

סקירה שבועית של התפתחויות מקרו כלכליות ושוקי הריביות ואגרות החוב

ד"ר גיל מיכאל בפמן, כלכלן ראשי | דודי רזניק, אסטרטג ריביות

עיקרי דברים

מקרו

19.12.2021

אגרות חוב וריביות

ד"ר גיל מיכאל בפמן | כלכלן ראשי
gilmichael.bufman@bankleumi.co.il

דודי רזניק | אסטרטג ריביות
Dudi.reznik@bankleumi.co.il

דסק אסטרטגיה

קובי לוי | מנהל דסק אסטרטגיה ומט"ח
Koby.levi@bankleumi.co.il

מחלקת מחקר מניות

אייל דבי | מנהל מחקר מניות
eyald@bll.co.il

אלה פריד | אנליסטית בכירה - אנרגיה
ella.fried@bll.co.il

גיל דטנר | אסטרטג - מניות חול
gil.dattner@bll.co.il

ניירות ערך זרים

עופר הלל | מנהל דסק מחקר בנקאות פרטית
oferhi@bll.co.il

אג"ח ממשלתי

סביבת האינפלציה צפויה להתחיל לרדת במתינות ונותנת עדיפות להשקעה באפיק השקלי הלא צמוד.

אנו ממליצים על השקעה במח"מ בינוני.

מומלצת אחזקה סינתטית בשקלים הלא צמודים על רקע ירידת התשואות החדה יחסית לאחרונה בחלק הבינוני של העקום. תלילות העקום בטווח 5 – 10 גבוהה יחסית.

צמודי המדד מומלצים להשקעה בטווח הבינוני של העקום.

מומלצת אחזקת אג"ח בריבית משתנה חלף אחזקת מק"מ ואג"ח ממשלתי קצר.

אג"ח קונצרני

רמת המרווחים רשמה ירידה קלה השבוע.

אנו ממליצים על אחזקת האפיק בדרוג קבוצת A ומעלה.

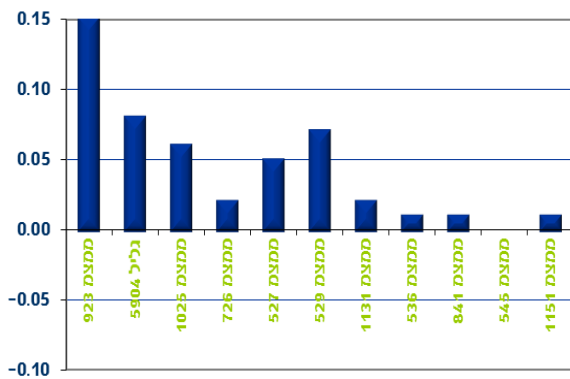
מומלצת הגדלת החשיפה לפיקדונות בנקאיים לאור העלייה במרווחים לאחרונה.

אג"ח ממשלתי ומקרו

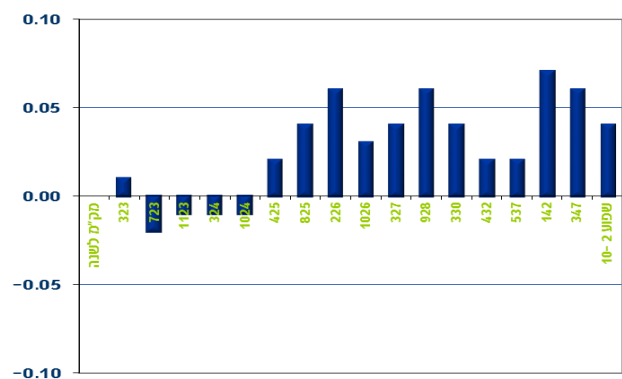
מבט שבועי – מגמה שלילית נרשמה השבוע בשוק האג"ח הממשלתי. ירידות שערים ועליית תשואות נרשמה השבוע לאורך העקומים. בצמודי המדד, עיקר ירידות השערים נרשמו בטווחים הקצרים – בינוניים על רקע פרסום מדד המחירים לצרכן לחודש נובמבר שהיה נמוך מהתחזיות ולראשונה מאז חודש ינואר היה שלילי. בשקלים הלא צמודים עיקר ירידות השערים נרשמו בחלק הבינוני – ארוך של העקום.

שוק האג"ח הממשלתי המקומי נסחר השבוע במגמה שלילית תוך ירידות שערים ועליית תשואות לאורך העקומים. בצמודי המדד בלטו בירידות שערים איגרות החוב לטווח הקצר – בינוני בירידות שערים של כ- 0.40% במוצע על רקע פרסום מדד המחירים לצרכן לחודש נובמבר שהפתיע בירידה של 0.40% (ראו הרחבה בהמשך). המדד השלילי המשיך להבליט את העובדה שסביבת האינפלציה בישראל נמוכה במידה משמעותית ביחס לאינפלציה במדינות המפותחות ובעיקר ביחס לארה"ב, בריטניה וגוש האירו. מדובר בנתון הצפוי להעניק דרגות חופש רבות לבנק ישראל בניהול המדיניות המוניטרית שלו לאורך שנת 2022.

גרף 2 - שינוי שבועי בתשואות אג"ח צמוד מדד

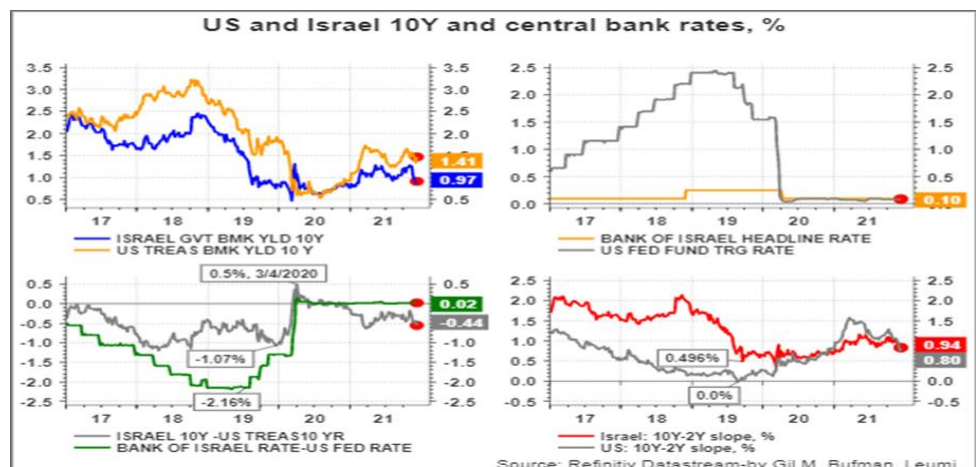


גרף 1 - שינוי שבועי בתשואות אג"ח שקלי



יציבות נרשמה בשקלים הלא צמודים הקצרים לאור הערכה כי בנק ישראל לא צפוי לשנות את הריבית בתקופה הקרובה. בלטו לשלילה, בשקלים הלא צמודים, איגרות החוב לטווח הבינוני - ארוך ובעיקר איגרות החוב לטווח של 7 שנים ומעלה. עליית התשואות בשקלים הלא צמודים נרשמה דווקא על רקע יציבות ואף ירידת תשואות בעקום התשואות הדולרי דבר שהביא לצמצום פער התשואה השלילי בין הריביות השקליות לריביות הדולריות המקבילות עד לטווח של 10 שנים. במידה והאינפלציה תמשיך ותרד בישראל במהלך השנה הקרובה, במידה מודגשת מאשר בארה"ב, והריבית בארה"ב ובישראל יתפתחו בתוואים שונים, זאת כפי שהיה בשנים 2017-2019, הדבר עשוי לאפשר פתיחת פער תשואות שלילי נוסף ביחס לארה"ב במהלך השנה הקרובה, תוך אפשרות להסתמנות של תוואים מנוגדים גם בשיפועי העקומים ישראל (עליית תלילות) מול ארה"ב (השתטחות).

גרף 3



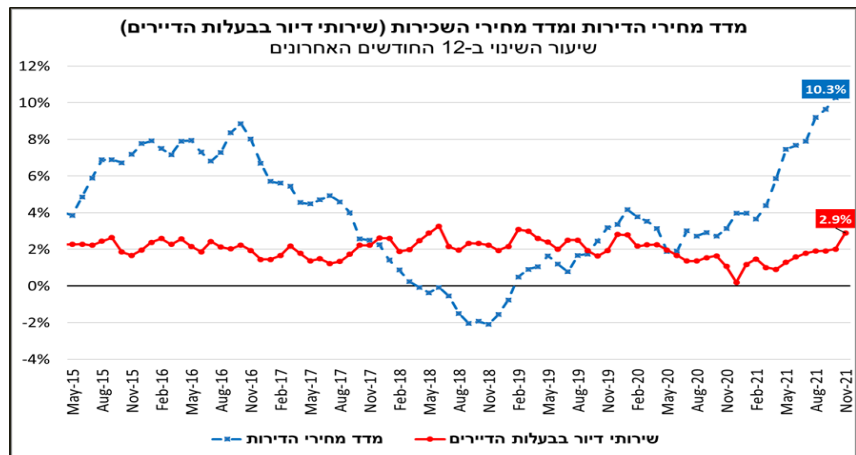
מדד המחירים לצרכן הפתיע בירידה של 0.1%. סביבת האינפלציה בישראל ממשיכה להיות נמוכה במידה משמעותית ביחס לעולם.

מדד המחירים לצרכן ירד ב-0.1% בחודש נובמבר 2021, זאת בהשוואה לציפיות לאי-שינוי המדד והערכת לאומי לעלייה בשיעור של 0.1%. מתחילת השנה עלה מדד המחירים לצרכן ב-2.5%. בשנים עשר החודשים האחרונים (נובמבר 2021 לעומת נובמבר 2020) מדד המחירים לצרכן עלה ב-2.4%, מדד המחירים לצרכן ללא ירקות ופירות עלה ב-2.6%, מדד המחירים לצרכן ללא דיור עלה ב-2.3% ומדד המחירים לצרכן ללא אנרגיה עלה ב-2.0%.

שיעור העלייה השנתי של המדד צפוי להסתכם בשנת 2021 ב-2.4%-2.6%, בתוך יעד יציבות המחירים. מדד חודש דצמבר 2021 צפוי לנוע בטווח של מינוס 0.1% עד פלוס 0.1%. המדד צפוי לעלות בכ-1.3%-1.8% במהלך 12 החודשים הקרובים.

מדד המחירים לצרכן שקף ירידות מחירים בסעיף המזון ובסעיף הפירות והירקות, ההלבשה וההנעלה ובסעיף חינוך תרבות ובידור. מדד הדיור דווקא הפתיע בעלייה. קצב עליית מחירי שכר הדיור עלה לרמה של 2.9% בחישוב שנתי כאשר מחירי הדיור שאינם נכללים במדד עלו בקצב שנתי של יותר מ-10%, הקצב הגבוה זה עשור.

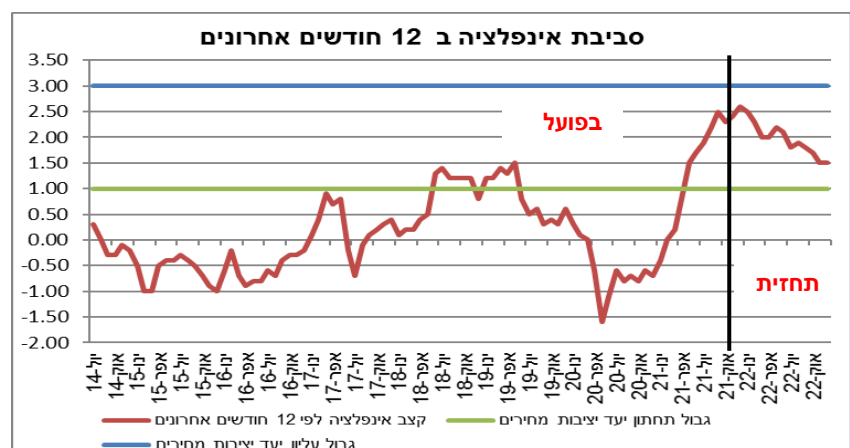
גרף 4



מקור: אגף כלכלה בנק לאומי.

סביבת האינפלציה בישראל מצויה בשיא של השנים האחרונות כאשר הערכתנו הינה לירידה מתונה במהלך החודשים האחרונים תוך חזרה אל מתחת לאמצע יעד יציבות המחירים. סביבת האינפלציה בישראל ממשיכה להיות נמוכה במידה משמעותית ביחס לעולם וכן ציפיות האינפלציה בכל הטווחים מצויות בתוך יעד יציבות המחירים כך שלבנק ישראל דרגות חופש רבות בניהול המדיניות המוניטארית ובעיקר בשימוש בכלי הריבית. לפיכך נראה כי העלאות ריבית בישראל אינן על הפרק כרגע וככל הנראה לא לפני השליש האחרון של שנת 2022 לכל המוקדם.

גרף 5



מקור: למ"ס ותחזית אגף כלכלה בנק לאומי.

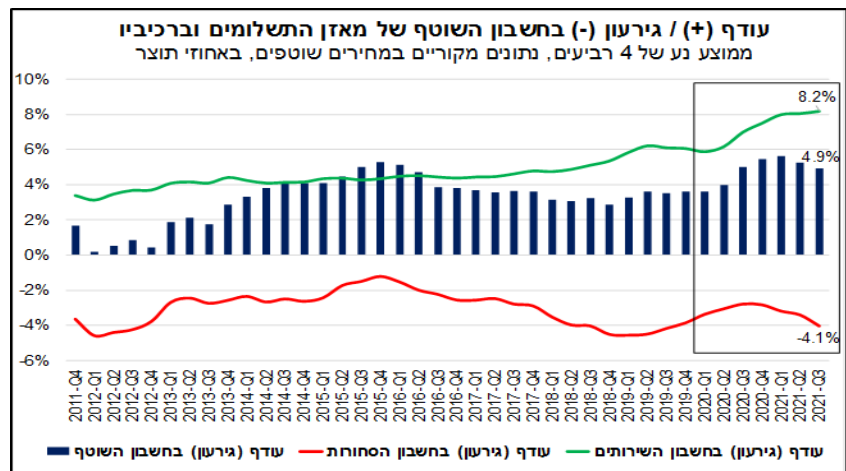
על אף שהתמתן מעט ברביע השלישי של 2021, העודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים נותר ברמה גבוהה מאוד, אשר ממשיכה לתמוך בעוצמתו של השקל.

העודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים ברביע השלישי של 2021 הסתכם בכ-4.9 מיליארד דולר (נתון לא מנוכה עונתיות במחירים שוטפים). מדובר בנתון מעט נמוך יותר בהשוואה לשני הרביעים הראשונים של השנה, בהם נרשם עודף של כ-5.4 מיליארד דולר וכ-5.5 מיליארד דולר, בהתאמה.

בכדי לבחון את המגמה של החשבון השוטף בעת האחרונה, מוצגת, בגרף 6, ההתפתחות של החשבון השוטף בחישוב שנתי (ממוצע נע של ארבעה רביעים), במונחים של אחוזי תוצר. מהתרשים עולה כי הרמה השנתית הנוכחית של העודף בחשבון השוטף עומדת על כ-4.9% (תוצר של כ-22.4 מיליארד דולר). רמה זו מעט נמוכה יותר מרמת השיא שנרשמה ברביע הראשון של 2021 – 5.6% תוצר, שהם כ-23.4 מיליארד דולר – אולם גבוהה באופן משמעותי מהרמה שהייתה ערב פרוץ משבר הקורונה (Q4/2019) – 3.6% תוצר, שהם כ-14.3 מיליארד דולר.

מגמת העלייה בעודף בחשבון השוטף מאז פרוץ משבר הקורונה, הינה בעיקר תוצאה של גידול משמעותי בעודף בחשבון השירותים (גרף 6), אשר נתמך בהתרחבות מהירה של יצוא השירותים, בדגש על רכיבי פעילות מתחום ההיי-טק והטכנולוגיה, אשר פעילותם נמשכה גם בזמן המשבר, ועל אף ירידות ביצוא של שירותי תיירות ותחבורה, שהושפעו לרעה מהגבלות משבר הקורונה, בדגש על השמיים הסגורים. מנגד, העמקת הגירעון בחשבון הסחורות ברביעים האחרונים, שחלה על רקע גידול מואץ ביבוא הסחורות של המשק, במקביל להסרת הגבלות הקורונה וחזרתו של המשק לפעילות כמעט מלאה, קיזזה מעט את העודף בחשבון השוטף.

גרף 6



מקור: אגף כלכלה בנק לאומי.

אנו מעריכים כי בתרחיש מרכזי, העודף בחשבון השוטף צפוי להמשיך להתמתן בהדרגה ברביעים הקרובים, על רקע המשך התרחבות הפעילות הכלכלית במשק, תוך עלייה ביבוא, וחזרתם לפעילות של ענפים שטרם התאוששו מהמשבר, בדגש על ענף התעופה. בהקשר זה, נציין כי על רקע המשך ההתפשטות של וריאנט האומיקרון ברחבי העולם, הורחבה רשימת המדינות שמוגדרות "אדומות", מה שעלול לעכב את תהליך ההתאוששות של יבוא ויצוא שירותי התיירות של המשק. להערכתנו, העודף בחשבון השוטף צפוי להסתכם בכ-4.5%-5.0% תוצר בשנים 2021-2022, זאת לאחר ששנת 2020 הסתכמה בעודף משמעותי יותר של כ-5.5% תוצר בחשבון השוטף. דהיינו, מדובר במצב אשר צפוי להמשיך ולתמוך בעוצמתו של השקל.

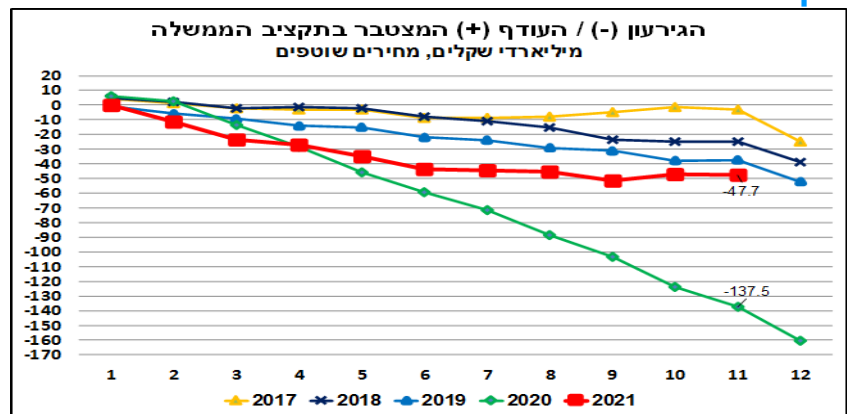
נמשך השיפור בגירעון הממשלתי; הגירעון התקציבי בשנת 2021 צפוי להסתכם בכ-5.0% תוצר.

פעילות הממשלה הסתכמה בחודש נובמבר בגירעון של כ-0.6 מיליארד ₪ לעומת גירעון גדול יותר של כ-13.6 מיליארד ₪ בנובמבר 2020. הגירעון המצטבר (ללא מתן אשראי נטו) מתחילת השנה (ינואר-נובמבר) עמד על כ-47.7 מיליארד ₪, שהם כ-35% בלבד מהיקף הגירעון בתקופה המקבילה אשתקד, שעמד על כ-137.5 מיליארד ₪. נתונים אלה משקפים את השיפור במצב התקציבי של ישראל בהשוואה לשנת 2020, שהייתה חריגה עקב השפעות משבר הקורונה, כפי שניתן לראות בגרף 6. כמו כן, ניתן לראות שהתפתחות הגירעון בשנת 2021, אינה שונה באופן מהותי מהתפתחות הגירעון בשנים 2017-2019, שהתאפיינו במהלך עסקים תקין.

בחודש נובמבר, הגירעון התקציבי בחישוב שנתי המשיך לרדת, זאת בהמשך למגמה מתחילת שנת 2021. ב-12 החודשים האחרונים (דצמבר 2020-נובמבר 2021) עמד הגירעון על 4.6% תוצר (שהם כ-70.3 מיליארד ₪) לעומת 5.5% תוצר (כ-83.3 מיליארד ₪) בחודש אוקטובר. ירידת הגירעון הינה תוצאה של גידול בהכנסות המדינה במקביל לירידת ההוצאות.

אנו מעריכים כי שנת 2021 צפויה להסתכם בגירעון תקציבי של עד כ-5% תוצר, וייתכן שאף פחות מכך. זאת, במידה שמסגרות ההוצאה לא ינוצלו במלואן והיקף ההכנסות יהיה בהתאם לתחזית הגבייה העדכנית של משרד האוצר. במבט כולל, נתוני התקציב ממשיכים להצביע על שיפור משמעותי בפרופיל הפיסקאלי של המשק, בהשוואה להערכות מראשית השנה.

גרף 7



מקור: אגף כלכלה בנק לאומי.

מקור עולמי

כצפוי הודעת הריבית של הפד הייתה ניצית יחסית אם כי התשואות הממשלתיות נותרו כמעט ללא שינוי לאחר ההודעה.

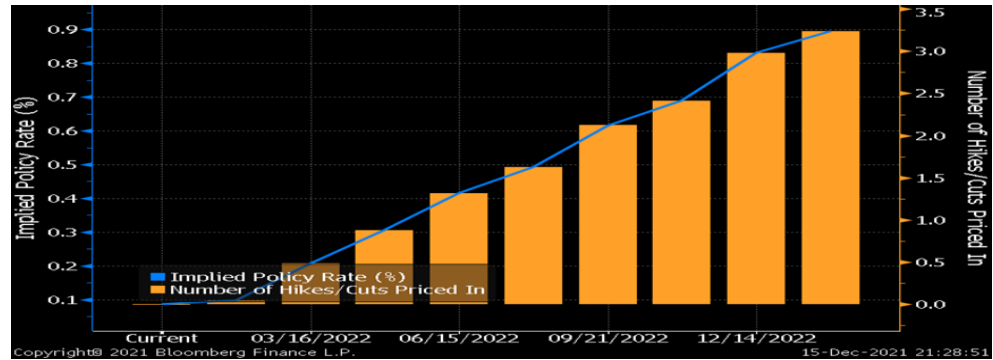
בהודעת המדיניות המוניטרית, הפד הדגיש שהינו מחויב להשתמש במגוון הכלים שלו בכדי לתמוך בכלכלת ארה"ב, תוך כדי שאיפה לתעסוקה מקסימלית ויציבות מחירים. הפד מעריך שההתקדמות בחיסונים והתמיכה החזקה מצד המדיניות הכלכלית תרמו להתחזקות הכלכלה. המגזרים שנפגעו מהמגפה השתפרו בחודשים האחרונים. עם זאת, חוסר האיזון שבין היצע לבין ביקוש, הקשור למגיפה ולפתיחה מחדש של הכלכלה, המשיכו לתרום לעלייה של האינפלציה. התנאים הפיננסיים נותרו נוחים ומשקפים את צעדי המדיניות שנועדו לתמוך בכלכלה ובאשראי בארה"ב.

הפד מעריך שמסלול הצמיחה ממשיך להיות תלוי בתחלואה, אך התקדמות בתחום החיסונים ושחרור של צווארי הבקבוק בתחום מגבלות האספקה צפויים לתמוך בהמשך העלייה בפעילות הכלכלית, בתעסוקה ובעתיד גם בהפחתה של האינפלציה. הפד שואף

לתעסוקה מקסימלית ואינפלציה בשיעור ממוצע של 2% בטווח הארוך יותר ולכן הותר את הריבית ללא שינוי, זאת תוך כדי דגש שהאינפלציה, שחרגה מן היעד, תשוב בעתיד ליעד.

גרף 8

הערכות השוק הנוכחיות לתוואי ריבית הפד: מספר ההעלאות ושיעור הריבית



נראה שהפד נותן משקל גדול יחסית להשגת תעסוקה מרבית ולכן לא מיהר עדיין להעלות ריבית. עם זאת, הפד החליט, כצפוי, להפחית בקצב כפול את רכישות הנכסים נטו ב-20 מיליארד דולר לחודש באג"ח ממשלת ארה"ב ו-10 מיליארד דולר לחודש ב-MBS. בהתאם לכך, החל מינואר הפד ירכוש אג"ח ממשלתי ב-40 מיליארד דולר לחודש ו-MBS בהיקף של 20 מיליארד דולר לחודש. הפד הדגיש את האפשרות של התאמות נוספות בקצב הרכישות, זאת כתלות בתחזית הכלכלית.

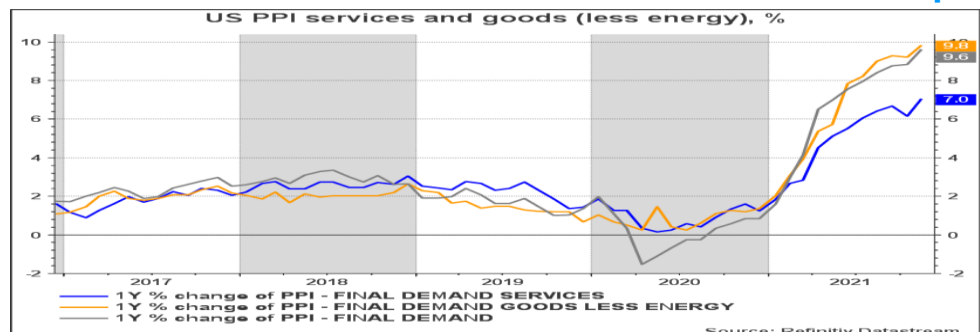
השינויים המשמעותיים בתחזית חברי ה-FOMC היו בתחומים הבאים (במונחי חציון התחזיות): הפחתה של שיעור האבטלה בשנים 2021-2022; העלאה של תחזית האינפלציה לשנים 2021-2023; העלאת תוואי הריבית לשנים 2022-2024; הגעת הריבית לכ-0.9% במהלך 2022, כלומר כ-3 העלאות ריבית במהלך השנה הבאה, כאשר הריבית בטווח הארוך צפויה להגיע לכ-2.5%.

העלייה החדה בסביבת האינפלציה בארה"ב באה לידי ביטוי גם במדד המחירים ליצרן.

מדד מחירי היצרנים לביקוש סופי עלה ב-0.8% בנובמבר. המדד עלה ב-9.6% ב-12 החודשים שהסתיימו בנובמבר. בנובמבר, עלה רכיב השירותים של הביקוש הסופי ב-0.7% והסחורות עלו ב-1.2%. המדד לביקוש סופי בניכוי מזון, אנרגיה ושירותי מסחר עלה ב-0.7% ובמשך 12 החודשים שהסתיימו בנובמבר, המחירים עלו ב-6.9%. מדובר בעלויות מחירים גבוהות במידה ניכרת מאשר ציפיות השוק ומאשר מה שנרשם בתחום זה מזה שנים רבות. אין ספק שמדובר במידע חשוב נוסף שיצטרף למערך האינדיקטור המצביעים על עלייה של ממש באינפלציה בפועל, אינדיקטורים שקבלו משקל של ממש בהודעת המדיניות של הפד.

כאמור, רכיב השירותים עלה ב-0.7% בנובמבר, העלייה האחת עשרה ברציפות. ניתן לייחס יותר ממחצית מהעלייה הרחבה בנובמבר לרכיב שירותי הליבה (בניכוי מסחר, תחבורה ומחסנים) שעלה ב-0.6%. המדדים לשירותי מסחר, הובלה ואחסנה עלו בחדות יחסית, בשיעורים של כ-0.6% ו-1.9%, בהתאמה. עליית רכיב הסחורות ב-1.2% בנובמבר, לאחר עלייה של 1.3% באוקטובר, הייתה רחבה; מעבר לעליית רכיב האנרגיה ב-2.6%, רכיב הליבה (סחורות פחות מזון ואנרגיה) עלה ב-0.8%, והמחיר של סעיף המזון לביקוש סופי עלה ב-1.2%.

גרף 9



הודעת הריבית של ה ECB מלמדת על הליכה לכיוון הניצי אם כי בצורה מתונה משמעותית ביחס לפד.

על פי הודעת ה-ECB, רכישות הנכסים נטו במסגרת ה- PEPP (תכנית רכישות אג"ח לנוכח מצב החירום של המגפה) יסתיימו במרץ בשנה הבאה, וצפוי שעד אז ינוצלו כ- 1,750 מיליארד אירו מתוך המסגרת של 1,850 מיליארד אירו. במקביל, ה-ECB יגביר את הרכישות שבמסגרת ה-APP (תכנית הרכישות "הרגילה") ל-40 מיליארד אירו לחודש ברביע השני של השנה הבאה, לעומת 20 מיליארד אירו לחודש כיום. מעבר לכך, הבנק מתכנן להקטין את הרכישות החודשיות ל-30 מיליארד אירו ברביע השלישי של 2022 ול-20 מיליארד אירו ברביע האחרון של 2022 ולהמשיך בקצב הזה כל זמן שנדרש בכדי לחזק את ההשפעה החיובית של המדיניות על הכלכלה.

המשמעות היא שה-ECB יקטין את סך הרכישות נטו שלו ממוצע של 92 מיליארד אירו לחודש בין ספטמבר לנובמבר 2021 לפחות ממחצית הקצב הזה עד אפריל 2022. זה פחות דרמטי מן המהלך של ה- TAPERING המלא של הפד, אך עדיין מדובר בהפחתה גדולה. ההתחייבות לצמצם את ה-APP (תכנית הרכישות "הרגילה") לקראת סוף 2022 ל-20 מיליארד אירו לחודש היא יותר ניצית מאשר השווקים ציפו. עם זאת, ההצהרה של ה-ECB מותירה את הדלת פתוחה לכך שמסגרת פעילות ה-PEPP תחודש במידת הצורך לנוכח עליית התחלואה. הבנק הותיר את צפי הריבית שלו ללא שינוי עד שיראה את האינפלציה מגיעה ל-2% לאורך כל אופק התחזית שלו, שנמשך כעת עד 2024.

ה-ECB הדגיש את הגמישות שהוא שומר לעצמו בעניין "גלגול" השקעה (השקעה חוזרת) של אחזקות האג"ח שלו שנרכשו במסגרת ה-PEPP. נראה שדגש זה ניתן תוך כדי הכוונה ספציפית לאיגרות החוב הממשלתיות של יוון (GSB), הכלולות ב-PEPP, אבל לא כלולות במסגרת ה-APP, משום שהינן מתחת לדירוג השקעה. ה-ECB הבהיר את הנכונות להגביר את הרכישות של איגרות החוב של יוון כחלק מההשקעות החוזרות של אחזקות ה-PEPP מעבר לכמות המגיעה לפדיון, זאת כאמצעי תמיכה באיגרות אלו.

גרף 10

PEPP and APP holdings of the ECB, EUR



גוש האירו מסיים את הרביע הרביעי של 2021 בנימה חלשה, זאת כפי שבא לידי ביטוי בירידה המחודשת במדד ה-PMI.

גוש האירו מסיים את הרביע הרביעי של 2021 בנימה חלשה, זאת כפי שבא לידי ביטוי בירידה המחודשת במדד ה-PMI. נראה שהצמיחה הואטה לכדי זחילה, זאת על רקע החמרה בהגבלות והזהירות הגוברת של הצרכנים שגובים מחיר מהפעילות הכלכלית, כאשר מגזר השירותים נושא ברוב הנטל.

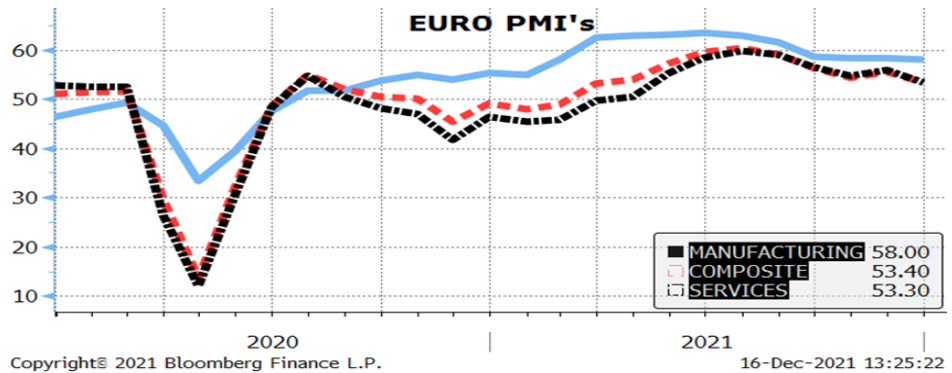
הירידה במדד ה-PMI הכולל מ-55.4 בנובמבר ל-53.4 בדצמבר הותירה אותו בשפל של 9 חודשים. גם רכיב הייצור וגם רכיב השירותים ירדו, כאשר מדד פעילות השירותים ירד ירידה משמעותית המשקפת את העלייה החדה במקרי התחלואה, הגבלות ממשלתיות חדשות, וזהירות צרכנים. הסקרים מצביעים על כך שהמחסור באספקה נחלש מעט. בעוד שזמני האספקה התארכו שוב, ההתארכות הייתה מתונה יחסית, ומדד המלאים עלה לשיא.

חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

ברמה הלאומית, מדד ה-PMI ירד באופן חד במיוחד בגרמניה, ל-50.0, עקב ירידה במדד השירותים אל מתחת ל-50 לראשונה מאז אפריל. ה-PMI הכולל של צרפת ירד רק ל-55.6, מה שמשקף את ההגבלות המחמירות פחות שהטילה ממשלתה. מדדי ה-PMI של דצמבר עולים בקנה אחד עם האטה ניכרת בצמיחה ברביע הרביעי ל-0.2% בלבד.

גרף 11

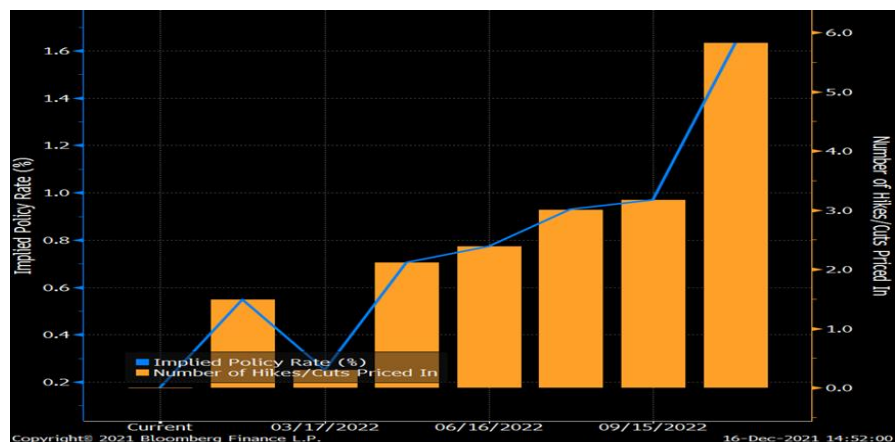


העלייה בסביבת האינפלציה גברה על החשש מהאטה בבריטניה והביאה את הבנק המרכזי להעלאת ריבית מפתיעה.

הוועדה המוניתרית של ה-BOE הפתיעה את השווקים והעלתה הריבית מ-0.10% ל-0.25%. המהלך הזה הגיע למרות ההחרפה במצב התחלואה וזה פותח את הדרך לעוד עליות בריבית, אולי אף לרמה של 1.00% המתומחרת בשווקים לסוף השנה הבאה.

ההודעה של הבנק מציינת שיש צורך בהידוק של המדיניות המוניתרית, כך שזה לא נראה כמו מקרה של העלאה אחת ולאחר מכן עצירה, אלא כתחילתו של תהליך. לא היו אזכורים לכך שהאינפלציה צפויה להיות מתחת ליעד בעוד שנתיים, וגם לא הייתה אמירה שהשווקים הלכו רחוק מדי בצפי שהריבית תעלה ל-1.00% עד לסוף השנה. בכך, ה-BOE הקדים את הפד עם מהלך ראשון של העלאת הריבית. צמיחה כלכלית חלשה יותר וירידה מהירה יותר באינפלציה במהלך 2022 עשויה לגרום לכך שהריבית לא תעלה כל הדרך עד ל-1.00% עד לסוף השנה הבאה כפי שהשוק מתמחר.

גרף 12

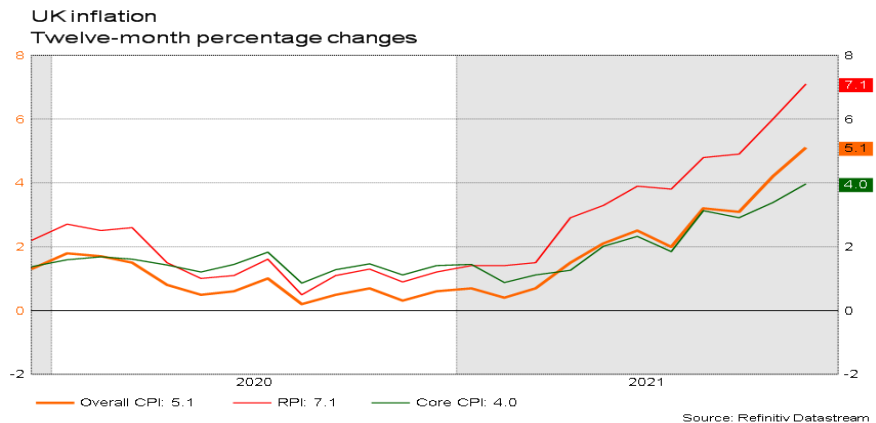


גם בבריטניה נרשמה האצה באינפלציה.

מדד המחירים לצרכן בבריטניה הפתיע מאוד בחודש נובמבר ועלה ב-0.7%, זאת לעומת תחזית הקונצנזוס לעלייה של כ-0.4% בלבד. שיעור השינוי השנתי של מדד המחירים לצרכן בבריטניה עלה מ-4.2% באוקטובר ל-5.1% בנובמבר -- הרבה מעל לתחזיות לעלייה בשיעור של 4.8%. זהו השיעור הגבוה ביותר מאז מרץ 1992. אינפלציית הליבה (שנתית) עלתה מ-3.4% ל-4.0% בנובמבר והיא הגבוהה ביותר מאז יולי 1992. חלק מהעלייה באינפלציה נבעה מגורמים נקודתיים כמו אנרגיה, מחירי טבק וביגוד. אינפלציית דמי השכירות הואצה גם כן, מ-1.8% ל-1.9% (שנתית).

יתרה מכך, נרשמה האצה נוספת באינפלציית מחירי תפוקת היצרנים, מ-7.1% ל-7.9% במונחי ליבה, מה שמצביע על כך שהעלויות הגלובליות וההשפעה של המחסור במוצרים עדיין מגבירות את לחצי המחירים. הבנק המרכזי של אנגליה, כאמור, לא התעלם מהאינפלציה והעלה את הריבית ככתוב לעיל.

גרף 13



המלצות לפעילות: להערכתנו, סביבת האינפלציה בישראל מצויה סביב רמות השיא וצפויה להתחיל לרדת בהדרגה אל תוך שנת 2022. בנק ישראל צפוי להמתין עד למספר העלאות ריבית בפועל בארה"ב לפני שיעלה את הריבית בארץ. על רקע זה מומלצת השקעה במח"מ בינוני תוך מתן עדיפות להשקעה באפיק השקלי הלא צמוד. ירידת התשואות לאחרונה בחלק הבינוני של העקום השקלי הלא צמוד נותנת עדיפות לאחזקה סינתטית באפיק.

מדד נובמבר שהיה המדד השלילי הראשון מאז חודש ינואר השנה, ואינו המדד הראשון המפתיע כלפי מטה, תומך בהערכה שאינפלציה בישראל מצויה סביב רמות השיא ומכאן אנו צפויים להתחיל לרדת, גם אם במתינות יחסית. הגורמים שהביאו לעליית סביבת האינפלציה במהלך השנה האחרונה, ובהם בעיות בשרשראות האספקה, מחסור בעובדים, זינוק בצריכה הפרטית ועליית מחירי הסחורות צפויים להיחלש בהדרגה ולהחזיר את האינפלציה כלפי מטה.

שיעור העלייה השנתי של המדד צפוי להסתכם בשנת 2021 ב-2.5%-2.7%, בתוך יעד יציבות המחירים. מדד חודש דצמבר 2021 צפוי לנוע בטווח של 0.0%-0.2%. המדד צפוי לעלות בכ-1.3%-1.8% במהלך 12 החודשים הקרובים. מדובר ברמות התואמות את יעד יציבות המחירים של בנק ישראל כאשר גם ציפיות האינפלציה לאורך העקום מצויות בטווח זה.

לפיכך וכפי שאנו כותבים מזה תקופה, לא נראה כי לבנק ישראל יש כרגע סיבות רבות להעלאות ריבית. עם זאת, השבוע האחרון המחיש כי בנקים מרכזיים מתחילים לשנות את הכיוון לכיוון ניצי יותר, בעיקר על רקע של מצב של "אבדן עוגן" לאינפלציה וחשש מפני התפתחות של ספירלות מחירים-ציפיות. מצב זה אינו קורה עדיין בישראל, אך מסתמן במקומות אחרים בעולם, זאת כפי החשש שעולה מהחלטות הריבית בארה"ב ובבריטניה ובמידה פחותה מהודעת הריבית של ה-ECB. לכן, ייתכן ולקראת סוף שנת 2022 ובהנחה כי הפד אכן יעלה את הריבית לפחות פעמיים עד אז, ישקול בנק ישראל העלאת

חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

ריבית קלה, גם אם סמלית בלבד. לא תהיה זו הפעם הראשונה בה הפד העלה את הריבית בצורה משמעותית בעוד שבנק ישראל כמעט ולא שינה את הריבית. להתפתות כזו עשויות להיות השפעות בכיוון של פערים של ממש בהתפתחות התשואות והעקומים של ארה"ב מול ישראל.

אנו נותרים בהמלצתנו להשקעה במח"מ בינוני. אנו סבורים כי רווחי הון משמעותיים לא צפויים בתשואות הנוכחיות הגלומות בשוק האג"ח הממשלתי המקומי.

אנו ממליצים על השקעה עודפת בשקלים הלא צמודים.

ריכוז המלצותינו:

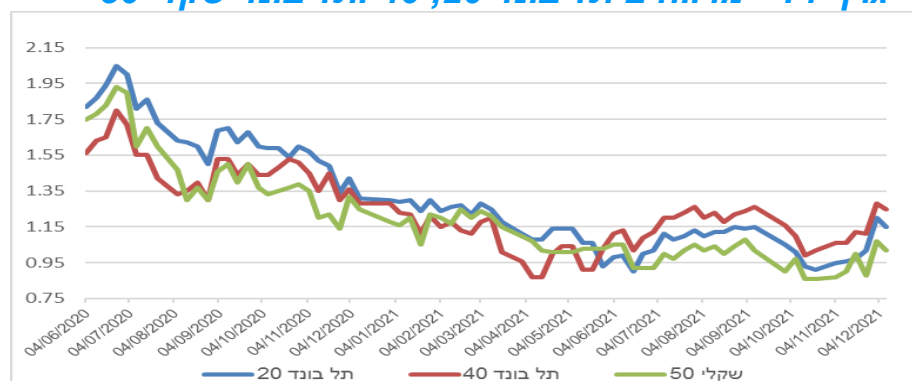
- ◀ אנו ממליצים על השקעה במח"מ בינוני.
- ◀ מומלצת אחזקה עודפת באפיק השקלי הלא צמוד.
- ◀ מומלצת אחזקה סינתטית באפיק השקלי הלא צמוד של אג"ח קצר בשילוב אג"ח ארוך על רקע ירידת התשואות בחלק הבינוני של העקום.
- ◀ צמודי המדד מומלצים להשקעה בעיקר בטווח בינוני.
- ◀ מומלצת מכירת IRS לטווח קצר – בינוני.
- ◀ מומלצת השקעה באג"ח בריבית משתנה.

אג"ח חברות

מגמה חיובית של עליות שערים וירידה ברמת המרווחים נרשמו השבוע באפיק הקונצרני. בלטו בעליות מדדי התל בונד השקליים הלא צמודים. המגמה החיובית נרשמה ככל הנראה על רקע הרגיעה בשוק ההנפקות לאחר תקופה של מספר שבועות שהתאפיינה בהנפקות מאסיביות בעיקר של הבנקים.

המסחר באפיק הקונצרני התאפיין השבוע במגמה חיובית בסך הכול. עליות שערים נרשמו באפיקים השקליים הלא צמודים בהובלת עלייה של 0.4% במדד התל בונד גלובל ו כ 0.25% בממוצע במדדים השקליים הלא צמודים המרכזיים האחרים. מדדי התל בונד צמודי המדד נסחרו ביציבות. ביצועי מדדי התל בונד במרכזיים היו טובים ביחס לביצועי האפיק הממשלתי השבוע, שברובו רשם ירידות שערים כך שנרשמה ירידה ברמת המרווחים. נראה שהרגיעה בשוק ההנפקות סייעה לשוק המשני לחזור לביצועים עודפים ביחס לאפיק הממשלתי.

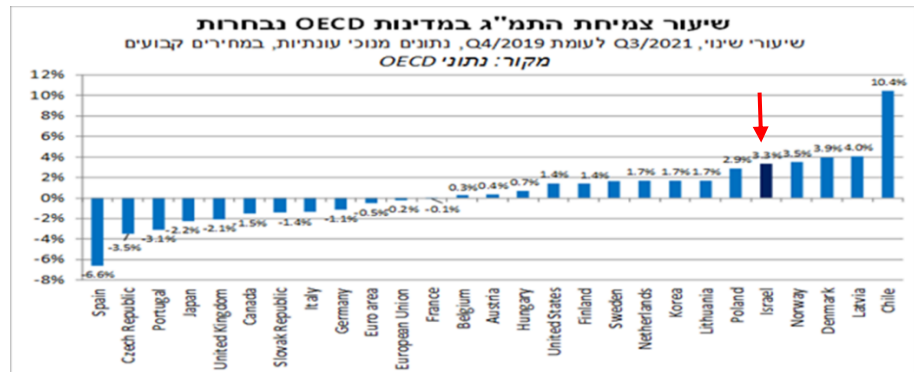
גרף 14 - מרווחים תל בונד 20, 40 ותל בונד שקלי 50



לאחר מספר שבועות של הנפקות מאסיביות נרשמה השבוע רגיעה יחסית עם גיוס מינורי במונחי התקופה האחרונה של כ 1.5 מיליארד ₪ בלבד. סך הגיוס מראשית השנה הגיע לרמה של קרוב ל 70.0 מיליארד ₪, קרוב לקצב הגבוה בשנים האחרונות. ההאצה בקצב הגיוס נרשמה בעיקר במחצית השנייה של שנת 2021 עם גיוס של קרוב ל 50.0 מיליארד ₪ בתקופה זו.

כלכל אנן סבורים כי רמת המרווחים הנוכחית סבירה בהתחשב במצב הכלכלה המקומית הממשיכה להפגין עדיפות על מרבית מדינות ה OECD (גרף 14). אנן סבורים כי סביבת האינפלציה הנמוכה, הצמיחה החזקה יחסית והמשך ירידת הגרעון הממשלתי תומכים בביצועים עודפים של הכלכלה המקומית גם בשנת 2022 לפיכך אנן סבורים כי השקעה בשוק האג"ח הקונצרני סבירה ברמות הנוכחיות.

גרף 15



מקור: אגף כלכלה בנק לאומי.

המלצות לפעילות באפיק הקונצרני:

מומלצת אחזקה של אג"ח בדרוג קבוצת A ומעלה.

אנן ממליצים על חשיפה בעיקר לאיגרות במח"מ בינוני.

מרווחי הפיקדונות של הבנקים נמצאים ברמה סבירה להגדלת החשיפה.

הנפקות אג"ח חברות בולטות (לפחות 100 מש"ח) בשבוע האחרון (לא כולל ני"ע מסחרי ואג"ח בעל אופציית פירעון לטווח קצר)*.

שם החברה	ענף	סכום	מח"מ	מ"דירוג	תשואה מרווח	הערות	רווח בהנפקה**
הראל ביטוח י"ב	ביטוח	694	9.7	AA-	2.75%	שקלי בריבית קבועה. הון כתב התחייבות נדחה הון רובד 2.	0.40%
אשטרום נכסים 13 נדל"ן	נדל"ן	329	7.3	A	0.43%	2.08% צמוד מדד.	לא נסחר עדין
מגה אור י"א	נדל"ן	266	7.4	A+	0.39%	2.10% צמוד מדד.	-0.40%
מגה אור ט'	נדל"ן	55	6.3	A+	-0.15%	1.75% צמוד מדד.	-0.60%
סה"כ:							1,344

*רשימה כוללת רק חברות שהשלימו את המכרז לציבור. תשואה כוללת עמלות למשקיעים מוסדיים. סכום הגיוס אינו כולל עסקאות החלפת אג"ח והנפקות אג"ח עתידיות.

מראשית שנת 2021 גייסו חברות (כולל בנקים וכולל הנפקות ני"ע לטווח קצר) כ - 68.5 מיליארד ₪.

חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

בשנת 2020 גייסו חברות (כולל בנקים וכולל הנפקות ני"ע לטווח קצר) כ – 53.7 מיליארד ₪.
 בשנת 2019 גייסו חברות (כולל בנקים וכולל הנפקות ני"ע לטווח קצר) כ – 69.6 מיליארד ₪.
 ** רווח מחושב ביחס למחיר המכרז המוסדי.

הנפקות האוצר ובנק ישראל

← אין מכרזים של האוצר השבוע.

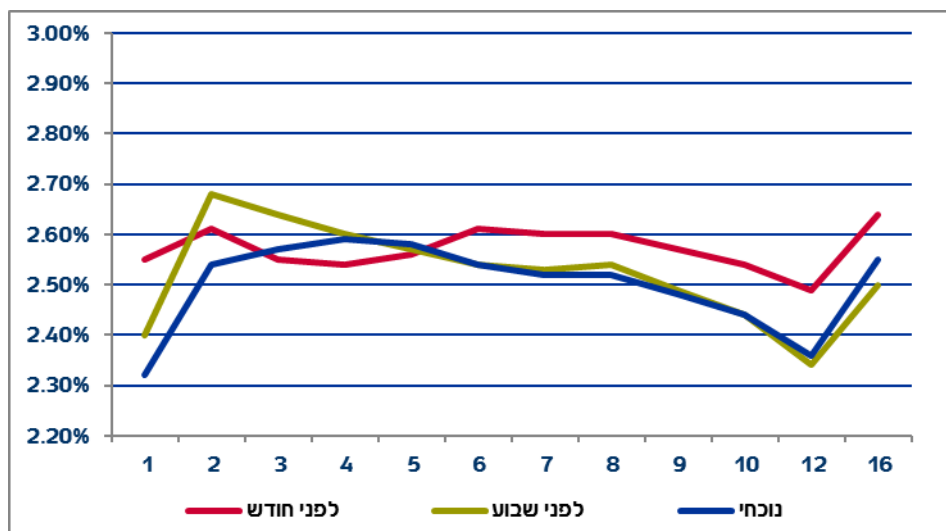
נספחים

שינויים שבועיים וחודשיים בפרמטרים עיקריים

הציפיות האינפלציוניות ירדו בחלק הקצר, עלו בחלק הארוך ביותר של העקום. (טבלה 1)

מח"מ	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
*1	2.55	2.40	2.32
2	2.61	2.68	2.54
3	2.55	2.64	2.57
4	2.54	2.60	2.59
5	2.56	2.57	2.58
6	2.61	2.54	2.54
7	2.60	2.53	2.52
8	2.60	2.54	2.52
9	2.57	2.49	2.48
10	2.54	2.44	2.44
12	2.49	2.34	2.36
16	2.64	2.50	2.55

*אינפלציה נגזרת לשנה מחושבת על פי עסקאות OTC בחדר עסקאות



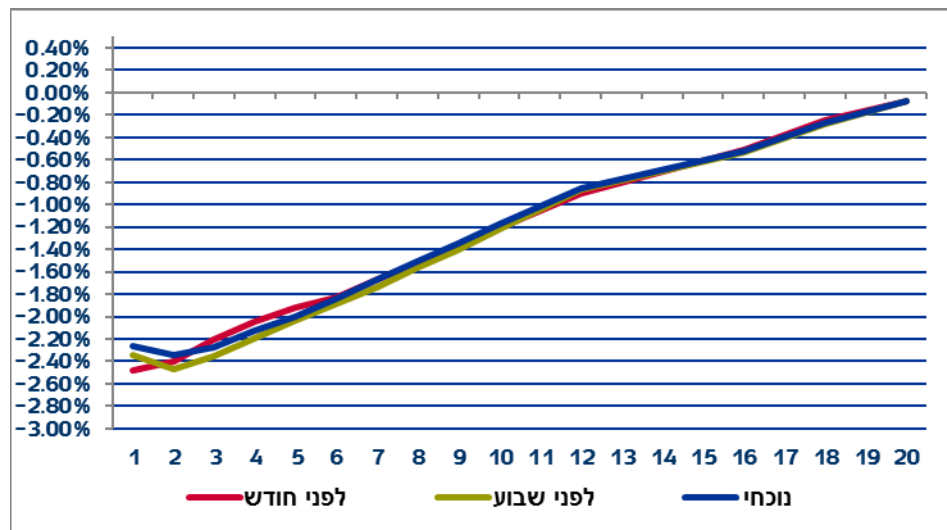
חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

תשואות האג"ח צמודות המדד עלו בחלק הקצר – בינוני של העקום. (טבלה 2)

מח"מ	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
*1	-2.48	-2.34	-2.26
2	-2.40	-2.47	-2.34
3	-2.21	-2.35	-2.27
4	-2.04	-2.19	-2.13
5	-1.92	-2.03	-2.00
6	-1.83	-1.89	-1.84
7	-1.67	-1.74	-1.67
8	-1.52	-1.57	-1.51
9	-1.36	-1.40	-1.35
10	-1.21	-1.22	-1.18
12	-0.90	-0.87	-0.86
16	-0.51	-0.53	-0.52
18	-0.25	-0.28	-0.27
20	-0.08	-0.08	-0.08

*תשואה לשנה נגזרת מעסקאות OTC בחדר עסקאות

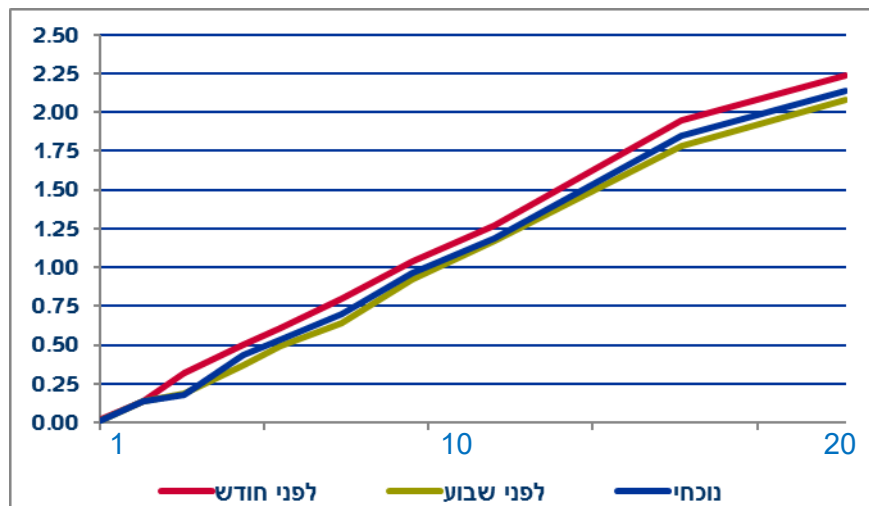


חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

תשואות האג"ח השקליות עלו בחלק הבינוני – ארוך של העקום. (טבלה 3)

אג"ח שקלי ריבית קבועה	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
מק"מ לשנה	0.02	0.01	0.01
323	0.03	-0.01	0.00
723	0.08	0.04	0.02
1123	0.14	0.14	0.14
324	0.18	0.13	0.12
1024	0.32	0.19	0.18
425	0.35	0.27	0.29
825	0.40	0.31	0.35
226	0.50	0.37	0.43
1026	0.52	0.42	0.45
327	0.61	0.49	0.53
928	0.80	0.64	0.70
330	1.04	0.92	0.96
432	1.27	1.17	1.19
537	1.81	1.69	1.71
142	1.95	1.78	1.85
347	2.24	2.08	2.14
שיפוע 2/10	1.08	0.96	1.00
שיפוע 5/10	0.68	0.66	0.67
שיפוע 2/5	0.40	0.30	0.33

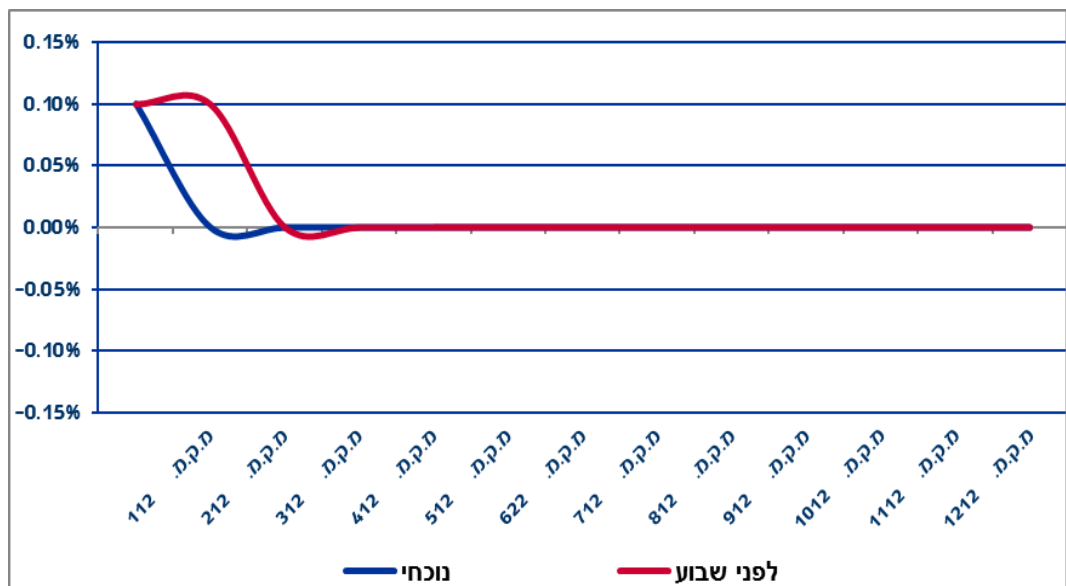


חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

ציפיות הריבית של בנק ישראל הנגזרות משוק המק"מ (טבלה 4)

מק"מ	לפני שבוע	נוכחי
מק"מ 112	0.10	0.00
מק"מ 212	0.00	0.00
מק"מ 312	0.00	0.00
מק"מ 412	0.00	0.00
מק"מ 512	0.00	0.00
מק"מ 622	0.00	0.00
מק"מ 712	0.00	0.00
מק"מ 812	0.00	0.00
מק"מ 912	0.00	0.00
מק"מ 1012	0.00	0.00
מק"מ 1112	0.00	0.00
מק"מ 1212	0.00	0.00
ממוצע	0.01	0.00



חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

ממשלתי בריבית משתנה - המרווח הממוצע מעל המק"מ לשנה (טבלה 5)

סדרה	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
526	0.06	0.07	0.07
1130	0.08	0.09	0.08

ריבית עתידית הנגזרת משוק האג"ח השקלי (טבלה 6)

ריבית ב"י חזויה בעוד שנה	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
ריבית לשנה בעוד שנה	0.26	0.27	0.27
ריבית לשנה בעוד שנתיים	0.57	0.39	0.42

מרווחים בעקום השקלי (טבלה 7)

סדרות	תחילת שנה	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
2 - 5	0.27	0.40	0.30	0.33
5-10	0.70	0.68	0.66	0.67
2-10	0.97	1.08	0.96	1.00
10-30	1.22	1.29	1.26	1.26

המרווח השלילי בין אג"ח שקלי ממשלת ישראל לאג"ח ממשלת ארה"ב הצטמצם בכל הטווחים. הפער החיובי בטווח של 30 שנה התרחב. (טבלה 8)

מרווח לשנתיים	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
מרווח ל-5 שנים	-0.71	-0.85	-0.71
מרווח ל-10 שנים	-0.39	-0.40	-0.28
מרווח ל-30 שנים	0.52	0.49	0.56

המרווח הממוצע של אג"ח קונצרניות* (טבלה 11,12,13)

מדד	לפני חודש	לפני שבוע	נוכחי
תל בונד 20	0.97	1.15	1.14
תל בונד 40	1.12	1.25	1.17
תל בונד שקלי 50	1.00	1.02	0.95

חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

דרוג	צמוד מדד	שקלי משתנה	שקלי קבוע	מוצע
AAA	0.80		0.50	0.72
+AA	1.03		0.50	0.75
AA	1.13		1.10	1.10
-AA	1.50	0.85	1.45	1.40
+A	1.65		1.50	1.60
A	2.00		1.85	1.95
-A	2.60		2.30	2.40
+BBB			2.90	2.90
BBB			2.90	2.90

← לא כולל אג"ח חברות נדל"ן אמריקאיות.

ענף	מדד		משתנה		שקלי		סה"כ ממוצע סה"כ ממוצע מח"מ מרווח
	ממוצע של מרווח מח"מ	ממוצע של מרווח מח"מ	ממוצע של מרווח מח"מ	ממוצע של מרווח מח"מ	ממוצע של מרווח מח"מ	ממוצע של מרווח מח"מ	
בנקים	1.33	2.04	0.88	4.24	1.42	1.51	1.34
נדלן	2.74	3.73	0.84	3.60	3.78	2.16	3.32
פיננסים	2.68	1.84			0.95	3.93	1.31
תקשורת	1.27	2.00	0.82	0.53	1.52	2.93	1.38
חשמל ואנרגיה	1.08	5.78			0.91	3.03	1.01
אחזקות	9.85	1.71			1.22	2.80	4.40
כימיה ונפט	22.54	4.66	0.95	2.45	9.85	2.82	13.05
מזון	0.85	4.01			0.60	3.66	0.68
ליסינג	2.17	2.06			1.49	1.48	1.68
תעשייה	0.87	8.65	-0.01	1.49	0.74	1.91	0.71

חדר עסקאות

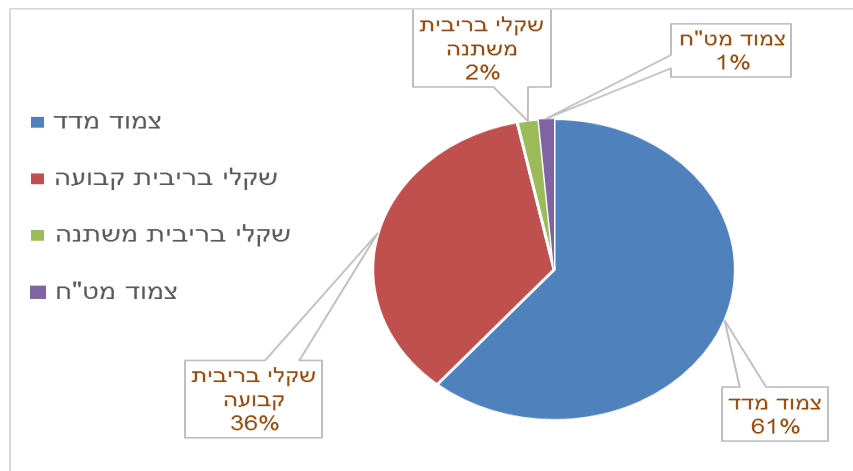
החטיבה לשוקי הון

ביצועי מדדי אג"ח מובילים (ממשלתי וקונצרני), ממוין על פי תשואה בשבוע האחרון.

שם המדד	תשואה בשבוע האחרון	מתחילת השנה
תל בונד גלובל	0.40%	9.86%
תל בונד תשואות	0.27%	9.51%
תל בונד תשואות שקלי	0.25%	6.65%
תל בונד שקלי	0.17%	3.07%
תל בונד צמוד יתר	0.15%	8.26%
תל בונד שקלי 50	0.14%	1.99%
מדד אג"ח כללי קונצרני	0.08%	7.21%
מדד אג"ח צמוד מדד קונצרני	0.04%	8.75%
תל בונד 40	0.01%	7.38%
אג"ח ממשלתי לא צמוד 0 - 2 שנים	0.01%	0.18%
מדד מק"מ	0.00%	0.00%
אול בונד ריבית משתנה	-0.02%	2.25%
תל בונד צמוד בנקים	-0.05%	5.36%
תל בונד 60	-0.06%	7.84%
מדד אג"ח שקלי ממשלתי בריבית משתנה	-0.06%	0.64%
אג"ח ממשלתי לא צמוד 2 - 5 שנים	-0.07%	0.31%
תל בונד 20	-0.14%	8.32%
אג"ח מדד ממשלתי +10 שנים.	-0.18%	9.70%
מדד אג"ח כללי ממשלתי	-0.27%	2.57%
מדד אג"ח צמוד מדד ממשלתי	-0.31%	7.59%
אג"ח ממשלתי לא צמוד 5 - 10 שנים	-0.32%	-0.10%
אג"ח מדד ממשלתי 0 - 2	-0.33%	2.57%
אג"ח מדד ממשלתי 2 - 5 שנים	-0.35%	5.64%
אג"ח מדד ממשלתי 5 - 10 שנים	-0.48%	7.83%
אג"ח ממשלתי לא צמוד + 10 שנים	-0.73%	-2.97%

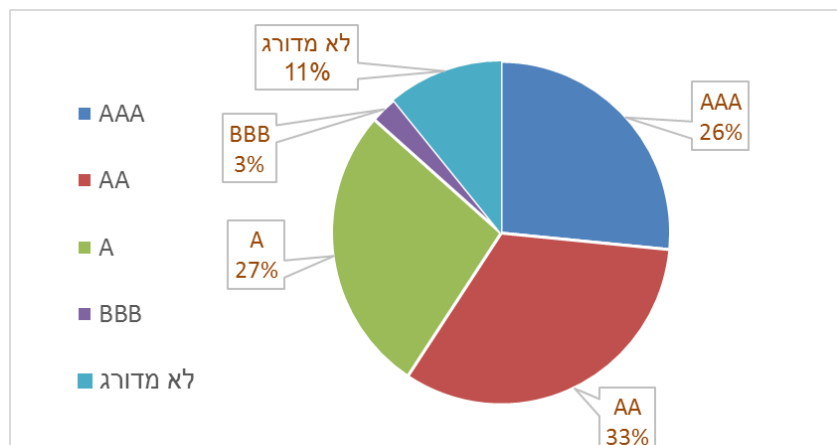
התפלגות גיוסים קונצרנים לשנת 2021 על פי בסיס הצמדה

באחוזים	סכום במש"ח	בסיס הצמדה
60.9	41,749	צמוד מדד
35.9	24,583	שקלי ריבית קבועה
1.9	1,288	שקלי ריבית משתנה
1.3	905	צמוד מט"ח
100.0	68,525	סה"כ



גיוסים קונצרנים לשנת 2021 לפי דירוג

באחוזים	סכום במש"ח	קבוצת דירוג
26.0	17,829	קבוצת AAA
33.1	22,698	קבוצת AA
27.7	18,943	קבוצת A
2.5	1,772	קבוצת BBB
10.7	7,333	לא מדורג
100.0	68,525	סה"כ

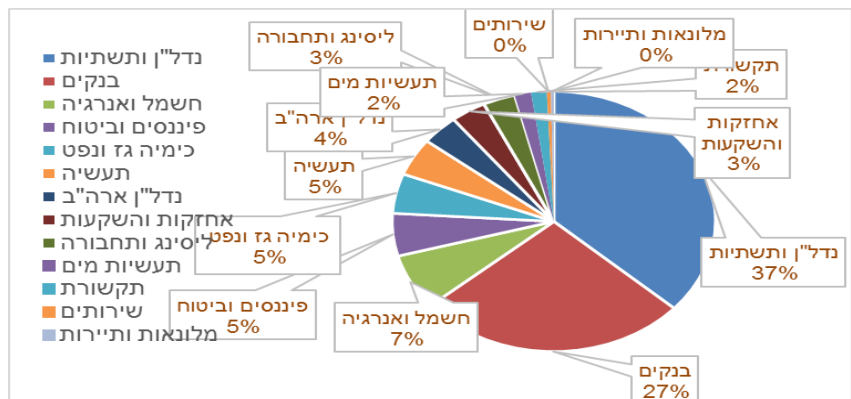


חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

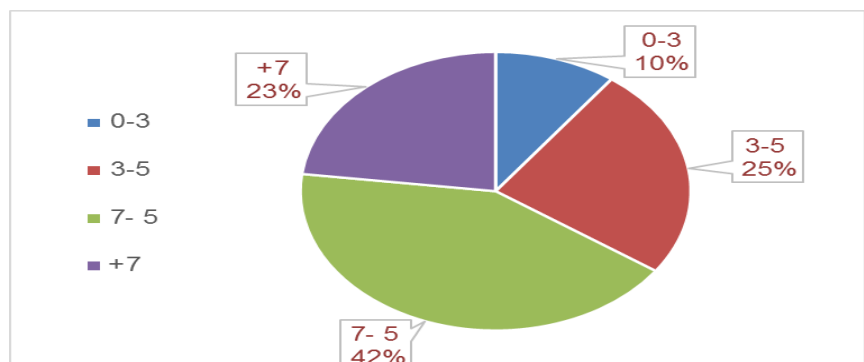
התפלגות גיוסים קונצרנים לשנת 2021 על פי ענפים

שם הענף	סכום במש"ח	באחוזים
נדל"ן ותשתיות	25,267	36.9
בנקים	18,244	26.6
חשמל ואנרגיה	4,641	6.8
פיננסים וביטוח	4,254	6.2
כימיה גז ונפט	3,319	4.8
תעשייה	3,143	4.6
נדל"ן ארה"ב	2,509	3.7
אחזקות והשקעות	2,374	3.5
ליסינג ותחבורה	2,163	3.2
תעשיות מים	1,104	1.6
תקשורת	1,044	1.5
שירותים	271	0.4
מלונאות	192	0.3
סה"כ	68,525	100.0



התפלגות גיוסים קונצרנים לשנת 2021 על פי מח"מ

מח"מ	סכום במש"ח	באחוזים
0-3	6,932	10.1
3-5	16,856	24.6
5-7	28,963	42.3
7+	15,774	23.0
סה"כ	68,525	100.0



חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

אין למסור, להעביר, להביא לידיעה, להעתיק, לפרסם, במישרין או בעקיפין, בכל אופן או שיטה, את המידע שלעיל או חלקים ממנו.

אין לראות באמור לעיל תחליף לשיקול דעתך העצמאי או הצעה או הזמנה לקבלת הצעות או ייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל קורא - לרכישה ו/או ביצוע השקעות ו/או פעולות או עסקאות כלשהן. יצוין כי כל החלטה בקשר עם האמור לעיל (כולו או חלקו) תתקבל ותבוצע על ידך באחריותך המלאה.

המידע נמסר על סמך נתונים ופרטים עדכניים נכון למועד שליחתו. במידע עלולות ליפול טעויות ועשויים לחול בו שינויי שוק ושינויים אחרים.

תחזיות בדבר מגמות עתידיות עשויות שלא להתממש, בין היתר, משום שהן מבוססות על מידע צופה פני עתיד. כמו כן, עלולות להתגלות סטיות משמעותיות בין ההערכות המובאות כאן לבין התוצאות בפועל. הבנק אינו מתחייב לעדכן את המידע ו/או להודיע בדרך כלשהי על שינויים כאמור, מראש או בדיעבד.

אין לראות במידע האמור משום התחייבות מצד הבנק לביצוע עסקה ו/או לתנאי עסקה.

אין לראות במסמך זה משום המלצה בנושאי מיסוי ו/או רישום חשבונאי.

מכשירים פיננסיים נגזרים כרוכים בסיכון מיוחד ובהם פועל הבנק כמשווק, באופציות ובחוזים עתידיים הבנק עוסק בשיווק השקעות. הבנק הינו בעל זיקה לנכסים האמורים ויש לו אינטרס כלכלי בשיווקם.

מסמך זה בוצע בהסתמך אך ורק על מידע פומבי גלוי לציבור ולא בוצעו בדיקות לאימות הנתונים.

לבנק ו/או לחברות בנות שלו ו/או לחברות הקשורות אליו ו/או לבעלי שליטה ו/או לבעלי עניין במי מהם עשוי להיות מעת לעת עניין במידע.

"באם אינך מעוניין לקבל סקירה זאת, נא לשלוח הודעה לתיבת המייל bl.unsubscribe@bankleumi.co.il"

חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

מסחר בניירות ערב

מחקר

עופר הילל ראש דסק מחקר בנקאות פרטית 076-8858752 oferhi@bll.co.il	קובי לוי ראש דסק אסטרטגיה 076-8858173 Koby.levi@bankleumi.co.il	דודי רזניק אסטרטג ריביות 076-8857439 Dudi.reznik@bankleumi.co.il	דר' גיל מיכאל בפמן כלכלן ראשי 076-8857439 Gilmichael.bufman@bankleumi.co.il
--	---	--	---

מחקר מיקרו וני"ע זרים.

גיל דטנר אסטרטג מניות חו"ל 076-8859343 gil.dattner@bll.co.il	אלה פריד אנליסטית בכירה 076-8859699 ELLA.FRIED@bll.co.il	אייל דבי מנהל תחום מחקר מיקרו 076-8858553 eyald@bll.co.il
--	--	---

מנהל מסחר ני"ע ישראליים

רוני גיטלין
03-5118691
Rony.gitlin@bankleumi.co.il

דסק אג"ח

גיא גיל כהן סוחר 076-8859342 Guygil.cohen@bankleumi.co.il	דניאל שרמן סוחר 076-8859345 daniel.shermen@bll.co.il	שחר ליבוביץ מנהל הדסק. 076-8859342 shahar.lebovitch@bankleumi.co.il
	מיכאל סברדליק סוחר 03-5112605 Michel.sverdlik2@bankleumi.co.il	מיכל קלוג-גלנטי סוחרת 076-8859342 michal.klug-galanti@bll.co.il

דסק מניות נגזרים ולקוחות זרים

מזי שמחוני לריה סוחרת 03-5112606 Mazi.laria@bankleumi.co.il	מעוז הראל סוחר 03-5112606 Maoz.harel@bank leumi.co.il	דניאל רפפורט מנהל הדסק 03-5112606 daniel.rapoport@bll.co.il
	סער גולן סוחר 03-5112606 Saar.golan@bankleumi.co.il	שני סלוקי כהן סוחרת 03-5112606 shani.slukicohen@bankleumi.co.il

דסק השאלות

לירון אבנרי סוחרת 03-5112605 Liron.avnery@bankleumi.co.il	גיא גזית סוחר 03-5112605 Guy.gazit@bankleumi.co.il	דודי רובינשטיין מנהל דסק השאלות 03-5112605 Dudi.rubinstein@bankleumi.co.il
---	--	--