

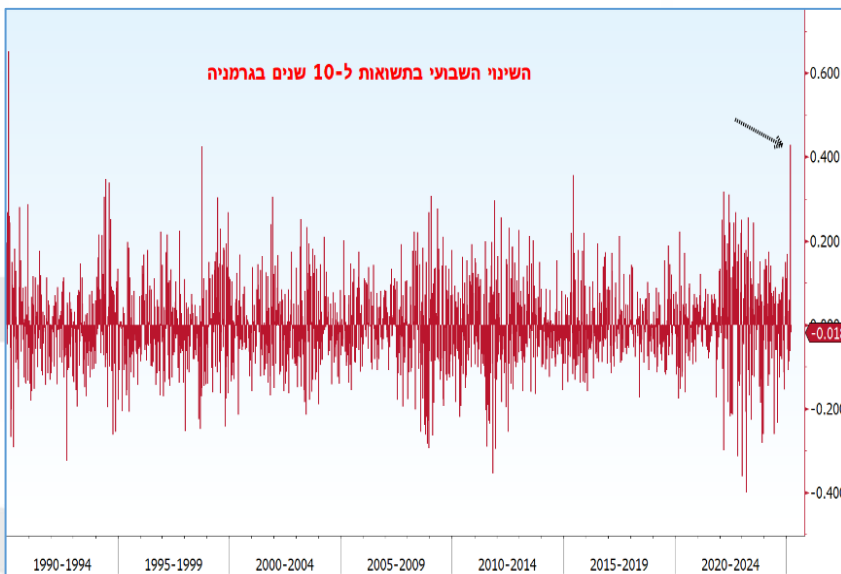
## שבוע חריג מאוד בגוש האירו ולא בגלל "הסיבות הרגילות"

אי אפשר להתעלם מהתנודות החדות שנרשמו בשוקי ההון בגוש האירו בימים האחרונים, לצד התפתחויות שונות שמצביעות על אפשרות לשינוי מבני משמעותי בגוש האירו ה"מנומנם".

להלן רשימה חלקית: האירו התחזק בשבוע שעבר ב-4.4% מול הדולר, ההתחזקות השבועית החדה ביותר שלו מאז 2009.

האירו התחזק בשבוע שעבר ב-4.8% מול השקל, אולם הפעם זה היה "מהלך של האירו" ולא התפתחות מהותית בשקל עצמו.

בתשואה ל-10 שנים בגרמניה נרשמה עלייה שבועית של 43 נ.ב., העלייה החדה ביותר מאז שנת 1990. מדד האירוסטוקס 50 עלה רק ב-0.1%, אבל לאור הירידה בארה"ב הוא רשם ביצועי יתר מעל ה-S&P 500 מזה שבוע



שישי ברציפות, רצף של ביצועי יתר שלא נרשם מאז 2017.

שינויים חדים אלו לא מוסברים על ידי נתון מאקרו כלכלי מסוים. האינפלציה בפברואר (אומדן ראשוני) עמדה על 0.5%, גבוהה רק במעט מהצפי (0.4%). האומדן הסופי למדדי מנהלי הרכש (שירותים ומשולב) היה די קרוב לציפיות והמכירות הקמעוניות רשמו ירידה מאכזבת בינואר. האומדן הסופי לנתוני התוצר עמד על 0.2%, גבוה מעט מהצפי (0.1%), אך עדיין נמוך מהממוצע בעשור שלפני הקורונה גם בראיה שנתית.

גם ברמת המיקרו לא נרשמו אירועים ממש חריגים.

הדו"חות הפתיעו לטובה את התחזיות באופן משוקלל של 4.8%, אולם כבר ראינו הפתעות חדות יותר לא מזמן, כמו ברבעון האחרון של 2023 או ברבעון הראשון של 2024. בשורת המכירות אגב נרשמה אפילו הפתעה שלילית משוקללת של -4.5%.

## אז מה כן השפיע על המגמה החדה באירו ובשוקי ההון של גוש האירו?

מרץ, הקנצלר הבא של גרמניה, הודיע כי יהיה שינוי מהותי בגישה הגרמנית לכל מה שנוגע לחוב והוצאות. גרמניה תשיק תוכנית פיסקלית, בהיקף מצטבר של יותר מ-1 טריליון אירו בשנים הבאות. מדובר "בשבירה של כללי המשחק בגרמניה" בה הגירעון המבני הוגבל בעבר ל-0.35% מהתוצר והמדינות הפדרליות לא הורשו לקחת חוב חדש.

להלן פרטי התוכנית:

- תוקם קרן תשתית בהיקף הוצאות של 500 מיליארד אירו לשדרוג תשתיות בעשור הבא. הקרן תמומן באמצעות חוב, תוך עקיפת מנגנון החוב המגביל את הגירעון המבני ל-0.35% מהתוצר.
- הוצאות ביטחון מעל 1% מהתוצר יהיו פטורות ממגבלת בלם החוב, עניין שיאפשר הגדלה של תקציב הביטחון בסכום נוסף 140 מיליארד אירו לשנה החל מ-2028. מדובר בסכום שהינו כמעט פי 3 מתקציב הביטחון הנוכחי.
- המדינות הפדרליות לא ידרשו לשמור על תקציבים מאוזנים, עניין שיאפשר להם להיות בגירעונות מתונים.

**מה הלו"ז של אישור התוכנית?**

ההצבעה הסופית על החוק מתוכננת ב-18 למרץ, כלומר עוד בפרלמנט הנוכחי. נציין כי הפרלמנט החדש יתכנס ב-25 למרץ ועל רקע הקצוות הפוליטיים שבו - הסיכוי להעביר תוכניות אלו הינו דווקא בפרלמנט היוצא. אישור התוכנית מצריך רוב של 2/3 בשל הצורך לבצע שינויים בחוקה. ב-21 למרץ צפויה ההצבעה בבית הנציגים של המדינות הפדרליות וגם שם יש צורך ברוב של שני שלישי. אם החוק יאושר הוא יחתם על ידי נשיא גרמניה עוד לפני ה-25 למרץ.

**האם יש סיכונים בהתממשות התוכנית?**

העברת הרפורמות תלויה בהשגת תמיכת מפלגת הירוקים שחלק מהם ביקרו את מרץ בעבר. נציין כי גם בתוך ה-CDU (מפלגתו של מרץ) יש התנגדות בקרב חלק מהחברים, אם כי לפחות כעת ההערכה היא שבשעת ההצבעה הן "ישירו קו" עם מרץ. נציין כי גם אם התוכנית תאושר, קיים ספק מסוים לגבי האפשרות ליישם את כל מרכיביה, אם כי בשורה התחתונה עדיין יהיה מדובר ב-"Game Changer".

**מה ההשלכות של התוכנית?**

תוכניות אלו עשויים להגדיל את ההוצאה הממשלתית של גרמניה בכ-20% מהתוצר בעשור הקרוב, ההרחבה הפיסקלית הגדולה ביותר של גרמניה מאז איחוד שתי הגרמניות בשנות התשעים. בטווח הקצר נראה כי היקף הסיוע הפיסקלי יעמוד על 1%-2% מהתוצר בשנתיים הקרובות. העלייה בהוצאות תגדיל את הצמיחה נטו בלפחות 0.4% להערכתנו. להערכתנו התוכנית של גרמניה גם "עשויה לעורר תיאבון" להגדיל הוצאות בקרב חלק מהמדינות האחרות בגוש האירו ובפרט בתחום הביטחון.

**מה חושבים כעת בתי ההשקעות על האירו-דולר?**

לצד התוכנית הגרמנית שתתמוך באירו יש הערכות בעולם כי האירו ייחנה גם מרפורמות ותוכניות פיסקליות בכלל גוש האירו (עניין שגם ימתן את הצורך בהפחתת ריבית), ממחירי אנרגיה נמוכים ומאפשרות להסכם בין

רוסיה לאוקראינה. המסחר באירו-דולר עשוי להיות מושפע גם מהצפי כעת לכ-3 הפחתות ריבית בארה"ב השנה (על רקע חששות לצמיחה חלשה), בעוד שבגוש האירו הצפי בשוק התמתן להפחתת ריבית אחת והסתברות של כ-80% להפחתת ריבית נוספת.

### מה אנו חושבים?

חשוב לציין שההתפתחויות כעת בגוש האירו נובעות יותר מהחלטות של פוליטיקאים בהקשר הפיסקלי או הביטחוני (ארה"ב, גרמניה, רוסיה, אוקראינה ועוד) ופחות מניתוח מאקרו כלכלי או מהחלטות של הבנקים המרכזיים. למעשה להערכתנו, הבנקים המרכזיים בעיקר יגיבו כעת לסביבה הביטחונית/כלכלית שייצרו הפוליטיקאים בהצהרות או במעשים שלהם.

### מנקודת המצב הנוכחית נציין מספר נקודות:

- ברמה של כ-1.08-1.09 האירו-דולר נסחר כיום די קרוב למודל שווי הוגן המתבסס על פערי הריביות. במבט קדימה- אם השוק צודק לגבי מתווה הפחתות הריבית הצפוי בארה"ב (3 הפחתות השנה) וגוש האירו, האירו-דולר עשוי לעלות מעט לרמה של 1.09-1.1 בעוד כשנה או מעט יותר.
  - בניגוד לתמחור השוק - אנו מעריכים כי תרחיש של 3 הפחתות ריבית פחות סביר בארה"ב. בהתאם לכך, אנו מעריכים כי רמה של 1.05-1.07 בעוד כשנה סבירה יותר, אם כי אי הוודאות והתנודתיות הצפויה בחודשים הקרובים די חדה.
  - פוזיציות הספקולנטים נגד האירו הצטמצמו מאוד, עניין שממתן אפשרות למהלך חד וממושך נוסף של התחזקות האירו, אם כי תרחיש כזה תמיד אפשרי כמובן.
  - מהצד השני נציין כי ניתוח מאזן הסחר דווקא תומך בהתחזקות האירו מול הדולר, לאור העודף הגבוה שיש בגוש אל מול הגירעון בארה"ב. נציין כי רק לפי הערכה זו לכאורה רמה של 1.15-1.2 לאירו-דולר איננה מופרכת.
- בשורה התחתונה: לאור העובדה שהפוליטיקאים הם אלו "שמחזיקים במושכות", המדיניות הנכונה היא גישה של גידור וניהול סיכונים ולא הימור לכיוון מסוים לגבי האירו-דולר.**