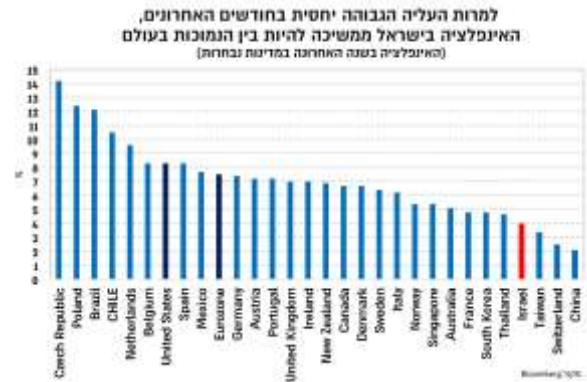
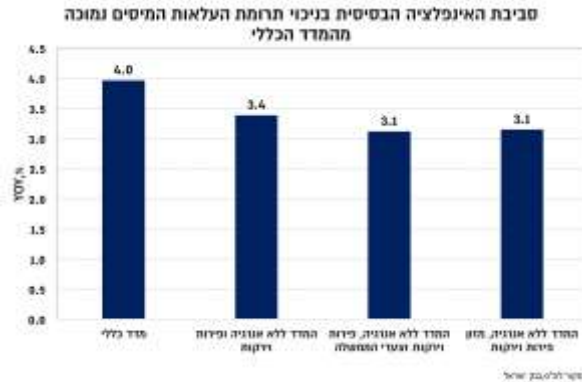


## העלייה באינפלציה ממשיכה לתמוך בהעלאה הדרגתית של הריבית

### רפי גוזלן, כלכלן ראשי, IBI בית השקעות - סקירת מאקרו

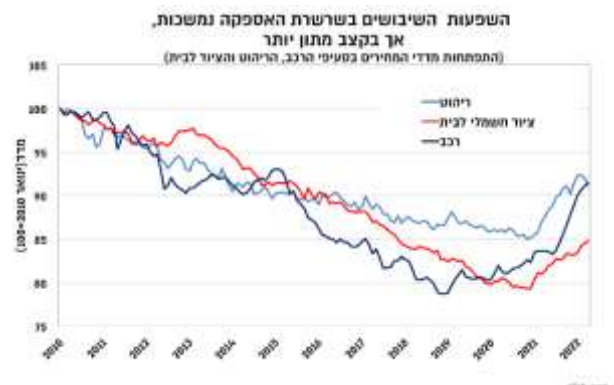
- ◆ מדד אפריל עלה בשיעור של 0.8% בהתאם להערכות המוקדמות. המדד שיקף בעיקר השפעות עונתיות ואת עליית מחירי הסחורות. האינפלציה בשנה האחרונה טיפסה ל-4%, אך מוסיפה להיות בין הנמוכות בעולם במקביל לכך שהאינפלציה הבסיסית ממשיכה להתאפיין בקצבים מתונים יותר.
- ◆ העלייה בסעיף הדיור נמשכה בקצב שמאפיין את החודשים האחרונים, של כ-3%, ומדד שכר הדירה אינו משקף האצה רחבת במחירי השכירות. לעומת זאת, ההאצה במחירי הדירות נמשכת, והיא מחדדת את הצורך בנקיטת צעדים משמעותיים יותר לצינון הביקושים. השפעות השיבושים בשרשרת האספקה עדיין ניכרות במדד, אך באופן פוחת וחזרה לדפוס צריכה נורמלי יותר עם התגברות התיירות היוצאת צפויה למתן את תרומת גורם זה למדד הכללי.
- ◆ האינפלציה בשנה הקרובה צפויה להסתכם בכ-2.5%. התרומה העיקרית לאינפלציה צפויה להגיע משילוב של המשך עלייה במחירי האנרגיה והמזון ובענפי השירותים, בעוד מחירי המוצרים התעשייתיים צפויים להתמתן בעקבות נירמול הדרגתי של הצריכה הפרטית ויישום הדרגתי של רפורמת היבוא. כמו כן, לא מן הנמנע כי על רקע חוסר היציבות הפוליטית, חלק מהעודף התקציבי יופנה לבלימת עליות המחירים.
- ◆ עליית המדד באפריל בהתאם לצפי, לאחר הפתעה כלפי מטה במרץ, כאשר האינפלציה גבוהה אמנם מהיעד אך נמוכה ביחס לעולם, תומכת בהמשך העלאת ריבית הדרגתית, והיא צפויה לעלות בשבוע הבא ב-25 נ"ב. תוואי הריבית המתומחר בשוק המקומי מוסיף להיות אגרסיבי מדי לדעתנו, וכך גם פרמיית הסיכון הגלומה באיגרות החוב בארוכות.
- ◆ הצפי להמשך לחץ מצד הפד להקשחת התנאים הפיננסיים, על רקע עלויות גידור גבוהות, תומכים בהמשך מגמת הפיחות של השקל מול הדולר.

מדד המחירים לצרכן עלה באפריל בשיעור של 0.8%, בהתאם להערכת הקונצנזוס, ובשנה האחרונה עלה ב-4%. קצב האינפלציה בשנה האחרונה הוא אמנם הגבוה ביותר מאז 2011, אך האינפלציה בישראל מוסיפה להיות מבין הנמוכות בעולם. כך מדדי האינפלציה הבסיסית, בניכוי אנרגיה פירות וירקות ומזון עלו באפריל בשיעור של 0.6%-0.7% נמוך מאשר המדד הכללי, וגם בשנה האחרונה העלייה בהם מתונה יותר ונעה סביב 3.1%-3.4%.



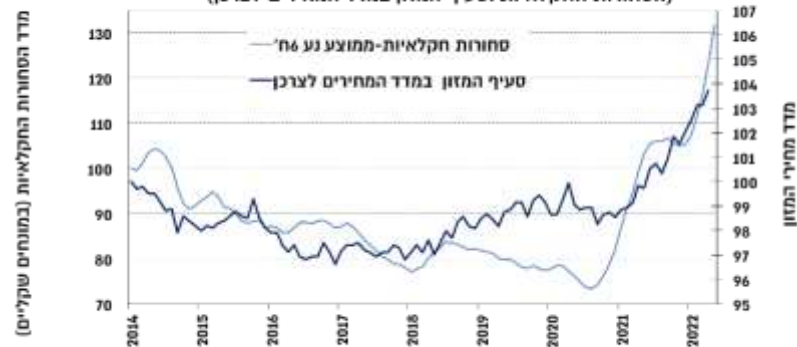
עליית המדד באפריל לא כללה הפתעות מיוחדות ושיקפה בעיקר גורמים עונתיים במקביל להשפעה המתמשכת של עליית מחירי הסחורות בעולם. התרומה הבולטת לעליית המדד באפריל הגיעה מעלייה חדה במחירי הבראה ונופש בארץ ובחו"ל (עם תרומה של למעלה מ-0.3% למדד הכללי). העלייה החדה במחירי הנופשים הושפעה מעיתוי חג הפסח ומגמת העלייה המהירה בתיירות היוצאת עם הסרת מגבלות הקורונה. מעבר לעלייה במחירי הנופשים בחו"ל נרשמה עלייה מחודשת במחירי הנופש המקומי. לאחר עליות חריגות במהלך 2021 נבלמה העלייה במחירי הנופשים המקומיים, בין השליש האחרון של 2021 ועד לפברואר השנה, ואילו בחודשיים האחרונים נרשמה עלייה מעבר לתוואי העונתי, כך שבהשוואה לאפריל אשתקד נרשמה עלייה של כ-18%. להערכתנו, ככל שתימשך מגמת העלייה בתיירות היוצאת, סביר לצפות להתמתנות מחודשת בקצב עליית מחירי הנופש המקומיים.

כמו כן, להתגברות התיירות היוצאת יש השפעות עקיפות ממתנות בכל הנוגע לצריכה המקומית. כך, אמנם גם באפריל הורגשה השפעתם של השיבושים בשרשרת האספקה, אך בשיעור פוחת. מחירי המכוניות המשיכו במגמת העלייה, אך בשיעור מתון יחסית של 0.4% (9.4% בשנה האחרונה), ואילו העלייה במחירי הריהוט והציוד לבית התמתנה בחודשים האחרונים ובאפריל אף נרשמה ירידה קלה של 0.2% וזאת לאחר עליה רצופה ב-5 הרבעונים האחרונים. בנוסף, נרשמה עלייה עונתית מתונה יחסית בסעיף ההלבשה וההנעלה (תרומה של כ-0.08% למדד הכללי), סעיף שממשיך לעלות בשיעור מתון יחסית בין היתר בהשפעת הייסוף בשקל-יורו, היציאה המתגברת לחו"ל והתחרות המאפיינת את הענף.



מעבר לגורמים העונתיים נמשכה באפריל העלייה במחירי האנרגיה והמזון, עם תרומה מצטברת של כ-0.18% למדד הכללי. סעיף המזון עלה בשיעור של 0.6% באפריל והשלים עלייה של 4.7% בשנה האחרונה. העלייה החדה במחירי הסחורות החקלאיות בעקבות המלחמה באוקראינה תמשיך להפעיל לחץ לעלייה במחירי המזון בחודשים הקרובים. לעומת זאת, במבט לטווח הבינוני שילוב של השפעת רפורמת היבוא והעלייה הצפויה ברמת התחרות בענף צפויים למתן את העלייה במחירי המזון.

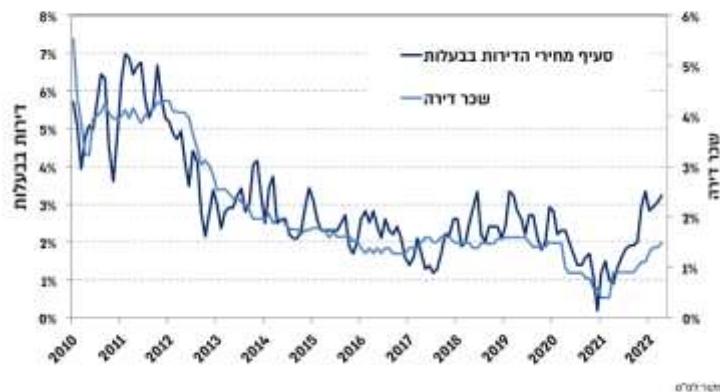
העלייה במחירי המזון צפויה להימשך בחודשים הקרובים על רקע מגמת העלייה במחירי הסחורות החקלאיות (הסחורות החקלאיות וסעיף המזון במדד המחירים לצרכן)



מקור: בלומברג, IBI

סעיף הדיור נותר באפריל ללא שינוי, כתוצאה מיציבות בסעיף מחירי הדירות בבעלות, שמשקפת עלייה קלה בקצב השנתי ל-3.2%. סעיף שכר הדירה עלה ב-0.2%, ובשנה האחרונה ב-1.5%, התפתחות שממשיכה לשקף עלייה ממוקדת באיזורי הביקוש ולא עלייה רוחבית משמעותית במחיר השכירות. העלייה בסעיף מחירי הדירות בבעלות בשנה האחרונה עקבית עם המשך השיפור בשוק העבודה, אך עלייה ממושכת מעבר לקצבים אלו צריכה להיתמך בהאצה נוספת בקצב עליית השכר, ואילו עד כה מגמת עליית השכר עקבית עם זו שנרשמה טרום המשבר. לפיכך, אנו מעריכים כי קצב העלייה בסעיף זה ינוע בשנה הקרובה סביב 3.5%.

קצב העלייה של סעיף שכר הדירה חזר לתקופת טרום המשבר, ואינו משקף עד כה האצה רוחבית במחירי השכירות (מדד שכר הדירה ומדד מחירי הדירות בבעלות, שיעור שינוי שנתי)



מקור: בלומברג

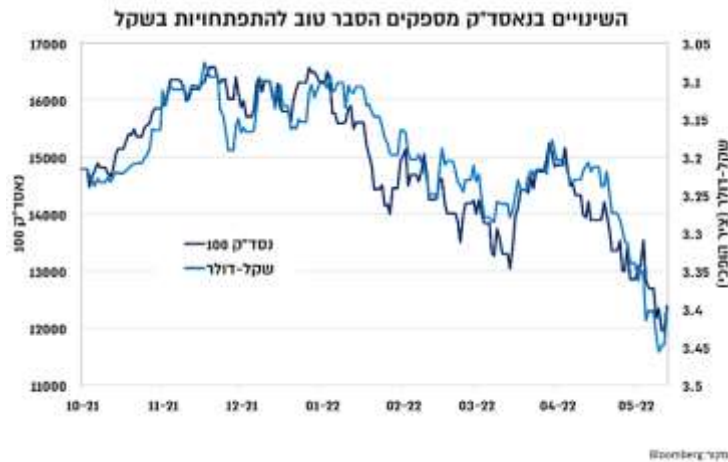
### העודף התקציבי עשוי להיות מנותב בחלקו למיתון עליות המחירים

נתוני התקציב לחודש אפריל הצביעו על חודש נוסף של עודף תקציבי שמגיע מתחילת השנה לכ-32 מיליארד ש. העודף התקציבי ממשיך לשקף גידול חד מהצפוי בהכנסות ממיסים לצד תת ביצוע בצד ההוצאות ביחס לתוואי הצפוי. הגירעון בשנה האחרונה ירד לרמה נמוכה של 0.6% תוצר, ותחת הנחה שירשם תת ביצוע קל בצד ההוצאות, במקביל התמתנות בקצב העלייה בהכנסות ממיסים כתוצאה מהצפי לירידה בפעילות בשוק הנדל"ן ומהיחלשות ההכנסות מחברות הטכנולוגיה, הגירעון צפוי לנוע סביב 1% תוצר. רמת גירעון זו, על רקע השבריריות של הקואליציה בנוכחית, עשויה להובילה לצעדים נוספים להורדת הנטל על הצרכנים כדוגמת הפחתת הבלו או מיסים נוספים, כך שסביר יותר שהגירעון ינוע השנה סביב 1.5%-2% תוצר.

### המגמה השלילית בשווקים תמשיך לפעול להיחלשות של השקל מול הדולר

ללקוחות כשירים בלבד

היחלשות השקל צברה תאוצה במהלך החודש האחרון, עם פיחות לרמות של מעל ל-3.40 מול הדולר. החולשה בשקל משקפת במידה מסויימת הרעה בגורמים הבסיסיים, ובעיקר הרעה בתנאי הסחר וחולשה בסקטור הטכנולוגיה, אך בעיקר משקפת את המתאם הגבוה למדד המניות האמריקאי בשל החשיפה הגבוהה של הגופים המוסדיים, בניטרול החשיפה המט"חית.



כך, נתוני הפעילות בשוק המט"ח של המשקיעים המוסדיים שיקפו עד לפברואר רכישות מט"ח נטו בהיקף גבוה (דצמבר 2021-פברואר 2022, כ-8 מיליארד דולר), אך ללא שינוי משמעותי בחשיפת המט"חית. לעומת זאת במרץ, נרשמה רכישת מט"ח נטו בשיעור של כ-4 מיליארד דולר, והיא לוותה בעלייה בחשיפה המט"חית מכ-16.3% ל-16.9%. בהתחשב בהמשך המגמה השלילית בשווקים, סביר כי גם החודשים אפריל-מאי התאפיינו ברכישת מט"ח נטו בהיקפים גבוהים, כאשר העלייה המהירה בעלות הגידור בשבועות האחרונים, לכ-2.25%-2.5% אחוז לשנה, תומכת אף היא בהקטנת שיעור הגידור המט"חית. לפיכך, הצפי להמשך לחץ מצד הפד להקשחת התנאים הפיננסיים, על רקע עלויות גידור גבוהות, תומכים בהמשך מגמת הפיחות של השקל מול הדולר.



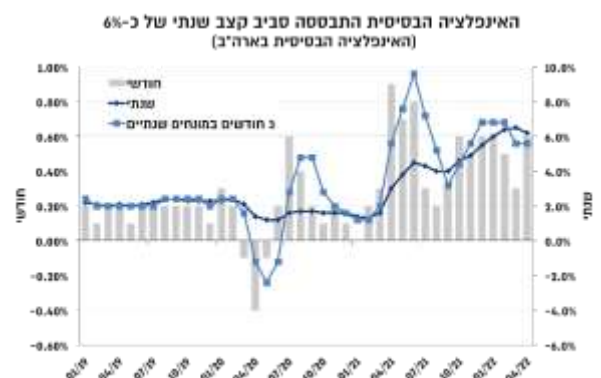
## צפי לעלייה של 2.5% באינפלציה בשנה הקרובה

האינפלציה בשנה הקרובה צפויה להסתכם להערכתנו בשיעור של כ-2.5%. התרומה העיקרית לאינפלציה צפויה להגיע משילוב של המשך עלייה במחירי האנרגיה והמזון ובענפי השירותים, בעוד מחירי המוצרים התעשייתיים צפויים להתמתן בעקבות נירמול הדרגתי של הצריכה הפרטית (ולאחרונה גם ירידה מסויימת במחירי התובלה), ויישום הדרגתי של רפורמת היבוא. העלייה במחירי הסחורות תתמוך אמנם באינפלציה בחודשים הקרובים, אך צפויה להוות גורם ממתן לפעילות בהמשך השנה בשל הפגיעה בהכנסה הפנויה. במידה והעלייה במחירי הסחורות לא תיבלם, תידרש מדיניות מרסנת יותר

בכדי להוביל לירידה בסביבת האינפלציה. ההתפתחויות עד כה בשוק העבודה ממשיכות לשקף עליית שכר בהתאם למגמה שנצפתה טרום המשבר ולא התאפיינה בלחצים אינפלציוניים משמעותיים. הפיחות בשער החליפין של השקל הוא בעיקר מול הדולר, בשיעור של כ-5% בשנה האחרונה, ואילו במונחי סל השקל יוסף בשיעור זהה בשנה האחרונה, כך שתרומת שער החליפין להתמנות האינפלציה אמנם מתונה יותר אך עדיין חיובית, אך צפי להמשך מגמת הפיחות יוביל להשפעה ניטרלית יותר של שער החליפין על האינפלציה.

**העלייה במחירי הסחורות מעכבת את הירידה באינפלציה ומעלה את הסיכון לריסון מוניטארי אגרסיבי יותר בארה"ב**  
מחירי הסחורות שיקפו לאחרונה את הצפי להאטה בפעילות לצד החשש לשיבושים בצד ההיצע. כך, מחירי המתכות התעשייתיות רשמו ירידה מהירה בשבועות האחרונים, וזאת מתוך ציפיה להאטה בצמיחה עולמית ובפרט החולשה בפעילות בסין. לעומת זאת, מחירי האנרגיה והסחורות החקלאיות ממשיכים לנוע ברמות גבוהות מאוד וזאת בהשפעת גורם הסיכון הגיאוגרפי-פוליטי ובפרט חשש לאמברגו מצד האירופאיים על רוסיה ו/או הפסקת אספקה מהצד הרוסי (שכבר באה לידי ביטוי בפולין ופינלנד והקטנת הזרמת הגז לגרמניה), כאשר מבחינת החיטה הנמכת תחזית התפוקה של ה-USDA ומגבלות יצוא מצד הודו סיפקו רוח גבית לעליית מחירים. התפתחויות אלו ממחישות את הקושי בהורדת האינפלציה ביחס למחזורים קודמים, שכן לרוב עדכון כלפי מטה של תחזית הצמיחה היה מוביל לפחות גם לירידה במחירי האנרגיה.

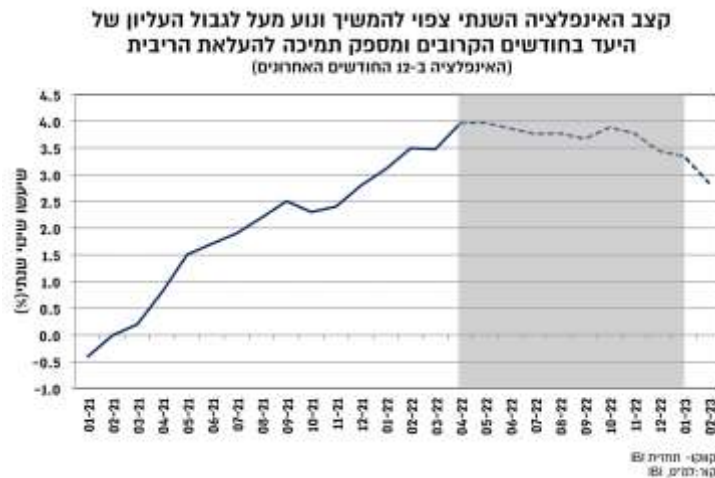
לפיכך, כל עוד מחירי הסחורות נותרים ברמה גבוהה, הלחץ לירידה מצד יתר רכיבי האינפלציה יאלץ להיות גבוה יותר, כלומר יידרש ריסון מוניטארי אגרסיבי יותר כולל לחץ מוגבר על הנכסים הפיננסים. הערכה זו רלוונטית בעיקר לארה"ב. שכן, בניגוד לאירופה שבה אמנם האינפלציה הבסיסית אינה נמוכה מאוד, אך המדד הכללי מוטה כלפי מעלה בעיקר בהשפעת מחירי האנרגיה, ולסין שבה האינפלציה הבסיסית נעה סביב 1% בלבד, הרי שבארה"ב האינפלציה הבסיסית ממשיכה לנוע בקצב שנתי של כ-6%. האינפלציה בארה"ב, אמנם מתאפיינת בחודשים האחרונים בהאטה בקצב עליית מחירי הסחורות (מוצרים תעשייתיים) מגמה שצפויה להימשך, אך אינפלציית השירותים נמצאת במגמת עלייה, ובכדי למתן אותה יידרש צינון משמעותי של שוק העבודה, מה שמעלה את ההסתברות למיתון במהלך השנה הקרובה.



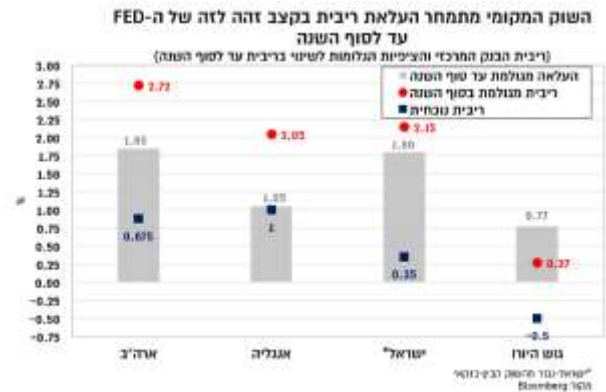
## צפי להעלאת ריבית של 25 נ"ב בהחלטה הקרובה של בנק ישראל

עליית המדד באפריל בהתאם לצפי, לאחר הפתעה כלפי מטה במרץ, כאשר האינפלציה גבוהה אמנם מהיעד אך נמוכה ביחס לעולם, לא מעמידה דילמות מיוחדות עבור בנק ישראל, והוא צפוי להעלות את הריבית ב-25 נ"ב. נתוני התעסוקה האחרונים ששיקפו המשך עלייה בשכר בהתאם למגמת טרום המשבר, ממשיכים לתמוך בהעלאה הדרגתית בלבד של הריבית. במבט קדימה, סביר לצפות להמשך העלאת הריבית לפחות לרמה של 1%-1.25%, עד לרבעון האחרון של השנה וזאת במקביל להעלאת הריבית בארה"ב. עם זאת, ככל שה-Fed יאיץ את תהליך הצמצום המוניטארי (ריבית ומצמצום

המאזן) כך יגבר הסיכוי לירידה מהירה יותר באינפלציה המיובאת לישראל המהווה גורם מרכזי בעליית המדרגה בסביבת האינפלציה המקומית, תרחיש שיוביל להתמתנות בקצב העלאות הריבית בישראל.

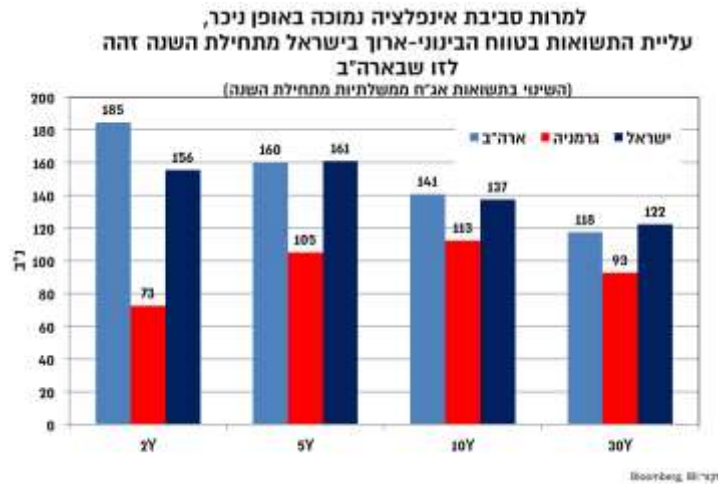


שוק המק"מ המקומי הושפע לאחרונה מחד מהירידה בנזילות הדולרית שהובילה לעלייה במרווח ה-basis בשקל-דולר, כך שמרבית חלקי עקום המק"מ נסחרים מתחת ל-0.6%, הרמה אליה צפויה לעלות ריבית בנק ישראל להערכתנו בשבוע הבא. לעומת זאת, בשוק הבין בנקאי נרשמה מגמה הפוכה, כלומר עליה חדה בציפיות להעלאת הריבית, והתמחור הוא לעלייה לרמה של כ-2.15%, ונגזר ממנה למעשה קצב העלאה זהה לזה שצפוי בארה"ב. כמו כן, הריבית לשנה בעוד שנה המשכה בשבוע האחרון את מגמת העלייה, והגיע לכ-2.8%, וזאת למרות ירידה בתשואה המקבילה בארה"ב ובגוש היורו. לפיכך, בעוד תמחור הריבית בשוק המק"מ מוטטה כלפי מטה, התמחור בשוק הבין-בנקאי משקף, להערכתנו, תוואי ריבית אגרסיבי מדי.



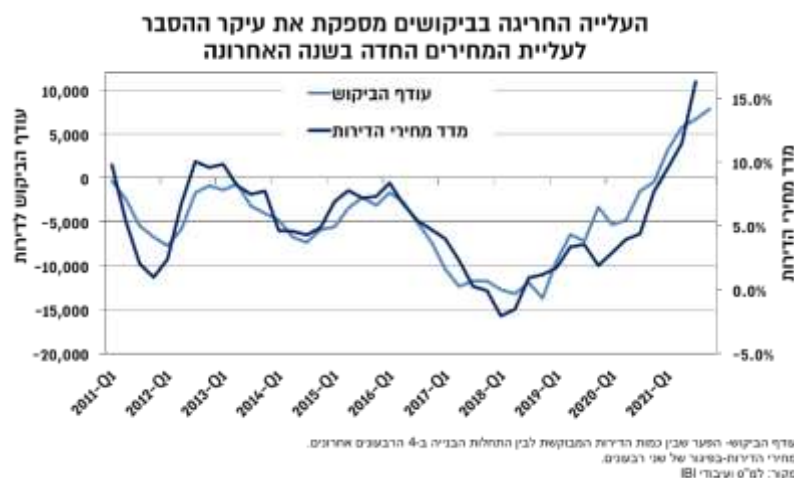
בנוסף, במהלך השבוע האחרון השוק המקומי התאפיין בעליית תשואות וזאת בניגוד למגמה העולמית, וכפי שעולה מהגרף הבא, עוצמת עליית התשואות בשוק המקומי מתחילת השנה זהה בטווחים הבינוני והארוך לזו שנרשמה בארה"ב, למרות פערי האינפלציה הגבוהים בין ישראל לארה"ב וגישה ניצית באופן ניכר בארה"ב ביחס לזו שבארה"ב. התפתחות זו מציבה את השוק המקומי עם פוטנציאל גבוה יותר לרווחי הון, שכן ככל שה-Fed יאיץ את הצמצום המוניטארי ויוביל להקשחת התנאים הפיננסיים בעולם, הוא יגביל את פוטנציאל העלאת הריבית המקומית, וזאת לעומת תוואי אגרסיבי למדיי המגולם בתמחור הנוכחי.





## נמשכת העלייה החדה במחירי הדירות

לעומת העלייה השנתית המתונה במחירי השכירות, העלייה במחירי הדירות לא עוצרת, ולפי אומדן ראשון לחודשים פברואר-מרץ, נרשמה עלייה חדה של 1.9%. כמו כן, ב-5 המדדים האחרונים נרשמה עלייה של 9.3% ובשנה האחרונה עלייה חדה של למעלה מ-16%. לאחרונה החלו להסתמן נתונים המעידים על ירידה מסויימת ברמת הפעילות בענף (במכירת דירות ובלקיחת משכנתאות), אך בשלב זה מדובר בנתונים בודדים. אמנם סביר שקובעי המדיניות יתקשו להישאר אדישים לעלייה המואצת במחירי הדירות, אך חוסר היציבות הפוליטי עלול להקשות על נקיטת צעדים משמעותיים מצד הממשלה (שגם קודם לכן לא גילתה נחישות רבה לבלימת עליית המחירים), כך שעיקר הנטל יופנה לבנק ישראל, שמצידו לא מעוניין לטפל במחירי הדיור באופן ישיר באמצעות כלי הריבית.



באופן כללי, הפוקוס של קובעי המדיניות ממשיך להיות על צד ההיצע, שללא ספק מהווה גורם חשוב בהשפעתו על המחירים, אך בכדי להוביל להשפעה על המחירים נדרש צינון של צד הביקוש, כלומר להוביל את השוק למצב של עודף היצע. כפי שצינו בסקירות הקודמות למרות עליית מדרגה בהיקפי הבנייה, העלייה בביקוש הייתה חדה יותר, ובשילוב עם זמינות אשראי גבוהה מתקבלת עלייה חדה נוספת במחירים. בכדי להוביל למפנה במחירי הנדל"ן נדרש מחד צעדים לסגירת הפערים בין התחלות לגמר הבנייה, במקביל לצעדי מיסוי שיצמצמו את פעילות המשקיעים (מיסוי התשואה השוטפת בדומה לשוק ההון) וכמובן העלאת ריבית. אמנם הריבית צפויה לעלות בחודשים הקרובים בשל העלייה בסביבת האינפלציה, כך שבשילוב עם התמתנות בצמיחה בשלבים המתקדמים של השנה סביר לצפות לכך שקצב עליית מחירי הדיור יתמתן. עם זאת, כפי שהדברים ניראים כיום, ירידה משמעותית יותר במחירי הנדל"ן תגיע רק בתרחיש שבו הירידה באינפלציה לא תגיע כל כך מהר (בין אם בשל ההתפתחויות הגלובליות ובין אם בתרחיש שבו תירשם עלייה מהירה יותר בשכר) ותחייב העלאת ריבית ממושכת יותר.

## 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 בייעוץ 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 בייעוץ 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 בנכסים 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 בנכסים 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.

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".