

תמצית

1. **בארה"ב** - התמתנות נוספת נרשמה השבוע בציפיות השווקים לשיעור הורדות הריבית הצפוי בשנת 2025, אם כי זו לא לוותה בעלייה מקבילה בציפיות האינפלציה. יתרה מכך, מרבית הסקרים מצביעים על התמתנות בציפיות העסקים לרמת האינפלציה בשנה הקרובה (**עמודים 2-4**).

2. **בישראל** - בחינת נתוני החודש האחרון מעידה על האצה מחודשת בפעילות הכלכלה בנובמבר (עוד לפני ההכרזה הרשמית על הפסקת אש בצפון) (**עמודים 4-5**).

3. **שוק הנדל"ן**: המחסור בעובדים מעיב על סיומי הבנייה, ולראייה היקף 'גמר הבנייה נטו' (בניכוי דירות שנהרסו) עמד בשנה האחרונה על כ- 49 אלף דירות בלבד. בלמ"ס ציינו כי "בשל המחסור בכוח אדם בענף, התוספת למשך זמן הבנייה נעה בין 6 ל- 8 חודשים בממוצע" (**עמודים 5-6**).

4. **אינפלציה** - תחזית מדד דצמבר נותרת בינתיים על -0.1% ($+3.40\%$ YoY) עם סיכון כלפי מטה, ותחזית מדד ינואר נותרת על $+0.40\%$ ($+3.80\%$ YoY). תחזית האינפלציה לשנה הקרובה נותרת על 2.70% (**עמודים 8-9**).

5. **מח"מ התיק המקומי & קמירות העקום** - קמירות העקום הממשלתי ירדה השבוע (ובתקופה האחרונה) בחדות יחסית. בעקום ה-IRS קמירות העקום דווקא עלתה בשבועיים האחרונים. אי לכך, אנו מעדכנים את המלצתנו מהתקופה האחרונה וממליצים להחזיק מעתה את העקום הממשלתי במח"מ בינוני, אך לאו דווקא באמצעות אגרות חוב באמצע העקום (**עמוד 11**).

6. **שוק המט"ח** - שער השקל נחלש השבוע בכ- 0.7%

כנגד סל המטבעות, אם כי מתחילת נובמבר השקל עדיין התחזק כנגד הסל ב- 4.6% , והנו עדיין המטבע החזק ביותר בעולם בחודשיים האחרונים (**עמוד 12**).

7. **מח"מ התיק בחו"ל** - אנו נותרים בהמלצתנו לנצל את עליית התשואות החדה בארה"ב, על מנת להאריך את מח"מ התיק ולהחזיקו במח"מ בינוני-ארוך. יתרה מכך, אנו נותרים גם בהמלצתנו מהשבוע שעבר לקנות בעיקר את ה-TIPS ל- 10 שנים הנסחר בריבית ריאלית גבוהה של 2.27% (**עמוד 13**).

ריביות	
4.50%	ריבית ב"י
4.50%	הערכתנו לריבית בהחלטה הקרובה
4.00%	הערכתנו לריבית בעוד 12 חודשים
4.09%	FRA 9*12 IRS Curve
אינפלציה	
-0.10%	תחזית פועלים חודש דצמבר
-0.16%	מקדם עונתית דצמבר
0.40%	תחזית פועלים חודש ינואר
-0.32%	מקדם עונתית ינואר
2.70%	תחזית אינפלציה 12M
סחורות	
שינוי שבועי	ערך
0.8%	1074
1.4%	6638
1.0%	260
שינוי שבועי	ערך
עקומי האג"ח/IRS	
0.01%	-0.08%
0.01%	0.23%
0.02%	0.40%
-0.01%	2.53%
שינוי שבועי	ערך
עלויות גידור	
-0.24%	1.09%
-0.63%	0.90%

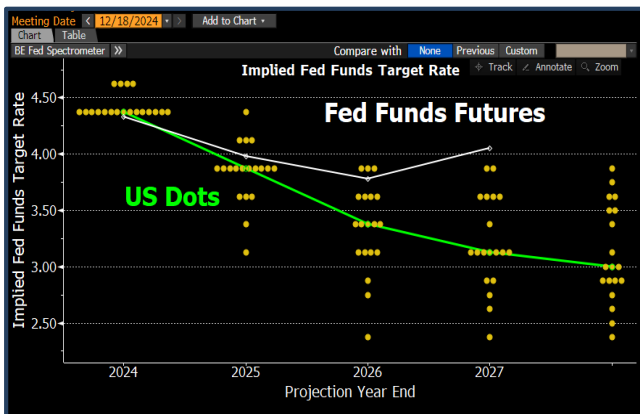
מאקרו

בארה"ב

- שבוע מסחר דליל בשווקים הגלובאליים הסתיים בעלייה נוספת בתשואות ה- Treasuries הארוכות, תוך עלייה נוספת בתלילות העקום – גרף 1.
- התמתנות נוספת נרשמה בציפיות השווקים לשיעור הורדות הריבית הצפוי בשנת 2025 - מתמחרים עתה הורדת ריבית של 37bp בלבד ב- 2025 ו- Terminal rate של כ- 3.8% לפי ה- Fed Funds Futures או כ- 4.0% לפי עקום ה- SOFR - משמעותית מעל לתחזית ה- Dots של הפד – גרף 2.

גרף 2

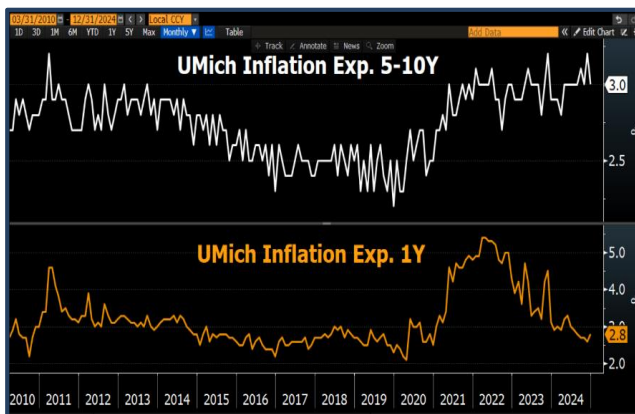
גרף 1



- עליית תחזיות השווקים לרמת הריבית הצפויה בארה"ב לא לוותה בעלייה מקבילה בציפיות האינפלציה - מאז ה- 05.11 (בחירת טראמפ) הציפיות בשווקים נותרו כמעט לל"ש (עלו בשיעור מתון מאד בטווחים הקצרים, וירדו קלות בטווחים הבינוניים והארוכים) - גרף 3.
- ← בהקשר לכך, נציין כי גם ציפיות האינפלציה של הצרכנים נותרו בתקופה אחרונה כמעט לל"ש – גרפים 4 ו-5.

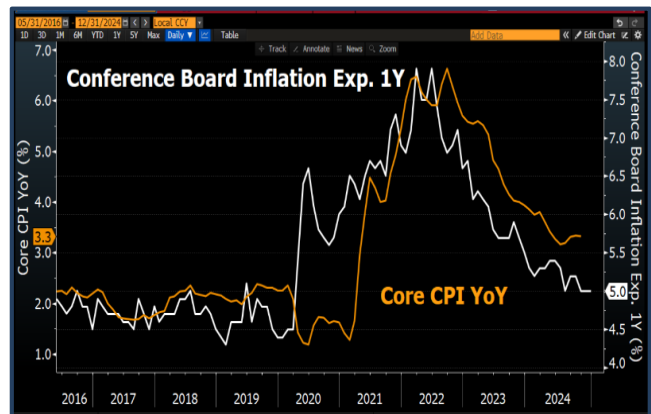
גרף 4

גרף 3

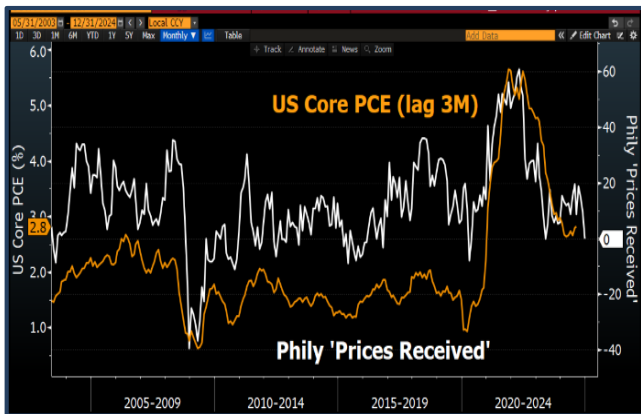


יתרה מכך, מרבית הסקרים מצביעים על התמתנות בציפיות העסקים לרמת האינפלציה בשנה הקרובה ←
- ראו לדוג' גרף 6, והירידה ברכיב 'מחירים מבוקשים' במדד מנהלי הרכש המשוקלל לרמה הנמוכה ביותר מאז יוני 2020.

גרף 5

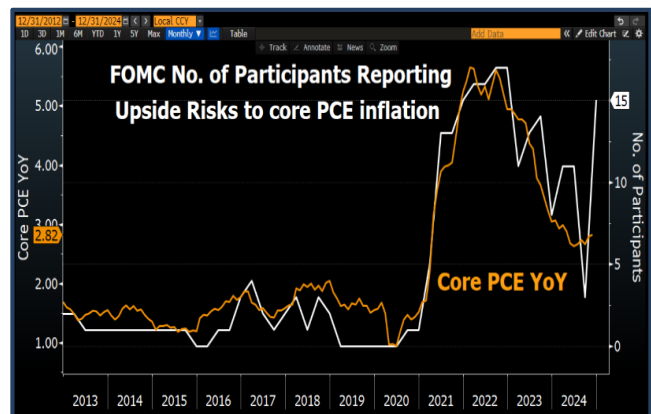


גרף 6



לפיכך, נראה כי העלאת תחזית האינפלציה של חברי הפד, והעלייה החדה במספר חברי הפד החוששים מהפתעות כלפי מעלה באינפלציה בשנה הקרובה (גרף 7), נבעו בעיקר מהפתעות כלפי מעלה במדדי ספטמבר ואוקטובר, ומחששות מהעלאת המכסים ע"י ממשל טראמפ (פאוול ציין כי חלק מחברי הפד שיקללו בהערכותיהם העתידיות את השינוי הצפוי במדיניות הממשל).

גרף 7



שורה תחתונה – העובדה כי הפד העלה בחדות את תחזית ליבת מדד ה- PCE לשנת 2025 ל- 2.5% (לעומת 2.2% בתחזית הקודמת)², בשילוב עם תחזית לעלייה מתונה מאד בשיעור האבטלה ל- 4.3% ב-Q4/25 (לעומת 4.2% כיום), מגבירים דווקא את הסיכויים להפתעות 'יוניות' בשנה הקרובה.

¹ להרחבה ראו סקירתנו מהשבוע שעבר.

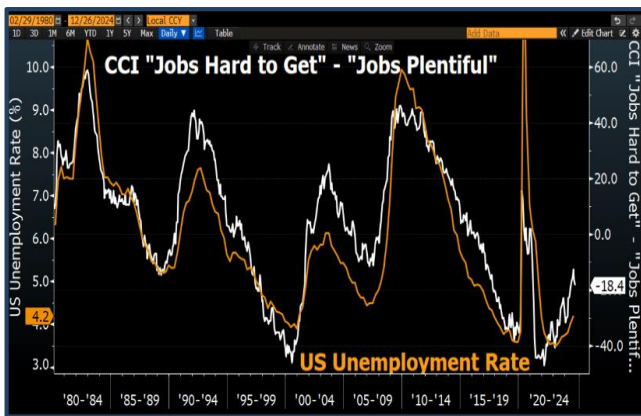
² תחזית ה- Headline PCE Inflation עלתה ל- 5.2% בשנת 2025 (לעומת 2.1% בתחזית הקודמת).

← מספיק, להערכתנו, מדד או שניים בתקופה הקרובה שיהיו נמוכים מהציפיות (בדומה ל- Core PCE בנובמבר) ו/או הרעה בנתוני התעסוקה, על מנת שחברי הפד ישנו שוב את גישתם ל"יונית" יותר (להרחבה ראו סקירתנו מהשבוע שעבר).

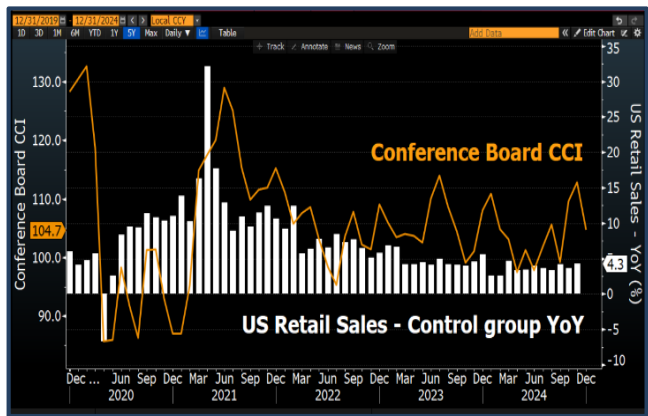
▪ בהתייחס לנתונים שפורסמו השבוע, נציין כי מדד אמון הצרכנים של ה- Conference Board ירד בדצמבר בחדות ל- 104.7 נק' (צפי ל- 113.2) - גרף 8.

← שיפור מסוים נרשם בהערכות הצרכנים את מצב שוק התעסוקה, אך המדד הבוחן את הפער בין שיעור המשיבים כי "המשרות קשות להשגה" (hard to get)³ לשיעור המשיבים כי קיים "שפע של משרות" (plentiful) ממשיך להצביע על עלייה צפויה בשיעור האבטלה בשנה הקרובה - גרף 9.

גרף 9



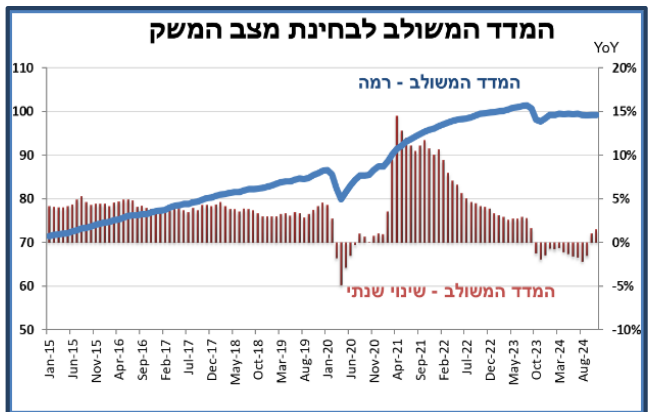
גרף 8



בישראל

▪ המדד המשולב לחודש נובמבר נותר ללא שינוי (עלייה של 0.03%), בדומה למדדי ספטמבר-אוקטובר - גרף 10. בב"י ציינו כי "הקיפאון בספטמבר-נובמבר מלמד שהמשק הושפע באופן משמעותי מהמלחמה (ובפרט מההתעצמות שהייתה בצפון) ולכן לא התקרב לרמת הפעילות השגרתית."

גרף 10



³ הפער ידוע כאינדיקטור מקדים לשינוי במצב שוק התעסוקה האמריקאי (נתוני מדד אמון הצרכנים של ה- Conference Board).

מודי שפריה, אסטרטג ראשי - שווקים פיננסים חדרי עסקאות וברוקראג'

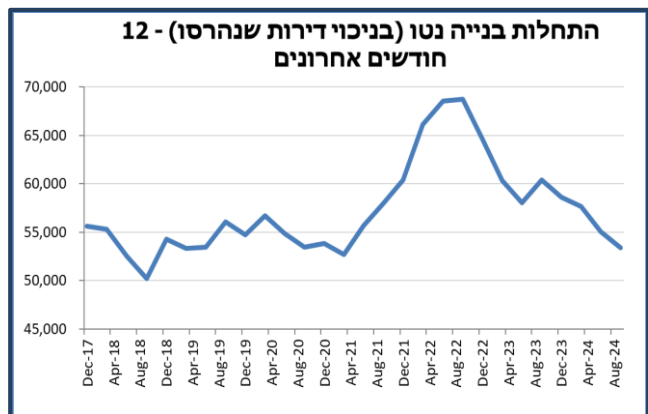
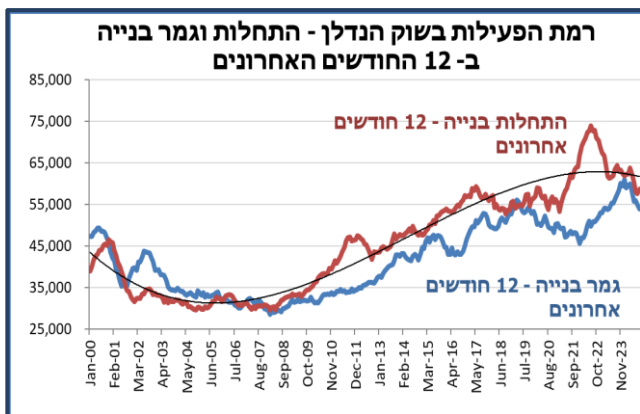
- ← הערה: המדד המשולב של חודש נובמבר מחושב גם על בסיס פרמטרים כלכליים של החודשים הקודמים.
- ← בנימה אופטימית יותר - בחינת נתוני החודש האחרון בלבד מעידה על האצה מחודשת בפעילות הכלכלה
- בנובמבר (עוד לפני ההכרזה הרשמית על הפסקת אש בצפון): ראו העלייה החדה בנובמבר ברכישות צרכנים בכרטיסי אשראי (+5.0% MoM) ובייבוא מוצרי צריכה (+9.7% MoM), והעלייה בייבוא תשומות לייצור (+1.1% MoM) ובשיעור המשרות הפנויות (+1.4% MoM).
- ← בנימה שלילית יותר, נציין את הירידה החודשית בייצוא הסחורות בנובמבר (-6.3% MoM).

בישראל - שוק הנדל"ן

- 'התחלות הבנייה נטו' (בניכוי דירות שנהרסו)⁴ עלו ברבעון השלישי ל- 15.5 אלף, אך בסיכום 12 החודשים האחרונים עמדו על 53.4 אלף - ירידה של 11.5% בהשוואה ל- 12 החודשים הקודמים (גרף 11) – ורמה נמוכה מקצב הגידול הטבעי של משקי הבית בישראל.
- המחסור בעובדים בישראל מעיב בעיקר על סיומי הבנייה, ולראייה היקף גמר הבנייה ירד ברבעון השלישי ב- 3.4% בהשוואה ל- Q2/24 - גרף 12. היקף 'גמר הבנייה נטו' (בניכוי דירות שנהרסו) עמד בסיכום 12 החודשים האחרונים על כ- 49 אלף דירות בלבד.
- ← בלמ"ס ציינו כי "בשל המחסור בכוח אדם בענף, התוספת למשך זמן הבנייה נעה בין 6 ל- 8 חודשים בממוצע – גרף 13. חשוב לציין כי תוספת זו מגלמת את ההשפעות בעיתוי הנוכחי, אך אם המצב במשק יימשך ייתכן כי היא תגדל".

גרף 12

גרף 11

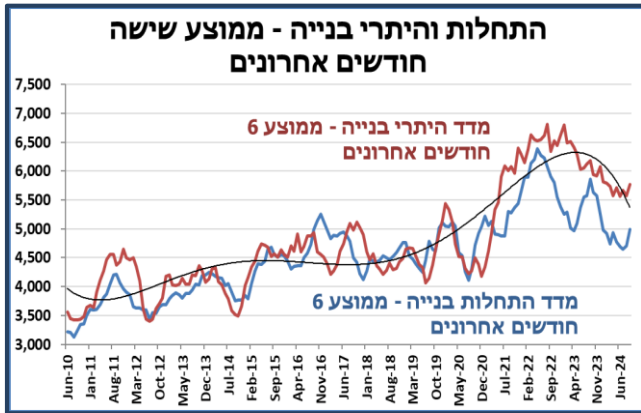


- ← באשר לעתיד - עלייה קלה נרשמה ב'היתרי הבנייה' ב- Q3 (בהשוואה ל- Q2), אך בסיכום 12 החודשים האחרונים היקף מתן ההיתרים ירד ב- 2.3% (בהשוואה ל- 12 החודשים הקודמים) – גרף 14.

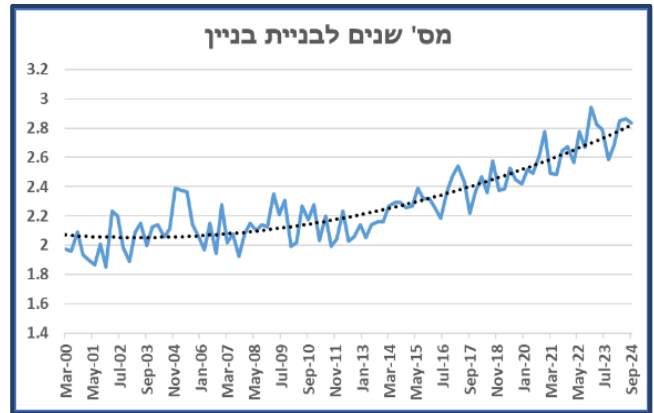
⁴ התחלות בנייה נטו מתקבלות לאחר ניכוי הדירות שנהרסו במסגרת התחדשות עירונית.

מודי שפריה, אסטרטג ראשי - שווקים פיננסים חדרי עסקאות וברוקראג'

גרף 14



גרף 13



- בצד הביקוש - היקף מתן המשכנתאות עמד בנובמבר על רמה חודשית גבוהה של קרוב ל- 8 מיליארד ₪, כך שבסיכום 12 החודשים ניתנו משכנתאות בהיקף מצטבר של כ- 85 מיליארד ₪ - עלייה של 16% YoY גרף 15.

← יתרה מכך, עפ"י ההערכות שפורסמו השבוע בכלכליסט - נראה כי היקף המשכנתאות יעמוד בדצמבר על רמה גבוהה מאד של כ- 9.5 מיליארד ₪.

← בצד הגורמים לגידול הניכר בביקושים, נציין את העלאת המע"מ בתחילת 2025 אשר סביר להניח כי הגבירה את הביקוש לדירות חדשות לקראת סוף השנה.

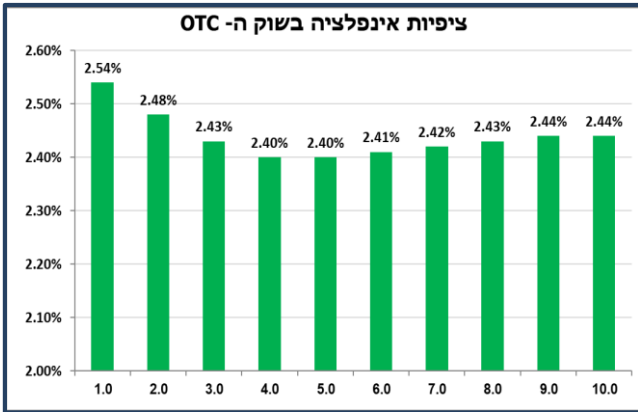
- שורה תחתונה - על רקע הגידול בביקושים במקביל לירידה בהיצע, אנו נותרים בהערכתנו כי מחירי הדירות ימשיכו לעלות בשנת 2025 (מעריכים עלייה של כ- 5%, לאחר שבשנה האחרונה המחירים עלו ב- 6.7% YoY).

גרף 15

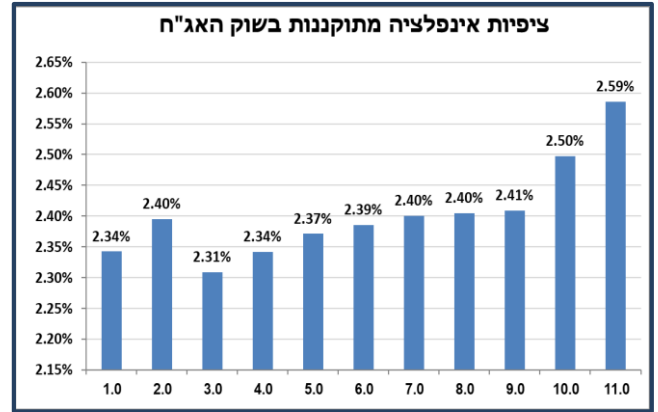


אינפלציה, אג"ח ממשלתי, IRS ושוק המט"ח

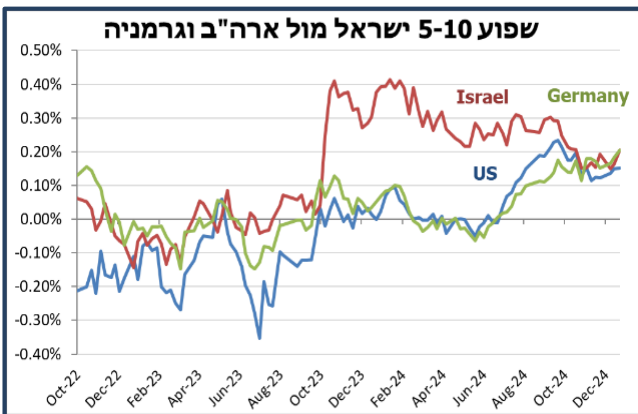
גרף 17



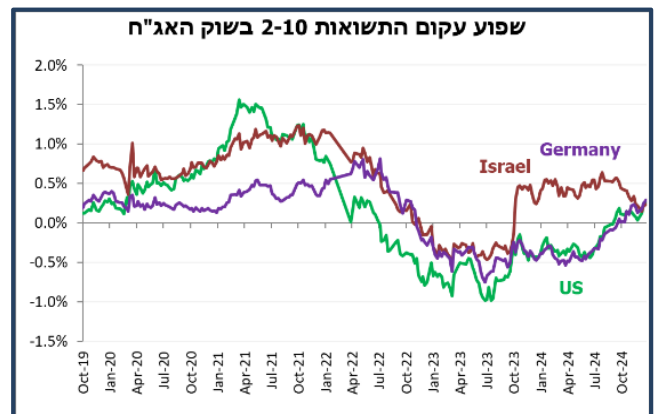
גרף 16



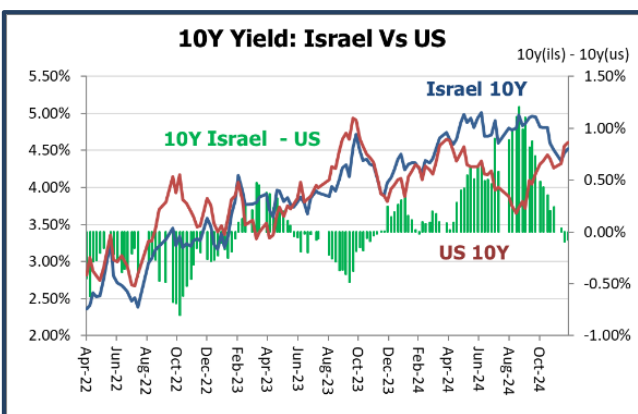
גרף 19



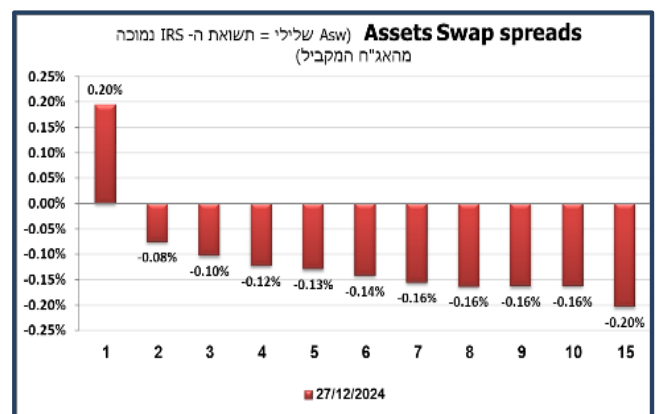
גרף 18



גרף 21



גרף 20 (נכון לשישי בבוקר)



אינפלציה

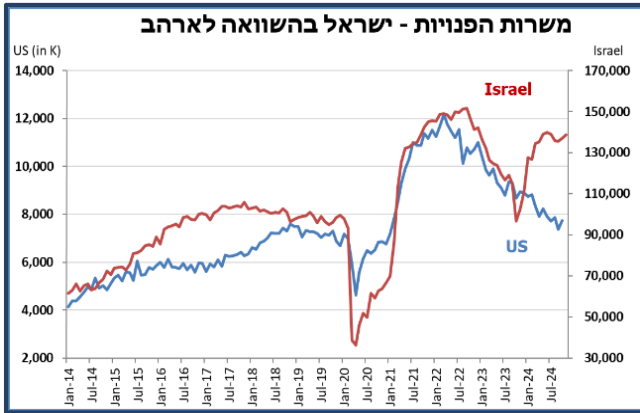
- תחזית מדד דצמבר נותרת בינתיים על -0.1% MoM (+3.40% YoY), עם סיכון כלפי מטה.
 - ← בצד הרכיבים הצפויים להוריד את המדד, נציין את הירידה החדה מהעונתיות הצפויה במחירי פירות וירקות, הירידה הצפויה במחירי מזון (ללא פו"י), הירידה העונתית החדה במחירי חופשות בישראל ו'עריכת מסיבות ואירועים', הירידה הקלה הצפויה ברכיב 'ריהוט וציוד', הירידה הקלה במחירי הדלקים והייסוף החד בשקל שישפיע על רכיב 'הוצאות על טיסות לחו"ל'.
 - ← בנוסף, אנו מעריכים כי רכיב 'הלבשה והנעלה' יירד בדצמבר קלות.
 - ← מאידך, רכיב 'דיור' צפוי לעלות בחדות יחסית על רקע ההאצה שחלה לאחרונה בקצב עליית מחירי השכירות (עפ"י אינדיקציות שלנו ההאצה הנה די רוחבית). בנוסף, צפויה עלייה במחירי רכבים חדשים ומשומשים, ועלייה קלה במחירי ביטוח רכב חובה, ברכיב 'בריאות', ובמחירי טיסות לחו"ל (במונחים דולריים).
 - ← לסיום נציין כי קיימת עדיין אי וודאות האם הלמ"ס תמדוד בדצמבר את העלייה הרטרואקטיבית במחירי הארנונה במספר ערים (כגון ת"א).
- תחזית מדד ינואר נותרת בינתיים על +0.40% MoM (+3.80% YoY).
- תחזית האינפלציה לשנה הקרובה נותרת על 2.70% - מצב בטבלה:

	CPI MoM	CPI YoY
Dec - 24	-0.10%	3.40%
Jan - 25	0.40%	3.80%
Feb - 25	0.35%	3.75%
Mar - 25	0.40%	3.65%
Apr - 25	0.70%	3.45%
May - 25	0.20%	3.45%
Jun - 25	-0.05%	3.30%
July - 25	0.30%	3.10%
Aug - 25	0.50%	2.60%
Sep - 25	-0.15%	2.65%
Oct - 25	0.45%	2.60%
Nov - 25	-0.30%	2.70%
Next 12M		+2.70%

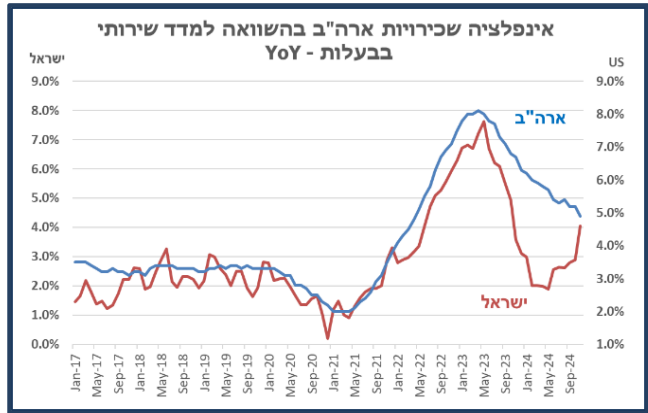
- בצד הגורמים הצפויים לתמוך בעליית האינפלציה, נציין את:
 1. ההאצה שחלה לאחרונה במחירי השכירות בישראל (עלייה רוחבית), בניגוד למגמת ההתמתנות בארה"ב
 - גרף 22. במסגרת תחזית האינפלציה הנחנו עלייה של כ- 3.5% בכלל רכיב ה'דיור' במדד.

מודי שפריה, אסטרטג ראשי - שווקים פיננסים חדרי עסקאות וברוקראג'

גרף 23



גרף 22



2. על רקע הביקוש הגבוה מאד לעובדים (גרף 23), צפויה להערכתנו האצה מחודשת בקצב עליית השכר

הממוצע בחודשים הקרובים - להרחבה ראו סקירתנו מהשבוע שעבר.

3. עלייה חדה יחסית במחירי התשומות ב- 2025 - חשמל (3.5% לא כולל העלות המע"מ), מים (2%),

ארנונה (מעל ל- 5.3%).

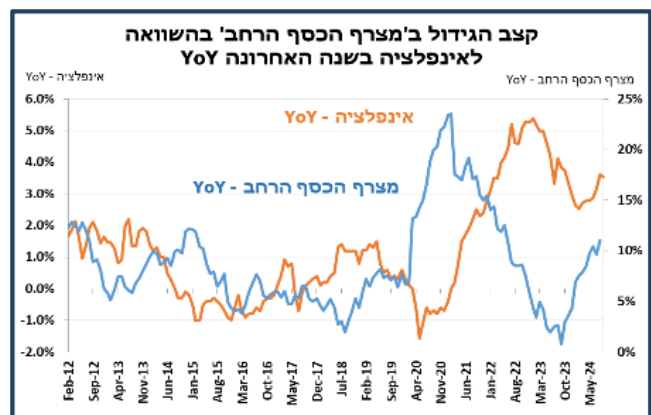
4. העלות המע"מ ב- 1% ומיסים עקיפים נוספים - להרחבה ראו הטבלה שפרסמנו בסקירה מה-

24.11.24.

5. עלייה חדה (+9.9% YoY) נרשמה בשנה האחרונה ב'כמות הכסף' (בין היתר בשל הזרמות ממשלה) -

גרף 24.

גרף 24



מאידך, ישנם מספר גורמים דיס-אינפלציוניים לשנה הקרובה, בהם:

1. צעדי מיסוי השוחקים את כח הקנייה של הציבור.

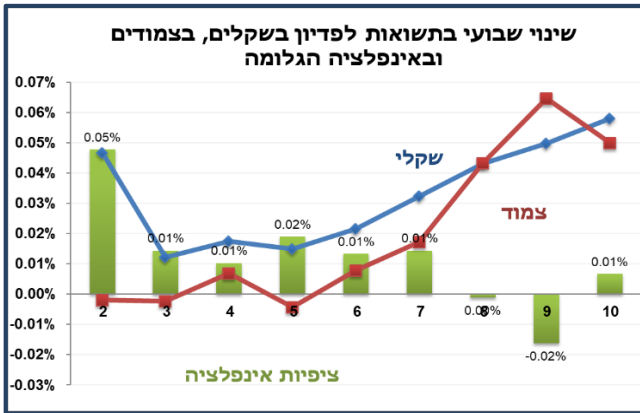
2. התחזקות השקל.

3. פתרון (אם כי חלקי בינתיים) של בעיות ההיצע - מחסור בעובדים, טיסות לחו"ל, ועלויות הובלה ימית

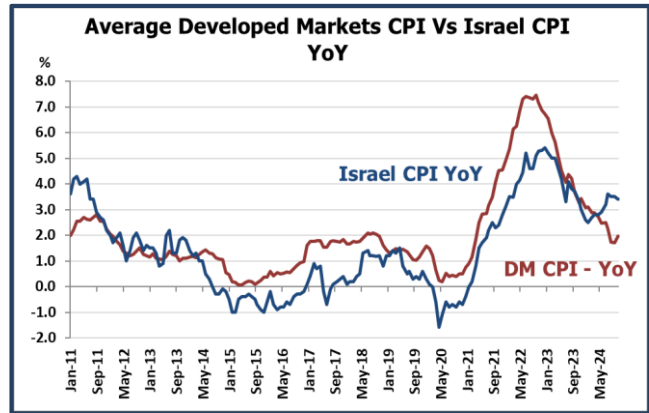
ואווירית.

4. התמתנות האינפלציה הגלובאלית - גרף 25.

גרף 26



גרף 25



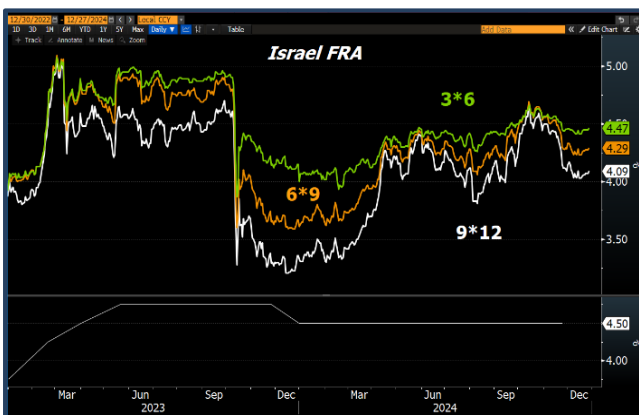
שקלי / צמוד

- ציפיות האינפלציה בשוק האג"ח הממשלתי עלו השבוע קלות בטווחים הקצרים והבינוניים וירדו קלות בטווחים הארוכים יותר - גרף 26.
- חרף הירידה החדה בתקופה האחרונה ורמת הציפיות הסבירה הגלומה לאורך העקום, איננו ממליצים עדיין (טקטית) ולחזור ולהגדיל את האחזקה באגרות החוב הצמודות, על רקע הערכתנו כי מדד חודש דצמבר יהיה נמוך מהציפיות בשוק (ממוצע החזאים צופה יציבות, עם נטייה לעלייה קלה במדד דצמבר).

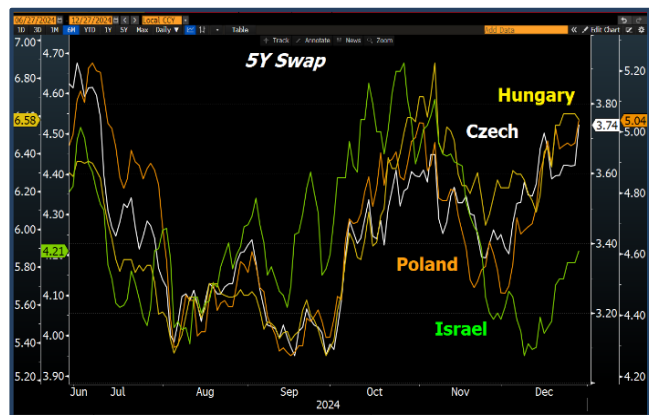
ריבית ב"י

- על רקע עליית התשואות בארה"ב ובמדינות ה-CEE (גרף 27), תשואות עקום ה-IRS עלו השבוע גם לאורך העקום המקומי (תוך מסחר דליל יחסית), כך שהשוק מתמחר עתה הורדת ריבית ראשונה ביולי 2025, ורמת ריבית של כ-4.08% בעוד כשנה - גרף 28.

גרף 28



גרף 27

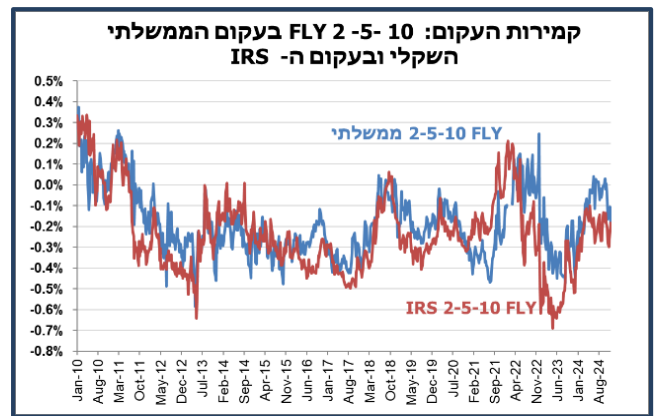
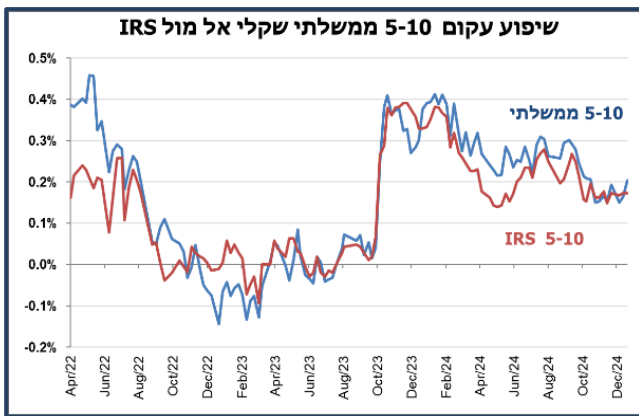


מח"מ התיק המקומי & קמירות העקום

- קמירות העקום הממשלתי ירדה השבוע (ובתקופה האחרונה) בחדות יחסית - גרף 29. בעקום ה- IRS קמירות העקום דווקא עלתה בשבועיים האחרונים, כך שה- FLY 2-5-10 בעקום ה- IRS ובעקום הממשלתי עומד עתה על 18bp - - גרף 29.
- בהקשר לכך, ניתן גם לראות בגרף 30 את העלייה בשיפוע העקום ה-5-10 בשוק האג"ח הממשלתי בשבועיים האחרונים, במקביל ליציבות היחסית בשיפוע ה-5-10 בעקום ה- IRS.
- אי לכך, אנו מעדכנים את המלצתנו מהתקופה האחרונה וממליצים להחזיק מעתה את העקום הממשלתי במח"מ בינוני, אך לאו דווקא באמצעות אגרות חוב באמצע העקום.

גרף 30

גרף 29

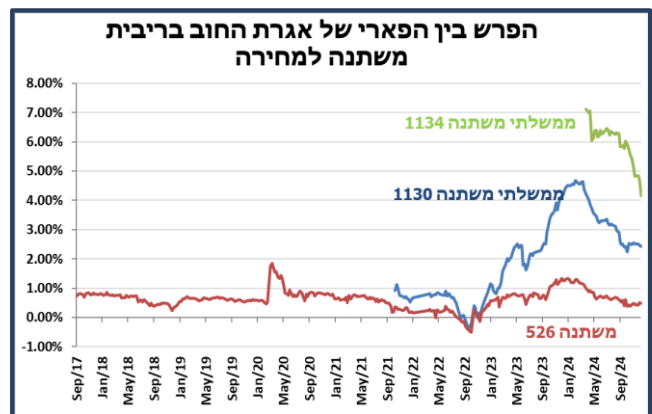


סגירת פוזיציה - קניית ממשלתי משתנה 1134

- בסקירתנו מתחילת נובמבר המלצנו לקנות את האיגרת ממשלתי משתנה 1134, אשר תמחרה בזמנו פרמיית סיכון גבוהה מאד בהשוואה לאגרות החוב המקבילות.
- על רקע עליית המחיר החדה באגרת בחודשיים האחרונים, 'תוספת התשואה השנתית' (הפרש בין מחיר לפארי חלקי שנים לפדיון) ברכישת ממשלתי משתנה 1134 ירדה לרמה דומה לזו של ממשלתי משתנה 1130 (+42bp) - גרפים 31 ו-32. אי לכך, לא קיימת יותר עדיפות לאחזקת האיגרת 1134 עפ"י 1130 ו-526.

גרף 32

גרף 31



מודי שפרי, אסטרטג ראשי - שווקים פיננסים חדרי עסקאות וברוקראג'

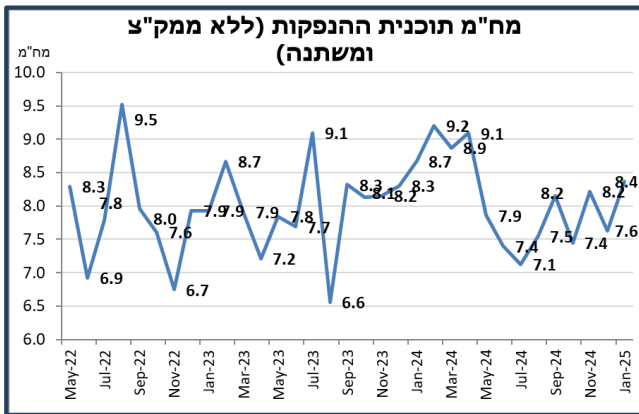
הנפקות בשוק החוב המקומי

- משרד האוצר ינפיק כ- 15 מיליארד ₪ בינואר - קרוב ל- 3.7 מיליארד ₪ מדי שבוע, בדומה להיקף ההנפקות השבועיות בשנה האחרונה – גרף 33.

גרף 33

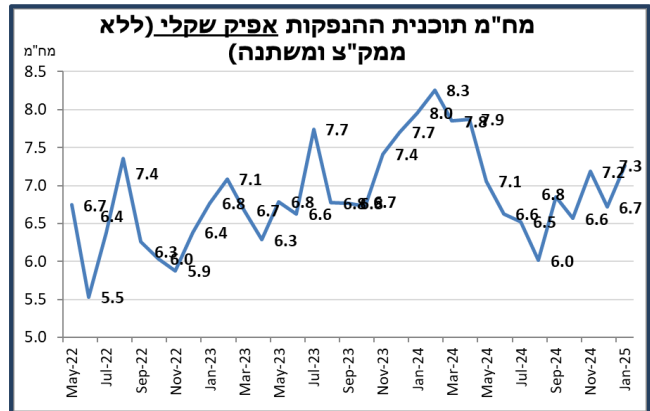


גרף 34



← עוד נציין כי האוצר האריך מחדש את מח"מ תוכנית ההנפקות – גרפים 34 ו- 35.

גרף 35



גרף 36



שער השקל

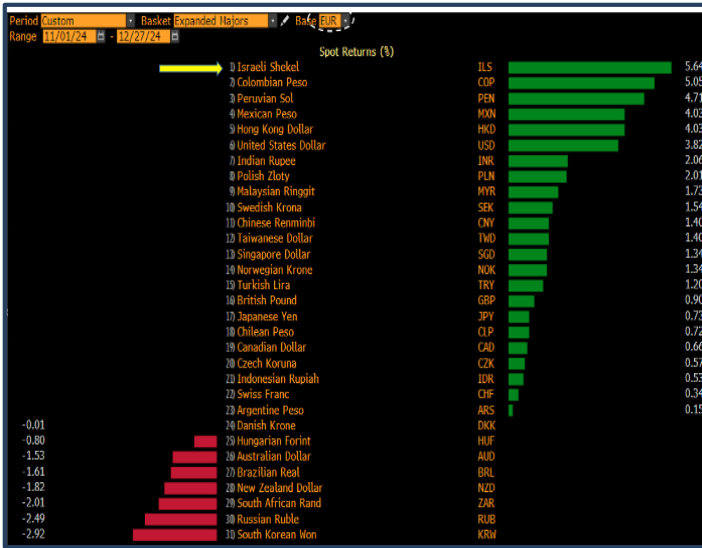
- שער השקל נחלש השבוע בכ- 0.7% כנגד סל המטבעות, אם כי מתחילת נובמבר השקל עדיין התחזק כנגד הסל ב- 4.6% - גרף 36.

← עוד נציין כי חרף היחלשות השקל בשבועיים האחרונים, השקל הנו עדיין המטבע החזק ביותר בעולם בחודשיים האחרונים – גרפים 37 ו- 38.

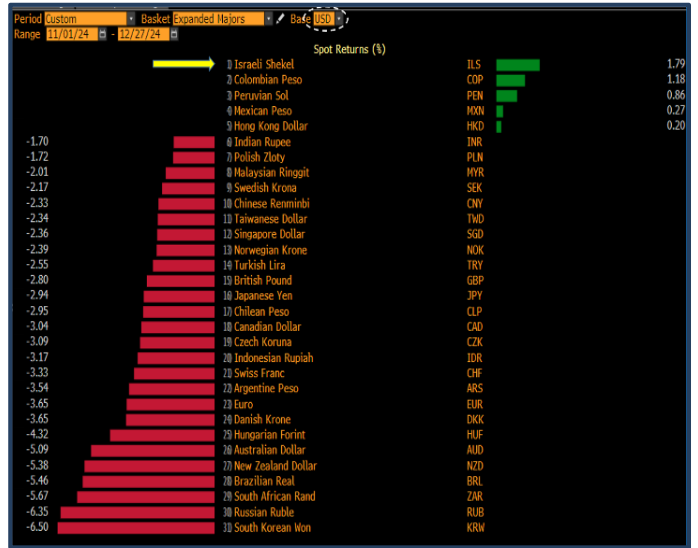
- שורה תחתונה - אנו נותרים בהמלצתנו מתחילת נובמבר (03.11) להקטין את החשיפה למט"ח.

מודי שפריה, אסטרטג ראשי - שווקים פיננסים חדרי עסקאות וברוקראג'

גרף 38 (נכון לשישי בצהריים)



גרף 37 (נכון לשישי בצהריים)



מח"מ התיק בחו"ל

- אנו נותרים בהמלצתנו לנצל את עליית התשואות החדה בארה"ב, על מנת להאריך את מח"מ התיק ולהחזיקו במח"מ בינוני-ארוך. יתרה מכך, אנו נותרים גם בהמלצתנו מהשבוע שעבר לקנות בעיקר את ה-TIPS ל-10 שנים הנסחר בריבית ריאלית גבוהה של 2.27%.
- להרחבה ראו התייחסותנו בפרק המאקרו.

הערות ואזהרות כלליות נוספות:

מסמך זה מבוסס על נתונים ומידע שהיו גלויים לציבור. הנתונים והמידע ששימשו להכנת מסמך זה הונחו כנכונים, וזאת מבלי שבנק הפועלים בע"מ ("הבנק") ביצע בדיקות עצמאיות ביחס לנתונים ולמידע מידע אלו - אין בסקירה זו משום אימות או אישור לנכונותם. הבנק ועובדיו אינם אחראים לשלמותם או דיוקם של הנתונים האמורים או לכל השמטה, שגיאה או ליקוי אחרים במסמך. סקירה זו עשויה לכלול דעות ו/או המלצות שונות מסקירות אשר מפורסמות על ידי יחידות אחרות בבנק, ביחס לנייר ערך או נכס פיננסי נשוא הסקירה. יודגש כי מסמך זה הינו למטרת אינפורמציה בלבד, הוא אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו. המידע עליו מתבסס מסמך זה, והדעות האמורות בו, עשויים להשתנות מעת לעת ללא כל מתן הודעה או פרסום נוספים. אין להסתמך על האמור במסמך זה ואין להתבסס על כך ששימוש במידע או בהמלצות המובאות במסמך זה יביא לתוצאות מסוימות. מסמך זה אינו מותאם למטרות ההשקעה או לצרכיו האישיים והייחודיים של כל משקיע, אין לראות במסמך זה משום ייעוץ השקעות או תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתוניו, צרכיו ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם, ואין לפעול על-פי האמור במסמך זה אלא לאחר קבלת ייעוץ אישי המתחשב בצרכיו, מטרותיו ונתוניו האישיים של כל משקיע, ולאחר הפעלת שיקול דעת עצמאי. הבנק, עובדיו, וכל מי שפועל מטעמו לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק או הפסד, ישירים או עקיפים, שייגרמו, אם ייגרמו, כתוצאה משימוש במסמך זה או כתוצאה מהסתמכות עליו. לבנק, או לחברות קשורות אליו, או לבעלי שליטה בהם, עשויות להיות החזקות בניירות הערך או הנכסים הפיננסיים הנזכרים במסמך זה, עבורם או עבור לקוחותיהם, והם עשויים לבצע עסקאות המנוגדות לאמור במסמך זה. האמור במסמך זה אינו מהווה ייעוץ מס ואינו מתיימר להוות פרשנות מקובלת על רשויות המס או על גופים נוספים. מסמך זה הינו רכוש של הבנק, אין להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן, לצלם, להקליט וכיו"ב את מסמך זה, או חלקים ממנו, ללא קבלת אישור, מראש ובכתב, מהבנק.