

AVRUPA KIŞA HAZIR MI?



Avrupa Kışa Hazır Mı ?

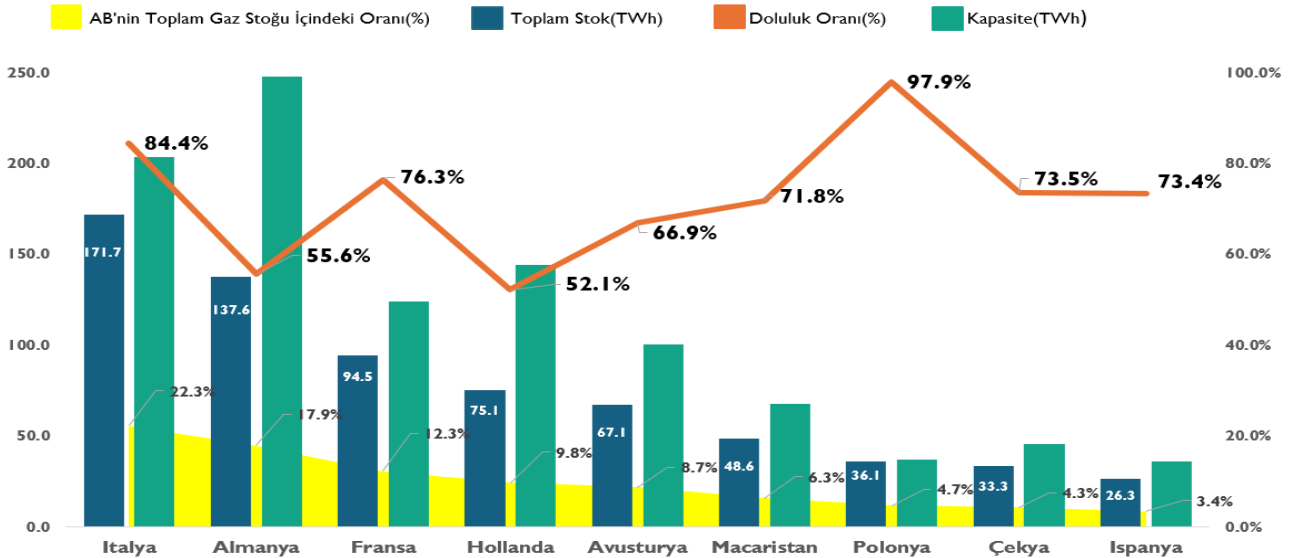
Enerji piyasalarındaki dalgalanmalar ilk olarak fiyat etiketlerinde kendini gösteriyor ama uzun vadeli etkiler genellikle altyapı ve sanayi üretiminde hissediliyor. Ukrayna-Rusya savaşı başlangıçta dönemsel bir tedarik sorunu olarak değerlendiriliyordu. Süreç içinde ülkeler, artan spot piyasa fiyatlarının tüketiciler ve sanayi üzerindeki etkisini devlet destekli sübvansiyonlarla hafifletmeye çalıştı. Ancak 2026 kışına yaklaşırken, bu durumun geçici bir kesintiden ziyade kıtanın üretim maliyetlerini ve rekabet gücünü etkileyen yeni bir sürece doğru ilerlediğini görüyoruz. Tedarik ekseninin boru hatlarından deniz yolu rotalarına kayması ve enerjinin maliyet içindeki payının artması, Avrupa'nın ekonomik modelini zorluyor. Geldiğimiz noktada Avrupa'nın depolarında miktar olarak ne kadar gaz bulunduğu sorusu kadar, mevcut fiyat seviyeleriyle sanayi üretiminin nasıl sürdürüleceği de önem taşıdığını düşünmekteyiz.

Doğalgaz Depolama Mimarisi

Avrupa Birliği genelinde gaz depolarındaki doluluk oranının eylül ayı itibarıyla %69,6 seviyesinde kalması, piyasalarda 2022 krizinden bu yana görülen en zayıf kış hazırlığına işaret ediyor. 2022 yılında savaşın hemen ardından başlatılan doldurma politikalarıyla depolar eylül aylarında %88'in üzerine taşınmış, beş yıllık ortalamalar ise %85-90 bandında seyretmişti. Bugün gelinen noktada stoklar, beş yıllık mevsimsel normallerin yaklaşık 19 puan gerisinde seyrediyor.

Avrupa sanayisinin lokomotifi Almanya'da ise enerji maliyetlerinin üretim üzerindeki baskısı daha fazla hissediliyor. Ülke depoları yaklaşık %56 doluluğa sahip ve bu oran son 15 yılın en düşük eylül seviyesi olarak kayıtlara geçiyor. Geçmiş yıllardaki yoğun dolum dönemlerinde günlük 4.000 - 4.500 GWh seviyelerinde gerçekleşen enjeksiyon hızının mevcut durumda 2.500 GWh bandına kadar yavaşlamış olması, yüksek maliyet baskısı nedeniyle gaz alım temposunun neredeyse yarı yarıya düştüğünü ifade ediyor. Yaşanan bu ivme kaybı, AB'nin %80'e esnettiği 1 Kasım doluluk hedefine dahi ulaşamayacağını ve depoların en iyi ihtimalle %79 bandında kışa gireceğini gösteriyor.

Grafik 1: AB Ülkelerinin Doğal Gaz Depolarının Güncel Durumu



Kaynak: Eurostat Veri Tabanı, Statista



Avrupa Kışa Hazır Mı ?

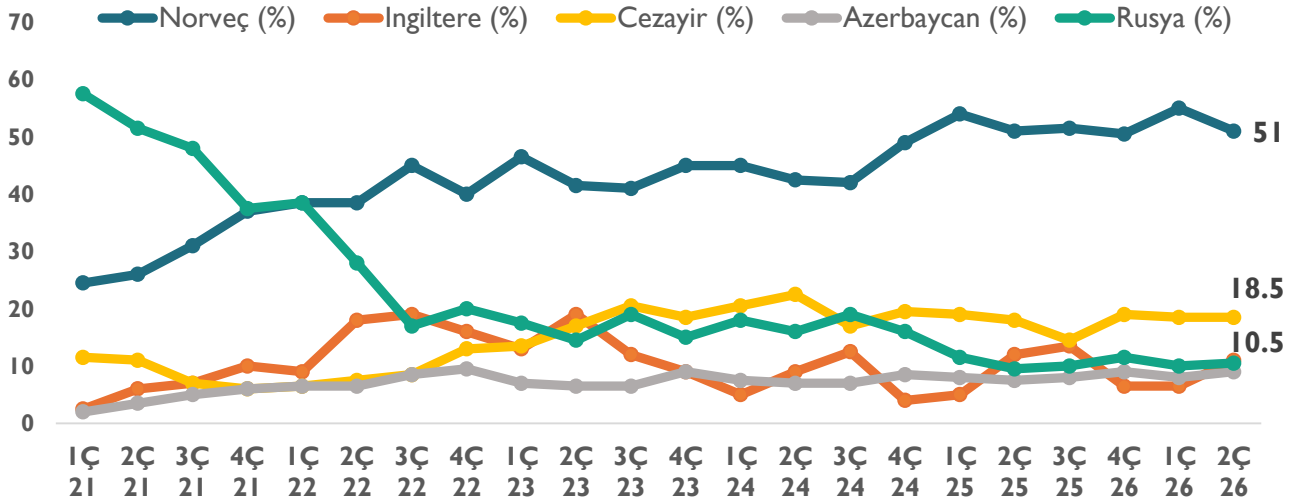
Diğer yandan Gas Infrastructure Europe (GIE) verileri ve sektör analizleri, sistemin asıl zafiyetinin stok miktarında değil, teslim edilebilirlik tarafında yattığını belirtiyor. Yeraltı gaz depolama (UGS) tesisleri birer su deposu gibi çalışmaz, rezervuar basıncı fiziksel yasalarla yönetilir. Depolardaki gaz çekildikçe iç basınç düşer ve şebekeye bir günde basılabilecek gaz miktarı, yani çekiş hızı, teknik olarak azalır. Kışa %70'in altında bir dolulukla başlanması, ocak veya şubat aylarında stoklar %30-40 seviyelerine indiğinde, depoların anlık dondurucu bir soğuk dalgasına yanıt veremeyecek kadar düşük basınçta çalışması anlamına geliyor. Bu "**Kapasite Erozyonu**" olarak adlandırılıyor.

Norveç Avrupa'nın Gaz Arzındaki Lokomotifi

Rusya'nın devreden çıkmasıyla Avrupa için Norveç önemli bir yere geliyor. Norveç, deniz altı boru hatları üzerinden Avrupa'ya tam kapasiteyle devasa hacimlerde gaz pompalıyor ve kıtanın en büyük tekil tedarikçisi konumunda bulunuyor. Ancak Norveç altyapısı kelimenin tam anlamıyla fiziksel limitlerinde çalışıyor. Kollsnes veya Nyhamna gibi kritik işleme tesislerinde yaşanan en ufak bir planlı bakım veya beklenmedik arıza, Avrupa'daki spot fiyatları anında yukarı fırlatıyor. Kısacası Norveç gazı güvenilir olsa da, sistemi dondurucu bir kışta daha fazla esnetme payı barındırıyor.

Norveç'in tedarikte yetersiz kalması, Avrupa'yı doğrudan LNG spot piyasasına mecbur bırakıyor. Ancak Avrupa depolarını istenen hızda dolduramıyor çünkü asıl sorun salt bir "fiziksel gaz yokluğu" değil, fiyat belirsizliğinin oluşturduğu bilanço riski. Hollanda Sanal Ticaret Noktası'nda (TTF) vadeli kontratlarının €84,7/MWh ile Mart 2023'den bu yana en yüksek seviyeye ulaşması, enerji tedarik şirketlerinin operasyonel bir çıkmaza doğru sürüklendiğini gösteriyor. Kar odaklı çalışan özel şirketler, kış aylarında fiyatların düşme ihtimaline karşı bugünden yüksek fiyatlarla depoları doldurup bilançolarında zarar yazmaktan kaçınıyor. Yani Avrupa dünyada gaz bulamadığı için değil sanayisini ve şirketlerini iflas ettirmeden bu gazı hangi fiyattan alabileceğini hesaplayamadığı için kışa boş depolarla giriyor.

Grafik 2 :Avrupa'nın Ana Ortaklardan Doğalgaz (Boru Hattı) İthalat Dağılımı (%)



Kaynak: Eurostat Veri Tabanı, Gas Infrastructure Europe



Avrupa Kışa Hazır Mı ?

Almanya ve Fransa Avrupa'nın Enerji Yol Ayrımında

Avrupa Birliği'nin enerji krizine ortak bir yanıt verememesinin arkasında, birliğin kurucu iki lideri Almanya ve Fransa arasındaki altyapısal ve ideolojik farklılık yatıyor. Bu durum, kriz yönetimini teknik bir operasyon olmaktan çıkarıp doğrudan bir liderlik mücadelesine dönüştürüyor.

- **Fransa'nın Nükleer Üstünlüğü:** Fransa, enerji mimarisini nükleer santraller üzerine kuruyor. Toplam elektrik üretim kapasitesinin %64'ünden fazlasını nükleer reaktörlerden karşılayan Paris yönetimi, elektrik fiyatlarını doğalgazın küresel oynaklığından büyük ölçüde izole etmeyi başarıyor. Fransa için doğalgaz, kış aylarındaki bölgesel ısınma ve belirli sanayi dalları haricinde birincil bir elektrik üretim yakıtı olarak görülmüyor.

- **Almanya'nın Doğalgaz Mecburiyeti:** Almanya ise son nükleer reaktörlerini kapatarak ve kömürden çıkış takvimini öne çekerek kendisini yapısal bir açmaza sokuyor. Rüzgar ve güneş yatırımları hızla artsa da, havanın rüzgarsız ve bulutlu olduğu uzun kış günlerinde elektrik şebekesini çökmekten kurtarabilecek tek esneklik kaynağı olarak doğalgaz santralleri öne çıkıyor.

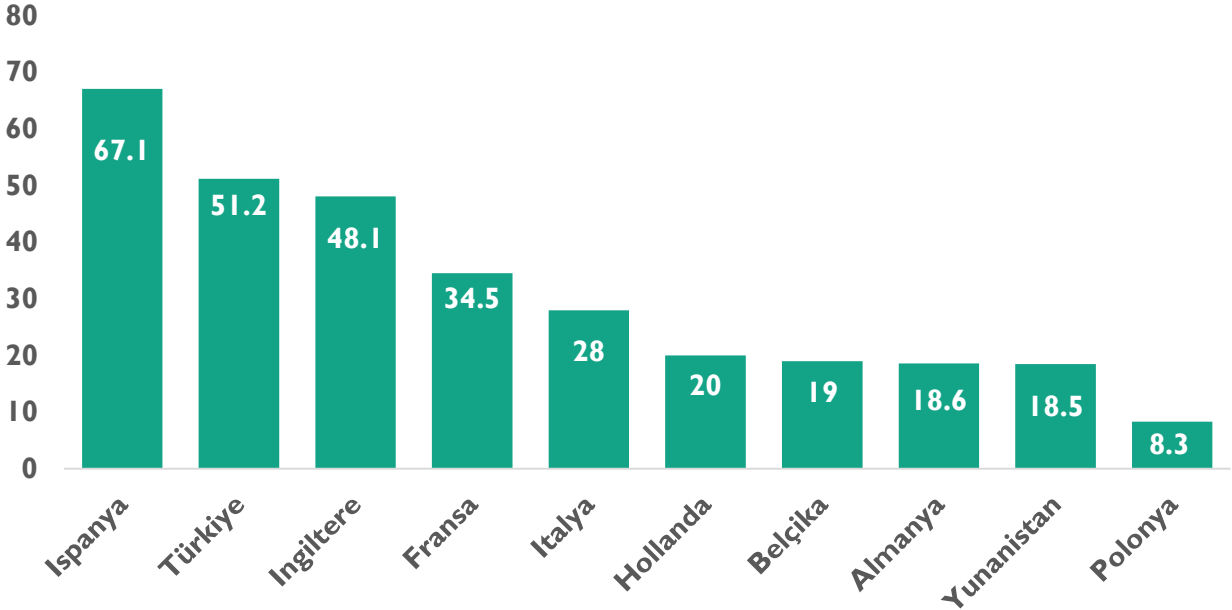
Avrupa kışa hazırlanırken **Fransa** ile **Almanya** arasındaki geleneksel liderlik rekabeti bu kez enerji güvenliği üzerinden yeni bir boyut kazanıyor. Fransa, nükleer kapasitesinin sağladığı öngörülebilir elektrik üretimi ve artan ihracat gücüyle bu döneme daha avantajlı girdiğini görüyoruz. Nitekim 2026'nın ilk yarısında 51 TWh'ye ulaşan net elektrik ihracatı, Paris'in Avrupa enerji piyasasındaki ağırlığını ortaya koyuyor. Almanya ise yenilenebilir enerji yatırımlarını artırmasına rağmen sanayi üretimi ve ısınmada doğal gazla olan bağımlılığını sürdürüyor. Ekim başında gaz depolarının yaklaşık %59 dolulukta kalması, Berlin'i özellikle soğuk hava dalgalarına, LNG fiyatlarına ve tedarik kesintilerine karşı daha hassas hale getiriyor. Yaşanan bu farklılık, Avrupa Birliği'nin enerji politikalarını kimin şekillendireceği açısından da önem taşıyor. Paris, nükleer enerjinin stratejik konumunu ve finansman olanaklarını güçlendirmeye çalışırken Berlin için öncelik, enerji arzını güvence altına alarak sanayisinin rekabet gücünü korumak. Özellikle kimya, otomotiv ve enerji yoğun imalat sektörlerinde maliyet baskısının artması, Almanya'nın ekonomik ağırlığını enerji politikalarında eskisi kadar rahat kullanmasını zorlaştırabilir. Bununla birlikte iki ülkenin enerji sistemleri birbirine bağlı ve Fransa'nın nükleer üretimi, Almanya'nın doğalgaz ihtiyacını doğrudan karşılayabilecek bir çözüm sunmuyor. Temmuz ayında elektrik piyasasının düzenlenmesi konusunda ortak çalışma kararı almaları da bu karşılıklı bağımlılığın bir yansıması. Bizce önümüzdeki kışın asıl önemi burada ortaya çıkıyor. Avrupa genelinde arzın devamlılığı sağlansa bile enerjinin hangi maliyetle temin edileceği, sanayinin bu maliyeti ne kadar taşıyabileceği ve ülkelerin birbirlerine ne ölçüde ihtiyaç duyacağı, Paris-Berlin hattındaki güç dengesini yeniden şekillendirebileceği kanaatindeyiz.

Avrupa Kışa Hazır Mı ?

Bu yapısal uçurum, Brüksel'deki müzakere masasında iki uzlaşmaz pozisyon oluşturuyor. Almanya, yükselen LNG ithalat faturalarının tüm AB üyeleri arasında ortaklaşa finanse edilmesini talep ediyor ama Alman ağır sanayisi gaz fiyatları karşısında tek başına sübvansiyon yarışını sürdürüyor. Buna karşılık Fransa, sahip olduğu nükleer esnekliği endüstriyel bir rekabet avantajı olarak koruma eğilimi gösteriyor ve Alman vergi mükelleflerinin geçmişteki yanlış enerji tercihlerinin, Rus gazına bağımlılık, faturasını kendi vatandaşına ödetmek istemiyor. Masadaki en büyük risk ise 2027 Regülasyon Uçurumu olarak karşımıza çıkıyor. 2022'de panikle çıkarılan ve devletleri depoları doldurmaya zorlayan AB Tedarik Güvenliği (SoS) çerçevesi 2027'de geçerliliğini yitiriyor. Üye devletler arasında depolama maliyetlerinin nasıl paylaşılacağına dair mutabık kalınmış yeni ve kalıcı bir kurumsal mimari henüz bulunmuyor.

Aşağıda bulunan Grafik 4'te ülkeye ithal edilen sıvılaştırılmış doğal gazı depolarında en yüksek kapasitede muhafaza edebilen Avrupa ülkelerini inceliyoruz. İspanya yıllık 67,1 milyar metreküp kapasitesi ile ilk sırada yer alıyor.

Grafik 3 : Avrupa'da En Yüksek Aktif LNG İthalat Kapasitesine Sahip Ülkeler (Milyar m³/Yıl)



Kaynak: Eurostat Veri Tabanı, Gas Infrastructure Europe

Katar'ın Lojistik ve Teknik Bariyerleri

Norveç'in kapasite sınırına dayanması, Avrupa'yı okyanus aşırı LNG rotalarına itiyor ancak bu küresel pazar sınırsız ve sorunsuz bir alternatif sunmuyor. Katar'ın Ras Laffan Darboğazı ve İşleme Kısıtları Katar, dünyanın en düşük maliyetli LNG üreticisi olarak biliniyor ancak Avrupa büyük bir lojistik ve teknik bariyerle karşı karşıya kalıyor. Katar'ın tüm ihracatı, ülkenin kuzeydoğusundaki çöl ve deniz arasına sıkışmış tek bir endüstriyel merkezde, Ras Laffan burnunda toplanıyor.

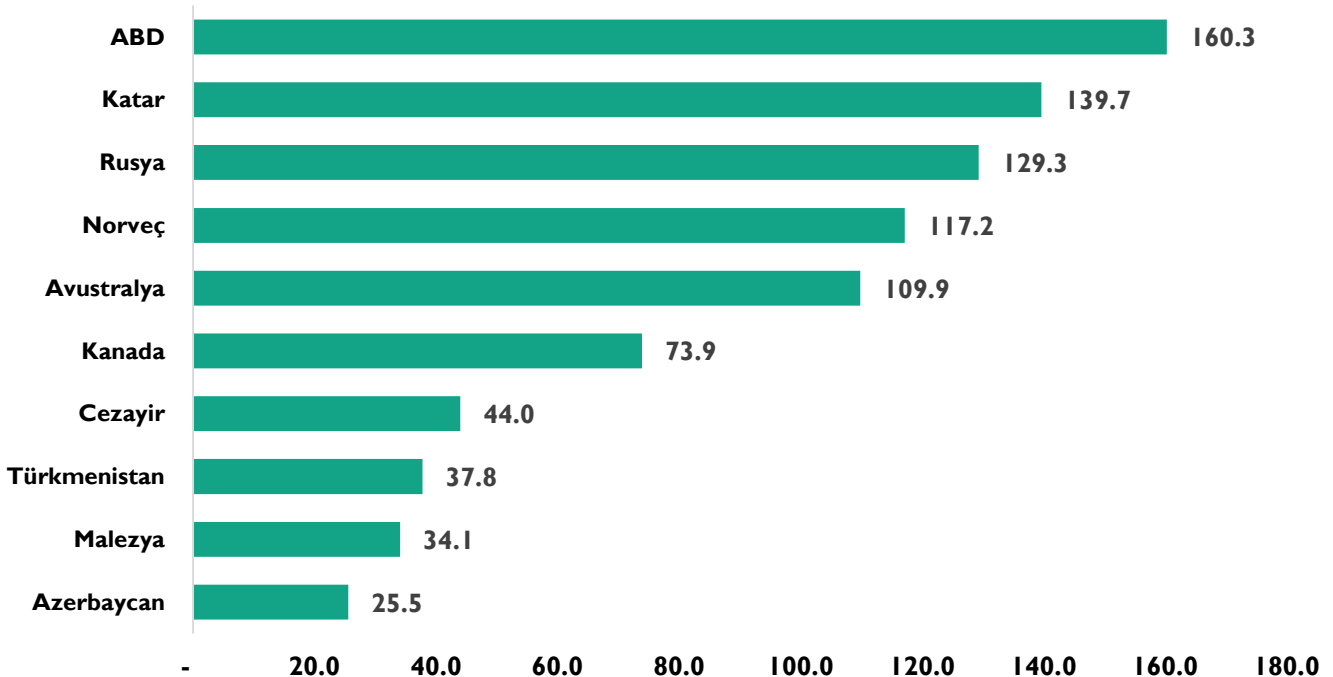


Avrupa Kışa Hazır Mı ?

Avrupa'nın talep ettiği gazın Katar'dan çıkıp sıvılaşması ciddi ve hassas bir mühendislik zinciri gerektiriyor:

- **Ayırma ve Arıtma:** Katar'ın North Field sahasından çıkardığı ham gaz, yoğun miktarda hidrojen sülfür ve karbondioksit taşıyor. Katar "tatlı" gaz avantajına sahip olmadığı için, sıvılaştırmadan önce bu bileşenlerin ayrılması gerekiyor. Aksi halde bu gazlar -162 derecede donarak sistemi kilitliyor.
- **Kademeli Soğutma:** Gazın hacmini 600 kat küçültmek için metan, etan, propan ve azottan oluşan hassas bir karışık soğutucu döngüsü devreye giriyor. Gaz eksi 162 dereceye inerek atmosfer basıncında sıvı hale getiriliyor. Ancak bu işlemin ağır bir bedeli var. LNG tesislerindeki "tren" adı verilen dev soğutma üniteleri, ürettikleri gazın yüzde 8 ila 10'unu sadece sistemi soğutmak için yakıyor.
- **Fiziksel Lojistik:** Katar'dan çıkan gazın Avrupa'ya ulaşması ciddi bir coğrafi engel olan Hürmüz Boğazı'na takılıyor. Kızıldeniz'deki son güvenlik krizleri nedeniyle gemiler Süveyş'i geçemeyip Ümit Burnu'nu dolaşıyor ve rota uzuyor. Dahası, 20-25 günlük bir Avrupa yolculuğunda tankerin içindeki gaz ısındıkça, "boil-off" etkisi, kargonun %2-3'ü kendiliğinden buharlaşıyor. Navlun uzadıkça kayıp ve maliyet artıyor.

Grafik 4 : 2025 Toplam LNG ihracatı (milyar metreküp)



Kaynak: Eurostat Veri Tabanı, Gas Infrastructure Europe



Avrupa Kışa Hazır Mı ?

Fiziksel lojistik kısıtlarına ek olarak, piyasalar geçmişte yaşanan diplomatik krizlerin tekrarlanma ihtimalini de göz önünde bulunduruyor. 2017 yılında bölge ülkelerinin Katar'a uyguladığı abluka ve deniz yolları kısıtlaması, Ras Laffan'ın ihracat kapasitesini daraltma riski oluşturmuştu. Katar o dönemi esnek gemi filosuyla yönetse de, Körfez'deki mevcut gerilimler benzer bir kısıtlamanın veya Hürmüz Boğazı'nda yaşanabilecek bir kesintinin ihtimal dahilinde kalmasına neden oluyor. Olası bir tedarik kesintisi senaryosunda, Avrupa spot gaz piyasasında (TTF) fiyatlar hızla yukarı yönlü fiyatlanıyor. Bu durum Euro Bölgesi'nin dış ticaret dengesini bozarak ciddi bir ticaret haddi baskısına neden oluyor. Artan enerji ithalat faturası bölgeden döviz çıkışını hızlandırırken, küresel sermaye net enerji ihracatçısı konumundaki ABD'ye yöneliyor. **Sonuç olarak, Katar kaynaklı olası bir arz kesintisi Euro'nun Dolar karşısında değer kaybetmesine yol açıyor ve Avrupa Merkez Bankası'nı büyüme ile enflasyon arasında oldukça zorlayıcı bir para politikası ikilemine iterek olumsuz bir etken olarak ortaya çıkıyor.**

Özetle, Katar üretim hattında kapasitesini artırsa bile, fiziki olarak bu kargoları Avrupa'ya istikrarlı ulaştırma konusunda daralan deniz rotalarına ve artan navlun/buharlaşma maliyetlerine boyun eğmek zorunda kalıyor.

ABD Kapasitesi ve Arbitraj

ABD tarafında ise Körfez Kıyısı'nda devreye giren dev tesisler küresel likiditeyi artırıyor. Ancak burada belirleyici olan kargoların fiziksel varlığı değil, rotanın kime çevrileceği oluyor:

Asya Kış Primi : ABD LNG sözleşmelerinin büyük kısmı varış yeri serbestisi içeriyor. Asya piyasalarındaki gösterge fiyat (JKM), kış aylarında Avrupa'nın üzerine prim ödemeye başladığı anda ABD kargoları rotasını anında Pasifik'e çeviriyor. Avrupa, ABD gazını çekebilmek için her zaman Asya'nın (Japonya, Güney Kore, Çin) üzerinde bir fiyat sunmak zorunda kalıyor. Örneğin, 2022 ve 2023 kış aylarında Japonya ile Güney Kore'de yaşanan soğuk hava dalgalarında bu rekabet fiziksel düzeyde gözlemleniyor. JKM fiyatlarının TTF'yi (Avrupa fiyatlarını) aşmasıyla birlikte, halihazırda Atlantik Okyanusu üzerinde Avrupa limanlarına doğru seyreden ABD çıkışlı LNG tankerleri, aldıkları anlık talimatlarla rotalarını Pasifik pazarına çeviriyor. Bu durum, kargoların sabit sözleşmelerden ziyade anlık getiri fırsatlarına göre hareket ettiğini ve Avrupa'nın tedarikini sağlamak için Asya'daki günlük piyasa hareketleriyle rekabet etmek zorunda kaldığını somut olarak gösteriyor.

İç Piyasa Baskısı : ABD'nin iç doğalgaz rezervlerinde stokların hızla erimesi ve yerel sanayi tüketiminin artması, ihracat terminallerine gaz taşıyan boru hatlarında kapasite kısıtları oluşturuyor. Washington'da iç piyasayı korumak amacıyla alevlenen ihracat kısıtlaması tartışmaları, Avrupa için ABD'nin risksiz bir tedarikçi olamayacağını gösteriyor.



Avrupa Kışa Hazır Mı ?

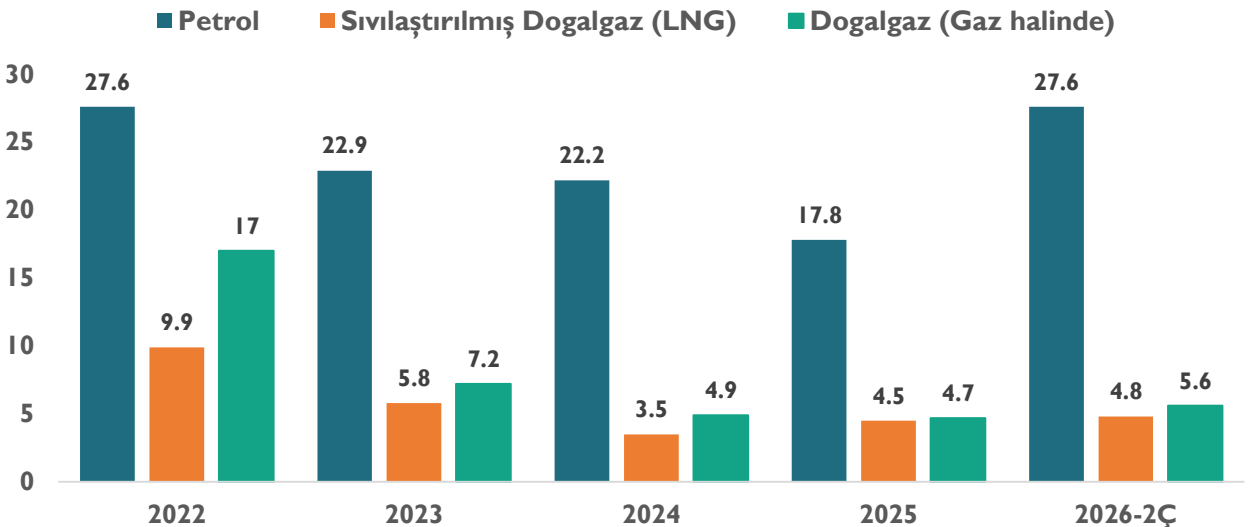
Gübre, Cam, Kimya ve Hidrojen Sektörlerinde Sanayisizleşme Riski

Enerji fiyatlarının öngörülemeyen bir seviyede kalıcılaşması, Avrupa imalat sanayisinde geçici bir dalgalanma değil, kalıcı bir talep yıkımı ve sanayisizleşme süreci başlatıyor. Enerjinin maliyet pastasındaki payının %40'ları aştığı enerji yoğun sektörlerde üretim durma noktasına geliyor.

- **Maliyet Şoku:** Alman kimya devi BASF, temel formülasyon ürünlerinde ve neopentil glikol gibi ana endüstriyel girdilerde ton başına 350 Euro'ya varan zamlar açıklıyor. Dow Inc. ve LANXESS gibi devler, enerji ek maliyetlerini doğrudan nihai ürünlere yansıtıyor veya rekabet edemedikleri bazı üretim hatlarını tamamen kapatıyor.
- **Tarımsal Güvenlik:** Doğalgazın yalnızca bir yakıt değil, amonyak üretiminde birincil hammadde olduğu gübre sektöründe, yüksek fiyatlar üretimin doğrudan durdurulmasına yol açıyor. Bu durum Avrupa tarımını ithal gübreye bağımlı kılıyor ve gıda arz güvenliğini sarsıyor.
- **Karbon Kaçağı:** Sanayi tesisleri bir gecede taşınmıyor ancak yeni kapasite yatırımları hızla yön değiştiriyor. Şirketler sermaye harcamalarını, CapEx, kıtadan çekerek ucuz ve kesintisiz enerjinin bulunduğu ABD Körfez Kıyısı'na veya Güneydoğu Asya'ya yönlendiriyor.

Bu yapısal erozyona karşı GIE'nin ortaya koyduğu en somut çıkış yolu, sektörler arası entegrasyon ve hidrojen altyapısı olarak öne çıkıyor. Enerji iletiminin elektrik tellerinden gaz boru hatlarına kaydırılması, hem tıkanan şebekeleri rahatlatıyor hem de batarya depolama yatırımına duyulan ihtiyacı yaklaşık %30 azaltıyor. Ancak bu dönüşüm bugünden yarına tamamlanamayacak kadar büyük ve uzun bir zaman istiyor, yaklaşan kışın acil talebine yanıt vermekten uzak kalıyor.

Grafik 5 :Avrupa Petrol ve Doğalgaz İthalat Maliyetleri (Aylık Ortalama Milyar Euro)



Kaynak: Eurostat Veri Tabanı, Gas Infrastructure Europe



Avrupa Kışa Hazır Mı ?

Avrupa Sanayisinde Enerjinin Tüketimi

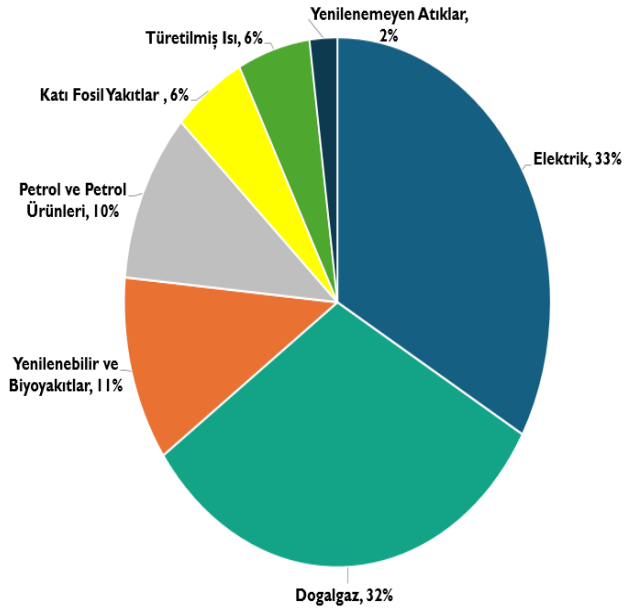
Avrupa sanayisinin enerji tüketim profili incelendiğinde, kıtanın üretim altyapısındaki yapısal katılıklar ortaya çıkıyor. Mevcut durumda, yeşil dönüşüm çabalarına ve geçmiş kriz tecrübelerine rağmen, sanayi sektörünün toplam nihai enerji ihtiyacının yaklaşık üçte ikisi halen elektrik (%33,3) ve doğrudan doğalgaz (%31,9) ile karşılanıyor. Demir-çelik, cam, seramik ve petrokimya gibi ağır sanayi kollarındaki yüksek ısıli fırınlar ve üretim süreçleri, teknik gereksinimleri nedeniyle kısa vadede yenilenebilir enerji formlarına veya diğer alternatif kaynaklara entegre edilemiyor. Doğalgazın ikame edilebilirliğinin bu denli düşük olması, onu endüstriyel çarkların dönmesi için kritik konumunda tutmaya devam ediyor.

Bu yapısal bağımlılık, küresel LNG piyasasındaki rekabetin arttığı veya tedarik zincirinde jeopolitik aksamaların yaşandığı senaryolarda Avrupa ekonomisi için bir zafiyete dönüşüyor. Herhangi bir dışsal şok nedeniyle kıta genelindeki mevcut gaz stoklarının erimesi ve düşük seviyelere gerilemesi, sistemin bütünlüğü üzerinde tehdit oluşturuyor. Avrupa Birliği'nin regülasyonlarında hane halkı ve hastane gibi sosyal donatılar korunan tüketici statüsünde yer aldığı için, arz-talep dengesinin bozulduğu ve depoların boşaldığı her kriz anında, şebekenin sigortası olarak ilk etapta sanayi sektörü kullanılıyor.

Stoklardaki erimenin hızlanmasıyla birlikte sanayi tesisleri iki yönlü baskı altında kalıyor. Bir yanda daralan arzın spot piyasalarda oluşturduğu değişken fiyatlamalarla gelen "maliyet şoku", diğer yanda ise şebeke dengesini korumak için regülatörler eliyle uygulanabilecek "zorunlu gaz kısıntıları" riski Avrupa için kendini göstermeye başlıyor.

Fabrikalar, altyapı yetersizlikleri nedeniyle hızla alternatif yakıtlara geçemiyor ve artan üretim maliyetlerini küresel satış fiyatlarına yansıtamadıkları için üretimi durdurmak zorunda kalabiliyor. Ekonomide "talep yıkımı" olarak tanımlanan bu süreç, geçici üretim kayıplarının ötesinde yapısal sonuçlar doğuruyor. Pazar paylarının ve uzun vadeli siparişlerin, enerji maliyetleri daha düşük ve arz güvenliği daha yüksek olan Asya ve ABD gibi bölgelere kayması, Avrupa ağır sanayisinin rekabet gücünü aşındırırken sanayisizleşme riskini de kalıcı hale getiriyor.

Grafik 6 : AB Sanayi Sektörü Nihai Tüketim Dağılımı - 2025



Kaynak: Eurostat Veri Tabanı, Kuveyt Türk Yatırım

Avrupa Kışa Hazır Mı ?

Beklentilerimiz ve Olası Senaryolar

Avrupa'da 1 Ekim itibarıyla depolarının doluluk oranı yaklaşık %72 seviyesindeyken, 8 Ekim'de bu oran %73,3'e yükseldi. Ülke bazında ise tablonun raporumuzun ilk sayfalarında oldukça farklı olduğunu belirtmiştik. **Almanya** ve **Hollanda** gibi büyük tüketici ve depolama merkezlerinde stoklar Avrupa ortalamasının altında kalırken, **Fransa, İtalya** ve **Polonya** daha güçlü seviyelerde bulunuyor. Bu nedenle toplam stok miktarının yanında gazın hangi ülkelerde bulunduğu, sınır ötesi bağlantıların kapasitesi ve ihtiyaç duyulan bölgelere ne ölçüde aktarılabilirdiği de bu kışın önemli değişkenleri arasında olacağını düşünüyoruz.

Düşük stok seviyesi tek başına 2022'deki enerji krizine benzer bir duruma işaret etmediğini belirtelim. Avrupa'nın gaz sistemi son dört yılda neredeyse tamamıyla değişti. LNG yeniden gazlaştırma kapasitesi arttı, Norveç Avrupa'nın en önemli boru hattı tedarikçisi haline gelirken ve gaz talebi kriz öncesine göre daha düşük bir seviyeye yerleşti. Dolayısıyla geçmiş yıllardaki doluluk oranlarını bugünkü piyasa yapısına doğrudan uygulamanın sağlıklı bir karşılaştırma olmayacağı kanaatindeyiz. Stok tamponu küçülmüş durumda olsa da, buna karşılık alternatif tedarik kanalları ve sistemin esnekliği geçmiş yıllara göre daha güçlü.

Meteoroloji tarafında baz senaryomuzu destekleyen sinyaller görüyoruz. Copernicus Climate Change Service'in (C3S) 10 Eylül tarihli son mevsimsel görünümü, önümüzdeki kışta Avrupa'nın neredeyse tamamında mevsim normallerinin üzerinde sıcaklıkların daha olası olduğuna işaret ediyor. NOAA'nın 8 Ekim güncellemesine göre El Nino güçlenmeye devam ediyor. Güçlü veya çok güçlü kasırga koşullarının 1 Ç27'ye kadar sürme olasılığı %83'ün üzerinde. Met Office değerlendirmeleri, El Nino'nun özellikle geç sonbahar ve kışın ilk bölümünde daha ılıman, yağışlı ve fırtınalı koşulların görülme ihtimalini artırabileceğini gösteriyor. Durumun gerçekleşmesi halinde ısınma talebini ve depolardan gaz çekişini sınırlandırabilir. Kışın ikinci yarısında ise stratosferik kutup girdabının zayıflaması soğuk hava ataklarının görülme ihtimalini artırabiliyor. Bu nedenle erken kışın ılıman seyretmesi Avrupa'nın stoklarını koruyarak şubat-mart dönemine daha güçlü girmesini sağlayabilirken, sezonun ilerleyen bölümünde sert ve uzun süreli bir soğuk dalgası görülmesi ise çekiş hızını kısa sürede yukarı taşıyabilir.

Baz senaryomuz, Avrupa'nın bu kışın geniş çaplı bir fiziksel gaz sıkıntısı yaşamadan tamamlayabileceği yönünde. Bu görüşü mevcut stokların yanı sıra LNG kapasitesi, Norveç arzı, daha düşük talep tabanı ve meteorolojik görünüm destekliyor. Normal veya ılıman bir kışın yanında Norveç akışlarının güçlü kalması ve ABD LNG arzının Avrupa'ya yönelmeye devam etmesi halinde sistemin kışı taşıyabileceğini düşünüyoruz. Buna karşın düşük başlangıç stokları Avrupa'nın marjinal LNG kargolarına olan ihtiyacını artırıyor. Bu nedenle fiziksel arz güvenliği korunurken fiyatların yüksek ve oynak kalmasını bekleyebiliriz.

Stres senaryosunda birkaç olumsuz gelişmenin aynı dönemde üst üste gelmesi gerektiğini düşünüyoruz. Uzun süren bir soğuk hava dalgası, Körfez LNG akışlarında yeni bir aksama, Norveç tarafında üretim kaybı ve Asya'nın LNG talebinde güçlenme aynı döneme denk gelirse piyasa dengesinde ivedi bir sıkışma bekleyebiliriz. Avrupa bu durumda hem depolarından daha hızlı gaz çekmek zorunda kalır hem de spot LNG kargolarını kendine yönlendirebilmek için Asya'ya karşı daha yüksek fiyat vermek zorunda kalabilir. Bu senaryoda ilk baskının fiziksel kesintiden önce TTF fiyatlarında, elektrik maliyetlerinde ve enerji yoğun sektörlerin marjlarında görülmesi şaşırtıcı olmayacaktır.



Avrupa Kışa Hazır Mı ?

Beklentilerimiz ve Olası Senaryolar

Özellikle zamanlamayı vurgulamaya devam edeceğiz. Aralık ayında yaşanan bir soğuk hava dalgası ile şubat sonundaki aynı büyüklükte bir hava şoku sistem üzerinde farklı sonuçlar oluşturabileceği kanaatindeyiz. Kış ilerledikçe stoklar azalırken bazı depolama tesislerinde günlük çekiş kapasitesilerinde de zayıflamalar görebilmekteyiz. Bu nedenle geç gelebilecek kış normallerinde yaşanacak sert bir soğuk dönem fiyatlar üzerinde daha güçlü bir etki oluşturabilir. Sezonluk hava tahminlerini değerlendirirken ortalama sıcaklıktan çok soğuk dönemlerin hangi aylarda yoğunlaşacağına bakmak bu yüzden daha anlamlı olacağı kanaatindeyiz.

Önümüzdeki yaz ayı da denklemde önemli bir yer tutuyor. Avrupa mart ayına çok düşük stoklarla girerse kışı teknik olarak tamamlamış olacak. Ancak bir sonraki kış için daha agresif LNG alımı yapmak zorunda kalabileceği düşüncesindeyiz. Bu durum yaz aylarında TTF fiyatlarının beklenenden yüksek kalmasına, Avrupa'nın Asya ile LNG rekabetine daha erken girmesine ve enerji maliyetlerinin sanayi üzerindeki baskısının uzamasına yol açabilir.

Daha olumlu senaryolarımız da mevcut... ılıman hava, güçlü rüzgar ve hidroelektrik üretimi gaz talebini aşağı çekerken Norveç arzının yüksek kalması ve ABD LNG'sinin Avrupa'ya yönelmeye devam etmesi depolardan çekiş hızını sınırlar. Körfez sevkiyatlarında normalleşme de bu görüşü destekleyebilir. Böyle bir görünümde Avrupa kış sonunda daha yüksek stok seviyelerini koruyabilirken önümüzdeki yazda yeniden dolum ihtiyacı daha yönetilebilir hale gelir. Bu da TTF üzerindeki risk priminin düşmesi ve enerji yoğun sektörlerde maliyet baskısının hafiflemesi açısından önemli bir rahatlama oluşturabilir.

2022 enerji krizinden bu yana Avrupa'nın gaz arzındaki kırılganlığında iyileşmelerin olduğunu görüyoruz. LNG terminalleri, Norveç boru hatları, daha düşük gaz talebi ve çeşitlenen tedarik kanalları sistem açısından önemli bir tampon oluşturuyor. Mevcut hava tahminlerinin daha ılıman bir kışa işaret etmesi de baz senaryoyu destekliyor. Buna karşılık düşük başlangıç stokları hata payını daraltıyor ve Avrupa'yı hava koşullarındaki sürprizlere, küresel LNG akışlarına ve fiyat rekabetine daha hassas hale getiriyor.

Özetle; asıl riskin, gazın tamamen tükenmesinden ziyade Avrupa'nın düşük stoklarla küresel LNG piyasasına daha bağımlı hale gelmesi olduğunu düşünüyoruz. Baz senaryoda mevcut arz yapısı ve meteorolojik görünüm sistemin kışı taşıyabileceğine işaret ediyor. Ancak kışın ikinci yarısında uzun süreli bir soğuk hava dalgası görülmesi ya da LNG arzında yeni bir kesinti yaşanması halinde fiyatlama dengesi hızlı biçimde bozulabilir. Bu nedenle önümüzdeki aylarda depo doluluklarının yanında günlük çekiş hızını, hava tahminlerindeki revizyonları, ABD ve Körfez LNG'sinin yönünü, Norveç akışlarını ve Avrupa'nın mart ayına hangi stok seviyesiyle girdiğini birlikte takip etmek daha sağlıklı olacaktır.

Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Ekibi

Dr. Kutay Gözgör
ARAŞTIRMA
DİREKTÖRÜ

Ubeyde Safvan Erbaş
YÖNETMEN
Teknik Analist

Muhammet Çakmak
YÖNETMEN
Havacılık, Sağlık, Bilişim, GYO

Eren Bozdoğan
YÖNETMEN
Perakende, Sanayi, Savunma

Furkan Ataş
UZMAN YARDIMCISI

Ali Osman Okut
UZMAN YARDIMCISI
Çimento

Uğur Kara
UZMAN YARDIMCISI

İletişim ve Haberleşme için:

arastirma@kuveytturkyatirim.com.tr

Yasal Uyarı

Bu raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Kuveyt Türk Yatırım") tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlı da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri'ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.