

סקירה שבועית של התפתחויות מקרו כלכליות ושוקי הריביות ואגרות החוב

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

04.09.2022

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

עיקרי דברים

מקרו

רמת הפעילות הנוכחית בישראל גבוהה ביחס למגמה ארוכת הטווח, נתון אשר תומך בהמשך העלאת ריבית בנק ישראל בקצב מהיר בזמן הקרוב, זאת בהתאם לגישת ה-Front-loading. להערכתנו, ריבית בנק ישראל תגיע לרמה של 3.25% בתחילת שנת 2023. באשר לקצב צמיחת התוצר, אנו צופים שיעור צמיחה של 6.0% בשנת 2022 (שנתי), אשר צפוי להתמתן לכ-3.5% בשנה הבאה.

בחודשים יוני-יולי היקף הרכישות בכרטיסי אשראי היה נמוך ביחס למגמה טרום משבר הקורונה. מדובר אולי בסימן ראשון לשחיקה בכוח הקנייה של משקי הבית, על רקע הערכתנו להמשך העלאת ריבית מהירה ואינפלציה גבוהה מהיעד לפרק זמן ממושך.

יצוא השירותים של ענפי ההייטק התייצב ברביעיים האחרונים ברמה גבוהה בראייה היסטורית. מגמת העלייה של השנים האחרונות נבלמה ברביעיים האחרונים על רקע הירידה החדה בשוקי המניות בעולם והעלייה בחוסר הוודאות.

דו"ח התעסוקה לחודש אוגוסט בארה"ב היה דוח חיובי בעיקר על רקע העלייה בשיעור ההשתתפות בכוח העבודה. נראה כי האפשרות להעלאת ריבית של 50 נ"ב בלבד בחודש ספטמבר עדין אפשרית, אך תהיה תלויה בהתממשות של הפתעה עם נתון נמוך במיוחד של אינפלציית הליבה במדד הקרוב, מה שאינו חלק מן התחזית.

נמשכת העלייה בסביבת האינפלציה בגוש האירו: האינפלציה צפויה להגיע ל-10% עוד לפני סוף השנה.

הבנקאים המרכזיים בעולם בוחרים בין "נתיב הזהירות" ל"נתיב הנחישות". נראה שהדגש כיום הוא על נתיב הנחישות שמוביל להידוק של המדיניות ובמידה לא קטנה של אגרסיביות. לפיכך, צפויה השבוע העלאת ריבית של 75 נ"ב בגוש האירו.

אג"ח ממשלתי.

עליית תשואות חדה נרשמה במהלך השבועיים האחרונים בשוק האג"ח הממשלתי המקומי על רקע הקו ניצי שממשיך להפגין הפד (בעיקר בנאום פאוול בוועידת ג'קסון הול) וניציות המופגנת על ידי בנק ישראל שבאה לדי ביטוי בהחלטת הריבית האחרונה.

העקום השקלי השתטח כמעט לחלוטין עד לטווח של 10 שנים.

מומלצת השקעה במח"מ קצר - בינוני.

מומלצת השקעה מאוזנת בין האפיקים.

חשיפה לאפיק השקלי הלא צמוד מומלצת בעיקר דרך מכירת IRS לטווח קצר - בינוני.

אג"ח קונצרני

רמת המרווחים רשמה ירידה קלה בתקופה האחרונה.

רמת המרווחים הנוכחית תואמת את הממוצע ארוך הטווח.

אנו ניטראליים לגבי הגדלת החשיפה לאפיק הקונצרני.

בחודשיים האחרונים ניכרת ירידה בקצב הגיוסים בשוק הראשוני דבר שתרם, ככל הנראה, למגמת ירידת המרווחים.

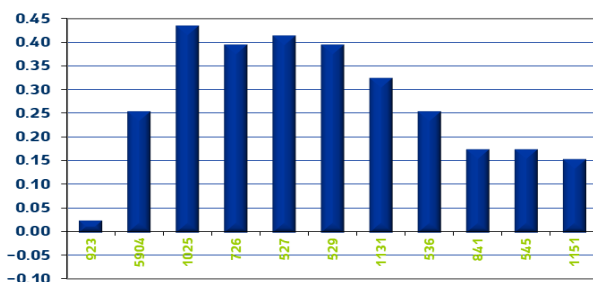
אג"ח ממשלתי ומקרו

מבט שבועי – עליית תשואות חדה נרשמה במהלך השבועיים האחרונים בשוק האג"ח הממשלתי המקומי על רקע הקו ניצי שממשיך להפגין הפד (בעיקר בנאום פאוול בוועידת ג'קסון הול) וניציות המופגנת על ידי בנק ישראל שבאה לדי ביטוי בהחלטת הריבית האחרונה ובהתבטאויות של ראשי הבנק במהלך השבוע האחרון. נראה ששוקי הריביות בעולם מפנימים את A מלחמה באינפלציה הפכה ליעד מספר אחד ולכן העלאות הריבית יימשכו וביתר שאת כנראה.

המסחר בשוק האג"ח הממשלתי התנהל במהלך השבועיים האחרונים בירידות שיערים חדות במרבית האפיקים. בלטו בירידות איגרות החוב לטווח השקליות לטווח של 5 שנים ומעלה בירידה של כ- 3.40% בממוצע. איגרות החוב צמודות המדד המרקיליות רשמו ירידה ממוצעת של כ- 2.85%. העקום השקלי המשיך להשתטח אם כי במתינות יחסית על רקע העובדה כי העקום מטווח של שנתיים ומעלה כמעט שטוח לחלוטין. ציפיות האינפלציה שבו ורשמו עלייה מחודשת. הירידות החדות נרשמו על רקע הניציות העולה מבנקים מרכזיים בעולם בהובלת הפד בארה"ב.

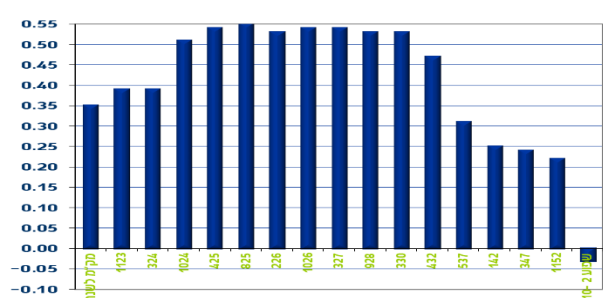
הנאום המרכזי של יו"ר הפד, ג'רום פאוול, בג'קסון הול הוסיף עוד לגל של דוברי הפד שפסלו את ציפיות השוק לפיהן הפד יעשה היפוך מהיר- PIVOT – מהעלאת ריבית להפחתת ריבית. נאום של פאוול היה תמציתי לפי הסטנדרטים של ג'קסון הול וניצי לכל אורכו, בטענה שתהליך החזרה ליציבות המחירים "ייקח זמן מה" ויחייב שימוש בכלי מדיניות "בכוח". הנאום ציין שלושה לקחים משנות ה-70 וה-80 ככדי לתת תמיכה לצורך במדיניות הדוקה יותר כיום. ראשית, שהפד "יכול וצריך" לקחת אחריות על השגת אינפלציה נמוכה. שנית, הרמה הנמוכה הנוכחית של הציפיות לאינפלציה איננה "עילה לשאננות" ושלישית שהפד "חייב להתמיד עד לסיום העבודה". כרגע נראה כי רק נתון אינפלציה נמוך במיוחד יכול להניע את חברי הפד מהעלאה נוספת של 75 נ"ב בהחלטת הריבית של 21.9.2022.

גרף - 2 שינוי שבועי בתשואת אג"ח צמוד מדד



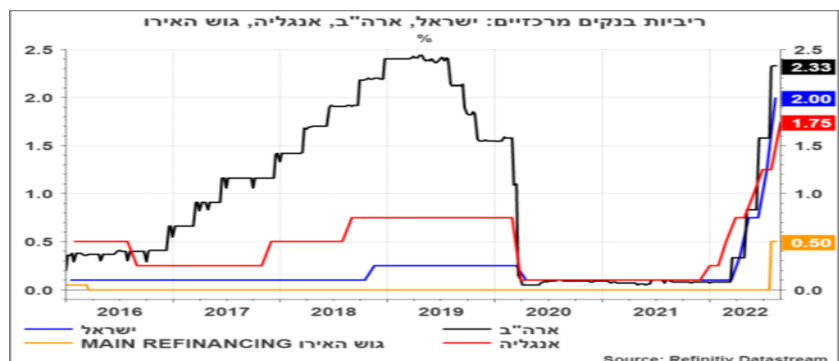
מקור: גלובס טרייד.

גרף - 1 שינוי דו שבועי בתשואת אג"ח שקלי



גם העלאת הריבית של בנק ישראל נוסחה בצורה "ניצית" ותרמה לעלייה בתשואות המקומיות. מרבית הגורמים ממשיכים לתמוך בהמשך העלאת הריבית בישראל ובהם: האינפלציה המצויה מעל הגבול העליון של היעד; עליית האינפלציה הינה רחבתית ותורמים לה מרבית הסעיפים שבמדד; הפעילות הכלכלית האיתנה בישראל ושוק העבודה שמוסיף להיות הדוק ומצוי בתעסוקה מלאה; מגמת העלייה של מחירי הדירות שבאה לידי ביטוי גם במחירי השכירות; שוק ההון המקומי שבו נרשמו מגמות חיוביות; סקר המגמות של הלמ"ס, שאיננו מצביע על קשיי המימון בקרב העסקים. על רקע זה אנו סבורים כי הריבית בישראל צפויה להגיע לרמה של 3.25% כבר בראשית שנת 2023.

גרף 3



מקור: אגף כלכלה בנק לאומי.

רמתו הנוכחית של התוצר של ישראל גבוהה מהמגמה טרום המשבר, באופן שבוטל לחיוב בהשוואה בינלאומית.

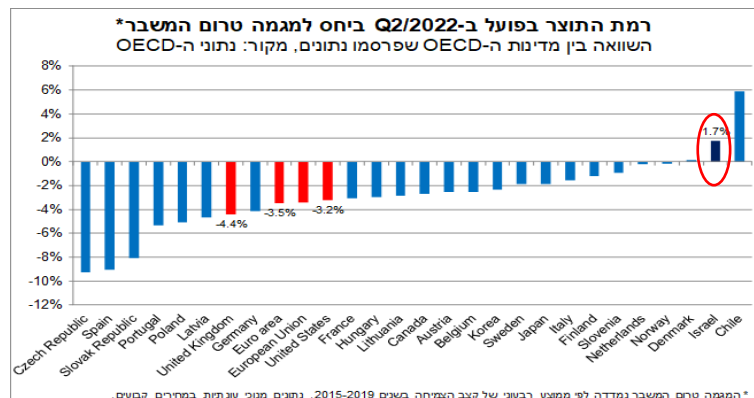
התוצר המקומי הגולמי של ישראל צמח ברביע השני של 2022, לעומת הרביע הקודם, בקצב מהיר של 6.8% (במונחים שנתיים, נתונים מנוכי עונתיות). נתוני הצמיחה החזקים יחסית של המשק הישראלי בלטו לחיוב בהשוואה בינלאומית.

שיעור הצמיחה של ישראל ברביע השני של השנה (לעומת הרביע הקודם) היה מהגבוהים מבין מדינות ה-OECD. הקדימו את ישראל רק הולנד (עם שיעור צמיחה של כ-10.9%) ורומניה (עם צמיחה של כ-8.6%). כמו כן, ישראל בלטה לחיוב גם בבחינה של שיעור הצמיחה ברביע השני של השנה לעומת הרביע המקביל אשתקד (q2/21), זאת כפי שצוין בהודעת הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה (הלמ"ס), שלוותה לפרסום נתוני החשבונאות הלאומית, מוקדם יותר החודש. זאת ועוד, בישראל רמת התוצר בעת הנוכחית (q2/22) גבוהה בכ-11.9% בהשוואה לרמה שהייתה ערב פרוץ משבר הקורונה (q4/19). נדגיש כי מדובר בשיעור הגבוה ביותר מבין כל מדינות ה-OECD, כאשר ישנן מדינות שטרם שבו לרמת הפעילות שהייתה לפני המשבר, ביניהן: ספרד, סלובקיה וצ'כיה.

בנוסף, בחנו את רמת התוצר של מדינות ה-OECD (עבור קיימים נתונים לרביע השני של 2022) בהשוואה למגמה טרום המשבר. המגמה חושבה בהנחה תיאורטית של צמיחת התוצר מתחילת 2020 בהתאם לממוצע הרבעוני של קצב הצמיחה בשנים 2015-2019. בתרשים המצורף מוצגת השוואה בינלאומית של הפער באחוזים בין הרמה בפועל של התוצר ב-q2/22 לבין הרמה התיאורטית, בכדי לבחון את הסטייה של רמת הפעילות הנוכחית מהמגמה ארוכת הטווח. כפי שניתן לראות, ישראל הינה מהמדינות הבודדות להן פער חיובי, והוא שני בגודלו רק לצ'ילה (אם היינו מחשבים ביחס לתוצר לנפש הפער בין ישראל לעולם היה קטן יותר).

לסיכום, רמת הפעילות הנוכחית בישראל גבוהה ביחס למגמה ארוכת הטווח, נתון אשר תומך בהמשך העלאת ריבית בנק ישראל בקצב מהיר בזמן הקרוב, זאת בהתאם לגישת ה-front-loading. להערכתנו, ריבית בנק ישראל תגיע לרמה של 3.25% בתחילת שנת 2023. באשר לקצב צמיחת התוצר, אנו צופים שיעור צמיחה של 6.0% בשנת 2022 (ממוצע שנתי), אשר צפוי להתמתן לכ-3.5% בשנה הבאה.

גרף 4



מקור: אגף כלכלה בנק לאומי.

בחודשים יוני-יולי היקף הרכישות בכרטיסי אשראי היה נמוך ביחס למגמה טרום משבר הקורונה.

נתוני הלמ"ס מלמדים כי היקף הרכישות בכרטיסי אשראי על-ידי אנשים פרטיים (בבתי עסק מקומיים בלבד) ירד בחודש יולי בשיעור מתון של כ-0.8% לעומת החודש הקודם (נתונים מנוכי עונתיות, במחירים קבועים), אולם בהשוואה ליולי 2021 מדובר בעלייה של כ-2.6%. זהו החודש השני ברציפות בו נרשמת ירידה בהיקף הרכישות, לאחר שהגיע לשיא בחודש מאי האחרון.

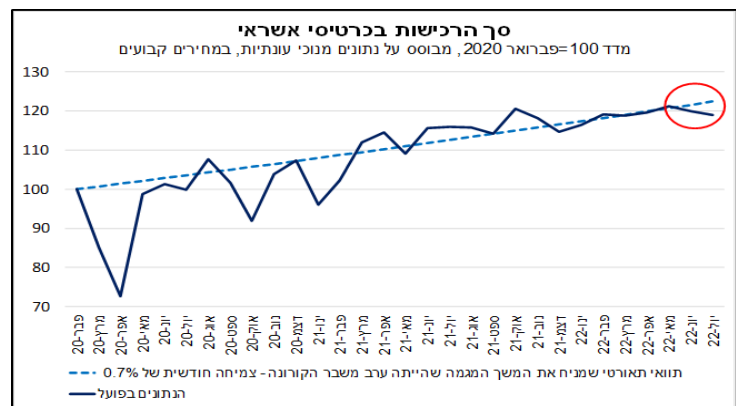
ירידות נרשמו בהיקף הרכישות של מרבית קבוצות המוצרים – מוצרים ושירותים אחרים (מחשבים ותוכנה, דלק חשמל וגז, ציוד ושירותי תקשורת ועוד), שירותים ומזון ומשקאות – להוציא את קבוצת מוצרי תעשייה, זאת הודות לגידול ברכישות של מוצרי חשמל ואלקטרוניקה והלבשה והנעלה.

למרות הירידה, היקף הרכישות בכרטיסי אשראי בכל הקבוצות עבר את רמתו ערב פרוץ משבר הקורונה. כמו כן, כפי שניתן לראות בגרף 5, לאחר שהיקף הרכישות צמח מתחילת השנה בקצב הדומה לתוואי המגמה ערב המשבר (תוואי תיאורטי שמניח את המשך

המגמה שהייתה לפני משבר הקורונה, צמיחה חודשית של כ-0.7%, בחודשים האחרונים (יוני-יולי 2022) ישנה סטייה כלפי מטה מקו המגמה.

במבט קדימה לחודשים הקרובים, המגמה שתוארה עשויה להימשך, זאת עקב השחיקה בכוח הקנייה של משקי הבית, על רקע הערכתנו להמשך העלאת ריבית מהירה ואינפלציה גבוהה מהיעד לפרק זמן ממושך, בשילוב עם הימשכות חוסר הוודאות בנוגע לפעילות הכלכלית בחודשים הקרובים, התפתחות אשר משתקפת במגמת הירידה במדד אמון הצרכנים. אנו מעריכים כי הצריכה הפרטית צפויה לצמוח בשיעור של כ-8.1% בסיכום שנת 2022 ובקצב איטי יותר של כ-3.7% ב-2023.

גרף 5



מקור: אגף כלכלה בנק לאומי.

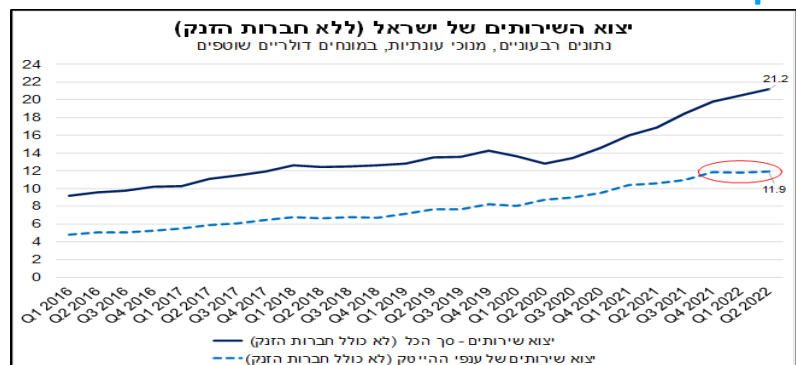
יצוא השירותים של ענפי ההייטק התייבב ברבעים האחרונים ברמה גבוהה בראייה היסטורית.

יצוא השירותים של ישראל (לא כולל חברות הזנק) הסתכם ברבע השני של השנה בכ-21.2 מיליארד דולר, כך על-פי נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה (הלמ"ס). נתון זה, משקף עלייה של כ-3.3% לעומת הרבע הקודם, ובהשוואה לרבע השני של 2021 מדובר בעלייה של כ-25.6% (במונחים דולריים שוטפים).

כ-56% מתוך סך יצוא השירותים וכ-75% מסך יצוא השירותים העסקיים של המשק, הינו יצוא השירותים של ענפי ההייטק (הכולל שירותי מחשב, מחקר ופיתוח, שירותי תקשורת וייצור מחשבים). זהו רכיב פעילות שמהווה קטר צמיחה משמעותי של המשק הישראלי בשנים האחרונות, מתאפיין בפריור עבודה גבוה ומהווה מוקד משיכה להשקעות ישירות של זרים בישראל בהיקף נרחב.

סך יצוא השירותים של ענפי ההייטק (לא כולל חברות הזנק) עמד ברבע השני של השנה על כ-11.9 מיליארד דולר, גבוה בכ-1.1% בהשוואה לרבע הראשון של השנה, וגבוה בכ-12.2% לעומת הרבע המקביל אשתקד.

גרף 6



מקור: אגף כלכלה בנק לאומי.

בגרף 6 מוצגת ההתפתחות של סך יצוא השירותים ויצוא שירותי ההייטק (ללא חברות הזנק) על-פני זמן. מהגרף עולה כי מגמת העלייה שאפיינה את יצוא השירותים של ענפי ההייטק בשנים האחרונות נבלמה ברבעים האחרונים, והוא נותר יציב ברמה גבוהה

בראייה היסטורית. התפתחות זו, חלה ברקע ירידות השערים בשווקים הפיננסיים במחצית הראשונה של 2022, בהובלת מניות הטכנולוגיה, וברקע השינוי בסביבה הכלכלית והפיננסית – תחזיות לצמיחה מתונה יותר בפעילות בשילוב עם סביבת אינפלציה וריבית גבוהה יותר – אשר הכבידו, במידה מסוימת, על פעילות ההייטק בעולם. מגמה אשר ייתכן ותימשך גם בחודשים הקרובים. מנגד, סך יצוא השירותים המשיך לצמוח תוך האטה בקצב, בין היתר, הודות להתאוששות מסוימת ביצוא שירותי התיירות, עקב העלייה המתונה בתיירות הנכנסת מתחילת השנה.

במבט קדימה, אנו מעריכים כי סך יצוא השירותים צפוי לצמוח בכ-8.5% (ממוצע שנתי) בסיכום שנת 2022, ובשנה הבאה צפויה צמיחה של כ-7.5%, כאשר יצוא שירותי ההייטק צפוי לצמוח בקצב מתון יותר.

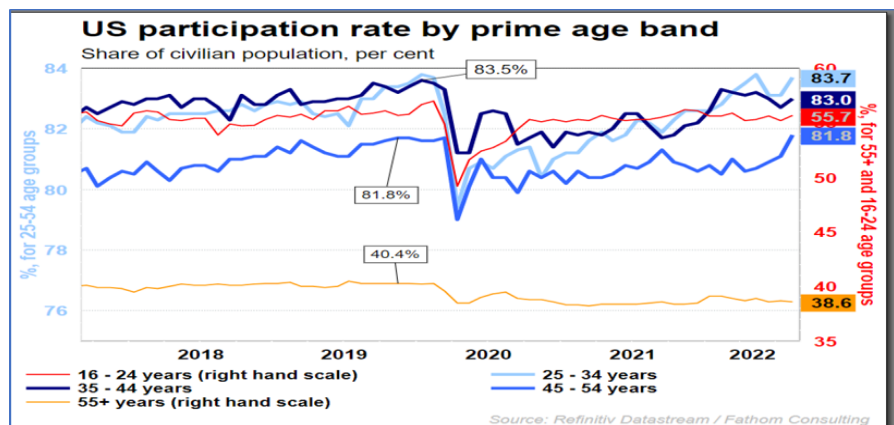
מקרו עולמי

דו"ח התעסוקה לחודש אוגוסט בארה"ב היה דוח חיובי בעיקר על רקע העלייה בשיעור ההשתתפות בכוח העבודה.

התעסוקה, בארה"ב, גדלה בחודש אוגוסט ב-315,000, בהתאם לציפיות, ושיעור האבטלה עלה במקצת ל-3.7%, וזאת מסיבה "טובה" של עליית שיעור ההשתתפות בכוח העבודה. עליות בתעסוקה נרשמו בשירותים מקצועיים ועסקיים, שירותי בריאות ומסחר קמעונאי. מספר המובטלים לטווח ארוך (אלה המובטלים במשך 27 שבועות או יותר) השתנה רק במעט באוגוסט. המובטלים לטווח ארוך הטווח היוו 18.8% מכלל המובטלים.

כאמור, שיעור ההשתתפות בכוח העבודה עלה. מדובר בעלייה די משמעותית של כ-0.3 נקודות אחוז במהלך החודש ל-, 62.4%, שיעור המצוי רק ב-1.0 נקודות אחוז מתחת לרמת פברואר 2020. מדובר במצב שבו "צוואר הבקבוק" בתחום התעסוקה בארה"ב מתחיל להשתחרר. יתכן שהדבר משקף את השפעת עליית יוקר המחיה בארה"ב, מה שמחייב יותר אנשים לשוב לכוח העבודה, לאחר שיצאו ממנו, וגם מביא להצטרפות של אנשים "חדשים" לכוח העבודה. מדובר בעיקר בעלייה של שיעורי ההשתתפות בגילאי 25-54, להם השפעה כלכלית גדולה יחסית, דרך משקל גדול של הצריכה הפרטית שלהם ורכישת נכסים.

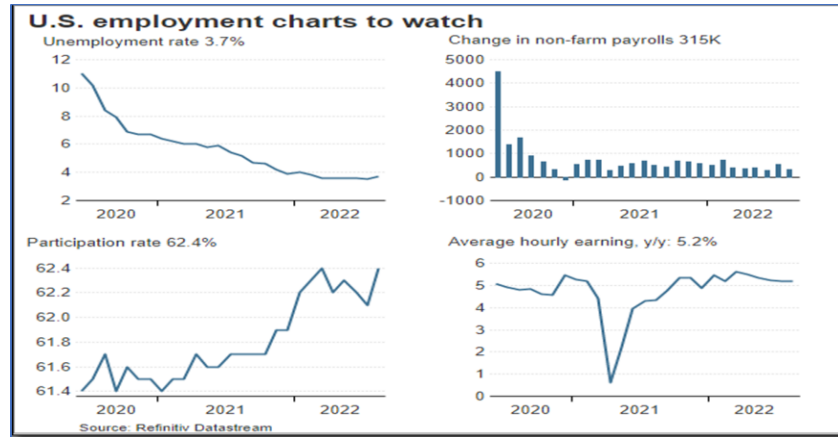
גרף 7



בחודש אוגוסט, השכר הממוצע לשעה עלה בשיעור חודשי של 0.3% ובמהלך 12 החודשים האחרונים השכר הממוצע עלה ב-5.2%. מדובר בשמירה על עליית שכר בקצב שנתי העולה על 5% מזה יותר משנה.

במבט כולל, מדובר בדו"ח תעסוקה "די טוב" ולא "טוב מדי": שוק העבודה מוסיף מקומות עבודה, אך בקצב שמתמתן בהדרגה מחודש לחודש; השכר ממשיך לעלות, אך איננו פורץ כליף מעלה; ושיעור ההשתתפות שב ועולה ומשקף ככל הנראה את התחלת מיצוי "החיסכון העודף" מתקופת הקורונה ואת הלחץ של עליית יוקר המחיה. במידה ומדד המחירים לצרכן, העתיד להתפרסם ב-13/9/22, יפתיע ויהיה מתון יותר מהצפוי (-0.1%), ובעיקר אם רכיב הליבה יעלה הרבה פחות מהצפוי (+0.4%), הדבר עשוי "להחזיר לשולחן" העלאת ריבית של "רק" 50 נ"ב בהחלטה הקרובה (21/9/22) ולא 75 נ"ב, כפי שהשוק עדיין מתמחר כרגע.

גרף 8

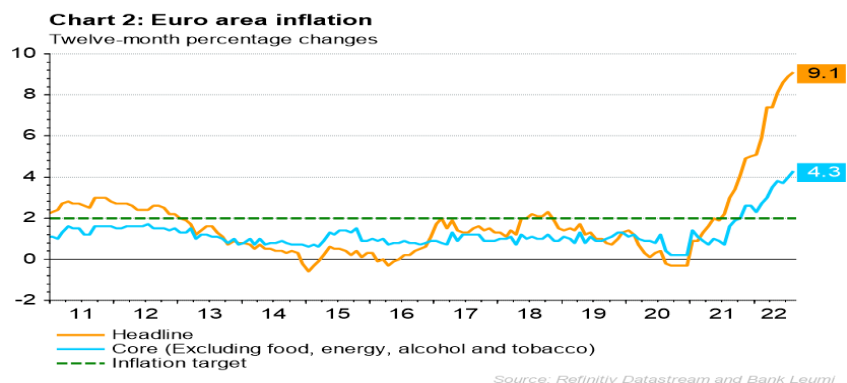


נמשכת העלייה בסביבת האינפלציה בגוש האירו: האינפלציה צפויה להגיע ל-10% עוד לפני סוף השנה.

נרשמו עליות נוספות באינפלציה בגוש האירו בחודש אוגוסט, וצפויה האצה נוספת. זה מוסיף ללחץ על ה-ECB להגביר את קצב ההידוק עם משקל הולך וגדל לעלייה של 75 נקודות בסיס בהחלטה הקרובה.

העלייה באינפלציה מ-8.9% ביולי ל-9.1% באוגוסט הותירה אותה בשיא חדש. אינפלציית האנרגיה ירדה, אך עדיין הייתה גבוהה מאוד. אינפלציית המזון, האלכוהול והטבק עלתה ל-10.6% בשנה האחרונה, שזו הייתה הפעם הראשונה שהיא דו ספרתית. זה בא למרות הירידה במחירי הסחורות החקלאיות בחודשים האחרונים. הסימן המדאיג ביותר עבור ה-ECB היה ששיעור אינפלציית הליבה עלה לשיא חדש של 4.3%. אינפלציית מוצרי הליבה הואצה מ-4.5% ל-5.0%. אינפלציית השירותים עלתה מ-3.7% ל-3.8%.

גרף 9



במבט קדימה, האינפלציה תעלה עוד בחודשים הקרובים, כאשר צעדים זמניים המעכבים את עליית המחירים בגרמניה יפוגו. יתרה מכך, הזינוק במחירים הסיטוניים של הגז הטבעי ישפיע על נתוני ה-HICP (קמעונאיים) בהדרגה בחודשים הקרובים. זה גם יעלה את מחירי המזון על ידי העלאת מחירי הדשנים ומחירי הליבה על ידי הגדלת עלויות האנרגיה של החברות. צפוי שהאינפלציה תגיע עד לסוף השנה ל-10% ואף יותר. ה-ECB יעלה את הריבית בתוספת גדולה מהרגיל בשבוע הבא. עלייה של 75 נקודות נראית סבירה יותר ויותר (הרחבה בהמשך).

הצפי בשווקים לריביות של בנקים מרכזיים. %			
	צפי השוק לדצמבר 2022	שיעור ריבית נכחי	
השני	3.75	2.33	FED
	1.73	1.75	BOE
	1.60	0.00	ECB

לקראת החלטת ריבית ה- ECB ביום חמישי הקרוב.

בעוד שתשומת הלב התמקדה בנאום ג'קסון הול של יו"ר הפד ג'רום פאוול, היו לאחרונה גם אמירות חשובות של קובעי המדיניות של ה-ECB. ההערות המהותיות ביותר היו של מצד בכירי ה- ECB שבחרו להדגיש שהבנקאים המרכזיים צריכים להוכיח עד כמה הם נחושים להגן על יציבות המחירים ולשמר את האמון בבנקים המרכזיים ככאלו שיכולים להוריד אינפלציה בכל מחיר.

הבנקאים המרכזיים צריכים לבחור בין "נתיב הזהירות" ל"נתיב הנחישות". נראה שהדגש כיום הוא על נתיב הנחישות שמוביל להידוק של המדיניות ובמידה לא קטנה של אגרסיביות. הבנקאים המרכזיים חוששים מפני סכנה שהאינפלציה הגבוהה תתקבע ובהחלטת צעדי המדיניות חוששים יותר ממצב של "לעשות מעט מדי", מאשר "לעשות יותר מדי". לפיכך, ההתבטאויות האחרונות תומכות בגישה שעל ה-ECB לנקוט במדיניות מוניטרית הדוקה יותר גם תוך סיכון של צמיחה נמוכה יותר ואבטלה גבוהה יותר.

כמה מקובעי מדיניות מה- ECB העלו מאוד את האפשרות של העלאה של 75 נקודות בסיס בפגישה הבאה ב-8 בספטמבר. מההערות של הבכירים עולה כי העלאה של 50 נקודות בסיס היא ממש המינימום שניתן לצפות לו וכי 75 נקודות בסיס מהווה אפשרות סבירה יותר, וזאת על אף הנתונים המצביעים על חולשה של ממש בפעילות הכלכלית באירופה. במבט לטווח ארוך יותר, ריבית הפיקדונות צפויה לעלות מאפס כעת ל-1.5% עד לסוף השנה הנוכחית ותמשיך ותעלה במהלך 2023 לכ-2%.

IMPLIED RATES & BASIS POINTS		
Meeting Date	Implied Rate	Basis Points
08-Sep-2022	0.6052	68.96
27-Oct-2022	1.1722	125.66
15-Dec-2022	1.5877	167.20
02-Feb-2023	1.9242	200.85
16-Mar-2023	2.0247	210.90
04-May-2023	2.0675	215.18
15-Jun-2023	2.132	221.63
27-Jul-2023	2.1341	221.84
14-Sep-2023	2.1197	220.40
26-Oct-2023	2.1661	225.04
14-Dec-2023	2.1086	219.29
01-Feb-2024	2.0921	217.65

המלצות לפעילות: המשך מגמת העלייה בריבית בנק ישראל צפויה להביא את העקום השקלי הלא צמוד להשתטחות כמעט מלאה לפחות בחלק הקצר - בינוני. על רקע זה מומלצת המשך השקעה במח"מ קצר - בינוני. ציפיות האינפלציה מצויות ברמה הוגנת כך שמומלצת השקעה מאוזנת בין האפיקים.

החלטת המדיניות המוניטרית של ב"י הבאה תתפרסם ב-3/10/2022, ולאחריה יתקיים תדרוך עיתונאים בהשתתפות הנגיד וגם פרסום תחזיות עדכניות של חטיבת המחקר. מדובר בפרק זמן ארוך יחסית שבמהלכו יתפרסמו הנתונים הבאים בישראל: מדד המחירים לצרכן של חודש אוגוסט, אשר צפוי לרדת, תוך הורדת הקצב השנתי קצת מתחת ל-5%; שיעור האבטלה לחודשים יולי-אוגוסט, אשר צפוי להמשיך ולהצביע על תעסוקה מלאה; עדכון נוסף לנתוני התוצר של הרביע השני של 2022 צפויים להמשיך ולהצביע על צמיחה; נתונים חיוביים נוספים של הפעילות הכלכלית; ולבסוף תחזיות בנק ישראל העדכניות, אשר צפויות לכלול העלאה של תחזית הצמיחה של ישראל מ-5% בתחזית הקודמת (מחודש יולי) תוך שמירה על צמיחה בקצב איטי יותר בתחזית לשנת 2023.

בנתוני חו"ל צפויים פרסומים המעידים על התמתנות הצמיחה ובעיקר החלטת ריבית הפד (21/9/22), אשר בה, על בסיס הנתונים הקיימים כיום, הריבית צפויה לעלות בכ-50-75 נ"ב ל-2.75-3.25% (ככל הנראה בטווח העליון של תחום זה). נראה

חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

כי גם החלטת הריבית של ה-ECB, הבנק המרכזי של גוש האירו, שתהיה ב-8/9/2022, צפויה לכלול העלאה בשיעור של 50 - 75 נ"ב (ככל הנראה בטווח העליון של תחום זה) מריבית 0.0% (פיקדונות) ל-0.50% – 0.75% ואינדיקציה ברורה של המשך נמרץ של העלאות.

על רקע האמור לעיל, ועל בסיס הנתונים הידועים כיום, צפוי שבנק ישראל יעלה את הריבית בהחלטה הקרובה בכ-50 נ"ב לכל הפחות ל-2.50% ויותר. ברמת ריבית זו, בנק ישראל כבר מתחיל להתקרב לרמה הניטרלית, אשר צפויה לשקף במהלך 2023 ריבית ריאלית שכבר איננה שלילית, זאת בהנחה של אינפלציה בשיעור של כ-2.5% בשנת 2023. בתלות ברצף הנתונים, צפויה העלאה נוספת של ריבית בנק ישראל, בהחלטה של חודש נובמבר, בכ-50 נ"ב נוספים והעלאה נוספת של 25 נ"ב בראשית שנת 2023 שתביא את ריבית בנק ישראל לרמה של 3.25%. ההתפתחויות בעקום התשואות של ישראל צפויות לכלול הגעה לרמה העולה על 3% במק"ם לשנה ושמירה על תשואה של כ-3% בשחר ל-10 שנים.

על רקע זה נראה כי השקעה במח"מ בינוני עדין הינה המועדפת. להערכתנו בציפיות האינפלציה הנוכחיות מומלצת אחזקה מאוזנת בין האפיקים.

אנו סבורים כי השקעה ישירה במח"מ זה מומלצת בעת הנוכחית.

חשיפה לאפיק השקלי הלא צמוד מומלצת בעיקר דרך מכירת IRS שקלי לטווחים קצרים – בינוניים, שם מרווחי ה-ASW החיוביים מגדילים את הכדאיות.

על רקע המרווחים הגבוהים יחסית בצמודי המדד הקונצרניים מומלצת חלק מהחשיפה הצמודה דרך שוק האג"ח הקונצרני.

ריכוז המלצותינו:

- ◀ אנו ממליצים על השקעה במח"מ קצר - בינוני.
- ◀ מומלצת אחזקה מאוזנת בין האפיקים.
- ◀ השקלים הלא צמודים מומלצים לאחזקה גם דרך מכירת IRS.
- ◀ פוטנציאל פתיחת פער התשואה השלילי בין הריביות השקליות לריביות הדולריות המקבילות די מוצה בשלב זה.

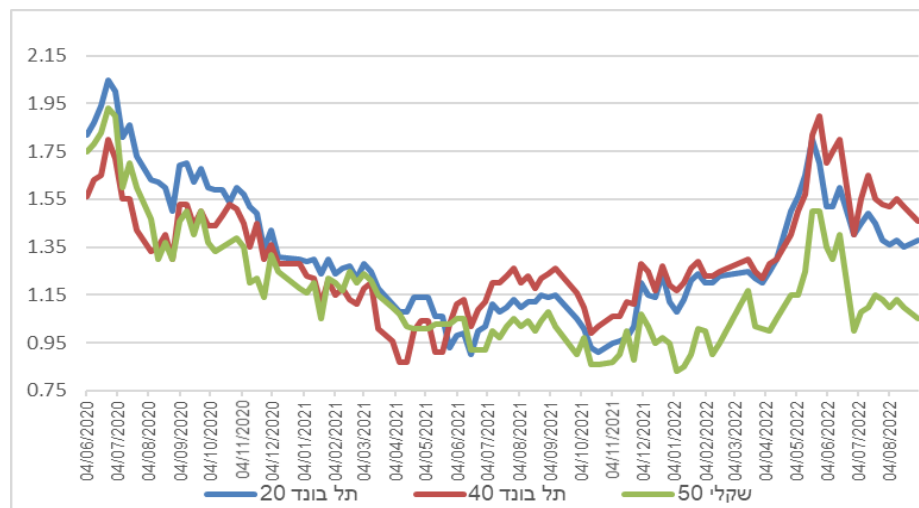
אג"ח חברות

שוק האג"ח הקונצרני נסחר במהלך השבועיים האחרונים במגמה שלילית תוך ירידות שערים במדדים המובילים. עם זאת הירידות היו מתונות יחסית לירידות השערים באפיק הממשלתי כך שנרשמה ירידה קלה ברמת המרווחים בשוק. רמת המרווחים כרגע דומה לרמה הממוצעת של הטווח הארוך ולכן אנו ניטראליים כרגע לגבי החשיפה לאפיק הקונצרני.

המסחר באפיק הקונצרני התאפיין במהלך השבועיים האחרונים במגמה שלילית בדומה למסחר באפיק הממשלתי אם כי מעט מתונה יותר. מדדי התל בונד צמודי המדד המובילים (20 ו 40 ו 60) רשמו ירידות מחירים ממוצעות של כ - 1.75% המדדים השקליים הלא צמודים נסחרו בירידות שערים מעט גבוהות יותר כאשר מדד תל בונד שקלי 50 רושם ירידה של 1.90%. דווקא מדדי התל בונד בדרוג נמוך יחסית כמו מדדי התל בונד תשואות שקלי רשמו ירידה מינורית יחסית. מדד התל בונד גלובל ממשיך לבלוט בביצועים עודפים ובירידות מתונות ביותר מתחילת השנה.

רמת המרווחים שרשמה עלייה חדה במחצית הראשונה של השנה ירדה בחודשים האחרונים חזרה לרמות הממוצעות של הטווח הארוך. כך נסחרים מדדי התל בונד צמודי המדד בדרוג גבוה (20 ו 40 ו 60) במרווח ממוצע של סביב 140 נ"ב ואילו מדד תל בונד שקלי 50 סביב מרווח של כ - 110 נ"ב. אלו רמות מרווחים בהן אנו ניטראליים לגבי הגדלת או הקטנת החשיפה לאפיק הקונצרני.

גרף 10 - מרווחים תל בונד 20, 40 ותל בונד שקלי 50



בשוק הראשוני חודש אוגוסט הסתיים עם גיוס של כ - 5.2 מיליארד ש"ח כאשר כ - 2.0 מיליארד ש"ח מזה בהנפקה אחת של חברת חשמל שהרחיבה השבוע 2 סדרות סחירות צמודות מדד. לאחר גיוסים מואצים במחצית הראשונה של השנה ניכרת ירידה בקצב הגיוס חזרה לקצב הגיוס של שנת 2022. ייתכן והירידה בגיוסים הייתה בין הסיבות שסייעו בחודשיים האחרונים לירידה ברמת המרווחים בשוק המשני.

המלצות לפעילות באפיק הקונצרני:

אנו בדעה ניטראלית כרגע לגבי הגדלת החשיפה לאפיק הקונצרני.

מומלצת חשיפת יתר לאג"ח צמוד מדד על רקע המרווחים הגלומים הגבוהים יותר.

אנו ממליצים על חשיפה בעיקר לאיגרות במח"מ קצר - בינוני.

מומלצת השקעה דרוג קבוצת A ומעלה.

חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

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

שם החברה	ענף	סכום מח"מ	דירוג	תשואה מרווח	הערות	רווח בהנפקה**	
חשמל 33 ואנרגיה	חשמל ואנרגיה	1,213	12.6	2.18%	1.60%	צמוד מדד.	0.05%
חשמל 31 ואנרגיה	חשמל ואנרגיה	844	7.5	1.59%	1.35%	צמוד מדד.	-0.35%
סה"כ:						2.057	

*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 2022 גייסו חברות (כולל בנקים וכולל הנפקות ני"ע לטווח קצר) כ – 51.0 מיליארד ₪.

בשנת 2021 גייסו חברות (כולל בנקים וכולל הנפקות ני"ע לטווח קצר) כ – 74.7 מיליארד ₪.

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

- ◀ משרד האוצר יגייס השבוע 0.80 מיליארד ₪ בהנפקה לעש"ר. הסדרות שיגויסו: ממשק 1024 – 250 מ"ש"ח, ממשק 928 – 250 מ"ש"ח, ממשק 432 – 150 מ"ש"ח, ממצמ 1151 – 150 מ"ש"ח.
- ◀ בנק ישראל ממשיך להגדיל את כמות המק"מ המונפקת ויגייס החודש 17.0 מיליארד ₪. 13.0 מיליארד ₪ במק"מ לשנה, סדרה חדשה 913 ו 4.0 מיליארד ₪ בהרחבת סדרה קיימת ל 90 יום – סדרה 1212.

חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

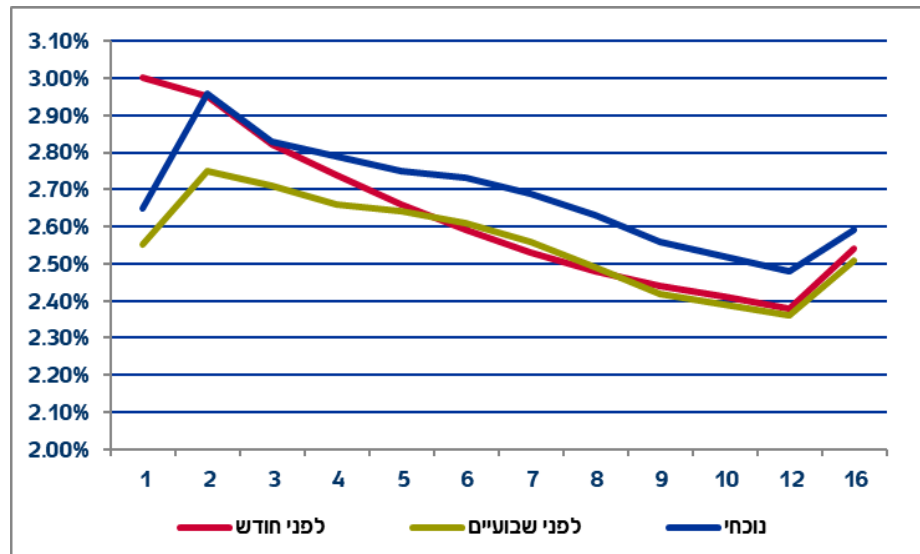
נספחים

שינויים שבועיים וחודשיים בפרמטרים עיקריים

הציפיות האינפלציוניות עלו לאורך העקום כולו. (טבלה 1)

מח"מ	לפני חודש	לפני שבועיים	נוכחי
*1	3.00	2.55	2.65
2	2.95	2.75	2.96
3	2.82	2.71	2.83
4	2.74	2.66	2.79
5	2.66	2.64	2.75
6	2.59	2.61	2.73
7	2.53	2.56	2.69
8	2.48	2.49	2.63
9	2.44	2.42	2.56
10	2.41	2.39	2.52
12	2.38	2.36	2.48
16	2.54	2.51	2.59

*אינפלציה נגזרת לשנה מחושבת על פי עסקאות OTC בחדר עסקאות



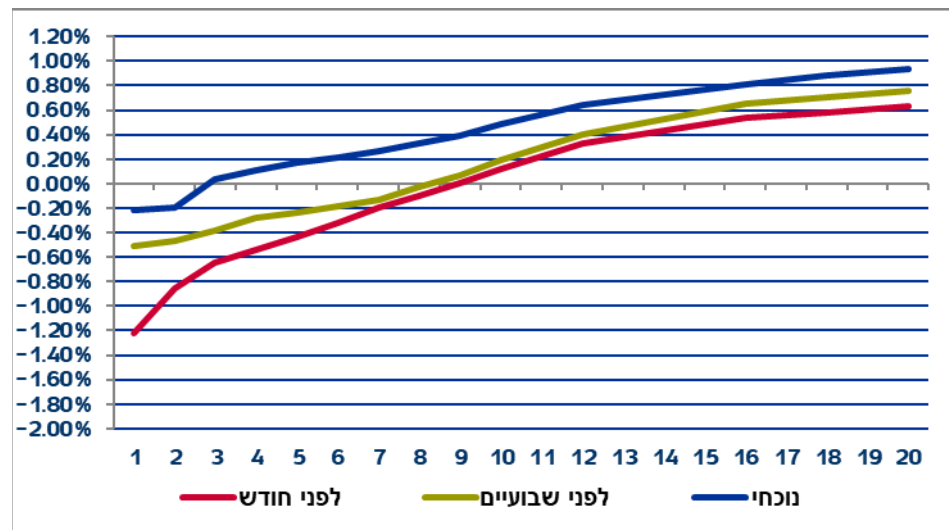
חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

תשואות האג"ח צמודות המדד עלו חדות לאורך העקום כולו. (טבלה 2)

מח"מ	לפני חודש	לפני שבועיים	נוכחי
*1	-1.22	-0.51	-0.22
2	-0.86	-0.47	-0.20
3	-0.65	-0.38	0.03
4	-0.54	-0.28	0.11
5	-0.44	-0.24	0.17
6	-0.32	-0.19	0.21
7	-0.20	-0.13	0.26
8	-0.10	-0.03	0.33
9	0.00	0.07	0.39
10	0.12	0.19	0.48
12	0.33	0.40	0.64
16	0.54	0.65	0.81
18	0.58	0.71	0.88
20	0.63	0.76	0.93

*תשואה לשנה ניגזרת ממחיר עסקאות OTC בחדר עסקאות

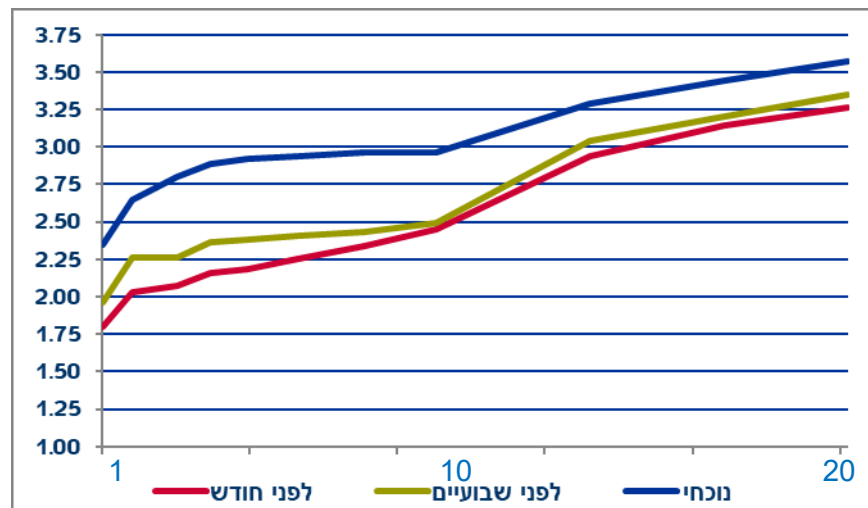


חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

תשואות האג"ח השקליות עלו חדות לאורך העקום כולו. (טבלה 3)

אג"ח שקלי ריבית קבועה	לפני חודש	לפני שבועיים	נוכחי
מק"מ לשנה	1.79	1.96	2.35
723	1.74	2.01	2.41
1123	1.86	2.08	2.47
324	2.03	2.26	2.65
1024	2.09	2.27	2.78
425	2.07	2.26	2.80
825	2.15	2.31	2.86
226	2.16	2.36	2.89
1026	2.20	2.36	2.90
327	2.18	2.38	2.92
928	2.25	2.41	2.94
330	2.34	2.43	2.96
432	2.45	2.49	2.96
537	2.83	2.89	3.20
142	2.94	3.04	3.29
347	3.14	3.20	3.44
1152	3.26	3.35	3.57
שיפוע 2/10	0.40	0.26	0.23
שיפוע 5/10	0.27	0.13	0.06
שיפוע 2/5	0.13	0.13	0.17

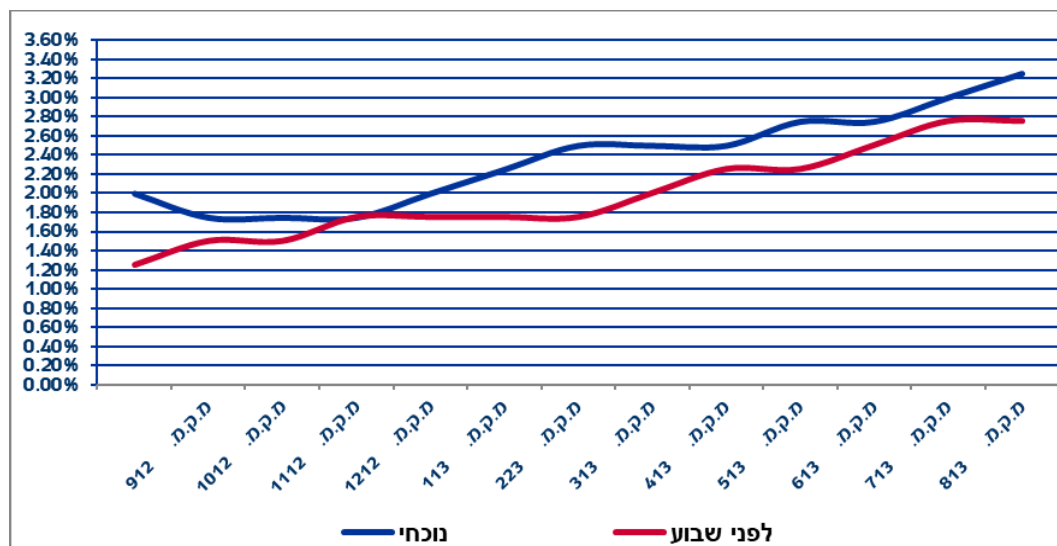


חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

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

מק"מ	לפני שבועיים	נוכחי
מק"מ 912	1.50	1.75
מק"מ 1012	1.50	1.75
מק"מ 1112	1.75	1.75
מק"מ 1212	1.75	2.00
מק"מ 113	1.75	2.25
מק"מ 223	1.75	2.50
מק"מ 313	2.00	2.50
מק"מ 413	2.25	2.50
מק"מ 513	2.25	2.75
מק"מ 613	2.50	2.75
מק"מ 713	2.75	3.00
מק"מ 813	2.75	3.25
ממוצע	2.04	2.40



חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

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

סדרה	לפני חודש	לפני שבועיים	נוכחי
526	0.04	-0.01	-0.01
1130	0.09	0.02	0.01

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

ריבית ב"י חזויה בעוד שנה	לפני חודש	לפני שבועיים	נוכחי
ריבית ב"י חזויה בעוד שנה	2.75	2.75	3.25
ריבית לשנה בעוד שנה	2.33	2.50	3.07
ריבית לשנה בעוד שנתיים	2.25	2.39	3.08

מרווחים בעקום השקלי (טבלה 7)

סדרות	תחילת שנה	לפני חודש	לפני שבועיים	נוכחי
2 - 5	0.46	0.13	0.13	0.17
5-10	0.70	0.27	0.13	0.06
2-10	1.16	0.40	0.26	0.23
10-30	1.31	0.83	0.83	0.59

המרווחים השלילי בין אג"ח שקלי ממשלת ישראל לאג"ח ממשלת ארה"ב הצטמצם מאוד בכל הטווחים ובעיקר בטווח הקצר - בינוני. (טבלה 8)

מרווח לשנתיים	לפני חודש	לפני שבועיים	נוכחי
מרווח לשנתיים	-0.79	-0.96	-0.76
מרווח ל-5 שנים	-0.48	-0.61	-0.48
מרווח ל-10 שנים	-0.19	-0.33	-0.29
מרווח ל-30 שנים	0.33	0.24	0.18

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

מדד	לפני חודש	לפני שבועיים	נוכחי
תל בונד 20	1.38	1.35	1.38
תל בונד 40	1.53	1.52	1.46
תל בונד שקלי 50	1.13	1.10	1.05

חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

דרוג	צמוד מדד	שקלי משתנה	שקלי קבוע	מוצע
AAA	0.75		0.55	0.70
+AA	0.80		0.65	0.75
AA	1.15		0.70	1.05
-AA	1.40	0.80	0.80	1.15
+A	1.75	1.00	0.85	1.30
A	1.85		1.30	1.55
-A	2.50		2.00	2.35
+BBB	2.90		2.40	2.70
BBB	2.90		2.50	2.75

← לא כולל אג"ח חברות נדל"ן אמריקאיות.

ענף	מדד		משתנה		שקלי		סה"כ ממוצע סה"כ ממוצע מח"מ מרווח
	ממוצע של מח"מ	ממוצע של מרווח	ממוצע של מח"מ	ממוצע של מרווח	ממוצע של מח"מ	ממוצע של מרווח	
בנקים	2.91	0.89	2.52	0.55	2.85	0.78	
נדלן	3.31	3.06	1.97	3.58	2.55	3.34	
פיננסים	1.40	2.75	3.59	1.25	3.12	1.57	
תקשורת	1.56	1.50	2.53	1.06	2.15	1.16	
חשמל ואנרגיה	6.17	1.27	2.35	1.35	5.02	1.29	
אחזקות	1.92	9.33	2.48	1.20	2.30	3.91	
כימיה ונפט	4.20	19.29	2.72	7.84	3.11	10.90	
מזון	3.25	0.98	3.20	0.63	3.21	0.75	
ליסינג	1.85	1.73	1.07	1.97	1.28	1.90	
תעשייה	7.80	1.02	1.93	1.12	3.76	1.02	0.47

חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

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

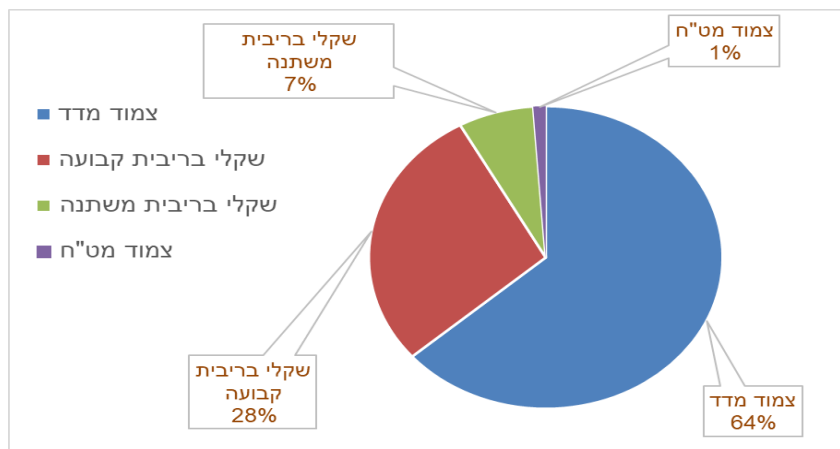
שם המדד	תשואה שבועיים האחרונים	מתחילת השנה
אול בונד ריבית משתנה	0.25%	0.37%
מדד אג"ח ממשלתי ריבית משתנה	0.11%	0.80%
אג"ח מדד ממשלתי 0 - 2	-0.02%	1.53%
מדד מק"מ	-0.08%	-0.41%
אג"ח ממשלתי לא צמוד 0 - 2 שנים	-0.30%	-1.63%
תל בונד גלובל	-1.09%	-1.57%
תל בונד תשואות	-1.12%	-3.37%
מדד אג"ח כללי קונצרני	-1.24%	-4.33%
תל בונד תשואות שקלי	-1.24%	-4.52%
מדד אג"ח צמוד מדד קונצרני	-1.43%	-4.97%
אג"ח מדד ממשלתי 2 - 5 שנים	-1.44%	-3.65%
תל בונד צמוד בנקים	-1.46%	-3.16%
תל בונד צמוד יתר	-1.48%	-4.06%
תל בונד 40	-1.53%	-5.38%
אג"ח ממשלתי לא צמוד 2 - 5 שנים	-1.58%	-6.74%
תל בונד שקלי	-1.73%	-5.68%
תל בונד 60	-1.75%	-6.20%
מדד אג"ח כללי ממשלתי	-1.85%	-7.56%
תל בונד שקלי 50	-1.91%	-6.69%
תל בונד 20	-1.98%	-7.09%
אג"ח מדד ממשלתי 5 - 10 שנים	-2.70%	-8.36%
אג"ח מדד ממשלתי +10 שנים.	-3.02%	-13.86%
אג"ח ממשלתי לא צמוד 5 - 10 שנים	-3.35%	-11.16%
אג"ח ממשלתי לא צמוד + 10 שנים	-3.49%	-15.57%

חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

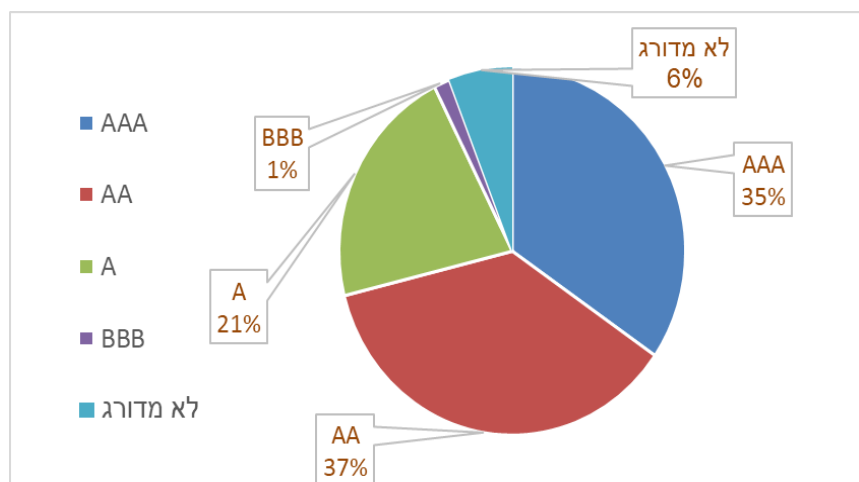
התפלגות גיוסים קונצרנים לשנת 2022 על פי בסיס הצמדה

באחוזים	סכום במש"ח	בסיס הצמדה
63.6	32,457	צמוד מדד
28.4	14,455	שקלי ריבית קבועה
6.9	3,522	שקלי ריבית משתנה
1.1	576	צמוד מט"ח
100.0	51,010	סה"כ



גיוסים קונצרנים לשנת 2022 לפי דירוג

באחוזים	סכום במש"ח	קבוצת דירוג
34.6	17,655	קבוצת AAA
36.5	18,618	קבוצת AA
21.5	10,955	קבוצת A
1.5	762	קבוצת BBB
5.9	3,020	לא מדורג
100.0	51,010	סה"כ

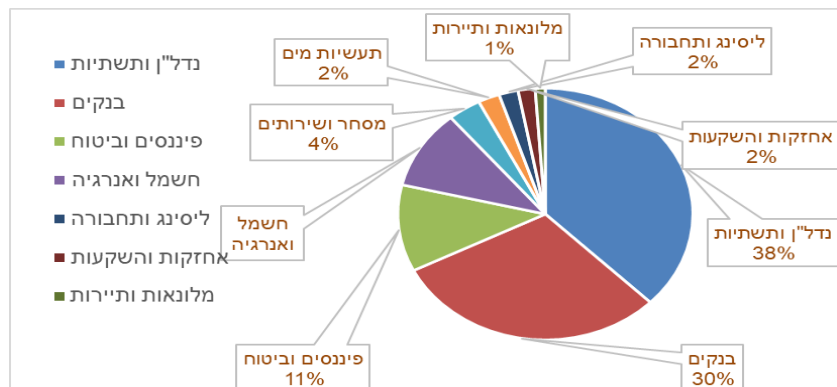


חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

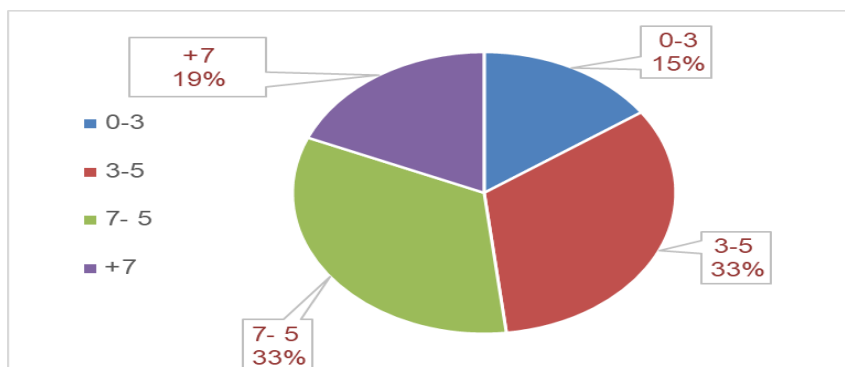
התפלגות גיוסים קונצרנים לשנת 2022 על פי ענפים

שם הענף	סכום במש"ח	באחוזים
נדל"ן ותשתיות	18,707	37.3
בנקים	15,111	32.0
פיננסים וביטוח	5,578	11.6
חשמל ואנרגיה	5,093	6.4
שירותים ומסחר	1,816	3.6
תעשיות מים	1,183	2.5
ליסינג ותחבורה	1,056	2.2
אחזקות והשקעות	934	2.0
מלונאות	552	1.2
נדל"ן ארה"ב	519	1.1
כימיה גז ונפט	201	0.4
סה"כ	51,010	100.0



התפלגות גיוסים קונצרנים לשנת 2022 על פי מח"מ

מח"מ	סכום במש"ח	באחוזים
0-3	7,806	15.3
3-5	16,754	32.8
5-7	16,969	33.3
7+	9,481	18.6
סה"כ	51,010	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 bill.unsubscribe@bankleumi.co.il"

חדר עסקאות

החטיבה לשוקי הון

מסחר בניירות ערך

מחקר

עופר הילל ראש דסק מחקר בנקאות	קובי לוי ראש דסק אסטרטגיה	דודי רזניק אסטרטג ריביות	דר' גיל מיכאל בפמן כלכלן ראשי פרטית
076-8858752	076-8858173	076-8857439	076-8857439

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

חיים קיסוס סוחר 03-5112605 Chaim.kisos@bankleumi.co.il	גיא גזית סוחר 03-5112605 Guy.gazit@bankleumi.co.il	דודי רבינשטיין מנהל דסק השאלות 03-5112605 Dudi.rubinstein@bankleumi.co.il
--	--	---