



## מרץ: אג"ח במרכז הבמה

גיליון מס' 54 | אפריל 2019



### העולם

מה עומד מאחורי הראלי הגלובלי באג"ח?

### שוקי הון

ארה"ב: עקום התשואות התהפך; המיתון בלתי נמנע?

אג"ח סין: מגיעות לקרן הסל שלך בקרוב

מניות ארה"ב: הכי משתלמות בטווח ארוך, וגם עכשיו

### הכלכלה בעולם

אירופה: שוב זקוקה לתכנית סיוע



TANDEM CAPITAL

יוליה ויימן

אנליסטית מאקרו  
שווקים גלובליים

למידע נוסף

נא ליצור עמנו קשר:

אבא הלל סילבר 12

רמת גן 52506

טלפון: 03-6114626

פקס: 03-6114645

info@tandem-capital.com

www.tandem-capital.com

## החדשות החשובות בעולם

מה עומד מאחורי הראלי הגלובלי באג"ח?

הראלי באג"ח של 2019 צבר תאוצה בסוף מרץ; במהלך החודש גדל שווי שוק האג"ח הגלובלי - 1.6 טריליון. למה שוקי האג"ח לווהטים? ומה זה אומר לגבי הכלכלה הגלובלית?

משקיעי שוק האג"ח מתחילת השנה היו פסימיים הרבה יותר, מאשר משקיעי שוק המניות, לגבי התחזית הכלכלית בעולם - וכתוצאה מהתמונה הלא אופטימית במיוחד שהם רואים, הם משוכנעים כי האינפלציה אינה צפויה להתרומם והבנקים המרכזיים לא יעלו בקרוב את שיעורי הריבית. הפסימיות לגבי הצמיחה הכלכלית בעולם אומתה פעם אחר פעם על ידי הנתונים שפורסמו בסין, יפן ואירופה, ולאחרונה אף בארה"ב. בתחילת החודש, הם קיבלו אישור רשמי לצדקתם מאת הבנק המרכזי של אירופה ומהפדרל ריזרב בארה"ב, שביצעו פניית פרסה חדה במדיניות המוניטארית. הבנק האירופאי חתך את תחזית הצמיחה של גוש האירו באופן חד, התנער מתכניותיו הקודמות לעלות את הריבית מרמתו השלילית, ואף הכריז על חידוש תכנית הסיוע לבנקים בצורת הלוואות ארוכות זולות. הפדרל ריזרב אף הוא שינה את תכניותיו לגבי העלאות הריבית והודיע כי אינו צופה העלאות השנה; הפד גם הנמיך את הקצב של צמצום המאזן שאמור להביאו להיקפים רגילים. משקיעים רבים תהו האם היוניות הפתאומית מאותתת כי הבנקים המרכזיים יודעים משהו מעבר למה שידוע לכולם; הפקפוקים בנושא ערערו את המורל של רבים מהמשקיעים.

האם קיים בסיס לחששות? אכן כן. עוד בינואר השנה הורידה קרן המטבע הבינלאומית את תחזית הצמיחה הגלובלית; מאז, היו הרבה יותר חדשות רעות מאשר טובות. מדד ההפתעה הכלכלית הגלובלית של Citigroup, אשר מודד את תדירות הופעת הנתונים הטובים מהצפוי לעומת הגרועים מהצפוי, נמצא באזור שלילי כבר יותר משנה, התקופה הארוכה ביותר מתחת לאפס מאז המשבר של 2008.

עם זאת, לדעתם של כלכלנים ואנליסטים, משקיעי האג"ח מגזימים בציפיותיהן, הרי שעל אף ההאטה הוודאית בצמיחה הגלובלית, המיתון העולמי אינו צפוי השנה. הצמיחה בסין אומנם מאטה, אך בהדרגה, וכלכלת אירופה נחלשה, אך אינה צפויה להיכנס למיתון בשלב זה; באותה העת, ארה"ב צפויה לרשום השנה צמיחה איטית מאשר בשנה שחלפה, אך קרובה לפוטנציאל הצמיחה ארוך הטווח שלה. נראה שלאחר הצמיחה המהירה והמסונכרנת של 2017, השווקים פתחו ציפיות יתר, וכאשר אלה לא התממשו, הסנטימנט נע לכיוון של שליליות היתר.



## שווקים פיננסיים

ארה"ב: עקום התשואות התהפך; המיתון בלתי נמנע?

בסוף חודש מרץ, האינדיקטור האמין ביותר למיתון - עקום התשואות - הבהב אדום. התשואות על הטרז'וריס ל-10 שנים נפלו באופן כה חד, שהן ירדו אל מתחת לרמת התשואות של האג"ח ל-3 חודשים למשך מספר ימים; זאת, לראשונה מאז 2007. האם זה אומר שהמיתון בארה"ב בלתי נמנע?

מחד, עקום התשואות באמת התהפך ערב כל אחד משבעת המיתונים האחרונים. מאידך, היו גם מקרים בהם העקום התהפך ולא לווה במיתון, לדוגמה בשנת 1998 ו-1966. בעצם, התהפכות העקום אומרת כי המשקיעים צופים כי הפדרל ריזרב יוריד את שיעורי הריבית. זה לא אומר בהכרח שהמיתון בפתח, הרי שהפד יכול להוריד את הריבית גם ללא מיתון, או בכדי למנוע מיתון - והכלכלה יכולה להמשיך ולצמוח. בנוסף, גם אם העקום אכן מצביע על מיתון, הוא אינו יכול לנבא את נקודת ההתחלה המדויקת; סטטיסטית, הכלכלה נכנסה למיתון בין שנה לשנתיים לאחר התהפכות העקום. יתרה מזו, במרבית המקרים שוקי המניות בארה"ב רשמו עליות דו-ספרתיות בתקופה שבין ההתהפכות לתחילת המיתון. הדבר אינו מקרי, הרי שעל רקע התשואות הנמוכות המשקיעים מזרימים כספים למניות, בעוד שמדיניות היונית של הפד גם היא תומכת במניות. כלומר, ההיסטוריה מצביעה על הצורך בזהירות בהחלטות הקשורות בהשקעות בעקבות התהפכות העקום.

מאז המשבר הפיננסי הגלובלי, ההרחבה המוניטארית ורכישת האג"ח בהיקפי עתק בשנים 2008-2014, הנמיכו באופן משמעותי את הפרמיה של האג"ח ל-10 שנים מעל האג"ח הקצרות יותר. מאידך, בתקופה האחרונה עלו התשואות הקצרות יותר בעקבות העלאות הריבית על ידי הפדרל ריזרב; כך שגם בקצה הקצר של העקום חלה התהפכות: התשואות על אג"ח של חודש עד 12 חודשים, היו לאורך תקופה גבוהות יותר מאלו של שנתיים. כלומר, כעת הרבה יותר קל לעקום להתהפך מאשר בעבר; בהיעדר דוגמה היסטורית למצב הנוכחי על רכיביו הייחודיים, יש להיזהר מהשלכת מקרי העבר על ההווה.

קיימות גם ספקות באשר ליכולת הניבוי האוניברסלית של התהפכות העקום. כשמסתכלים על העולם מחוץ לארה"ב, רואים כי התהפכות העקום כלל אינה יכולה לשמש כאינדיקטור אמין, למרות העובדה כי החוקים של הכלכלה תקפים עבור כולם. ערב המיתון הגלובלי של 2008, לא נרשמה ההתהפכות העקום ביפן, גרמניה, אנגליה ואחרות; גם כעת, העקום אינו מתהפך באף אחת מהמדינות הללו בשל ריביות נמוכות מאוד או שליליות, למרות העובדה כי מצבן הכלכלי גרוע יותר מאשר בארה"ב. מאידך, אוסטרליה חוותה ארבעה התהפכות של עקום התשואות, שלא לזכור כלל במיתון.

וכמובן יש חשיבות לאורך הזמן בו נרשמת ההתהפכות. המחקר של פרופ' קמפבל הרווי מאוניברסיטת דיוק, מי שחקר את יכולת הניבוי של התהפכות העקום, קובע כי בכדי להוות אינדיקטור אמין למיתון כלכלי, העקום צריך להתהפך למשך 12 שבועות לפחות. התהפכות קצרת-טווח יכולה לאותת האטה כלכלית ללא מיתון - אך בכדי לנבא זאת, מספיק להתבונן בנתונים הכלכליים המתפרסמים מדי שבוע. על פי התחזית של הפד, כלכלת ארה"ב צפויה לרשום צמיחה של 2.1% השנה, לעומת 3.1% בשנת 2018 - צמיחה חלשה מאשר בעבר, אך קרובה לפוטנציאל הצמיחה ארוך-הטווח ובטח לא מיתון. לתקופת הזמן בו העקום נותר הפוך חשיבות רבה מעבר לניבוי, הרי שעקום הפוך למשך תקופה עלול לכשעצמו לפגוע בכלכלה: במצב של התהפכות, הבנקים אינם מרוויחים ממתן הלוואות, ונוטים לצמצם אותן, מה שמקשה על גידול בפעילות העסקית ובצריכה.



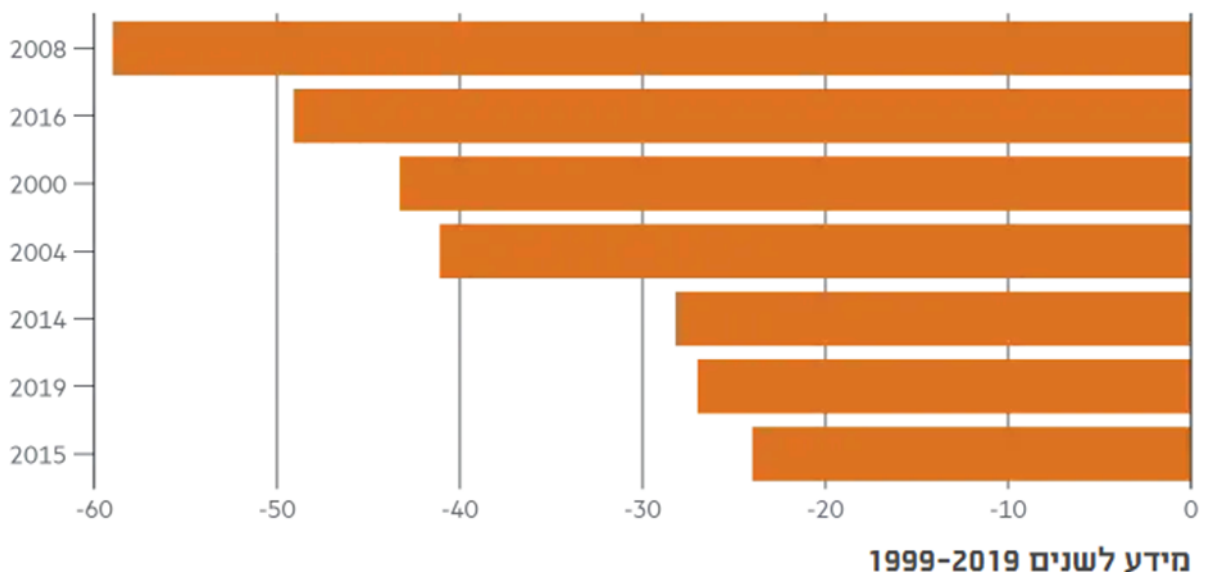
## שווקים פיננסיים | המשך

ארה"ב: עקום התשואות התהפך; המיתון בלתי נמנע? (המשך)

אך בינתיים, הנתונים הכלכליים והפיננסיים אינם מצביעים על מיתון קרוב; מרבית גופי ההשקעות המובילים, כולל כך. שיעור האבטלה הנמוך, ההכנסה הריאלית הגדלה, שיעורי האינפלציה הקרובים ליעד של הפד, ומרווחי האשראי הבריאים, ועוד, אינם מנבאים סיכון כלכלי מחשי. עם זאת, ארה"ב אינה חסינה מהשפעותיו של הכפר הגלובלי. יתכן שדווקא המצב הכלכלי המתדרדר ביפן, גרמניה, סין ואחרות, הוא זה שבסופו של דבר יגרום לפדרל ריזרב להוריד את שיעורי הריבית. בעצם, העלייה בחששות לגבי ההאטה הגלובלית הייתה זו שהפילה את התשואות. נתוני התעשייה החלשים מהצפוי בארה"ב היו כמובן בין הגורמים לחששות, אך הם היוו רק חלק קטן בשטף החדשות הרעות לגבי התחזית לייצור התעשייתי בעולם: המדדים המקדימים בארה"ב נחלשו, אך בגוש האירו, יפן וסין הם נמצאים עמוק בתוך תחום ההתכווצות. כעת, השווקים מייחסים הסתברות של כ- 60% להורדת ריבית אחת עד סוף השנה הנוכחית.

בעקבות התהפכות העקום, האנליסטים של RBC חוששים לא מהמיתון בארה"ב, אלא מבועה בנכסים הפיננסיים. על פיהם, ההתהפכות האחרונה אינה תואמת את הדפוס ההיסטורי בו המשקיעים המקומיים הובילו מטה את התשואות על אג"ח ארוכות בשל החשש מתסיסה כלכלית בטווח קצר. כעת, הם טוענים, הקצה הארוך של העקום מובל מטה על ידי החששות הגלובליים, בעוד כלכלת ארה"ב נמצאת במצב טוב יחסית לעולם. אם הפדרל ריזרב יוריד את הריביות בתגובה לנעשה בחו"ל, ארה"ב תוכל לממן שיעורי צמיחה גבוהים יחסית במחירים מדוכאים באופן מלאכותי; הדבר עשוי להאיץ את הגידול בהלוואות ובכך להוביל לבועתיות בנדל"ן או בנכסים פיננסיים.

ירידה רבעונית בתשואות על טרז'ורים ל- 10 שנים (נקודות בסיס)



## המשך || שווקים פיננסיים

אג"ח סין: מגיעות לקרן הסל שלך בקרוב

חברת Bloomberg הודיעה כי היא תצרף אג"ח סיניות לאחד המדדים החשובים ביותר בשוקי ההון, Bloomberg Barclays Global Aggregate Index, באופן הדרגתי החל מחודש אפריל הקרוב. בסופו של התהליך בן 20 חודשים, צפויות האג"ח של סין להוות 6.1% מהמדד העוקב אחר חוב בהיקף של 54.9 טריליון דולר; משמעות הדבר היא שבהרכב המטבעי של המדד יואן הסיני יהיה הרביעי בגודלו אחרי דולר, אירו ויין. על פי הערכתן של ענקיות הפיננסים כמו HSBC וגולדמן זאקס, הוספת אג"ח סיניות למדד עשויה בסופו של דבר למשוך בין 150 ל-250 מיליארד דולר לשוק האג"ח במדינה. הוספת אג"ח סיניות למדדים מובילים אחרים, FTSE World Government Bond Index ו-JP Morgan Emerging Market Bond Index, שכעת שוקלים את המהלך, תגדיל עוד יותר אז זרם השקעות הזרים באג"ח של סין.

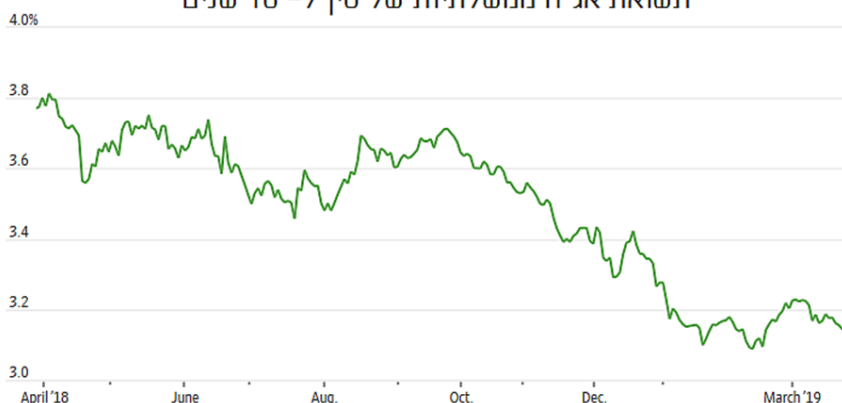
שוק האג"ח בסין גדל בקצב מסחרר בעשור האחרון, מ-2.1 ל-13 טריליון דולר, וכיום הוא השלישי בגודלו אחר ארה"ב ויפן. כ-55% משווי השוק מהוות אג"ח ממשלת סין ובנקים ממשלתיים. הרשויות בסין עמלו קשה על פתיחת שוק האג"ח הסיני למשקיעים זרים, אך למרות המאמצים, זרים עדיין מחזיקים רק בכ-2% מהיקף השוק. מתוך 2% בידי זרים, מרבית השווי מוחזק בידי חברות בת הרשומות בחו"ל של חברות סיניות מובילות כגון בנקים וברוקרים. העובדה כי הזרים עדיין לא משחקים תפקיד בשוק האג"ח דווקא הגנה עליו בתקופות קשות, כמו ב-2013 כאשר הפדרל ריזרב האמריקאי הודיע על תחילת צמצום הסיוע המוניטארי והשווקים המתפתחים רעדו. בעת שבמדינות מתעוררות אחרות הזרים ביצעו מכירת-חיסול והפילו את השווקים, בסין המשקיעים המקומיים ברחו למקלט האג"ח והשוק רשם ראלי.

העובדה שהאג"ח בסין מתנהגות שונה משווקים במדינות מתפתחות אחרות מגבירה את האטרקטיביות שלהן למי שמבקש לגוון את תיק השקעותיו. למרות זאת, המשקיעים הגלובליים עדיין מהססים לגבי השקעה בשוק האג"ח בסין. אם כי, החל מאפריל לא תהיה להם ברירה. קרנות סל רבות, בין היתר של iShares בניהול BlackRock ו-Xtrackers בניהול Deutsche Bank, עוקבות אחר מדד האג"ח הגלובלי Barclays. על פי נתוני HSBC, קרנות הסל העוקבות אחר המדד Barclays, מנהלות 2.5 טריליון דולר; כעת חלק מהכספים ינותבו לאג"ח סיניות.

השאלה שעומדת על הפרק היא האם המשקיעים החדשים בשוק האג"ח הסיני ייהנו מהשקעתם. הרי שהם נכנסים לשוק לאחר שנה וחצי של ראלי באג"ח ממשלתיות בסין, תקופה בה התשוואות על אג"ח ל-10 שנים ירדו ל-3.1% מהרחה של 4% בנובמבר 2017. אך תשוואה זו עדיין גבוהה בהרבה ממה שניתן לקבל על אג"ח שווקים מפותחים, כך

שיתכן וזהו סיכוי לגוון את תיק ההשקעות ולהגדיל את התשואות. כמו כן, על פי הערכת גופים מכובדים כמו State Street Global Advisors ו-Pictet Asset Management, ההרחבה המוניטארית בה נוקט כעת הבנק המרכזי בסין, צפויה לתמוך בשוק האג"ח.

תשוואת אג"ח ממשלתיות של סין ל-10 שנים



## שווקים פיננסיים | המשך

מניות ארה"ב: הכי משתלמות בטווח ארוך, וגם עכשיו

המניות בארה"ב רשמו את הרבעון הטוב ביותר מזה עשור והחזירו כמעט את כל הפסדיהן של סוף 2018. המדד S&P 500 עלה במעל 13%, ה-DJIA הוסיף 11%, בעוד שה-Nasdaq קפץ ב-16% במהלך הרבעון הראשון של 2019. העליות היו לא רק גדולות אלא גם רחבות: כל 11 הסקטורים בתוך S&P 500 הציגו תשואות חיוביות לרבעון, לראשונה מאז 2014. מניות הטכנולוגיה חזרו להוביל את הראלי, כאשר Facebook עלתה ב-27% ו-Netflix ב-33%. הסימנים להמשך רווחים חזקים בסקטור הטכנולוגיה תמכו במניות הללו. סקטור נוסף שרשם ראלי יוצא מן הכלל היה האנרגיה, עם עליות של מעל 40% במניות מסוימות על רקע העלייה במחירי הנפט.

במהלך הרבעון, המניות בארה"ב רשמו ביצועים טובים בהרבה מאשר השווקים האחרים: המדד MSCI ACWI ex USA הניב באותה התקופה 9.5%, ותשואה דומה הראה גם המדד של שווקים המתפתחים MSCI Emerging Markets Index; מדד הסחורות Bloomberg Commodity Index הניב 5.7% בלבד, על אף העליות במחירי הנפט.

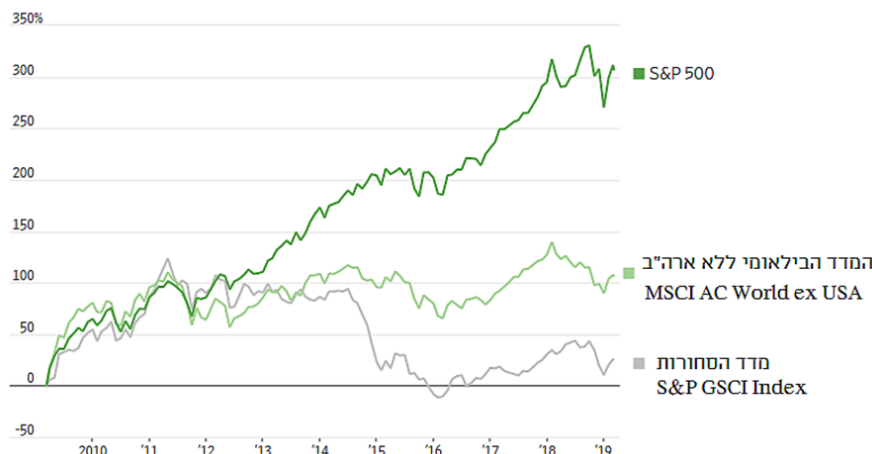
הביצועים של המדדים בארה"ב מושכים אליהם משקיעים רבים שחוששים לפספס את המשך העליות. על פי הסקר שארך Charles Schwab, 80% מהסוחרים חושבים כי כעת זה זמן טוב להשקיע במניות אמריקאיות. כמו בנבואה שמגשימה את עצמה, זרם הכסף ממשקיעים מקומיים וגלובליים עשוי לסייע לראלי האמריקאי להמשיך, על אף ההאטה בצמיחה והצפי לעלייה אנמית ברווחי החברות ברבעון הראשון, ולמרות העלייה במכפילי הרווח העתידיים כתוצאה מתחזיות אלו.

התשואות העודפות של המניות האמריקאיות מעל אלו בשאר העולם ב-2019 מוסברות במצבה הכלכלי הטוב יחסית של ארה"ב לעומת שווקים מפותחים אחרים וכן לעומת חלק מהשווקים המתפתחים; וכן הן נתמכות ביוניות המחודשת של הפדרל ריזרב לצד האופטימיות לגבי התקדמות המשא ומתן בנושאי הסחר עם סין. אך ביצועי היתר נמשכים כבר לאורך יותר מעשור, מאז תחילתו של השוק השורי הנוכחי לאחר המשבר הפיננסי הגלובלי. בתקופה זו, הניב המדד S&P 500 תשואה של מעל 300%, לעומת התשואה של כ-100% של MSCI ACWI ex USA ועלייה של 25% בלבד במדד הסחורות.

במהלך כל העשור, הובל הראלי על ידי מניות הטכנולוגיה, אך לא רק הן תרמו לעליות היוצאות מן הכלל בשוק האמריקאי; בעצם הטכנולוגיה הינה במקום השני בגודל העליות עם 515% בעשור. במקום הראשון עומדות המניות

של חברות מוצרי צריכה המחזוריים (consumer discretionary) עלייה של 580%; הסקטורים האחרים שבולטים בתשואותיהם בעשור של השוק השורי הם פיננסים, תעשייה ובריאות, שהוסיפו 415%, 370% ו-310% בהתאמה.

ביצועי המדדים השונים במהלך השוק השורי של העשור האחרון



## || הכלכלה בעולם

אירופה: שוב זקוקה לתכנית סיוע

בתחילת חודש מרץ, הודיע הבנק המרכזי של אירופה על החזרתה של תכנית סיוע מוניטארית וכן על כוונתו להותיר את הריבית ברמתה השלילית לפחות עד סוף השנה הנוכחית. קודם לכן, הבנק היה צפוי להעלות את הריביות בהמשך השנה. אך ההאטה הגלובלית והחולשה הרחבה בכלכלת אירופה אילצה את הבנק לעדכן כלפי מטה את תחזית הצמיחה עבור גוש האירו ב- 2019 (מ- 1.7% ל- 1.1%) ולבצע פניית פרסה במדיניותו המוניטארית. כחלק מהשינוי, הבנק יציע הלוואות זולות ארוכות-טווח לבנקים אירופאים, דבר שהוא לא עשה במשך שלוש השנים האחרונות. התמיכה המוניטארית חוזרת לתחייה שלושה חודשים בלבד לאחר סיומה של תכנית לרכישות האג"ח של הבנק המרכזי. פניית הפרסה הפתאומית - מריסון הדרגתי של מדיניות למה שנראה כחידוש ההרחבה המוניטארית - מעיד על מהירות בה כלכלת אירופה נחלשת, וגם על תלותה בתמיכה מצידו של הבנק המרכזי. יתכן והדבר מעיד גם על כך שהבנק המרכזי האירופאי מאחר במהלכיו ואינו מסוגל לחזות את השינויים בכלכלה אלא רק מגיב אליהם.

נגיד הבנק המרכזי, מריו דראגי, הצביע על גורמים חיצוניים שהובילו להיחלשות הכלכלית באירופה, ובפרט על ההתדרדרות הנמשכת בביקושים הגלובליים לייצוא אירופאי. אחת הנפגעות העיקריות מירידה בביקושים היא כלכלת גרמניה, הכלכלה הרביעית בגודלה בעולם, היצואנית השנייה בגודלה בעולם, ועד לא מזמן - מנוע הצמיחה של אירופה. בשל העובדה כי כלכלת גרמניה נשענת על ייצוא (שמהווה כ- 50% מהתמ"ג, לעומת 12% בארה"ב ו- 30% בישראל), היא רגישה למצב הביקושים בעולם, שמצידם תלויים במצב הכלכלה הגלובלית. כמעט כל הייצוא מגרמניה הוא מוצרי ייצור תעשייתי מגוונים - החל מכלי רכב דרך מכונות למפעלים ועד למכשור רפואי מתקדם. לכן, מצבו של סקטור התעשייה בגרמניה מעיד על הכלכלה כולה, וכאשר הכלכלה הגרמנית, שמהווה כשליש מסך התמ"ג של גוש האירו, נפגעת - הצמיחה בגוש המוניטארי נבלמת.

כעת, מצבה של התעשייה הגרמנית ממשיך להתדרדר. מה שיכול להעיד על כך הוא סקר מנהלי הרכש בתעשייה, מדד מקדים ומדויק לצמיחה בסקטור, שבסוף מרץ נפל לרמתו הנמוכה ביותר מאז המיתון של 2012. מדד הסנטימנט בתעשייה, גם הוא מדד מקדים ומדויק למצבה, צנח לשפל של שבע שנים. התוצר במגזר התעשייה התכווץ בינואר (נתון אחרון) ב- 3.4% לעומת ינואר 2018. התכווצות בפעילות בתעשייה מובלת על ידי צניחה בהזמנות חדשות, שנפלו בשיעור החד ביותר מאז 2012. החשש כעת הוא שגרמניה מובילה את התעשייה האירופאית למיתון: גם בצרפת ואיטליה, הכלכלה השנייה והשלישית בגודלן באירופה, נרשמת התכווצות תעשייתית. הדבר אינו בהכרח מעיד על מיתון כלכלי בגוש האירו בשלב זה, שכן מגזרי השירותים במרבית הכלכלות העיקריות עדיין צומחים, אלא על היחלשות כלכלית ניכרת, כפי שציין נגיד הבנק המרכזי האירופאי.

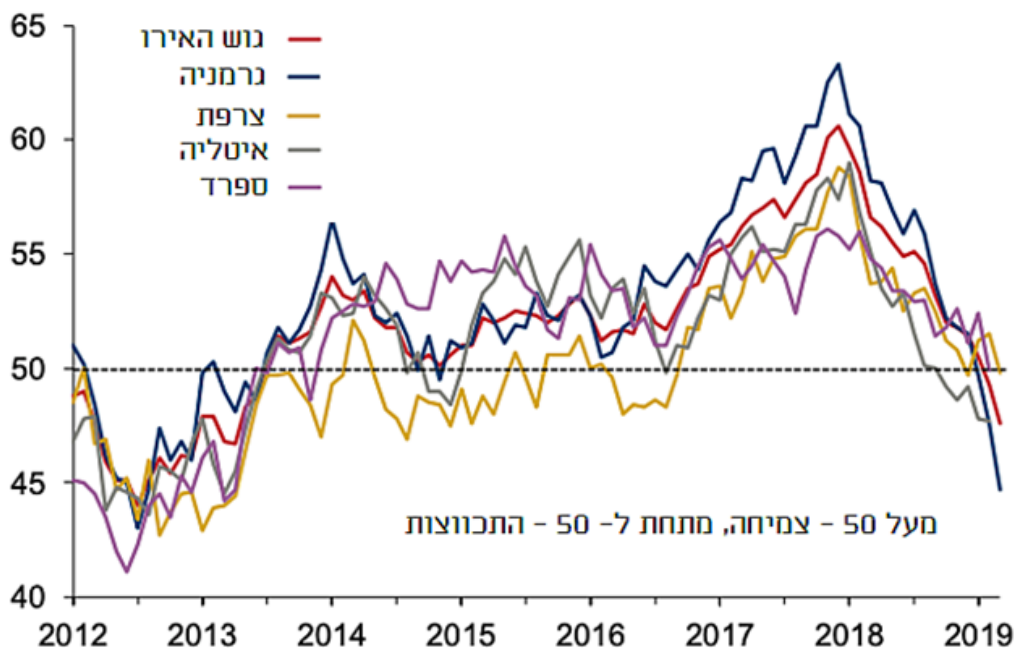


## המשך || הכלכלה בעולם

אירופה: שוב זקוקה לתכנית סיוע (המשך)

קובעי המדיניות המוניטארית מקווים כי צעדי התמיכה שהם מציעים, יסייעו לכלכלת אירופה להימנע ממיתון השנה. תכנית ההלוואות הזולות לבנקים אמורה לסייע ולהחיות את מתן ההלוואות לבתי אב ולעסקים, שנמצא בירידה מאז סוף 2018. אך כלכלנים אינם בטוחים שזה יעזור, הרי שהירידה בהלוואות נובעת מביקושים חלשים על רקע אי-הוודאות הכלכלית, המושפעת הן מגורמים חיצוניים כגון היחלשות הכלכלה הסינית וסכסוכי הסחר, והן משלל הבעיות הפנימיות באירופה, החל מההפגנות האלימות בצרפת, דרך Brexit, ועד לשערוריות המרעידות את הבנקים האירופאים. החזקת הריביות ברמה נמוכה לתקופה נוספת אכן תומכת בייצוא על ידי החלשת המטבע, אך היא אינה מקוזת באופן מלא את הפגיעה מירידה בביקושים החיצוניים. ואם המיתון, ואף משבר משמעותי יותר, יופיעו בסופו של דבר - לבנק המרכזי של אירופה לא נותרו כלים להתמודד איתו: הריבית כבר שלילית, ההלוואות לבנקים כבר מאושרות, וחלק גדול מאג"ח ממשלות אירופה כבר נרכשו. במקרה של משבר כלכלי, הממשלות באירופה יהיו אלו שיצטרפו לתת לו מענה; ויש להן את האפשרות לעשות זאת: הגירעון התקציבי הממוצע בגוש האירו עומד על 0.6% בלבד, והחוב הממשלתי - על 69% תמ"ג. אך בשל העובדה כי לאיחוד המוניטארי אין מדיניות פיסקלית אחידה ואין גוף האחראי על כך, הנטל של תמיכה בכלכלה הוא על הממשלות, כאשר חלקן רחוקות ממצב פיסקלי תקין. ואלו שמסוגלות להפנות משאבים לכך, כמו גרמניה, הולנד ואוסטריה - נרתעות מלפתוח את הארנקים לטובת הכלל. אם הן יימנעו מהגדלת ההוצאות והורדת המסים לשם שמירה על זהירות פיסקלית, קיים סיכוי לא מבוטל שאירופה תחזור לסטגנציה.

סקרי מנהלי הרכש בתעשייה בגוש האירו



## הבהרה משפטית

טנדם קפיטל אסט מנג'מנט והחברות הבנות (להלן: "טנדם") הן חברות העוסקות בשיווק השקעות ולא בייעוץ השקעות כהגדרתם בחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995, ובעלות זיקה לנכסים פיננסיים המנוהלים בידי החברות המפורטות באתר האינטרנט של החברה ומתעדכנות מעת לעת.

לטנדם או לעובדיה יתכנו החזקות בניירות הערך או בנכסים הפיננסיים המוזכרים במסמך זה והם עשויים לפעול בהם. מסמך זה נועד לצורך מסירת מידע בלבד, אין בו משום הבטחת תשואה כלשהי או מניעת רווח, ואין הוא מהווה תחליף לייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. כמו כן, אין המידע מהווה הצעה לרכישת ניירות ערך כהגדרתם בחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968 ורכישה כזו תבוצע אך ורק על בסיס תשקיף תקף.

אין להעתיק או לעשות שימוש בכל חלק ממסמך זה בכל צורה שהיא ללא אישור בכתב מראש מטנדם.