

## Bankacılık Sektöründe Fiyatlama Dinamikleri ve Temkinli Pozisyonlama

ABD-İran savaşının başlamasının ardından küresel finans piyasalarında ciddi bir sarsıntı gerçekleşti. Haliyle bu sarsıntının etkileri Borsa İstanbul cephesinde de kendini gösterdi. Özellikle banka hisselerinde oluşan satışlar daha fazla ön plana çıktı. Peki bankacılık hisseleri neden bu denli negatif etkilendi? Bu sorunun cevabını tartışalım;

İlk olarak en kritik kırılma enerji fiyatları üzerinden geliyor. İran gibi kritik bir ülkenin dahil olduğu jeopolitik çatışma, petrol ve doğal gaz fiyatlarında yukarı yönlü şok yaratır. Türkiye net enerji ithalatçısı bir ekonomi olduğu için bu durum doğrudan cari açığı büyütür ve enflasyon beklentilerini yukarı çeker. Bankacılık hisseleri burada ilk etkilenen segmenttir çünkü artan enflasyon ve enerji maliyetleri, ekonomide genel finansal koşullarını sıkılaştırır. Bu da kredi talebini ve kredi geri ödeme kapasitesini olumsuz etkiler. Piyasa bunu çok hızlı fiyatlar.

İkinci olarak ülke risk primi (CDS) kanalı devreye girer. Jeopolitik riskin artmasıyla birlikte Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algısı bozulur. CDS'lerde yükseliş görülür. CDS yükseldiğinde bankaların yurtdışı borçlanma maliyetleri artar çünkü Türk bankaları sendikasyon ve eurobond piyasalarına bağımlıdır. Bu durum bankaların maliyet baskısı üzerinden net faiz marjı üzerinde baskı yaratır. Yani bankalar daha pahalı borçlanır ama bunu aynı hızla kredi faizlerine yansıtamayabilir. Bu da hem net faiz marjını daraltır hem de doğrudan değerlendirme çarpanlarını aşağı çeken bir unsur olarak karşımıza çıkar.

Üçüncü ve kısa vadede en önemli kanal faiz beklentileridir. Enerji fiyatlarındaki artış enflasyonu yukarı iterken, bu durum merkez bankalarının daha uzun süre sıkı kalmasına neden olur. Türkiye özelinde bakarsak, faiz indirim süreci içerisinde olan TCMB, enflasyona yönelik bozulan beklentiler sonucunda faiz indirimine ara vermiştir. Hatta faiz artırımını olasılığı bir hayli yükselmiştir. Zaten likiditeyi yönlendirme politikası ile TCMB bankaları artık %37 olan bir hafta vadeden (politika faizinden) değil, %40 olan gecelik maliyetten fonladığını duyurdu. Bu aslında 300 bp faiz artırımını demek. Tüm bu gelişmeler aynı zamanda ileriye yönelik faiz politikası adına da belirsizlik oluşturuyor. Bu durum da bankacılık sektörünü faiz seviyesi ile faiz oynaklığı ve belirsizliği eşliğinde olumsuz etkiler. Özellikle uzun vadeli kredi verme iştahı düşer ve bilanço yönetimi zorlaşır.

Dördüncü olarak büyüme beklentileri bozulur. Enerji fiyat şoku ve jeopolitik risk, küresel büyüme beklentilerini aşağı çeker. Türkiye gibi dış talebe duyarlı ekonomilerde bu durum ekonomik aktivitenin yavaşlayacağı beklentisini doğurur. Bankalar doğrudan büyümeye korelasyonu yüksek sektördür. Ekonomi yavaşlarsa kredi büyümesi düşer, tahsilat riskleri artar ve aktif kalitesi bozulur. Bu nedenle banka hisseleri genelde büyüme endişelerinde ilk satılan varlıklardır.

Beşinci ve çoğu zaman en hızlı çalışan mekanizma yabancı çıkışıdır. Jeopolitik risk arttığında global fonlar portföylerini daha güvenli varlıklara kaydırır ya da nakite geçer. Bu süreçte varlıklar satılır. Türkiye'de yabancı yatırımcıların en yoğun olduğu sektör bankacılıktır. Dolayısıyla satışın ilk ve en sert geldiği yer banka hisseleri olur. Bu teknik bir akıştır ama fiyatlama üzerinde oldukça güçlü bir etkisi vardır.

Tüm bu faktörleri birleştirdiğimizde ortaya çıkan tablo şudur: İran savaşı gibi bir jeopolitik şok, Türkiye ekonomisi için eş zamanlı olarak enflasyon, faiz, kur ve risk primi kanallarını bozar. Bankacılık sektörü ise bu dört değişkenin tam merkezinde yer aldığı için bu tür şoklara karşı en hassas sektörlerden biridir. Bu nedenle banka hisselerinde görülen satış, spesifik bir sektörel problemden ziyade makro risklerin yoğunlaşmasının bir sonucudur. Bu sorunlar ortadan kalkmadığı sürece mevcut negatif ortam fiyatlara girse dahi savaş öncesi görülen pozitif havaya dönmek pek mümkün değildir.

### **Dana net bir çerçevede özetlersek, piyasa bu hareketi şu şekilde fiyatlar:**

Artan enerji maliyetleri ile enflasyonda yükseliş beklenir. Bu durum daha sıkı para politikasına geçiş demektir. Büyüme temposunda net bir yavaşlama oluşur. Geri dönmeyen kredilerde artış riski ile beraber fonlama maliyetleri de yükselir. Banka kar marjlarına yönelik beklenti negatifleşir. Bu zincirin ilk halkası jeopolitik risk olsa da son halkası doğrudan banka değerlemesine dokunduğu için satışın merkezi bankalar olur. Ayrıca artan tahvil getirileri risksiz faiz oranını yükseltir ve durum şirket değerlemelerini aşağı çeken bir durum olarak karşımıza çıkar.

Savaşın başlaması ile bu zincirin ortaya çıkması ile bankacılık endeksi 23 Şubat tarihinde gördüğü 20.940 seviyesinden %25 oranında oldukça sert bir geri çekilmeye maruz kaldı. Bu düşüşle 2023 Mayıs ayında görülen 3790 dibinden gelen yükselen trend desteğine de oldukça yaklaştı. Bu kritik destek 14.820 seviyesinden geçiyor. Ortadoğu'da yaşanan savaşa ilişkin haber başlıklarının kafa karıştırıcı olduğu bir ortamda bu desteğin üzerinde tutunma çabalarını yakından izlemek gerekiyor. Şayet son gelişmelerin fiyatların içinde olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. Fakat petrol fiyatlarını 200 dolar seviyelerine taşıyacak süreçlerin yaşanması durumunda sektör hisselerinde satışların sürebileceğini söyleyebiliriz. Mevcut durumda ise bankacılık endeksinin geldiği teknik seviyeler nedeni ile sektör hisselerini izlemeye almanın da mantıklı olduğunu düşünüyoruz. Tabii bankacılık hisselerini izlememizin yanı sıra gelişmelere hassasiyet nedeni ile haber analizi eşliğinde temkinli duruşumuzu da korumaya devam ediyoruz.



TRİVE YATIRIM ARAŞTIRMA DİREKTÖRÜ  
EREN CAN UMUT

**RİSK UYARISI:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibariyle mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Trive Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. İnternet sitemizdeki her türlü tablo ve grafikler güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan yararlanılarak hazırlanmıştır. Sitemizde bulunan iç ve dış piyasalara ait tablo, grafik ve analizlerin doğrulukları tarafımızca garanti edilmemekte ve bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.