

## רפי גוזלן, כלכלן ראשי, IBI בית השקעות

### סקירת מאקרו

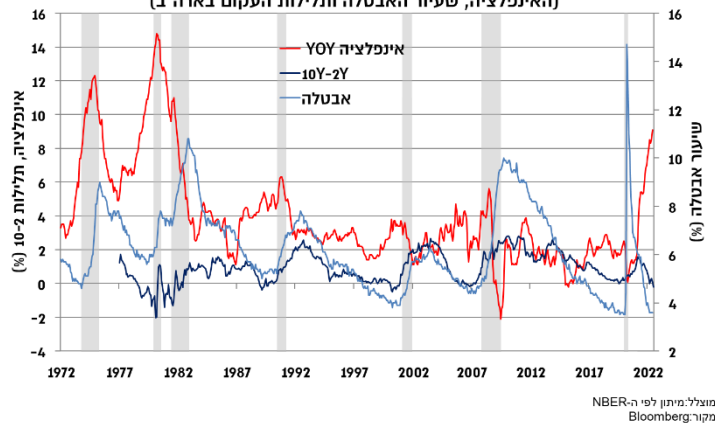
- ◆ התנודתיות הגבוהה בהערכות הריבית בארה"ב משקפת את חוסר הודאות של השוק בנוגע למדיניות ה-Fed. ה-Fed יכול לשאוב אמנם עידוד מהירידה במחירי הסחורות, אך אינפלציית השירותים, העיקשת יותר, נמצאת עדיין במגמת עלייה. הירידה במחירי הסחורות ובציפיות לאינפלציה לא דוחקת ב-Fed להפיתע את השוק בהעלאה של 100 נ"ב בהחלטה הקרובה, אך הוא גם לא יוכל להעלות את הריבית בשיעור נמוך מזה המגולם בשוק. ללא שינוי מהיר כלפי מעלה במחירי האנרגיה, התרחיש הסביר יותר הוא העלאה של 75 נ"ב בסוף יולי.
- ◆ התמחור הנוכחי בשווקים מגלם העלאת ריבית לכ-3.5% בארה"ב עד לסוף השנה ומעבר להפחתת ריבית באמצע 2023. אמנם מעבר מהיר ממחזור העלאת ריבית להורדת ריבית אינו חריג, אך על רקע סביבת האינפלציה הגבוהה והחריגה, תרחיש זה אינו טריוויאלי ומצריך הרעה משמעותית בתמונת המאקרו.
- ◆ בישראל, מדד יוני עלה ב-0.4%. בניגוד לעולם האינפלציה בישראל לא מספקת הפתעות כלפי מעלה, אך הקצב השנתי צפוי להמשיך ולטפס בחודשים הקרובים לכ-5%.
- ◆ אנו מצפים לעלייה של כ-3% באינפלציה בשנה הקרובה, וזאת על רקע אינפלציה גבוהה ביחס לעונתיות בחודשים הקרובים, בהשפעת העלייה במחירי הדיור, במזון והיחלשות השקל. העלייה הנוכחית במחירי המזון משקפת את העלייה במחירי הסחורות שנרשמה מאז תחילת המלחמה בין רוסיה לאוקראינה, אך הצניחה במחירי הסחורות החקלאיות לאחרונה תומכת בהתמתנות העלייה במחירי המזון המשך השנה. במבט לשלבים המאוחרים של השנה אל תוך 2023, אנו מצפים להתמתנות בסביבת האינפלציה בין היתר על רקע ההאטה בצמיחה ובשוק העבודה, במקביל לירידה בקצב האינפלציה המיובאת.
- ◆ צפי להעלאת ריבית נוספת של 50 נ"ב בריבית בנק ישראל באוגוסט- קצב האינפלציה הגבוה לאורך המחצית השנייה של השנה יקשה על בנק ישראל למתן את מינון העלאות הריבית, ואנו מצפים להעלאה ל-2.75%-2.5% עד לסוף השנה.

## מעבר מהיר מהעלאת ריבית להורדת ריבית בארה"ב אמנם אינו חריג, אך אינו

### טריוויאלי על רקע האינפלציה הגבוהה

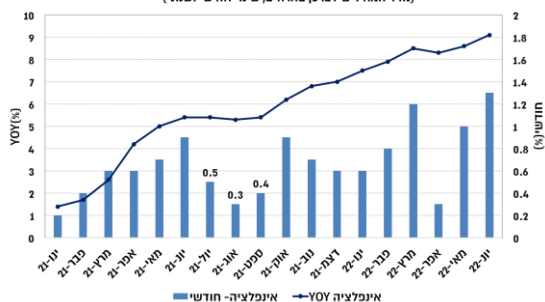
התנודתיות הגבוהה בשווקים הפיננסיים נמשכת וזאת על רקע אי הודאות סביב עוצמת התגובה המוניטארית הנדרשת להורדת סביבת האינפלציה ומידת הפגיעה הנגזרת בפעילות הריאלית. מדדי המניות המובילים בעולם רשמו ברובם ירידות בשבוע האחרון, כאשר העלייה החדה במדדים בארה"ב ביום ו', מיתנה את הירידה השבועית. בשוק איגרות החוב נרשמה עליית תשואות בטווחים הקצרים לפידיון, וזאת לאחר ההפתעה הנוספת שנרשמה בנתוני האינפלציה לחודש יוני, ואילו בטווחים הבינוניים-ארוך נרשמה ירידת תשואות כך שנרשמה התהפכות של עקום התשואות. כאשר מוסיפים להתהפכות העקום גם את רמות השפל באבטלה ואת האינפלציה הגבוהה, מתקבל תמהיל שמחזק את ההסתברות לגלישה למיתון במהלך 2023.

תנאי הפתיחה הנוכחיים יקשו על ה-FED להוביל להתמתנות באינפלציה ללא האטה משמעותית/מיתון (האינפלציה, שיעור האבטלה ותלילות העקום בארה"ב)

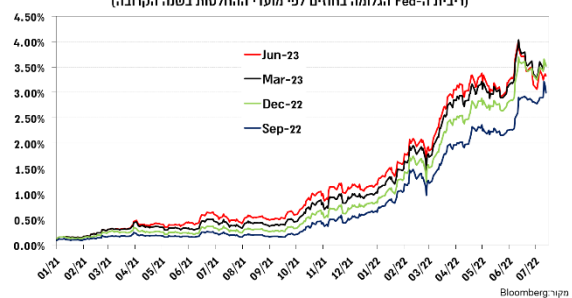


בחוזים על ריבית הפד נרשמה תנודתיות גבוהה בשבוע האחרון, והיא ממחישה את חוסר הודאות של השווקים בנוגע למדיניות ה-Fed. נתון האינפלציה ליוני חיזק בשלב ראשון את ההערכה למהלך העלאה נוסף של 75 נ"ב בסוף החודש, ולפרקים השוק התקרב לתמחר מהלך של 100 נ"ב, אך ההתבטאויות של חלק מחברי ה-Fed ציננו את ציפיות אלו, כך שהתמחר הנוכחי (כ-80 נ"ב) מייחס הסתברות גבוהה יותר לעלייה של 75 נ"ב בסוף החודש. אמנם הירידה במחירי הסחורות והירידה בציפיות לאינפלציה אינן דוחקות ב-Fed כיום להפתיע את השוק בהעלאה גבוהה מהצפוי, אך מנגד, להערכתנו, על רקע סביבת האינפלציה הגבוהה ה-Fed לא יוכל להפתיע את השווקים עם העלאה נמוכה מזו המגולמת בשוק. התרחיש הסביר יותר הוא שבהעדר עלייה חדה במחירי הסחורות, עם דגש על הנפט, בשבוע הקרוב, שתוביל לעלייה מחודשת בציפיות לאינפלציה ובריבית, ה-Fed יסתפק בהעלאה של 75 נ"ב. אחרת יאלץ להגביר את הקצב בהעלאה של 100 נ"ב. כמו כן, בחינת אפקט הבסיס של האינפלציה ברבעון השלישי ב-2021, מעלה כי סביבת המדדים הייתה נמוכה יחסית, סביב 0.4% במוצע, כך שהרף להתמתנות בקצב האינפלציה ברבעון השלישי גבוה למדי, ויקשה על ה-Fed למתן את מינון העלאות הריבית בתקופה זו. לפיכך הפחתת המינון תהיה לכל המוקדם ברבעון האחרון של השנה, וזאת בהנחה שלא תתחדש העלייה במחירי האנרגיה.

השפעת הבסיס ברבעון השלישי צפויה לשמור על קצב שנתי גבוה גם בחודשים הקרובים (מדר המחירים לצרכן בארה"ב, שינוי חודשי ושנתי)

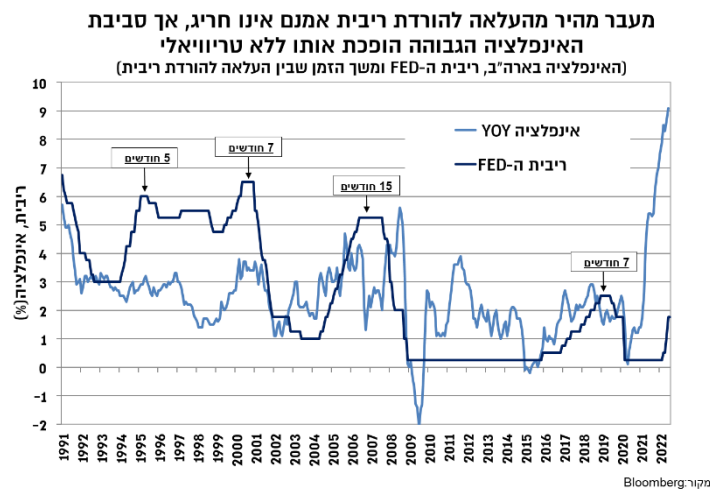


השוק מצפה למיצוי מחזור העלאות הריבית סביב 3.5%, וסיבוב פרטה מהיר להפחתת ריבית באמצע 2023 (ריבית ה-Fed הגלומה בחוזים לפי מעדי ההחלטות בשנה הקרובה)

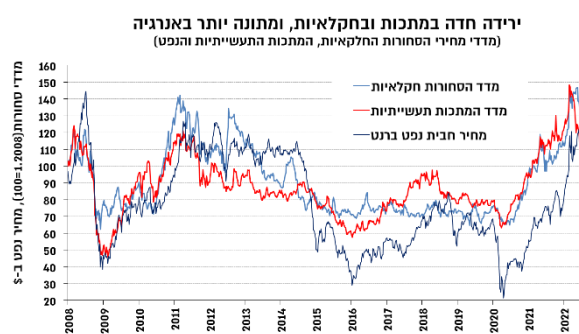
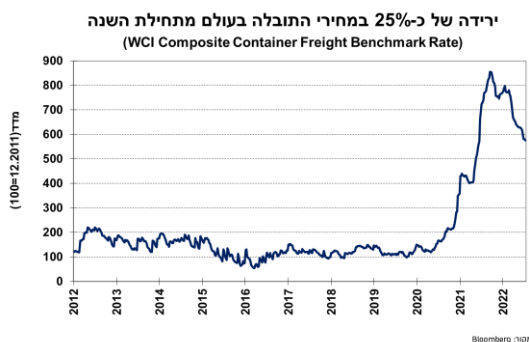


מעבר להחלטה הקרובה, השוק מתמחר העלאת ריבית מצטברת לסביבה של 3.5%, עד לסוף השנה, יציבות ברמה זו ברבעון הראשון של 2023 ומעבר להפחתת ריבית באמצע 2023. מעבר מהיר מהעלאת ריבית להורדת ריבית אמנם אינו חריג בארה"ב (ב-3 מתוך 4 מחזורי העלאת הריבית האחרונים נע סביב 5-7 חודשים), אך אף אחד ממחזורים אלו לא התאפיין בנקודת מוצא של אינפלציה גבוהה כמו הנוכחית. המשמעות לכך היא שהתמחר של מעבר מהיר שכזה אינו טריוויאלי,

ויחייב תרחיש שבו עוצמת הפגיעה בפעילות הריאלית ובשווקים הפיננסים תשכנע את ה-Fed כי צפויה ירידה חדה בסביבת האינפלציה, גם אם האינפלציה בפועל (במבט ל-12 החודשים הקודמים) נותרה גבוהה יחסית.

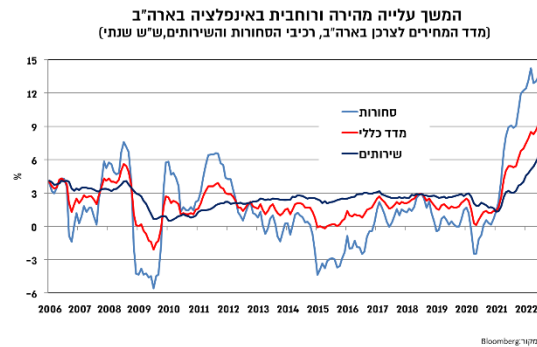
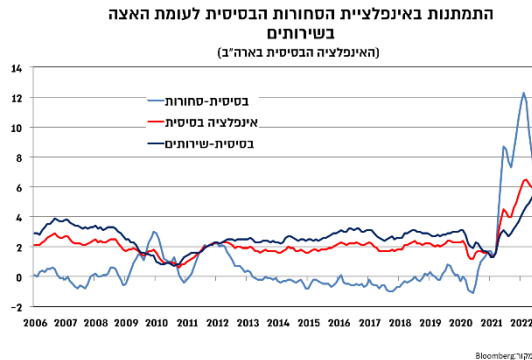


העלייה החדה באינפלציה בארה"ב ביוני, בשיעור גבוה מהצפוי של 1.3% תוך עלייה נוספת בקצב השנתי ל-9.1%, לא גררה תגובה בעוצמה זהה לזו שנרשמה בעקבות ההפתעה כלפי מעלה בחודש הקודם. זאת למרות שתמהיל האינפלציה היה חזק וכלל עלייה רוחבית. מספר גורמים תמכו בתגובה המתונה ובראשם המהיר שנרשם לאחרונה בשוקי הסחורות. את הירידה החדה במחירי הסחורות הובילו תחילה המתכות התעשייתיות, וזאת בין היתר על רקע הירידה בקצב הצמיחה בסין והחולשה בשוק הנדל"ן הסיני. לאחר מכן הצטרפו למגמת הירידה מחירי הסחורות החקלאיות ולאחרונה גם מחירי הנפט, ולכך נוספה גם ירידה מרמות שיא של מרווחי הזיקוק. השפעת הירידה במחירי המתכות והסחורות החקלאיות על האינפלציה היא איטית יותר, אך בהנחה ולא יחול בהם מפנה מחודש כלפי מעלה, הם יספקו תמיכה לירידה באינפלציה בשלבים המאוחרים של השנה אל תוך 2023. התמסורת של מחירי האנרגיה מהירה יותר, ומכיוון שהם נמצאים בלב העימות בין מדינות המערב לבין רוסיה, דרושה פגיעה חריפה יותר בצד הביקוש בכדי להוביל להמשך ירידה במחירי הנפט, כך שהסיכון בחודשים הקרובים נוטה להערכתנו כלפי מעלה. בנוסף, הצפי להמשך נירמול הצריכה הפרטית לצד התמתנת בקצב הצמיחה העולמי מובילים להתמתנות עוצמת השיבושים בשרשרת האספקה, והדבר ממשיך לקבל ביטוי במגמת הירידה במחירי התובלה, שאמנם עדיין גבוהים ביחס לרמות טרום משבר הקורונה, אך ירדו בכ-25% מתחילת השנה.

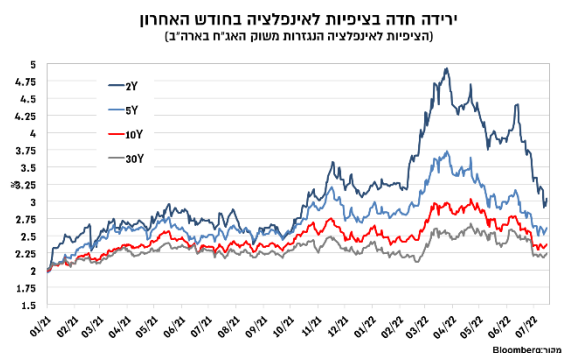
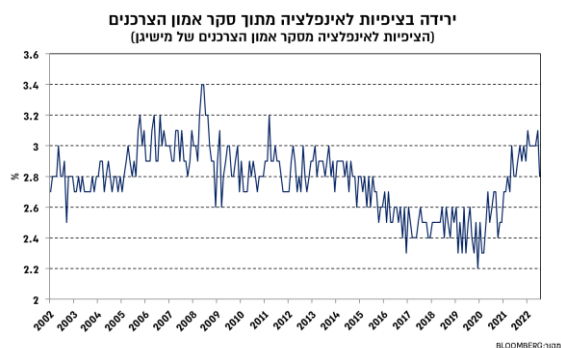


התפתחות זו חשובה שכן היא זו שמבחינה בין המשך העלייה באינפלציית הסחורות, שנעה סביב 13%, לבין ההתמתנות באינפלציית הליבה של הסחורות, שירדה ביוני ל-7.2% לעומת 8.5% במאי, ובוודאי ביחס לקצב השיא שנרשם בפברואר של סביב 12%. לכן, ככל שתימשך הירידה במחירי הסחורות, כך הממד הכללי יתכנס יותר לעבר האינפלציה הבסיסית. עם זאת, ללקוחות כשירים בלבד

שני הגרפים הבאים ממחישים גם את בעיית האינפלציה בארה"ב שטמונה באינפלציית השירותים (כללית וליבה), שנהה סביב רמות של 5.5%-6%. בכדי למתן את סיגמנט זה תידרש התמתנות משמעותית בשכר, וזאת בתרחיש של עלייה בשיעור האבטלה, כלומר בתרחיש של מיתון.



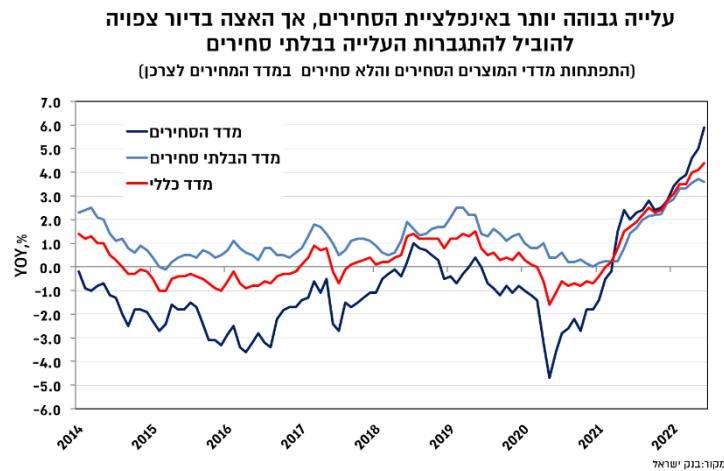
מעבר לירידה במחירי הסחורות נרשמה לאחרונה ירידה מהירה גם בציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק האג"ח. הציפיות לטווחים הבינוני והארוך ירדו בחודש האחרון לרמות של 2.25%-2.5%, כאשר הציפיות לשנתיים ירדו בכ-150 נ"ב מאז אמצע יוני לכ-3%. בנוסף, הציפיות לטווח בינוני-ארוך מתוך סקר אמון הצרכנים של משיגן, אותן ציין פאוול כאחד הגורמים שתמכו בהגברת מינון העלאת הריבית ביוני, התמתנו אף הם לאחרונה ל-2.8%, וזאת לעומת רמה של 3.3% שראה ה-Fed לנגד עיניו בהחלטת הריבית ביוני.



## בניגוד לעולם האינפלציה בישראל לא מספקת הפתעות כלפי מעלה, אך הקצב השנתי צפוי להמשיך ולטפס בחודשים הקרובים

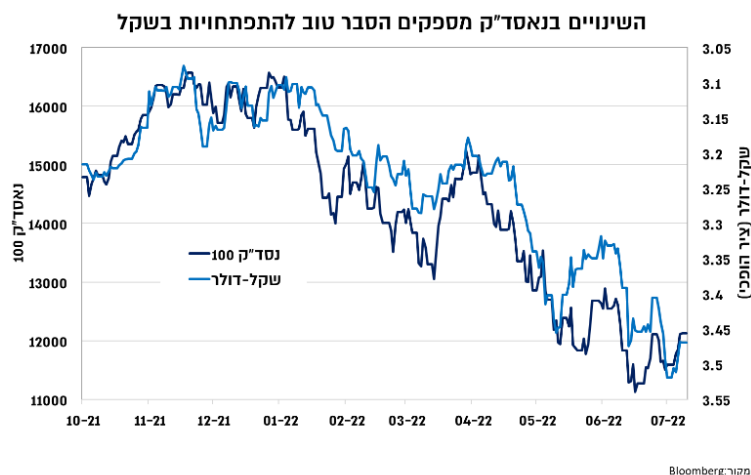
מדד יוני עלה ב-0.4%, בטווח התחתון של ההערכות של (0.4%-0.6%) והמשיך בכך את העלייה המתונה ביחס לציפיות שנרשמה בחודשים אחרונים. מדד יוני אשתקד עלה ב-0.1%, כך שהקצב השנתי עלה מ-4.1% במאי ל-4.4% ביוני. המדד ללא פירות וירקות ואנרגיה עלה בכ-0.5%, והשלים עלייה של כ-4.1% בשנה האחרונה, ואילו המדד בניכוי אנרגיה מזון פירות וירקות עלה אף הוא בכ-0.5% ובשנה האחרונה בכ-3.9%. בחינת התפתחות אינפלציית המוצרים הסחירים והבלתי סחירים (שזכתה לאיזכורים מצד בנק ישראל בהקשר של התרחבות האינפלציה) הצביעה על עלייה גבוהה בסחירים (0.8%-0.9%) תוך האצה בקצב השנתי לכ-6%, לעומת עלייה של 0.1% בבלתי סחירים והתמתנות קלה בקצב השנתי ל-3.6%, וזאת על רקע הירידה החדה בסעיף הפירות והירקות. בהנחה ואכן תימשך ההאצה בסעיף הדיור בחודשים הקרובים, כאשר ברקע

צפויה עלייה במחירי המזון והחשמל, העלייה בקצב האינפלציה של המוצרים בבלתי סחירים תתגבר בחודשים הקרובים, וזאת לעומת צפי להתמתנות הדרגתית של אינפלציית הסחירים בהמשך השנה.



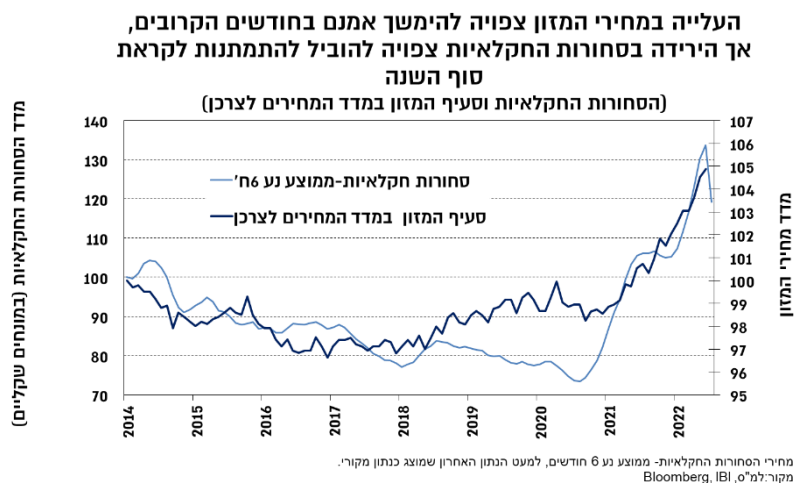
התרומה העיקרית לעליית המדד ביוני הגיעה מעליית מחירי הדלקים, הדיוור, המזון והרכב (כולל ביטוח והשכרה). מנגד נרשמה ירידה עונתית חדה בסעיף הפירות והירקות, וירידה עונתית צפויה מצד מחירי ההלבשה וההנעלה. סעיף הריהוט והציוד לבית ממשיך להתמתן ולשקף את נירמול תמהיל הצריכה הפרטית. לעומת זאת, נמשכת העלייה במחירי ההבראה והנופש בארץ ובחו"ל, אך היא אינה חורגת מהתוואי העונתי הרגיל, ונתמכת בחודשים האחרונים גם בהיחלשות בשער החליפין של השקל.

בהיבט זה, שער החליפין של השקל מול הדולר המשיך לנוע במתאם גבוה עם שוק המניות האמריקאי. נתוני החודשים אפריל-מאי הצביעו על התמתנות בהיקף הפעילות נטו של המשקיעים המוסדיים, וזאת לאחר רכישות משמעותיות במהלך הרבעון הראשון של השנה. כמו כן, שיעור החשיפה המט"חית מסך הנכסים עלה במאי ל-16%, לעומת 15.7% באפריל, אך הוא נמוך בקרוב ל-300 נ"ב מרמתו בתחילת 2021. עם זאת, הפיחות המהיר בחודש יוני מרמות של 3.30 ל-3.50 ש"ח לדולר לווה בירידות החדות שנרשמו במדדי המניות בארה"ב, כך שסביר שתקופה זו לוותה במכירות מט"ח משמעותיות. הצפי להמשך ריסון מוניטארי בארה"ב, ולהקשחת התנאים הפיננסיים עד לירידה בסביבת האינפלציה תומך בהמשך מגמת הפיחות בשקל-דולר.



מחירי האנרגיה ומידת המעורבות הממשלתית בקביעתם צפויים להוות גורם משמעותי במדדים הקרובים. ביולי צפויה תרומה גבוהה יחסית בשל עליית מחירי הבנזין. באוגוסט לעומת זאת, צפויה השפעה מנוגדת כאשר מחד צפויה תרומה גבוהה בשל העלייה הצפויה בתעריף החשמל (9.6%, אלא אם תירשם התערבות של הרגע האחרון מצד הממשלה למיתון העלייה, באופן שנעשה בתחילת השנה) לעומת צפי לירידה חדה במחירי הבנזין בכ-9% (התפתחות שמנמיכה את ההסתברות להפחתה נוספת בבלו מעבר לזו שנרשמה במאי) בעקבות הירידה שנרשמה לאחרונה במחירים בעולם בנפט ובמרווחי הזיקוק.

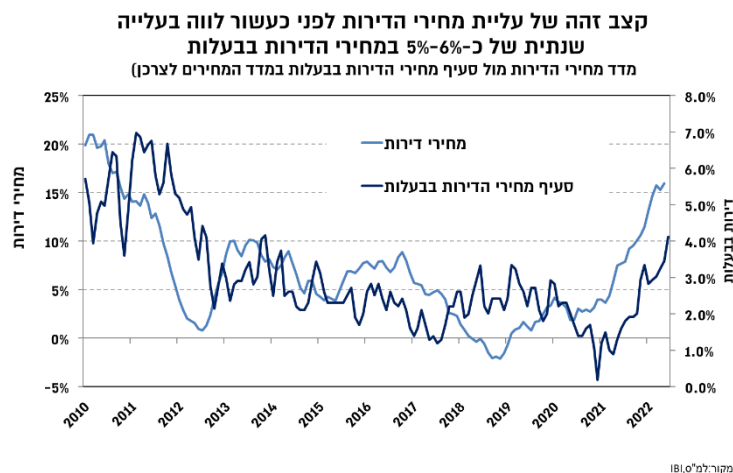
מחירי המזון עלו ביוני שיעור של 0.4%, והשלימו עלייה של 5.2% בשנה האחרונה. השפעת העלייה החדה שנרשמה במחירי הסחורות החקלאיות לאורך המחצית הראשונה של השנה בעקבות המלחמה בין רוסיה לאוקראינה ממשיכה להוביל עלייה במחירי המזון בארץ ובעולם, וסביר שהשפעה זו תימשך גם בחודשים הקרובים. לעומת זאת, בשבועות האחרונים צנחו מחירי הסחורות החקלאיות בשיעור חד של 25%-30%, כך שבמידה ורמות אלו יישמרו, וכמובן אם תימשך מגמת הירידה בהן, הלחצים להמשך העלאות מחירי המזון ייבלמו לקראת סוף השנה.



סעיף הדיור עלה ביוני בשיעור של 0.7%, כאשר סעיף מחירי הדירות בבעלות עלה בשיעור גבוה של 0.9% ואילו סעיף שכר הדירה עלה בשיעור של 0.4%. העלייה בסעיף הדירות בבעלות משקפת עליית מדרגה נוספת בקצב השנתי מכ-3.5%-3% שאפיינה את סעיף זה בחצי השנה האחרונה ל-4.1% ביוני. סעיף שכר הדירה ממשיך אמנם לעלות בשיעור מתון יותר, 1.9% בשנה האחרונה, אך מגמת העלייה שנרשמה בו בחודשים האחרונים משקפת להערכתנו התרחבות של העלייה במחירי השכירות, אך עדיין בעוצמה גבוהה יותר באיזורי הביקוש.

העניין שמרכז שוק הדיור הוביל את הלמ"ס לספק מידע מפורט יותר בנוגע להרכב עליית מחירי השכירות. כך, שיעור החוזים המתחדשים ביוני עמד על כ-10%, וממנו עלה כי ל-7.5% מהשוכרים שחידשו חוזה עלה שכר הדירה ב-3%, ואילו ל-2.5% הנותרים שבהם הייתה תחלופת שוכרים, על השכר הדירה בכ-6.5%. במבט לחודשים הקרובים, אנו מצפים לעליית מדרגה נוספת בסעיף הדיור במהלך חודשי הקיץ שבהם מרוכזים עיקר חידושי החוזים. כפי שציינו בסקירה הקודמת, לפני כעשור נרשמה עלייה בשיעורים זהים במחירי הדירות והיא לוותה בקצב עלייה שנתי של כ-7%-5% במחירי השכירות (חוזים מתחדשים). תמונת הביקוש-היצע הייתה במקום אחר לפני עשור, כלומר התאפיינה בצד היצע חלש יותר ואילו כיום העלייה בסביבת הריביות מתחילה למתן את הביקוש. לפיכך, אנו מצפים לעלייה בקצב שנתי מעט מתון יותר שנע בסביבה של 6%-

5% עד לסוף השנה, אך שיפור הדרגתי בגמר הבנייה לצד צפי להאטה במשק ולהיחלשות של שוק העבודה צפויים להוביל לקצבי עלייה מתונים יותר במחירי השכירות במהלך 2023.

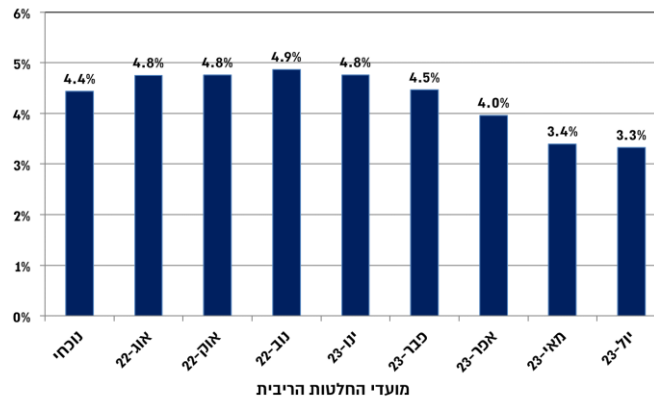


במבט לשנה הקרובה, אנו מצפים לעלייה של 2.9% באינפלציה, וזאת על רקע אינפלציה גבוהה ביחס לעונתיות בחודשים הקרובים, בהשפעת העלייה במחירי הדיור, המזון והיחלשות השקל. לעומת זאת, בשלבים המאוחרים של השנה אל תוך 2023, אנו מצפים להתמתנות בסביבת האינפלציה בין היתר על רקע ההאטה בצמיחה ובשוק העבודה, במקביל לירידה בקצב האינפלציה המיובאת.

## צפי להעלאת ריבית נוספת של 50 נ"ב בריבית בנק ישראל באוגוסט

העלייה במדד יוני אמנם המשיכה את הקו שנרשם במדדים הקודמים שנעו סביב ההערכות המוקדמות ומטה, אך המסר שעל מהחלטות הריבית האחרונות היה ברור וכיוון לחוסר נוחות עם סביבת האינפלציה הגבוהה מהיעד ועם הריבית הריאלית השלילית. החלטת הריבית הבאה בסוף אוגוסט היא לאחר פרסום מדד יולי, שצפוי לעלות להערכתנו בכ-0.7%. בהנחה ואכן העלייה תנוע סביב רמה זו קצב האינפלציה השנתי יטפס לכ-4.8%, כאשר תחזית האינפלציה שלנו גוזרת קצבים זהים גם לאורך המחצית השנייה כולה. לפיכך, המינון הנוכחי של העלאות הריבית, 50 נ"ב, צפוי להימשך גם בהחלטות הבאות, ובמידה ותירשם הפתעה משמעותית באינפלציה כלפי מעלה או שתחול עלייה מחודשת בציפיות לאינפלציה לא ניתן לשלול גם עלייה במינון ל-75 נ"ב. בהתאם לזאת, אנו מעריכים כי הריבית בסוף השנה תגיע ל-2.5%-2.75%. מעבר לכך, משך מחזור העלאות הריבית יכתב על ידי מחזור העלאות הריבית בארה"ב, שכן הוא ילמד על אופן ההתמודדות עם האינפלציה העולמית ועל מידת היחלשות של הכלכלה הגלובלית.

**קצב אינפלציה גבוה לאורך המחצית השנייה של השנה יקשה על  
בנק ישראל למתן את מינון העלאות הריבית  
(האינפלציה צפויה במועד החלטות הריבית הבאות לפי תחזית IBI)**



## גילוי

לכותבי המאמר ולחברת שרותי בורסה והשקעות בישראל- אי.בי.אי בע"מ ("שירותי בורסה") אין רישיון שיווק השקעות והם אינם מבוטחים בביטוח הנדרש מבעלי רישיון בהתאם לחוק הסדרת העיסוק ביעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה-1995. בעת פרסום המאמר שירותי בורסה וכותבי המאמר הינם בעלי עניין אישי בנושאי הנובע מאחזקותיהם בניירות הערך הנזכרים בסקירה או מקיומם של קשרים עסקיים עם החברות המוזכרות. יובהר, כי אין באמור בסקירה כדי להוות תחליף לשיווק השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.

מסמך זה הינו עבודת מחקר שהוכנה על ידי מחלקת המחקר של שרותי בורסה והשקעות בישראל – אי.בי.אי. – בע"מ ("החברה") והוא מובא כשרות מקצועי ללקוחות המסווגים ככשירים בלבד כהגדרתם בחוק הסדרת העיסוק ביעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה-1995. המסמך מבוסס על מידע שדווח לציבור על ידי החברות הנסקרות בו וכן על הערכות ואומדנים, שמטבע הדברים אפשר ויתבררו כחסרים, או בלתי מדויקים או בלתי מעודכנים. מסמך זה הינו חומר תומך החלטה בלבד ואין לראות במידע במסמך זה כעובדתי או כמידע שלם וממצה של כל ההיבטים הכרוכים בניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים הנזכרים בו ולכן אין לקבל על סמך מסמך זה בלבד החלטות השקעה כלשהן.

מסמך זה הינו למטרות אינפורמטיביות בלבד, ואין במסמך זה ובכל הכלול בו משום ייעוץ או הצעה או שידול או הזמנה לרכוש (או למכור) את ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים הנזכרים בו, ואין בו משום תחליף לייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם או לקוח.

קבוצת אי.בי.אי., עובדיה וחברי הדירקטוריון בתאגידי הקבוצה לא יהיו אחראים לכל נזק, ישיר או עקיף, שיגרם, אם יגרם, לצד כלשהו, כתוצאה מהסתמכות על מסמך זה. תאגידי הנמנים על קבוצת אי.בי.אי. ו/או בעלי השליטה בה עשויים להחזיק ולסחור עבור עצמם ו/או עבור לקוחות הקבוצה בניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים המסוקרים במסמך זה, כולם או חלקם, והם עשויים לפעול הן במגמת קנייה והן במגמת מכירה בכל אחד מניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים האמורים.

קבוצת אי.בי.אי. מעניקה מגוון שירותים בתחום ההשקעות, לרבות ייעוץ ו/או הפצה ו/או חיתום הנפקות וכן עשיית שוק, ועל כן עשויה להעניק שירותים אלה או אחרים לחברות הנסקרות או לקבוצת החברות הנסקרות, וכן עשויה לקבל תגמול מהותי בגין שירותים כאמור.

ללקוחות כשירים בלבד



מסמך זה הינו רכושה של החברה ואין להעתיק, לשכפל, לצטט, להפיץ או לפרסם בכל אופן מסמך זה או חלקים ממנו ללא רשות מפורשת, מראש ובכתב, של החברה. ככל שהתכנים במסמך זה מיועדים להפצה בכלי התקשורת, באופן מלא או חלקי, יודגש כי על כלי התקשורת המפרסם לציין בפני קוראיו כי "בעת פרסום המסמך, כותב המסמך אינו בעל עניין אישי בנושאי, כמו כן, אין במסמך זה כדי להוות תחליף לשיווק השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם".