslarda büyük artışların yaşandığı ülkeler var. Bunlar: başta KOBİ'ler olmak üzere firmaların ödeme gecikmeleri sorunlarıyla mücadele ettiği Fas, resmi rakamların sıfır/sınırlı ciroya sahip firmalar ve donuk şirketlerle şişirilen Macaristan ve Polonya'dan oluşuyor.

Polonya, bir yandan yeniden yapılandırma prosedürlerini daha kolay ve hızlı hale getiren iflas çerçevesindeki değişikliklerin bir sonucu olarak diğer yandan da ekonomik yavaşlamanın girdi fiyatları ve işgücü maliyetlerindeki artış ve daha büyük firmalarla rekabet karşısında daha fazla KOBİ'yi iflasa ittiği 2023 yılında yaklaşık 4.400 dava ile yani yıllık yüzde 68 artış ile üst üste

dördüncü kez iflaslarda rekor artış kaydedecek. Ekonomik büyümenin kademeli olarak hızlanmasıyla birlikte 2024'te 3.800 ve 2025'te 3.500 vaka olacak şekilde iflas sayısında bir miktar düşüş bekliyoruz. Ancak, yasal bazı değişikliklere bağlı bir kısım belirsizlikler de olabilir.

Asya'da, 2024 yılında daha zayıf bölgesel ve küresel ortamın bir sonucu olarak çoğu ülkenin iflaslarda 'ılımlı' bir artış yaşamasını bekliyoruz. 2025 yılında ise iflaslar bir nevi istikrara kavuşacak. Bölgesel düzeyde 2023 yılında iflaslardaki yüzde 3 düşüşten sonra 2024 yılında yüzde 5'lik bir yıllık artış, 2025'te ise yüzde 3'lük bir artış anlamına geliyor. Çin, bölgesel endeksimizde yüzde 57'lik bir paya sahip olduğu için bu tabloda mekanik olarak kilit bir rol oynayacak.

Çin şu ana kadar düşük iflas sayısını korumada başarılı olduğunu kanıtladı. 2023 yılında yaklaşık 6.500 iflas vakası bekleniyor; bu rakam 2019 seviyelerinin yüzde 45 altında olsa da 2000-2018 döneminde yıllık ortalama 4.700 vakaya göre yani salgın öncesi perspektiflere göre hâlâ yüksek. Küresel talebin zayıflaması, inşaat faaliyetlerinde ve reel yatırımlarda uzun süredir devam eden endişeler ve finansman sorunları nedeniyle büyüme görünümündeki durgunluk göz önüne alındığında, iflaslarda ılımlı da olsa 2024'te yüzde 5 ve 2025'te yüzde 6 olacak şekilde bir artış bekliyoruz. Ticari iflasların üç yıldır arttığı Hong-Kong'da 2021 yılında iflaslarda artış sırasıyla yüzde 28, 2022'de yüzde 1 ve 2023'te yüzde 6... Çin sınırının yeniden açılması ve Covid kısıtlamalarının kaldırılmasından bu yana ekonominin kademeli olarak normalleşmesinin ticari iflaslarda bir miktar istikrarı desteklemesini bekliyoruz. Vaka sayısı 2024 yılında 320 civarında kalacak, ancak 2025 yılına kadar yıllık 300 vakanın biraz altına düşecek, yani 2010-20 ortalamasına yakın olacaktır. Bununla birlikte, bölgedeki diğer ülkelerin çoğu, özellikle Güney Kore (2023 için yüzde 41 ve 2024'te yüzde 2 artış bekleniyor), Japonya (sırasıyla yüzde 35 ve yüzde 7 artış), Avustralya (yüzde 29 ve yüzde 5 artış) ve Yeni Zelanda (yüzde 21 ve yüzde 8 artış) başta olmak üzere, zayıf bölgesel ve küresel ortamdan kaynaklanan çeşitli olumsuz etkileri 2024 yılında da hissetmeye devam edecek.

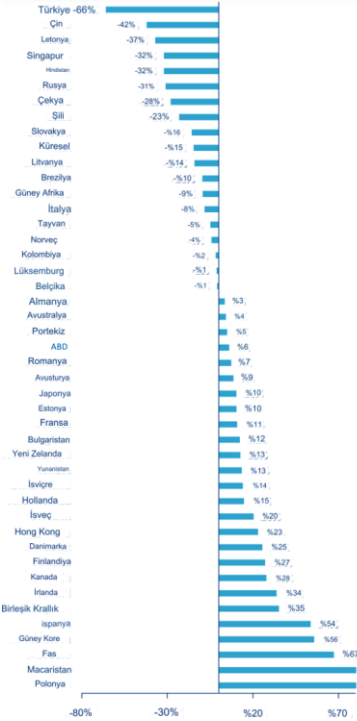
ABD'de, hükümet garantili kredilerin büyük ölçüde sübvansiyona dönüştüğü Maaş Çeki Koruma Programı'nın (Paycheck Protection Program PPP) muazzam destekleri ile birleşen güçlü Covid sonrası toparlanma iflaslarda düşüşü beraberinde getirmişti. 'Tarihi' olarak düşük seviyede olan iflas rakamlarında 2022 yılındaki 13.500'den az vakaile yukarı yönlü tırmanış, büyük firmaların yol göstermesiyle 2023 yılında başladı. Kredi koşullarının daha uzun süre sıkı kalacak olması ve keskin ekonomik yavaşlama kombinasyonunun iflaslarda 2024 yılında bir başka önemli artışa yol açmasını bekliyoruz (2023'te yıllık yüzde 47, 2024'te yüzde 22). Genellikle daha az nakit rezervine, daha düşük marjlara ve daha az finansman seçeneğine sahip olan KOBİ'lerin iflaslara katkısı artacaktır. Şubat 2020'de devreye giren ve yeniden yapılandırmayı Bölüm 11'e göre daha kolay, daha ucuz ve daha az kısıtlayıcı hale getiren Bölüm V düzenlemeleriyle beraber olacaktır bu katkı. İflas artışlarının 2025 yılında biraz yavaşlamasını ve yaklaşık 23.900 vakayla yani yüzde 5 olan pandemi öncesi seviyelerin biraz üzerinde, yarı-istikrarlı bir şekilde devam etmesini bekliyoruz.

Şekil 12: 2023-2025 için iflas sayısı tahminleri, seçilmiş gelişmiş ekonomiler için, 2019 yılı=100



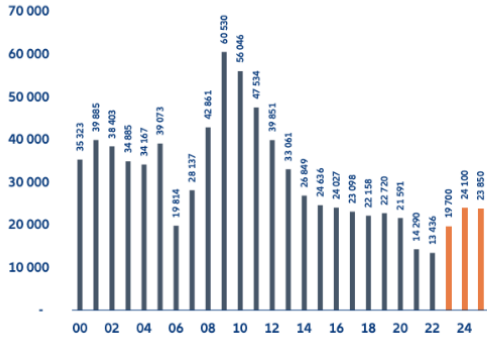
Kaynaklar: Ulusal kaynaklar, Allianz Araştırma

Şekil 13: 2019'a kıyasla 2024'te beklenen iflas sayısı, % olarak

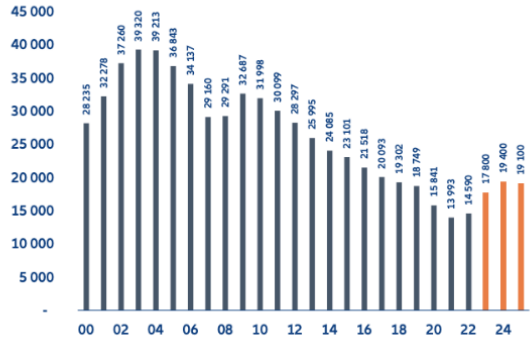


Kaynaklar: Ulusal kaynaklar, Allianz Araştırma

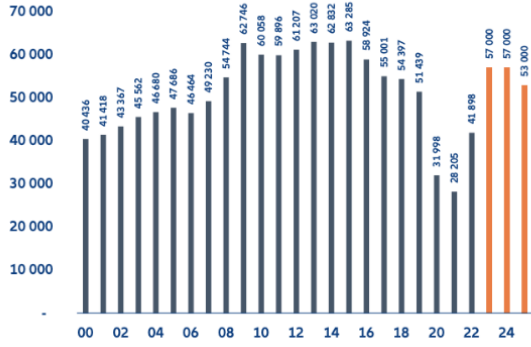
Amerika Birleşik Devletleri



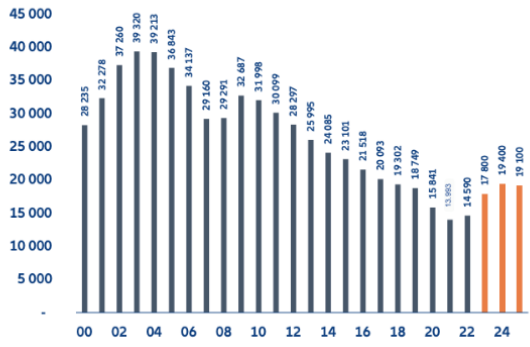
Almanya



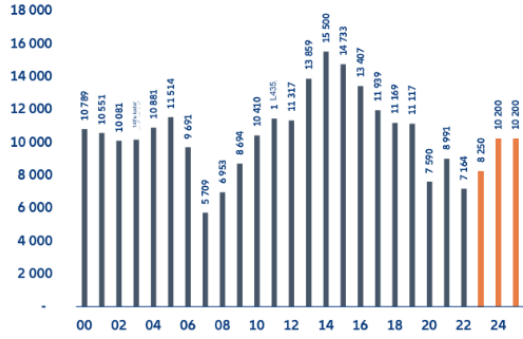
Fransa



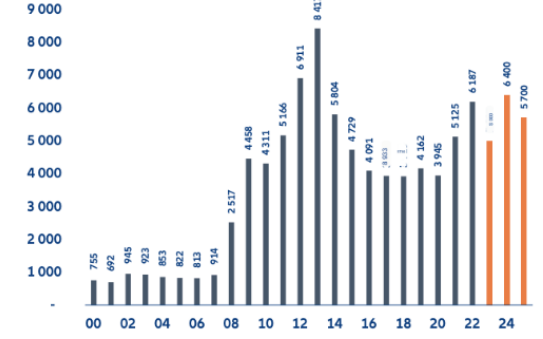
Birleşik Krallık



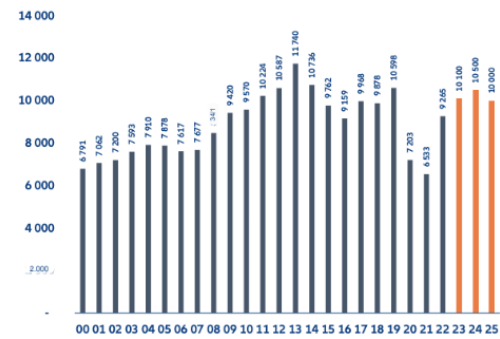
İtalya



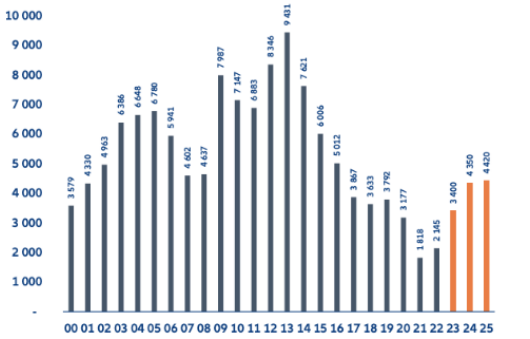
İspanya



Belçika



Hollanda



Kaynaklar: Ulusal kaynaklar, Allianz Araştırma

İstatistiksel ek

	Dünya GSYİH'ini %'si**	Global endeksin %'si	Ticari iflas seviyesi					Ticari iflaslarda artış ticari iflaslar artış oranı					2019 seviyesi ile karşılaştırma				
			2020	2021	2022	2023t	2024f	2025t	2020	2021	2022	2023t	2024f	2025t	2022	2023t	2024f
	% of World GDP**	% of Global Index	Business Insolvencies level					Comparison with 2019 level									
KÜRESEL ENDEKS: GLOBAL INDEX *																	
Kuzey Amerika Endeksi North America Index *																	
ABD	U.S.																
Kanada	Canada																
Latin Amerika Endeksi Latin America Index *																	
Brezilya	Brazil																
Kolombiya	Colombia																
Şil	Chile																
Avrupa Endeksi * Europe Index *																	
BK+Norveç Endeksi EU27+UK+Norway Index *																	
AB27 Endeksi	EU27 Index *																
Euro Bölgesi Endeksi	Euro zone Index *																
Batı Avrupa Endeksi Western Europe Index *																	
Almanya	Germany																
Birleşik Krallık	United Kingdom																
Fransa	France																
İtalya	Italy																
İspanya	Spain																
Hollanda	Netherlands																
İsviçre	Switzerland																
İsveç	Sweden																
Belçika	Belgium																
İrlanda	Ireland																
Norveç	Norway																
Avusturya	Austria																
Danimarka	Denmark																
Finlandiya	Finland																
Portekiz	Portugal																
Yunanistan	Greece																
Lüksemburg	Luxembourg																
Doğu Avrupa Endeksi Central & Eastern Europe Index *																	
Rusya	Russia																
Türkiye	Turkey																
Polonya	Poland																
Romanya	Romania																
Çekya	Czechia																
Macaristan	Hungary																
Slovakya	Slovakia																
Bulgaristan	Bulgaria																
Litvanya	Lithuania																
Letonya	Latvia																
Estoniya	Estonia																
Afrika Endeksi Africa Index *																	
Güney Afrika	South Africa																
Fas	Morocco																
Asya-Pasifik Endeksi Asia-Pacific Index *																	
Çin	China																
Japonya	Japan																
Hindistan	India																
Güney Kore	South Korea																
Avustralya	Australia																
Tayvan	Taiwan																
Singapur	Singapore																
Hong Kong	Hong Kong																
Yeni Zelanda	New Zealand																

Küresel firma sayısı: Global with absolute number of firms
Küresel nispi firma sayısı: Global with relative number of firms**

(*) Endeks 100 = 2020
 (**) GDP 2020 ağırlığı ile normalleştirilmiş veriler
 (**) Endeks 100 = 2020 yılı GSYİH'leri, cari döviz kurlarına göre ağırlıklandırılmış
 (***) 2015 yılında ülke başına aktif firma sayısı (OECD ve ulusal kaynak rakamları)

Kaynaklar: Ulusal veriler, Allianz Araştırma (t. tarihli)