

## חוברת למשקיע

6 בינואר 2023

עורך: ד"ר שמואל גולדמן

הודעה:

מי שרוצה לקבל את חוברת למשקיע ועדיין לא שלח לנו דוא"ל, מתבקש לשלוח לנו דוא"ל לכתובת: [lamfund@gmail.com](mailto:lamfund@gmail.com) ולכתוב בשורת הנושא "מבקש/ת לקבל את חוברת למשקיע". החוברת נשלחת לכתובת הדוא"ל ממנה נשלחת הבקשה אלינו.

מי שמבקש להפסיק לקבל את החוברת בדוא"ל מתבקש לשלוח לנו דוא"ל לכתובת: [lamfund@gmail.com](mailto:lamfund@gmail.com) ולכתוב בשורת הנושא "מבקש/ת להפסיק לקבל את חוברת למשקיע".

הערה: החוברת הקודמת נשלחה ביום 23 בדצמבר 2022.

הערה: כדי לשפר את הראות של גרפים מוצע בתוכנת פידיאף להגדיל את התצוגה ל-200%.

בחוברת זו:

מדדי מניות – שערי ריבית – כעת מתחיל "החלק הקשה".

מה הייתה תוצאת השקעה באג"ח "זבל" בעשר השנים האחרונות?

זהב - מהי "השקעה"?

המשמעות של "פרמיה" במחיר זהב לשוקי הון.

מניות של חברות שמפיקות זהב.

ישראל – יתרות מט"ח – שער חליפין – שער ריבית – אינפלציה.

רוסיה – הכנות למלחמה בארגון נאטו.

## מדדי מניות - שערי ריבית - כעת מתחיל "החלק הקשה".

בחוברת 26 בדצמבר 2021 נכתב:

### "לסיכום:

"סביר שעד אפריל - מאי 2022 יתברר שנקלענו **לסטגפלציה**. אחרי כן, מי יודע?!

המשמעות לגבי שוקי מניות: בשלב ראשון נדנדות במחירים בלי כיוון מובהק. זה סביר "בתקופה נורמלית". אולם כיוון שמזה תקופה ארוכה מאד הבנק המרכזי של ארה"ב נוקט במדיניות "לא נורמלית", סביר שהוא גרם לעיוותים כה גדולים בתמחור "נורמלי" של נכסים, שהתגובה הראשונית לסיום העולם הנפלא של "הקלה מוניטרית עם צמיחה כלכלית בלי אינפלציה", תהינה ירידות מחירים **גדולות ומהירות**. זאת בגלל סכומים גדולים שמושקעים במניות על סמך ההנחה "שמחירי מניות אינם יורדים - רק עולים". כאמור רק לשוטים ניתנה היכולת לנבא את **העיתוי** של אירוע כזה.

המשמעות לגבי אג"ח חברות: סביר תחילה נדנדות במחיר תוך כדי נטייה כלפי מטה. עליה בפער בין התשואות שלהן ותשואות אג"ח ממשלה. זאת תחילה בעיקר באג"ח "מאיכות נמוכה". סימן מקדים יהיה המשך לירידות מחירים **במניות** של חברות "קטנות".

המשמעות לגבי אג"ח ממשלה לטווח ארוך: נדנדות במחיר עם נטייה כלפי מטה. ההמשך תלוי בתגובת השלטונות בארה"ב לחלק הסטג בסטגפלציה. ככל שיהיו מוכנים להקדים "לספוג ירידה גדולה ומהירה בפעילות הכלכלית", יתכן שלא תהיה ירידה גדולה במחירים שלהן - עלייה בתשואות. אחרת זה עלול להיות **תהליך ממושך** של ירידה במחירים שלהן. ראו נספח ז' (בחוברת 26.12.22) לגבי "עד מתי".

המשמעות לגבי ערך ריאלי של "מקרקעין": נטייה כלפי מטה ככל שתימשכנה עליות במחירי מזון וסחורות אחרות. מדוע? כיוון שתהליך כזה תמיד מסתיים לבסוף **בעליה** גדולה בשער הריבית הריאלי וזה **מקטין** את הערך הנוכחי של תקבולים מנכסים.

המשמעות לגבי מחיר זהב: נטייה לעליה ביחס למדדי מניות, עד שתתקבל החלטה **פוליטית** להפסיק תהליך אינפלציוני.

אפשרות למכירת זהב על ידי שלטונות כפי שנעשה בתחילת התהליך האינפלציוני - סטגפלציה בשנות השבעים של המאה הקודמת. זה יכול לגרום ל"רעש" במגמת עלייה במחירו **ביחס למחירי נכסים אחרים**. "

בטבלה למטה – אג"ח ממשלת ארה"ב. ריבית יומית בנק מרכזי ארה"ב. תשואה ראלית אג"ח ממשלת ארה"ב צמוד מדד לפדיון 10 שנים.

<u>שינוי באחוזים</u>	<u>31.12.2022</u>	<u>31.12.2021</u>	
מינוס 9%	33147	36281	מדד דאו ג'ונס תעשייה
מינוס 33%	10455	15678	מדד נאסדק
מינוס 14% במחיר	3.87%	1.60%	תשואת אג"ח 10 שנים
0%	1824	1820	מחיר אונקייט זהב ב-\$
תיסוף דולר 5%	1.07	1.13	שע"ח דולר ליורו
פיחות ש"ח 13%	3.52	3.10	שע"ח ש"ח לדולר
	4.3%	0.1%	ריבית יומית ארה"ב
מינוס 18% במחיר	1.58%	1.1%	תשואה ראלית אג"ח צמוד

הערה: בטבלה למעלה השינוי באחוזים לגבי אג"ח מבטא שינוי במחיר האג"ח.

כמוצג בטבלה למעלה נראה שהתקיים האמור בחוברת לפני כשנה: מגמת **ירידה** במדדי מניות ובמחירי אג"ח, **יציבות** במחיר הזהב – דהיינו **עלייה** לעומת מדדי מניות, תיסוף בשערי חליפין של הדולר. כמו כן בארה"ב מזה 4-5 חודשים נמשכות **ירידות** מתונות במדד מחירי בתיים.

עד כה זה היה "החלק הקל" בצפי לתהליכים בשוקי הון.

מדוע?

לא צריך להיות פרופסור לכלכלה "בעל מוניטין" או מנהל השקעות בכיר, כדי לדעת שאחרי תקופה ארוכה שבה הבנק המרכזי בארה"ב הגדיל בעשרות/מאות אחוזים את "כמות הכסף" ("הדפיס כסף") במטרה לקיים שערי ריבית "נמוכים", מגיעה תקופה שבה הוא מחליט/נאלץ לנקוט במדיניות מוניטרית "מצמצמת", שמתבטאת בעלייה בשערי ריבית נומינליים וגם ריאליים.

זה "החלק הקל". **לא** ניתן לצפות בדיוק את העיתוי של תפנית כזו. אם מה שנאמר בחוברת בחודש דצמבר 2021, נאמר ממש בעיתוי של התפנית האחרונה **בשוקי הון** (כהכנה לתפנית במדיניות של הבנק המרכזי), זה "מקרי". זה יכול היה לקרות ששה חודשים מאוחר יותר וגם 12 חודשים מאוחר יותר. אבל "לצפות" שתפנית כזו תקרה, זה "קל".

כעת מגיע "החלק הקשה". מה הלאה?

"המודל" הרצוי מבחינת פעילים בשוקי הון (ופוליטיקאים בשלטון) הוא, שתחילה הבנק המרכזי יפסיק **להעלות** את שער הריבית ואחרי כן יתחיל **להוריד** את שער הריבית.

מדוע יפסיק **להעלות** את שער הריבית?

כיוון ששיעור האינפלציה "השנתית" הולך וקטן. אם כן, אין צורך **להמשיך** להעלות את שער הריבית.

מדוע שהוא יתחיל להוריד את שער הריבית?

כיוון שיתברר שמואטת "הצמיחה" בפעילות כלכלית ואפילו מתחילה האטה/ירידה בפעילות הכלכלית.

כך הוא פעל מאז "שחר ההיסטוריה" – דהיינו ההיסטוריה של אלו שפעילים כיום בשוקי הון. כלומר, מזה כשלושים שנים.

**מדוע חזרנו "וקשקשנו" בשאלה, האם צפוי "תרחיש 2013"?**

אלו שטוענים שקטן שיעור האינפלציה ולכן אין צורך יותר להעלות את שער הריבית ואפשר יהיה להוריד את שער הריבית, מתעלמים מהסיבה מדוע קטן שיעור האינפלציה?

יש שני תרחישים שבהם זה קורה.

יש את "תרחיש 2013" שבו שיעור האינפלציה **קטן** בגלל **ירידה** גדולה ומתמשכת במחירי סחורות – אנרגיה, מזון, מתכות – **בלי** שנמשכת **ירידה** בפעילות כלכלית!

כאשר מחירי סחורות ירדו/ממשיכים לרדת **בלי** שבאותו זמן נמשכת ירידה בפעילות כלכלית, דהיינו בביקושים במשק, סביר שיתאפשר מצב שבו **יגדלו** ביקושים במשק **בלי** שתהיינה **מיד עליות** ניכרות במחירי סחורות. במצב כזה הבנק המרכזי יכול "לעזור" לגידול בביקושים על ידי **הורדות** בשער הריבית, בלי שזה "מיד" יתבטא "באינפלציה".

זה קרה "בתרחיש 2013". במידה רבה בגלל גידול רב בהפקת נפט בארה"ב מפצלי שמן. זאת על בסיס "סיפור" "שמכרו" למשקיעים במניות של חברות אלו, כאילו גידול רב ומתמשך בהפקת נפט מפצלי שמן יביא לגידול ברווחים של חברות אלו.

(זה לא קרה ומחירי מניות אלו **ירדו** ככול שנמשך **הגידול** בהפקת נפט מפצלי שמן – שיצר תזרים מזומנים **שלילי** "אינסופי" לחברות אלו. הסברנו מדוע פעילות זו יש בה סיכון גדול מאד ליכולת ההישרדות של חברות כאלו, כאשר "לפתע" יש ירידה גדולה במחירי נפט שמקטינה את תזרים המזומנים שלהן, שברובו מבוסס על ההכנסות מהפקת נפט ב-2-3 השנים הראשונות אחרי קידוח באר כזו.)

אולם יש תרחיש אחר שבו "קטן שיעור האינפלציה". זה קורה **לא** בגלל שיש **ירידה** **מתמשכת** במחירי סחורות, אלא בגלל שפסקו, לפחות זמנית, **עליות** במחירי סחורות. כלומר, מחירי סחורות אומנם ירדו מהרמה הגבוהה ביותר בה היו "לאחרונה", אולם הם נשארו סמוך לרמה זו.

מדוע נפסקה עליה במחירי סחורות?

בגלל שנפסק/הואט הגידול בביקושים במשק. למשל, בשוק הנדל"ן! למשל, למוצרי אלקטרוניקה אחרי הגאות שהייתה בתקופת קוביד 19. למשל, חידוש ביקושים אחרי תקופת "סגרים".

אם מחירי סחורות **אינם** ממשיכים לרדת, מה יקרה כאשר הבנק המרכזי יתחיל שוב "לעזור" לפעילות כלכלית על ידי הורדות ריבית?! לא צריך להיות כלכלן "בעל מוניטין" כדי לתת תשובה נכונה לשאלה זו. להפך ייתכן שרצוי שלא להיות כזה.

כלומר, אם לא מתקיים "תרחיש 2013", קרוב לוודאי שהורדות ריבית על ידי הבנק המרכזי של ארה"ב תגרומנה "מיד" לחידוש "אינפלציה".

### **זאת מהרמה הנוכחית של מחירי סחורות.**

לכן, הפעילות הכלכלית תהיה במה שנקרא "פריילוף" – הילוך סרק. יגדלו הביקושים בגלל ירידה בריבית "ומיד" יעלו מחירים ויתברר שלצרכנים "אין מספיק כסף". אז "מיד" שוב יואטו/יקטנו הביקושים. זו **סטגפלציה**. זהו **תהליך שבו הבנק המרכזי חוזר ומעלה את "יעד האינפלציה"**. זהו מלכוד לציבור שסבור ששער הריבית "הגבוה" ("החדש") "מגן בפני אינפלציה". זו הסיבה שבסטגפלציה, מחירי אג"ח לטווח ארוך יורדים ויורדים... ומדדי מניות נמצאים "בפריילוף".

### **חשוב להבין: הבנק המרכזי אינו שש להוריד ריבית.**

הוא עושה זאת כדי להשיג מטרה כלכלית/פוליטית.

מטרה כלכלית יכולה להיות "להציל" את מערכת הבנקאות אחרי שנגרמו לה הפסדים גדולים מאד מהלוואות שנתנו כאשר היה שער ריבית "נמוך". מטרה כלכלית/פוליטית יכולה להיות למנוע דפלציה – ירידות מחירים במשק בגלל תחרות ממדינות בהן קיים שכר עבודה נמוך. בדפלציה עלול לגדול שיעור האבטלה במשק ויגדל שיעור חדלות פירעון של לווים, מה שיסכן את המערכת הפיננסית.

אין סיבה להוריד את הריבית רק בגלל "שאין אינפלציה". ביחוד כאשר שער הריבית היומי הוא רק 4-5 אחוזים. שהרי כאשר שיעור האינפלציה השנתי הוא רק 2-3 אחוזים ושיעור הגידול בפעילות הכלכלית הוא עדיין 2-3 אחוזים בשנה, מדוע ששער ריבית של 4-5 אחוזים ייחשב כשער ריבית "גבוה"?! רק בגלל שכך "הורגלנו" מאז שנת 2008?

כלומר, הפסקה בהעלאות ריבית, אין פרושה שבסמוך לאחר מכן תהיינה הורדות ריבית. וכול עוד אין הורדות ריבית ואין "ודאות" שבקרוב תהיינה כאלו, אז התמחור של נכסים "מתחיל" להיעשות לפי שערי ריבית נוכחיים! **אלו שונים מאד משערי הריבית שהיו עד אמצע שנת 2022.**

אז מה הפלא שמדדי מניות נמצאים "בפריילוף"?! והפעילות בשוק הנדל"ן בארה"ב הולכת ודועכת?! ומחירי אג"ח לטווח ארוך נמצאים קרוב "לשפל" האחרון שלהם?!

התנודות מדי פעם למעלה במדדי מניות ובמחירי אג"ח הן בעיקר ביטוי לתקווה שבקרוב תפסקנה **העלאות** ריבית. אבל לא יהיה המשך לעליות במחירים אלו, אלא אם יהיה ברור **שבקרוב** (6-8 חודשים) תתחלנה **הורדות** ריבית.

זה מביא אותנו למחזור הפוליטי/כלכלי בארה"ב.

בנובמבר 2024 תהיינה בארה"ב בחירות לקונגרס וגם לנשיאות. לממשל הנוכחי – דמוקרטים – רצוי שבתקופה לקראת בחירות אלו, כלומר, לפחות החל מאביב 2024, תהיה בארה"ב "שביעות רצון" מהמצב הכלכלי. זה אומר "אין אינפלציה" ואין מיתון בוודאי לא מיתון גדול.

מה יכול לעשות הבנק המרכזי – כידוע הוא "עצמאי" – כדי "לעזור" לשלטון?

נזכור שכיוון שהשליטה בבית הנבחרים היא כעת בידי המפלגה הרפובליקאית – אם כי ברוב זעום שיכול להתפוגג בגלל פרישות מהמפלגה או מבית הנבחרים – היא לא תמהר

"לעזור" לממשל דמוקרטי על ידי "שפיכת כספים" לקראת הבחירות. לכן, עיקר הנטל יהיה על הבנק המרכזי. כלומר הורדות ריבית.

"בתרחיש 2013" - הוא יכול לעשות זאת בלי סיכון גדול שכבר לפני הבחירות בשנת 2024, יתברר ששוב יש "אינפלציה". אחרת, הוא נדרש לתזמון זהיר של הורדות ריבית. מצד אחד צריך "לעזור" שלא יהיה מיתון. מאידך צריך להיזהר שלא יתברר שיש "אינפלציה". לפני הבחירות.

לפי דעה מקובלת לגבי פעולות של הבנק המרכזי - הזמן שחולף בין פעולות שלו להשפעה על פעילות כלכלית (ולא רק על פעילות בשוקי הון) - העיתוי לחידוש הורדות ריבית אמור להיות לא מאוחר מסתיו שנת 2023.

אולם הוא אינו יודע כמה מהר זה יגרום לחידוש עליות מחירים בשיעור שנתי שגבוה מ-4-6 אחוזים - מה שיצור תחושה שיש "אינפלציה". זאת בייחוד אם מחירי סחורות יתחילו שוב לעלות מרמה שקרובה לשיא האחרון שלהם. אז עלולות להיות "כותרות" על שיא חדש במחיר של זה ובמחיר של זה. זה לא טוב לפוליטיקאים בשלטון.

מה יהיה? איש אינו יודע. אולם ברור שעדיף שיהיה "תרחיש 2013". עד כה אין סימן מובהק שכך קורה!!!

סביר שזה מתבטא במחיר הזהב שאינו ממשיד לרדת! כך לפחות עד סוף שנת 2022. ייתכן שבחודשים הראשונים של שנת 2023, ניווכח אם יש המשך להתנהגות זו במחיר הזהב.

**לסיכום:** סביר שהבנק המרכזי של ארה"ב לא ימהר לחזור להוריד ריבית, אלא אם "לפתע" יהיה משבר כלכלי/פיננסי. אחרת, סביר שיחכה לפחות למחצית השנייה של 2023. עד אז ייתכן שיתברר "סופית" אם בכלל מתקיים "תרחיש 2013". ואם לא - אז גם אם יוריד ריבית, ייתכן ששוקי הון לא יתנהגו כפי שמצופה מהם כאשר מורידים ריבית, אלא "יכינו" עצמם לסטגפלציה. כלומר ימשיכו להיות בהילוך סרק - פריילוף.

#### התרחיש הדפלציוני "כהצדקה" להדפסת כסף"

הטעון העיקרי של "כלכלנים מודרניים" - דהיינו בעיקר אלו בבנקים מרכזיים - מדוע "הדפסת כסף" כנוהג מתמשך, לא תגרום לתהליך אינפלציוני, הוא "בגלל גלובליזציה וחידושים טכנולוגיים".

גלובליזציה - העברת תשתית תעשייתית ממדינות "המערב" למדינות "מתפתחות", מקטינה את עלות העבודה שנדרשת בתהליכי ייצור - תעשייה וגם שירותים.

חידושים טכנולוגיים מקטינים את עלות התשומות שנדרשות בייצור ו/או מגדילים את התפוקה שמתקבלת מכמות נתונה של גורמי ייצור.

לכן, גידול בביקושים - במדינות "המערב" - שנובע משערי ריבית נמוכים שמושגים על ידי גידול בכמות הכסף - במדינות "המערב" - אינו גורם לעלייה במחירים.

"הקונץ" הזה פעל בצורה מוצלחת יחסית ב-40-30 השנים האחרונות. בעיקר כאשר סין הפכה למרכז ייצור תעשייתי למוצרים שנמכרים במדינות "המערב". לא רק סין. גם מדינות נוספות באסיה כמו מלזיה, ווייטנאם, אינדונזיה ובמידה מסוימת גם הודו.

אולם ככול שגדלה ההכנסה במדינות אלו, גדלים הביקושים במדינות אלו למוצרי אנרגיה - מזון - טכנולוגיות - שירותי תחבורה. זה גורם לגידול בביקושים לסחורות שנדרשות בתהליכי ייצור - מתן שירותים - אנרגיה, תבואות, מתכות תעשייתיות.

גם עם "חידושים טכנולוגיים" יש גבול בכמה אפשר להגדיל תפוקת אנרגיה - תבואות - מתכות תעשייתיות, בלי שתהיה עלייה במחירים שלהם. העלייה במחירים "מטרתה" לחלק כמות נתונה של גורמי ייצור בין צרכנים בעלי הכנסות שונות. וזה יוצר בעיה במדינות "המערב", שבהן קטן ייצור תעשייתי וגם אספקה של שירותים מסוימים. אולם לא קטן גודל האוכלוסייה, בייחוד אלו שיש להם זכות לבחור פוליטיקאים.

פה נקרא לפעולה הבנק המרכזי - ליצור ביקושים לכוח עבודה במדינות "המערב" וכך ליצור להם "הכנסה". זאת על ידי שערי ריבית "נמוכים". אלו מאפשרים פעולות בסקטור פרטי שלא היו נעשות בלי שערי ריבית "נמוכים" ו/או גידול בהוצאות ממשלה (על ידי גידול בחוב של הממשלה) שיוצרות "הכנסות". ככול שגדל חוב הממשלה, גדל הקושי "למחזר" אותו בלי שיתקיימו שערי ריבית "נמוכים". **כך קורה כבר כעת ביפן!**

חידושים טכנולוגיים אינם רק מקטינים עלויות. הם גם גורמים לירידה בצורך בעבודה של בני תמותה. זאת בגלל אוטומציה שמאפשרת אספקה של מוצרים ושירותים בלי/עם פחות תשומות של עבודה. הבעיה במדינות "המערב" היא שאוטומציה מקטינה את הביקוש לתשומות עבודה גם בסקטור שירותים. זה מקטין את האפשרויות לניוד כוח עבודה מתעשייה לשירותים (בגלל מעבר תשתיות ייצור תעשייתי למדינות "מתפתחות").

אוטומציה גם מקטינה את הביקוש לכוח עבודה **במדינות מתפתחות** בייצור תעשייתי. כך גם בסקטור שירותים במדינות אלו. לכן, חיסכון לאומי במדינות מתפתחות שהיה מופנה (ממוחזר) למימון תעסוקה במדינות המערב (בהלוואות ובקניית נכסים), נדרש למימון תעסוקה במדינות מתפתחות. זאת באמצעות תקציבי ממשלות. לכן, הולך ופוחת מימון ממדינות זרות למימון תעסוקה במדינות "המערב". (מה שנקרא מחזור עודף החיסכון במדינות אלו).

לכן, הצורך של בנקים מרכזיים "במערב", בעיקר בארה"ב ובגוש היורו - גם ביפן - לקיים שערי ריבית "נמוכים", הוא **צורך מתמשך**. זה אינו נובע רק מאירוע חד פעמי כמו סגרים בתקופת קוביד 19. כלומר, בייחוד מאז 2008, זו מדיניות "אינסופית" עם הפסקות מדי פעם, כדי למנוע "התבדרות אינפלציונית". דהיינו מצב שבו שיעורי אינפלציה הולכים ועולים. מדי פעם "מאפשרים" האטה כלכלית ואפילו מיתון "קטן". כמו גם ירידות במדדי מניות ובמחירי אג"ח. זאת בתקווה שיוכלו במהרה שוב לגרום לשערי ריבית "נמוכים".

כמה מהר? ההנחה הרווחת "בדור הנוכחי של פעילים בשוקי הון" היא, שמיתון אינו אורך יותר מ-12-18 חודשים ואז אפשר שוב "ליצור" צמיחה "בלי אינפלציה". כלומר, כזו שאינה בשיעור גבוה משני אחוזים בשנה, בוודאי שלא יותר מ-4-5 אחוזים בשנה. **בוודאי שלא במשך יותר מ-1-2 שנים רצופות.**

**לכן, כעת מתחיל "החלק הקשה"**. האם במהלך שנת 2023 יתברר שאפשר להמשיך באותה "שיטה"? שהרי כבר עברה שנה אחת שבה הייתה "אינפלציה".

לזה יש גם חשיבות למשקיעים בשוקי הון שהורגלו להאמין **שירידות** במדדי מניות ובמחירי אג"ח אינן נמשכות יותר מ-12-18 חודשים ואז חוזרים לעליות מחירים רצופות במדדי מניות.

אחרת זו תהיה "הפתעה" ויצטרכו לקבל החלטות לגבי צורת השקעות שהורגלו אליה מאז שנת 2008-2009. למשל, החזקות "פסיביות" בקרנות מדדי מניות סחירות בבורסה. אלו גדלו לסכומים של אלפי ביליוני דולרים.

האם אפשר יהיה להתאים החזקות כאלו כאשר ציבור יבין באיזה תהליך הוא נמצא? סביר שלא! מנהלי קרנות אלו אינם יכולים/רוצים לשמש כעושי שוק לקרנות אלו כאשר ציבור מחליט לנטוש אותן בסכומים גדולים מאד.

מי יכול לסייע בעת כזו? הבנק המרכזי. כמו שעשה בתחילת תקופת קוביד 19, כאשר קנה קרנות סחירות שמחזיקות באג"ח של חברות פרטיות. אם ינסה לעשות זאת בקרנות מניות כדי למנוע ירידות גדולות במחירים שלהן (כמו שנעשה ביפן), הוא ייוכח מהר מאוד שיש היצע אינסופי של מניות "במחירים גבוהים". של מניות קיימות וגם של מניות מהנפקות חדשות.

האם זה יקרה? מתי? התקווה היא שבמהלך שנת 2023 יתברר שלא "בקרוב".

האם הבנק המרכזי בארה"ב מודע לאפשרות כזו? סביר שכן. לכן, אין טעם לחזור מהר **להורדות** ריבית גדולות - "הדפסת כסף" - רק בגלל "שאיין אינפלציה". צריכים סיבה "טובה" כדי לעשות זאת "ובגדול".

ובינתיים? סביר שנמשיך להיות בפריילוף עם נטייה למטה. מדוע למטה? כי בכול זאת חלק מהציבור יתחיל להתייאש מתקווה "שהנה זה חוזר" - עליות מחירים **רצופות** במדדי מניות - ויעדיף להגדיל החזקות בריבית, אפילו של רק 3-4 אחוזים (לתקופה קצרה).

ירידה/הפסקה בצבירה חיובית בקרנות אינדקס סחירות של מניות, תגרום להיצע מתמיד של מניות מהן. מי יקנה? בעיקר חברות ברכישה עצמית של מניות. עד שגם המנהלים שלהן יבינו/יאלצו להפסיק/להקטין זאת. בין השאר בגלל עלייה בהוצאות המימון שלהן וירידה בתזרים מזומנים חיובי בפעילות העסקית שלהן. הלם בשוק ההון יהיה אם חברת אפל תאלץ לנהוג כך. המשך ירידות במחיר המניה (כעת 125 דולרים) עלול "לבשר" על "הלם" שכשה.

תהליכים כאלו אורכים זמן. גם בריאת העולם נמשכה ששה ימים. לא רק זאת. היה סדר הגיוני בתהליך הבריאה. מקודם צריך לקרות כך. אחרי כן יכול לקרות כך. גם בהתנהגות של אנשים בשוקי הון יש סדר הגיוני - מקודם צריך לקרות כך. אחרי כן הם מחליטים לנהוג כך.

לכן שנת 2023, בייחוד המחצית השנייה שלה, היא שנה "קריטית" להמשך "השיטה".

כמו שנאמר כבר, ייתכן שהתנהגות מחיר הזהב במהלך שנת 2023, תורה האם יקרה כך או כך. ולא רק בשנת 2023, אלא במשך כמה שנים רצופות.

מדוע? כי כך היה "תמיד". למה? ככה. מאותה סיבה שאחרי החושך בלילה מגיע אור ביום. למה? כי כך היה תמיד. כלומר, מאז "בריאת העולם", כאשר מישהו הקנה לכדור הארץ תנועה סיבובית. כנראה בגלל שזה מה שנדרש כדי שיתפתחו בו צמחים ובעלי חיים. או בגלל שסתם "התחשק" לו. ואז התפתחו בו צמחים ובעלי חיים. תשאלו את הרב.



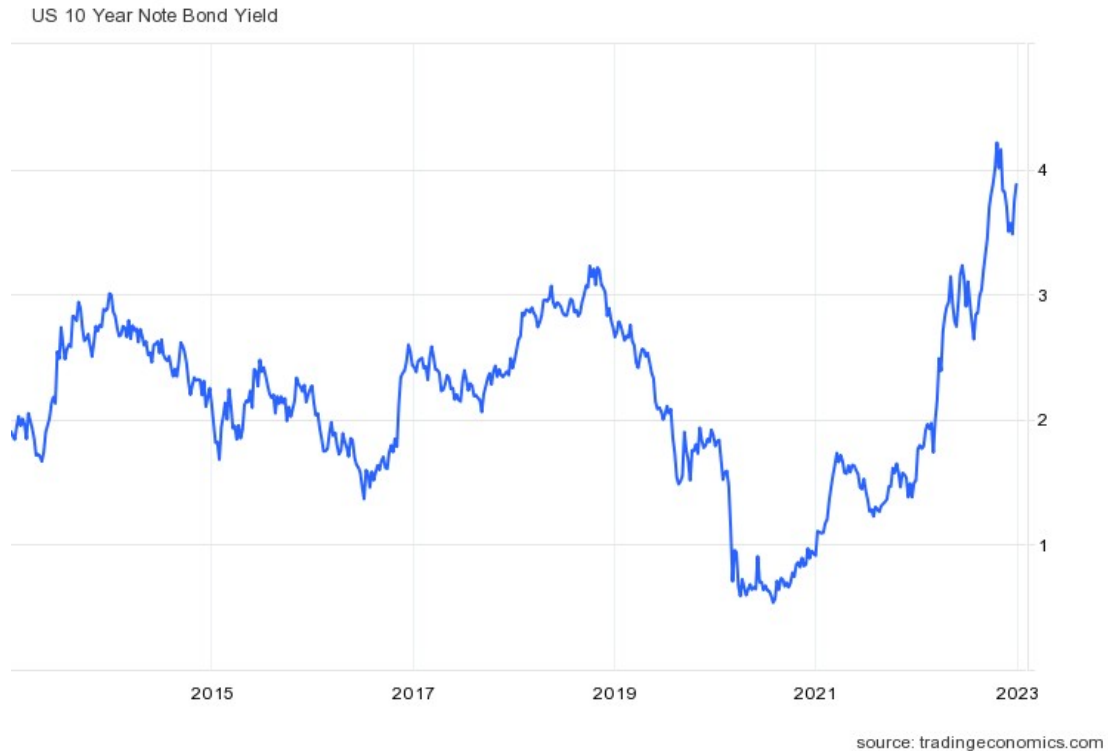
תשואה (ראלית) של אג"ח ממשלת ארה"ב צמודה למדד לפדיון 10 שנים. כעת 1.6% לשנה.



הערה: אחרי המשבר בשנת 2008-2009 והתחלת קניות אג"ח ממשלתיות לטווח ארוך על ידי הבנק המרכזי של ארה"ב, התשואה הייתה בתחום פלוס אחוז אחד למינוס אחוז אחד. הרבה זמן כמחצית האחוז. פעילות זו נועדה "לדחוף" משקיעים להחזיק באג"ח של חברות פרטיות בתשואות "נמוכות" וכך לאפשר פעילות כלכלית שלא הייתה מתקיימת בתשואות "גבוהות". פעילים בשוקי הון מקווים שהוא יחזור לנהוג כך כבר במחצית השנייה של שנת 2023. כמו כן שיוכל להתמיד בזה לתקופה ממושכת "בלי אינפלציה". אחרת, לא יהיה כדאי "לתפוש פוזיציות" בשוקי הון שמבוססות על "תקווה" שכזו.

כמו כן הסברנו כבר מדוע במהלך השנה האחרונה שבה הייתה בארה"ב אינפלציה בשיעור כ- 8 אחוזים, **ירדו** מחירי אג"ח צמודות למדד. זאת בגלל שאומנם עלה ערך הקרן הצמודה למדד, אולם העלייה בתשואה השנתית "הנדרשת" ממינוס 0.8% לכ- 1.6 אחוזים, גרמה **לירידה** במחיר האג"ח לפדיון ב-10 שנים. (הסבר בחישוב מקורב - לא מדויק. הערך הצמוד של הקרן עלה ב-0.8%. אולם השינוי בתשואה הנדרשת ממינוס 0.8% ל 1.6% מקטין את ערך האג"ח ב-24%. לכן, נטו נדרשת ירידה במחיר של 16%. כאמור זה חישוב לא מדויק לצורך הסבר.)

תשואת אג"ח (לא צמודה) ממשלת ארה"ב לפדיון 10 שנים.  
כעת 3.8%.



**הערה:** בתחילת 2013 התשואה הייתה כ-1.8%. אג"ח כזו (לפדיון אחרי 10 שנים) שנקנתה בתחילת 2013, (במחיר 100), הניבה בעשר שנים (בחישוב לא מדויק), הכנסה מצטברת מריבית כ-19 דולרים דהיינו תשואה של כ-19%. השינוי במדד המחירים לצרכן בארה"ב בתקופה זו היה כ-28%. בלי העלייה של כ-8% בשנת 2022 (נניח עלייה חריגה בגלל קוביד 19), היה כ-18%. כלומר, בכול מקרה השקעה זו הניבה **תשואה ראלית אפסית/שלילית** במשך 10 שנים. זו הייתה מטרת הבנק המרכזי של ארה"ב: ליצור תשואה ראלית אפסית בהחזקת אג"ח ממשלה לטווח ארוך. כך "לדחוף" משקיעים להשקעות בריבית "נמוכה" באג"ח פרטיות ולהשקעות במניות. זה "הצליח" כול עוד הייתה אינפלציה "נמוכה" – עד כ-2 אחוזים בשנה בתקופה 2013-2019. אחרי כן, 2021-2022 הייתה "קפיצה" ל-5-8 אחוזים בשנה – טוענים בגלל קוביד 19.

כעת מגיע "החלק הקשה". אפשר יהיה לחזור על "הטריק" הזה, תוך כדי המשך צמיחה כלכלית?! נדע במהלך שנת 2023.

**הערה:** מחיר הזהב עלה בתקופה זו כ-8%. כלומר, פחות מהתשואה המצטברת בהחזקת אג"ח ל-10 שנים וכך גם לעומת החזקת "מדדי מניות". כמו כן הרבה פחות משיעור העלייה במדד המחירים לצרכן בארה"ב. מדוע?

אפשר לראות בגרף למטה, שמחיר הזהב התחיל את התקופה **בירידת** מחירים גדולה. מ-1660 דולרים לאונקיה עד לכ-1060 דולרים לאונקיה בסוף שנת 2015. כך היה גם במחירי סחורות. זה מה שקרה "בתרחיש 2013".

מחיר לאונקיית זהב – 10 שנים אחרונות.  
מחיר כעת 1840 דולר.



**הערה:** מחיר הזהב היה במגמת עלייה מתחילת 2016 עד תחילת 2020 – לפני תחילת קוביד 19. הגידול העצום בכמות הכסף בעקבות קוביד 19, הקצין תהליך שהתקיים עוד לפני קוביד 19. מגמת העלייה במחירו התגברה אחרי שבשנת 2019 הבנק המרכזי של ארה"ב חידש מדיניות לקניית אג"ח – "הדפסת כסף". בחודשיים הבאים יתברר האם העלייה במחיר הזהב לקראת סוף שנת 2022, הייתה "שיפוץ" מחיר לסוף שנה, או ביסוס מגמה לטווח ארוך. זאת "למרות" שערי ריבית "גבוהים".

### **מה הייתה תוצאת השקעה באג"ח "זבל" בעשר השנים האחרונות?**

מטרת הבנק המרכזי הייתה "לדחוף" משקיעים להשקיע באג"ח של חברות בסקטור הפרטי בריבית נמוכה יותר מזו שהיו "דורשים" אילו התשואה הנומינלית לשנה על אג"ח ממשלת ארה"ב לא הייתה פחות מאחוז אחד כתוצאה מקניית של הבנק המרכזי. למשל, להגדיל השקעות באג"ח מאיכות נמוכה - "זבל".

מה הייתה תוצאת השקעה באג"ח כאלו מאז שנת 2013, למשל באמצעות השקעה בקרן נסחרת JNK ?

חשוב מיד להדגיש כי **יש הבדל** בין השקעה בקרן כזו שמחזיקה באג"ח לבין השקעה ישירה באג"ח מסוימת. בדוגמה למעלה להשקעה באג"ח של ממשלת ארה"ב, מדובר בהשקעה ישירה באג"ח מסוימת לתקופה של עשר שנים. למשל קניה במחיר 100 והחזקתה עד לפדיון שלה. במהלך התקופה היו תנודות במחיר שלה, אולם בכול שנה התקבלה אותה הכנסה מריבית – כ – 1.8 דולרים. בעת הפדיון התקבל סכום של 100 דולרים אותו ניתן כעת לחזור ולהשקיע באותו סוג אג"ח ולקבל בכול שנה ריבית בסכום של 3.8 דולרים.

לא כך הוא כאשר משקיעים בקרן כזו שמחזיקה באג"ח. מנהל הקרן "מתחייב" שהתקופה לפדיון הממוצעת תהיה כך וכך שנים. במקרה של JNK כעת מדובר כ-7 שנים. אולם הקרן מחזיקה באג"ח שיוצאות לפדיון במועדים שונים ואז היא משקיעה את כספי הפדיון באג"ח חדשות שמשלמות ריבית שנהוגה באותו מועד. הקרן נוהגת לחלק בכול חודש דיבידנד. הסכום שלו משתנה גם כתוצאה מכך שסכום ההכנסות של הקרן מריבית על אג"ח שהיא מחזיקה משתנה מדי פעם. כאשר יש מגמה של עליה בריבית, גדל סכום הדיבידנד החודשי. ולהפך. זאת בגלל שכספי פדיון מאג"ח שמושקעים מחדש, מניבים מדי פעם סכום שונה של הכנסה מריבית.

סך כול הדיבידנדים שקרן זו חילקה בעשר שנים אלו היו **בקרוב** כ-40 דולרים.

מחיר יחידה בקרן **ירד** בתקופה זו מ-123 דולרים לכ-91 דולרים כעת.

מדוע מחיר יחידה בקרן אחרי 10 שנים נמוך ממחירה בתחילת התקופה? בניגוד לדוגמה למעלה לגבי החזקה **ישירה** באג"ח ממשלה, החזקה שמגיעה לפדיון אחרי 10 שנים, קרן זו ממשיכה להחזיק באג"ח שנקנו בעבר, כאשר הייתה נהוגה ריבית בשיעור נמוך יותר מזו שנהוגה כעת. מחירי אג"ח כאלו **ירדו** כדי להשוות את התשואה לפדיון **מהמשך** החזקת אג"ח אלו, לתשואה לפדיון שנהוגה כעת.

אחרי שנוסיף 40 דולרים למחיר היחידה של הקרן כעת, נקבל כ-131 דולרים. כלומר אחרי עשר שנים השקעה בקרן הניבה **תשואה נומינלית כ-6 אחוזים**. תשואה ראלית **שלילית** של כ-17 אחוזים. תודה לבנק המרכזי ולמנהלי השקעות שטענו שהם יכולים "להגדיל" את התשואה לעומת השקעה באג"ח של ממשלת ארה"ב.

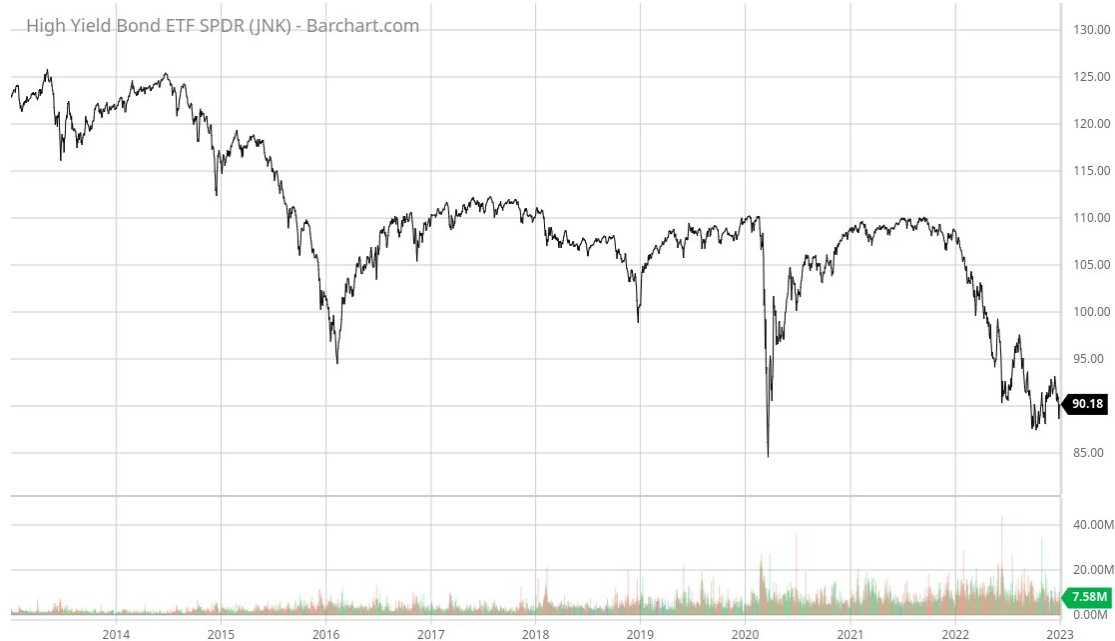
ייתכן שבעתיד אם שערי ריבית ירדו, יעלו מחירי אג"ח שמוחזקות בקרן וגם מחיר היחידה בקרן. כך יקרה גם למחיר של אג"ח חדשה של ממשלת ארה"ב שתקנה כעת בכספי הפדיון של האג"ח שנקנתה בתחילת שנת 2013.

מדוע קרן כזו מחזיקה "בסל" שכולל מספר גדול של אג"ח "זבל"? כדי "לפזר את הסיכון" בהחזקת סכום גדול במספר קטן של אג"ח מסוג זה. הטענה של "מומחי פיננסים" היא שפיזור כזה מקטין את הסיכון ומאפשר קבלת תשואה עודפת על החזקת אג"ח "סולידיות". לכן, החזקת "סל" כזה, היא תנאי הכרחי **לשיווק** של קרן כזו. אולם נובע מכך שבתקופה של עליה בריבית, ירד מחיר יחידה בקרן, בגלל שהיא "תמיד" ממשיכה להחזיק באג"ח שנקנו בעבר כאשר הייתה ריבית נמוכה יותר מזו שקיימת "כעת". והיא "כול הזמן" ממשיכה להשקיע כספי פדיון באג"ח חדשות, גם בתקופה **ממושכת** של עליה בריבית.

זו התוצאה, עד כה, עבור אלו שחיפשו "תשואה גבוהה" בהשקעה באג"ח, כאשר התשואה הצפויה מאג"ח ממשלת ארה"ב הייתה "נמוכה". כיוון שעדיין לא קיים מיתון גדול בארה"ב (ובעולם) עדיין יש הפרש קטן, כשני אחוזים לשנה, בין התשואה של "סל" אג"ח "זבל" והתשואה של אג"ח ממשלת ארה"ב (שהיא כעת כ-3.8 אחוזים לשנה).

אם אכן תהיה סטגפלציה, ייתכן שיגדל **הפער** בין תשואות שלו.

מחיר יחידה בקרן אג"ח "זבל" JNK מתחילת 2013.  
מחיר כעת כ-90 דולר. סכום דיבידנד חודשי כ- 0.55 דולרים. תשואה שוטפת כ-0.6%.



הערה: בתחילת התקופה, 2013, סכום הדיבידנד החודשי היה כ-0.2 דולרים.

### זהב - מהי "השקעה"?

סנאי שמטמין 10 אגוזים במחילה "כמלאי מזון" לחורף, אינו מצפה שעשרת האגוזים "יתרבו" ויהפכו ל-15 אגוזים.

דוב שמעלה במשקלו 100 ק"ג (שומן) לקראת "שנת חורף", אינו מצפה שאלו יהפכו ל-200 ק"ג שומן.

במושגים שמקובלים כעת, לפחות במדינות "מודרניות", פעולות אלו אינן נחשבות "להשקעה".

מדוע? כי אינן מניבות שום "רווח". כלומר, אין להן יכולת "להתרבות".

כך גם מטיל זהב שמוטמן "במרתף". הוא אינו יכול "להתרבות". כלומר להניב "רווח". לדעת כלכלנים "מודרניים" זו התנהגות פרימיטיבית, כמו זו של סנאים ודובים.

### האם ייתכן שיעלה הערך הכלכלי של מטיל זהב "במרתף"?

ראשית נציין כי גם מהחזקת מטיל זהב אפשר לקבל "הכנסה". בנקים מרכזים נוהגים "להשאיל" זהב תמורת "דמי חכירה". יש מדינה שבה מי שמפקיד זהב (פיזי) בבנק – מבטיחים לו ריבית על הפיקדון שלו. למעשה אלו פעולות של "הלוואה" – מאפשרים ללווה להשתמש בזהב תמורת קבלת "הכנסה" ממנו. זה כמו שבעל דירה מרשה לשוכר להשתמש בדירה תמורת שכר דירה.

לכאורה הבעלות על הנכס אינה משתנה – בהשאלת זהב כמו בהשכרת דירה – אולם היכולת להשתמש בנכס משתנה. שואל/לווה זהב עלול שלא להחזיר את ההלוואה ושוכר דירה עלול שלא "להתפנות" /ואו לגרום לנזקים גדולים לדירה.

כלומר, קבלת הכנסה מנכס כרוכה "בסיכון" – אין נסים. ייתכן, שזו הסיבה שסנאי אינו "מלווה" אגוזים לסנאי אחר – הוא "יודע" **בוודאות** שלא יקבל בחזרה את האגוזים. לעומת זאת אנשים שמלווים/מאפשרים לאחרים להשתמש בנכסים שלהם, מקווים שבמדינה "מתוקנת" יקבלו "בחזרה" את האפשרות להשתמש בנכסים שלהם. למשל, הבנק המרכזי של רוסיה – בנכסים "שהקפיאו לו 'במערב'". כמו גם אוליגרכים רוסים "שהקפיאו להם יאכטות ופיקדונות בבנקים".

שנית, לפני שנתייחס לשאלה, האם יכול לעלות הערך הכלכלי של מטיל זהב "במרתף", האם הוא בכלל "שומר על הערך הכלכלי" לאורך תקופות ארוכות?

מהו ערך כלכלי? היכולת "לקנות" **לצריכה שוטפת** סל מוצרים ושירותים ו/או נכסים מסוימים שלמעשה גם הם משמשים לצריכה שוטפת – בעיקר דירה/בית למגורים. או רכב לתחבורה.

מה הניסיון שנצבר לגבי שאלה זו?

ראשית נתייחס לשאלה, האם בכלל לאורך שנים רבות אפשר היה להשתמש במטיל זהב כדי לקנות סל מוצרים ושירותים?

התשובה לכך היא בהחלט כן. ניתן היה לעשות זאת לפני אלפיים שנים ולמעשה בכול תקופה מאז שבני אדם עסקו "בסחר חליפין" של מוצרים ושירותים. לעתים נדרשה/נדרשת עסקה "מקדימה" שבה מטיל זהב מוחלף (נמכר) תמורת "כסף" של השלטון. אולם סביר שאין מצב שבו לא ניתן להשיג סל מוצרים ושירותים תמורת "מטיל זהב".

הערך הכלכלי של מטיל זהב נובע מהנכונות של אנשים לספק במישרין/בעקיפין סל של מוצרים ושירותים. הנכונות הזו היא עובדה מזה אלפי שנים. למה? ככה. אולי בגלל שפועל פה אותו "היגיון" כמו בנכונות להחזיק בשטר של 200 ש"ח. ההנחה שתמיד אפשר לקבל תמורתו סל מוצרים ושירותים. סביר שאותו "היגיון" מסביר את הנכונות להחזיק במטיל זהב. שתמיד אפשר... זאת על סמך "ניסיון שנצבר במשך אלפי שנים". זו עובדה.

יש הטוענים כי בגלל "עובדה זו", מטיל זהב הוא למעשה "כסף". אפשר באמצעותו לעשות עסקות. במקומות מסוימים זה פחות נוח מאשר עם כרטיס אשראי. במקומות אחרים או עם "עוסקים מסוימים" לא ניתן לעשות עסקות עם כרטיס אשראי, אולם אפשר לעשות עסקות עם מטיל זהב.

אם כך, למטיל זהב יש ערך כלכלי גם אם "כלכלנים מודרניים" טוענים שרק "ברברים" מחזיקים במטילי זהב. באלו עדיין נמנים הבנקים המרכזיים הגדולים ביותר בעולם וגם רבים אחרים. למרות שמכהנים בהם "כלכלנים מודרניים".

האם נשמר הערך הכלכלי של מטיל זהב לאורך שנים רבות?

מה זה שנים רבות? עבור פוליטיקאים זה בין שנה אחת לארבע שנים. תלוי במדינה. עבור צרכן של מוצרים ושירותים זה תלוי בשלב שבו הוא נמצא במחזור הפעילות הכלכלית שלו. צעירים/צעירות בתחילת דרכם, זה יכול להיות 70-60 שנים. עבור גמלאים זה יכול להיות 25-15 שנים. עבור בעלי הכנסות גבוהות הרבה יותר ממה שנדרש לצריכה שלהם, זה יכול להיות מאות שנים. ירושה לדורות הבאים.

איננו מכירים "מחקר" שבחן שאלה זו. אם מישהו מכיר, נודה לו.

ברור שלאורך שנים רבות, חלים שינויים בהרכב של סל מוצרים ושירותים. בייחוד במוצרים ושירותים ספציפיים שמספקים את הביקוש לצריכה מסוימת. אולם סביר שאין שינוי "בקבוצות צריכה" עיקריות. כלומר, יש צורך במזון, באנרגיה, "במחסה", בתחבורה, בבריאות, בהגנה (ביטחון) וכדומה.

"בריאות" ייתכן וסופקה (ועדיין) מסופקת על ידי "מכשפים" מסוגים שונים במדינות ובתרבויות שונות. תמורת "תרומה". או על ידי רופאים מומחים. תחבורה יכלה להיות מרכבות רתומות לסוסים או מטוס. הצורך הוא אותו צורך.

לאורך שנים עם הצטברות "ידע אנושי", גדלה "היעילות" באספקת מוצרים ושירותים מסוימים. זה אפשר/מאפשר שינוי בחלק ההכנסה שנדרש כדי "לקנות" קבוצת מוצרים/שירותים מסוימת. כלומר, משתנה חלוקת ההכנסה בין קבוצות מוצרים ושירותים. למשל פחות על מזון, יותר על תחבורה.

ספק אם קיימים נתונים לגבי "מחירים" של מוצרים ושירותים לאורך תקופות של מאות שנים. אולי קיימים לגבי 200-150 השנים האחרונות.

אם כן, לגבי תקופות ארוכות יותר, הדבר היחיד שניתן לקבוע הוא, שלמטיל זהב "היה תמיד ערך כלכלי". כלומר, אפשר היה לבצע באמצעותו עסקות כלכליות.

מה שאפשר לקבוע בוודאות הוא שלאורך תקופות ארוכות - הרבה עשרות שנים - הערך הכלכלי של מטיל זהב נשמר הרבה יותר טוב מיחידת "כסף" של **שלטון כלשהו**. למשל, לפני כמאה שנים הערך ("בכסף") של אונקיית זהב (כ 32 גרם) היה כעשרים דולרים אמריקאים. כעת הוא כ-1800 דולרים אמריקאים. מה אפשר לקנות כעת תמורת שטר של עשרים דולרים אמריקאים? סביר שערך שטר כזה **לאספנים** הרבה יותר גבוה מעשרים דולרים. אבל לא בסופר.

מי מחזיק שטר כסף במשך מאה שנים? רק "ברברים". "המודרניים" "משקיעים" אותו. כלומר, נותנים לאחרים להשתמש בו תמורת "הכנסה" (ריבית, דיבידנדים, שכר דירה). מה שסנאי **אינו** עושה עם האגוזים שלו. אבל רוסיים וסיניים עשו/עושים עם "אגוזים" שלהם שהם נתנו/נותנים "למערב". עד "שמקפאים" אותם.

אם כן, **אין לנו** ממצאים להראות שלאורך תקופה **ארוכה מאד** נשמר "הערך הכלכלי" של מטיל זהב. רק לציין כעובדה "שיש לו ערך כלכלי".

### עלייה בערך הכלכלי של מטיל זהב?

כיוון "שמטיל זהב במרתף" אינו יכול "להתרבות" - להניב "רווח" - החזקה כזו אינה נחשבת "להשקעה". התחום של "ניהול השקעות" מבוסס על יכולת לכאורה ליצור "רווחים למשקיעים". כך הם משווקים את עצמם.

(גם התחום של "חיסכון פנסיוני" מבוסס למעשה על "מודל" לפיו ייווצרו "רווחים", כך שיתאפשר לחוסכים ליהנות מרמת הכנסות רצויה כאשר "יפרשו". כיום נהוג שלא לתת הבטחה מחייבת לכך, אולם זו הנחה ברורה בחישוב הסכום שיש "להפריש כחיסכון" כדי להשיג מטרה זו. אחרת מצבו של החוסך "המודרני" יהיה כמצבו של סנאי - כמה אגוזים שהטמנת, זה המקסימום שתוכל "לאכול". לא יהיו "רווחים". ואם לא יהיו רווחים, אז צריך להפריש סכום גדול יותר **בחיסכון שוטף** וזה עלול לגרום למיתון גדול בפעילות הכלכלית, אלא אם ימצא שימוש לסכום כזה של חיסכון. למשל, מימון פעולות ממשלה שתמחזר את החיסכון כהכנסות לציבור. זה נושא לדין אחר.)

## האם ייתכן שיעלה הערך הכלכלי של מטיל זהב "במרתף"?

איננו מתייחסים פה למקרה שבו שלטון קובע את מחיר הזהב. כך עשה הנשיא רוזבלט לפני כ-90 שנים. תחילה למעשה החריס את הזהב שבבעלות פרטים בארה"ב (במחיר כ-20 דולרים לאונקיה) ואחרי כן קבע את מחירו לכ-35 דולרים לאונקיה.

אם "הערך הכלכלי" של "מטיל זהב במרתף" מבטא יכולת לקנות כמות מסוימת של סל מוצרים ושירותים (כולל "שירותי דיור"), האם ייתכן שמחירו יעלה ביחס למחיר של "סל" כזה?

לכאורה כן – אם ירדו המחירים של מוצרים ושירותים – לזה קוראים **דפלציה**. אולם במקרה כזה, מדוע שלא **ירד** גם מחירו של זהב?! (כאשר שלטון אינו מקבע את מחירו).

(אולם במקרה כזה יעלה "הערך הכלכלי" של שטר של 200 ש"ח **שמוחזק בתוך גרב**. כך קרה בתקופת השפל הכלכלי בשנים 1929 – 1933 – תקופה של דפלציה במחירים. אולם אז גם "נעלמו" פיקדונות בבנקים וחובות של לווים. כלומר, היו כאלו שאפשרו לאחרים להשתמש "בכסף" שלהם, כלומר "השקיעו", שלא קבלו בחזרה את "הכסף" שלהם.

כיום שלטונות "נשבעים" **שלא** יאפשרו מצב כזה – יש "ביטוח פיקדונות במוסדות פיננסיים, ביטוח לתוכניות פנסיוניות" ושאר ירקות. אלו מבוססים על "אפשרות חוקית" "להדפיס" כמות אינסופית של "כסף").

אם כך, כיצד ייתכן שיעלה "הערך הכלכלי" של "מטיל זהב במרתף"?

למעשה מצב שבו עולה "הערך הכלכלי" של "מטיל זהב במרתף" דומה למצב שבו נוצרת פרמיה בשער החליפין למטבע – למשל דולר – בשוק "החופשי" – מה שנקרא "שוק שחור".

כאשר שלטון מגביל את הכמות של מטבע זר שניתן לרכוש בשער חליפין "רשמי" וציבור רוצה לרכוש כמות גדולה יותר מזו "שמרשים" לו לרכוש, נוצרת פרמיה – דהיינו שער חליפין גבוה יותר – במסחר "בשוק החופשי – שחור".

הפרמיה הזו נובעת "ממחסור" במטבע זר לספק ביקושים של ציבור.

תופעה דומה תקרה כאשר יש "מחסור" במוצר/שירות/נכס כדי לספק ביקושים "במחיר מסוים". אז המחיר של אלו עולה **ביחס** למחירים אחרים במשק. כלומר, זהו שינוי במחיר ביחס למחירים אחרים.

תופעה דומה יכולה לקרות במחיר הזהב.

כאשר מסיבה כלשהי חל שינוי בהעדפות של ציבור להחזיק "בכסף" בצורה של "מטיל זהב במרתף" לעומת צורות אחרות של "כסף" (שטרות ביד, פיקדונות בבנקים, נכסים פיננסיים דמויי "כסף" כמו אג"ח "בטוחות" לטווח קצר ועוד), אז נוצרת "פרמיה" במחירו. כמו פרמיה בשער חליפין חופשי. זאת בגלל שככול הנראה יש "מחסור" באמצעים להחזיק "בכסף" שיש להם מאפיינים כמו "לכסף" בצורה של "מטיל זהב במרתף". למשל, שאינם חשופים לחדלות פירעון של לווים ו/או לשיעורי אינפלציה "מפתיעים" ו/או לשיבושים בפעילות העסקית של חברות בגלל שינויים בתנאים כלכליים/פוליטיים.

העיקר הוא שיש שינוי בהעדפות בגלל "מחסור" באמצעי השקעה עם "תכונות" שנדרשות על ידי ציבור. כי אם יש אמצעים כאלו, אז אין סיבה שתיווצר "פרמיה" במחירו של זהב. כמו שאין סיבה שתיווצר פרמיה בשער חליפין "שחור" בגלל חשש לפיחות, אם יש אמצעי השקעה אחרים "שמגנים" בפני אפשרות כזו. (ייתכן שיהיה שער "שחור" לצורך עסקות עם חו"ל. אבל לא לצורך "השקעה").



במצב כזה משתנה מחירו של זהב ביחס למחירים אחרים במשק. כך יכול לעלות "הערך הכלכלי" שלו. ברור שזה משקף מצב "לא נורמלי" ביחס לניסיון בעבר. אם אין סבירות שיתהווה מצב כזה "בקרוב", אז אין סיבה (הגיונית) שיעלה מחירו ביחס למחירים אחרים במשק.

כלומר, עליה "בערך הכלכלי" של זהב אינה בגלל שהוא יכול "להתרבות" – ליצור "רווחים" – אלא בגלל שיש "מחסור" באמצעים אחרים "רצויים" להחזקה "בכסף". "מחסור" כזה יכול להיווצר בגלל... ובגלל... בעיקר בגלל איוולת אנושית שמובלת על ידי פוליטיקאים.

מאז שגברת חווה בחרה לאכול תפוח במקום להישאר בגן עדן, אנחנו יודעים כי לא ניתן לסמוך על כך שבני תמותה ינהגו בצורה "הגיונית" לקיום רווחתם. ואז נוצר "מחסור"... האם יקרה כך "בקרוב"?

בהנחה שנוצרת "פרמיה" במחירו של זהב "בתקופה לא נורמלית", סביר שכול שיש בסיס לאבחנה שכך קורה, זה יורה על אפשרות להיווצרות תקופה "לא נעימה" להשקעות במדדי מניות/באג"ח לטווח ארוך/במטבעות מסוימים ועוד. כמו כן לתקופה שבה לא תהיינה תשואות **ראליות** בהשקעות "מקובלות" "בתקופה נורמלית".

לסיכום קטע זה – החזקה "במטיל זהב במרתף" אינה "השקעה". הערך הכלכלי שלו יכול לעלות ביחס לערך של נכסים אחרים במשק, בתקופה "לא נורמלית". תקופה שבה מתפוגגת התבונה האנושית. וזה קורה מדי פעם בעוצמות שונות. מלבד במצב כזה, המיטב שניתן לצפות לו הוא שיישמר "הערך הכלכלי" שלו.

"פרמיה" במחיר הזהב – מתי? – המשמעות לשוקי הון.

מדוע "פרמיה" ולא "מחיר"?

כאשר שלטון קובע את מחיר הזהב, כפי שעשתה ארה"ב משנת 1933 ועד 1971 (כ-35 דולרים לאונקיה), אז "המחיר" אינו משקף תנאים של ביקוש והיצע בשוק "חופשי". הוא משקף את היכולת של קובע המחיר לספק כול כמות מבוקשת של זהב במחיר שהוא קובע.

כאשר אינו יכול להמשיך לעשות זאת, אז "המחיר" מתאים עצמו (לרוב "מיד") "למחיר" שנקבע "בשוק חופשי". כך קרה אחרי שארה"ב (הנשיא ניקסון) ביטלה את ההתחייבות שלה למכור זהב לבנקים זרים במחיר קבוע. מחירו עלה לתחום 100-200 דולרים לאונקיה.

כיום אין (לא ידוע) על "התחייבות" לקבע את מחיר הזהב. לכן, אין סיבה "להתאמת מחירו בבת אחת".

אולם גם בלי "התחייבות" לקבע את מחיר הזהב, היו מה שנקרא "התערבויות" של שלטונות "להשפיע" על מחירו. זאת על ידי מכירת זהב ממלאים שמוחזקים על ידי שלטונות. (נתעלם פה "מהשפעה" על ידי הטלת מסים על קניית זהב ומיסוי מפלה (במדינות מסוימות) של "רווחים" מהחזקתו לעומת פטור ממיסוי של רווחים "אינפלציוניים" "בהשקעות אחרות").

התחילה בכך קרן המטבע הבינלאומית אשר אחרי הפסקת קיבוע מחיר הזהב בידי ארה"ב, מכרה זהב מהחזקות שלה. זאת כאשר מחירו עלה עד כ-200 דולרים לאונקיה.

פעולה דומה נעשתה על ידי בנקים מרכזיים באירופה, בייחוד מאמצע שנות התשעים של המאה הקודמת. תחילה על ידי "השאלת זהב", בייחוד לחברות שמפיקות זהב, ומשנת 2000 על ידי מכירה גלויה של זהב מההחזקות שלהן. לדוגמה, הבנק המרכזי של שווייץ שמכר כאלף טונות זהב. זה נעשה כאשר מחירו היה בתחום 300-400 דולרים לאונקיה.

כעת לא ידוע על פעולות דומות. כמו כן חברות שמפיקות זהב הקטינו/הפסיקו "לשאול" זהב ולמכור "תפוקה עתידית של זהב". זאת אחרי שמשקיעים במניות שלהן, "הראו את הדלת למנהלים שלהן". (דומה למה שקורה כיום בחברות בארה"ב שמפיקות נפט מפצלי שמן - מה שמסביר את ההאטה/עצירה בגידול בתפוקת נפט בארה"ב!)

**לכן, סביר "שהמחיר" כעת משקף תנאי מסחר "בשוק חופשי".**

שינוי ארוך טווח "במחיר" הזהב יכול לשקף שינויים בביקוש/היצע של זהב.

**שינוי בביקוש** - כאשר גדלה ההכנסה במדינות/אזורים שבהם ציבור אינו נוהג להחזיק בחיסכון לטווח ארוך כמו במדינות בהן פועלים "כלכלנים מודרניים" - "במערב" - אלא למשל במטילי זהב/תכשיטים מזהב, גדל הביקוש לזהב במקומות אלו. כך קורה בסין/הודו מזה כעשרים שנים. כך קורה גם במדינות מסוימות מפיקות נפט אחרי שמחיר הנפט "פרץ למעלה" מרמה של כ-3 דולרים לחבית כפי שהיה עד שנת 1973.

אולם ככול שעלה מחיר הזהב, גם גדלה תפוקת הזהב בעולם - למעשה הוכפלה - כעת 2500 - 3000 טונות בשנה. זהב שלא הייתה כדאיות בכריתו במחיר של 300-400 דולרים לאונקיה, יש כדאיות כזו במחירים מעל 1000-1200 דולרים לאונקיה.

כלומר, "המחיר" משקף פעילות "בשוק חופשי" - משקף תנאים של ביקוש/היצע לזהב.

לכן, גם מבחינה זו אין סיבה לשינוי "מידי" במחיר הזהב - מעבר לשינוי בתנאים כלכליים "מידיים". "מיתון" שמקטין הכנסות, "צמיחה כלכלית" שמגדילה הכנסות. או גילוי מפתיע של "מכרה" זהב עצום - למשל בכספת של נשיא רוסיה מר פוטין בבנק בלוקסמבורג כטענת "יודעי דבר במערב" - ועוד.

אולם אין סיבה ששינויים כאלו ישנו "לפתע ומהר" את המחיר של זהב ביחס לסל מוצרים/שירותים. בייחוד שיעלה "הערך הכלכלי" שלו. דהיינו שתיווצר "פרמיה" במחיר הזהב - כמו שנוצרת "פרמיה" למשל בשער חליפין "שחור". (אין הכוונה למחיר במקום שבו אסור לקנות זהב - אלא במקום שבו מותר מסחר בזהב).

**"פרמיה" במחיר הזהב - מתי? כמה?**

כאמור למעלה אין כעת סיבה "להתאמה" במחירו של זהב בגלל ששלטונות הפסיקו להשפיע על מחירו או בגלל שהיו שינויים גדולים בהכנסות במדינות בהן קיימת העדפה להחזיק חסכוניות לטווח ארוך "בזהב".

נאמר למעלה שעליה "בערך הכלכלי" של זהב סביר שתקרה בתקופה "לא נורמלית". כלומר, שאנשים, מסיבה מסוימת, ינהגו בצורה שונה "מהנורמה" שאפיינה את ההתנהגות שלהם במשך תקופה ארוכה. זה לגבי "מתי".

היכן ינהגו בצורה שונה "מהנורמה"? במדינות "המערב"? "תשכחו מזה". אולי מעטים מהם. הרוב שם הרי בוחר במנהיגים שלו שקובעים מהי "הנורמה".

לקראת שנת 1970 לפני שארה"ב נאלצה להפסיק לקבע את מחיר הזהב, מי שהוביל שינוי "בנורמה" היה נשיא צרפת המנוח דה גול. נזכיר, אז עדיין נאסר על תושבי ארה"ב להחזיק בזהב. הוא דרש שיתרות מט"ח שנצברות בגלל עודפי סחר עם ארה"ב, תוחזקנה לא רק "בדולרים" אלא גם בזהב. דהיינו להחליף "דולרים" בזהב שנמכר על ידי ארה"ב.

כלומר, הדרישה לשינוי "בנורמה" באה מחוץ לארה"ב - שאז היוותה את עיקר מה שנקרא "המערב". למעשה נשיא צרפת התריע נגד "השליטה" של "הדולר" במערכת המוניטרית הבינלאומית. ככול שמדינות באירופה התאושו מתוצאות מלחמת העולם השנייה וגדלה

ההכנסה בהן (ובו בזמן גדל הגירעון המסחרי של ארה"ב), גדלה היכולת במדינות אחרות לקנות זהב. זה אילץ את ארה"ב לעשות שני דברים: ראשית לשנות את הדרישה החוקית להחזיק בזהב בכמות שתהווה 25% מכמות "הכסף" של הבנק המרכזי. שנית, מאוחר יותר להפסיק למכור זהב במחיר קבוע לבנקים זרים.

"הדולר" קיבל "חנינה" למעמדו במערכת המוניטרית הבינלאומית, אחרי שסין הפכה למוקד לייצור תעשייתי והייתה נכונה לצבור חיסכון לטווח ארוך בצורה של "דולרים". מאוחר יותר קיבל "חנינה" כזו אחרי 1999 עם ייסוד "גוש היורו", כאשר המרק הגרמני פסק לשמש "כמטבע חזק", כתחליף "לדולר". כיוון שגם **ביפן** השלטון החליט שלא לאפשר "ין חזק", למעשה לא היה תחליף "לדולר" "במטבע חזק". וסינים, רוסים, ערבים המשיכו "לצבור דולרים". זאת בתמורה למכירת מוצרים לארה"ב.

אם כך, השינוי "בנורמה" סביר שיבוא מחוץ "למערב". מדיניות "הקפאת נכסים" בידו "המערב", סביר שתמריץ שינוי שכזה.

אולם זה **לא** יהיה הגורם העיקרי לשינוי "בנורמה".

הגורם העיקרי יהיה **כלכלי**: ההכרה **שלא** ניתן לקבל תשואה ראלית **חיובית** בחיסכון לטווח ארוך במדינות "במערב". זאת בגלל שינוי בחלוקת ההכנסות בין "המערב" ומדינות "מתפתחות", למשל סין, ומדיניות מוניטרית ופיסקלית של השלטונות "במערב", שיוצרת מציאות של **תהליך אינפלציוני** "אינסופי". ותהליך אינפלציוני מטרתו להטיל "מס אינפלציוני" על חוסכים ועובדים, שמדי פעם "מופתעים" משיעור האינפלציה.

כול שינוי "בנורמה" הוא קשה. ראשית זו בעיה פסיכולוגית. שנית, יש אינטרסנטים כלכליים שמתנגדים לשינוי שכזה. כאשר זה קורה, תחילה זה קורה "לאט" ואחרי כן "מהר".

כאמור מקודם, יצירת "פרמיה" במחירו של זהב, קורית "בתקופה לא נורמלית". דהיינו כאשר יש תהליך של שינוי "בנורמה". זה אינו קורה ביום אחד. סביר שזה נמשך שנים. כלומר, זהו תהליך.

לכן, גם "יצירת פרמיה" במחיר הזהב היא תהליך. תחילה "לאט" ואחרי כן "מהר". ככול שגם ציבור במדינות "המערב" מתחיל להבין שיש שינוי "בנורמה" אז התהליך תופש תאוצה.

ייתכן שאנחנו כעת **בשלבים ראשונים** של תהליך שכזה. חיזוק להערכה זו יהיה אם יתברר שלמרות **עליה** בשערי ריבית במדינות "המערב", ולמרות האטה כלכלית במדינות אלו, מחיר הזהב **אינו** יורד! (אלא אם השלטונות "במערב" שוב ימכרו כמות גדולה של זהב.) ובו בזמן מדדי מניות ימשיכו "לקרטע" בתחום מוגבל.

אז זה לגבי "מתי".

מה באשר ל"כמה" תהיה "הפרמיה"?

הכוונה "בכמה" יעלה "הערך הכלכלי" של זהב, **אם יעלה**, לעומת נכסים אחרים?

נדגיש: "עליה" יכולה להיות גם כאשר יש ירידה במחיר הנומינלי. "העליה" היא לעומת מחירים אחרים. כמובן שבמקרה כזה, עולה השאלה, האם לא תהיה עדיפות להחזקת "אמצעים נזילים" ביד ו/או בפיקדונות/באג"ח 'בטוחות' לטווח קצר? **איננו יודעים**. ייתכן שזה יהיה תלוי במיקום, בסכום, האם תהיה מלחמה, ועוד.

כלל ראשון: לא לנחש "בכמה". יותר נכון להעריך "עד מתי". וזאת "בזמן אמת". "לא הרבה זמן לפני".

כלל שני: זה תלוי בהתנהגות של שלטונות במשך תהליך שכזה. הוא יכול להיות קצר. הוא יכול להיות ארוך.

"כמה" תהיה "הפרמיה" במחיר זהב, אם תהיה כזו, תלויה במידה רבה בכמה ציבור יעריך שיגרמו לו הפסדים בצורות השקעה שמקובלות "בתקופה נורמלית". ככול שאלו יהיו נמוכים יותר, אז "הפרמיה" תהיה נמוכה יותר.

הסבר "כלכלי": נניח שאדם א' מחזיק ברכוש א' "בשווי" של 2000 דולרים. אדם ב' מחזיק ברכוש מסוג אחר ב' "בשווי" של 100 דולרים. כעת אדם א' מעריך שייגרם לו הפסד של 50 אחוזים בהחזקת הרכוש שלו. אדם ב' מעריך שיהיה לו רווח של 100 אחוזים. אדם א' מציע לאדם ב' "החלפות". אתן לך רכוש שלי בשווי 200 דולרים ואקבל את הרכוש שלך.

האם אדם ב' יסכים? סביר שלא. שהרי יעריך שיפסיד 100 דולרים ואז בשביל מה העסקה?

מתי יסכים? מתי תהיה עסקה?

נניח שאדם א' יציע לו רכוש "בשווי" 400 דולרים. האם אדם ב' יסכים? בעסקה כזו אדם ב' יעריך שיוותר עם 200 דולרים. לאדם א' אין סיבה להציע יותר מ-400 דולרים. לאדם ב' אין סיבה לקבל הצעה זו. לכן, גודל ההצעה "נתקע" ב-400 דולרים.

בדוגמה זו "הפרמיה" שנוצרת לצורך העסקה היא בשיעור של 300 אחוזים. אולם "בסופו של יום", הערך של רכוש ב' יהיה רק 200 דולרים. תוספת של 100%.

כלומר, כול זמן שעדיין קיים פוטנציאל להפסד של 50 אחוזים ברכוש א' "בשווי" רכוש א' הוא לפחות 800 דולרים, ייתכן "שהפרמיה" תגיע ל-300 אחוזים. (מ-800 דולרים יציע 400 דולרים, שמעריך שיוותרו לו מהם רק 200 דולרים. יקבל רכוש שמעריך שיהיה בשווי 200 דולרים.)

אם כך בתהליך שדנו בו, השאלה היא מהו "שווי הרכוש" שבו עלולים להיגרם הפסדים ומהו גודל הפסדים, לעומת "שווי" החזקות בזהב ועלייה "בשווי" זה "בסופו של יום". סביר ששווי הרכוש (הפיננסי) שבו עלולים להיות הפסדים גדול פי 10 - 20 מהשווי הנוכחי של החזקות בזהב. מהו גודל/סכום הפסדים? לפי גודל/סכום "רווחים" שנוצרו מפעולות בנקים מרכזיים וממשלות (הוצאות). חמישים אחוזים אינו אומדן "דמיוני". לכן, הדוגמה שלמעלה אינה "דמיונית". בייחוד לנוכח מה שקרה משנת 1976 ועד לשנת 1980.

**ונחזור: אין טעם לנחש מראש.** העיקר הוא האם מתחיל תהליך שכזה?!

**הערה:** כאמור למעלה אין כעת סיבה כמו שהייתה בשנת 1970 - הפסקת קביעת מחיר לזהב - להתאמה חד פעמית במחירו. אולם מאידך, גם אין כעת "מטבעות חזקים" שיכולים לשמש תחליף "לדולר". כמו כן יש כעת עוד אוכלוסיה - בגוש היורו וביפן - שעשויה לחפש תחליף "להשקעות נורמליות" שלה. זה עשוי בתקופה "לא נורמלית" להגדיל את הביקוש לזהב ולהאיץ את השינויים במחירו.

**ושוב נדגיש:** תמיד יש אפשרות ששלטונות "במערב" שוב ימכרו זהב כדי...

### **המשמעות של "פרמיה" במחיר זהב לשוקי הון.**

המשמעות הכלכלית להיווצרות "פרמיה" במחיר זהב היא, ששער הריבית הראלי הנו "נמוך מדי". הוא יכול להיות שלילי או גם חיובי - אבל "נמוך מדי". זאת כתוצאה מפעולות של הבנק המרכזי - בעיקר של ארה"ב.

כלומר, "נדרשת" עלייה בשער הריבית הראלי כדי "לייצב" פעילות כלכלית. דהיינו להפסיק התבדרות אינפלציונית ו/או השקעות סרק שאין בהן רווחיות כלכלית בטווח ארוך. אלו יכולות להיות השקעות בנכסים פיננסיים ו/או בנכסים ראליים, כמו נדל"ן, מסחר, תעשייה.

כלומר, שער הריבית אינו רציונלי (הגיוני) מבחינה כלכלית לטווח ארוך.

כיוון שהתמחור של נכסים פיננסיים ונכסים ראליים, מושפע משער הריבית הראלי, צפי לעלייה בשער הריבית הראלי (כמשתמע "מפרמיה" במחיר הזהב), סביר שיגרום לירידה ראליה במחירי נכסים כאלו.

זה יכול להתבטא בירידה נומינלית במחירים ו/או בירידה ראליה (בהשוואה לשיעור האינפלציה).

לכן, סביר שלא להיות "מופתעים" אם בתקופה של היווצרות "פרמיה" במחיר זהב, לא תהיה שביעות רצון כללית מפעילות "מקובלת" בשוקי הון. כמו כן עלייה בשער ריבית ראלי תביא לשינויים בהעדפות השקעה שהושפעו במשך תקופה ארוכה מקיומו של שער ריבית ראלי "נמוך" ואפילו שלילי. זאת בייחוד בתמחור של מניות ואג"ח "מאיכות נמוכה".

אם אכן מתחילה תקופה "לא נורמלית", שתימשך כנראה כמה שנים, זו תהיה אודיסאה "בחלל", עד שתבונה אנושית שוב תיצור מערכת מוניטרית שיכולה לקיים רווחה כלכלית "לכולם".

ייתכן שכבר בשנת 2023 – בייחוד במחצית השנייה של 2023, יהיו סימנים מובהקים שהחל מסע שכזה. אופס. שנת 2023 כבר החלה...

### מניות של חברות שמפיקות זהב.

בניגוד להחזקת "מטיל זהב במרתף". זו נחשבת "להשקעה". מדוע?

ראשית כיוון שהמשקיע נותן לאחרים "לנהל" את כספו. להשקיע בפיתוח/ניהול מכרות זהב.

שנית, המטרה של "ההשקעה" היא "להרוויח". כלומר, שהערך הכלכלי שלה יעלה יותר מעליה (שתהיה?) במחיר הזהב. שהרי אחרת, אפשר להחזיק "במטיל זהב במרתף". לעתים "להרוויח" גם בלי עליה במחיר הזהב – מתגלויות/פיתוח מכרות זהב.

נראה שהנטייה להגדיל השקעות כאלו גוברת כאשר קיימת מגמה ממושכת של עלייה במחירו של זהב. מהו ההיגיון הכלכלי בכך?

מדוע שהשקעה כזו תניב "רווח" גדול יותר מהחזקת מטיל זהב "במרתף"?

מה עושה חברה כזו? אוספת מהקרקע (מעליה/מתחתיה) עפרות שמכילות זהב. אחרי תהליכים כימיים של "זיקוק" – הפרדת הזהב משאר ירקות שנמצאות בעפרות – מפיקה מטילי זהב.

מה קורה כאשר עולה מחיר הזהב? אם העלייה במחיר הזהב היא בשיעור זהה לעלייה בהוצאות ההפקה של זהב, אז לא משתנה שיעור המרווח – הפער בין הכנסות והוצאות. אם העלייה במחיר הזהב היא בשיעור דומה לעלייה במחירי סל מוצרים/שירותים, אז למעשה לא חל שינוי ראלי ברווחיות הראלית של החברה. לכן גם לא סביר שיהיה שינוי ראלי חיובי במחיר המניה שלה.

אם כך מדוע להחזיק בהשקעה כזו בתקופה של עלייה במחיר זהב?

הרווחיות של חברה כזו עשויה לגדול בגלל שאחרי עלייה ראלית במחיר זהב (עליה בערך הכלכלי שלו), נוצרת כדאיות לכרות זהב במקומות שקודם לכן לא הייתה כדאיות כלכלית לכרות בהם זהב. זאת בגלל ששיעור הגידול במחיר הזהב גבוה משיעור הגידול בעלות ההפקה של זהב. במקרה כזה נוצר "ערך כלכלי" למקומות שקודם לכן לא היה להם "ערך כלכלי". (או שגדל "הערך הכלכלי" שלהם).

בהרבה מקרים לחברות כאלו יש אפשרות לכרות זהב במקומות שונים (באותו אזור ו/או באזורים שונים) שיש להם "ערך כלכלי" שונה כאשר קיים מחיר מסוים לזהב. אם מחיר הזהב עולה מעבר לעלייה בעלות הכרייה במקום מסוים, אז גדל "הערך הכלכלי" של כרייה במקום זה.

זה כאילו נוצר רווח הון **חד פעמי** לחברה מהבעלות שלה על אזורים שונים בהם ניתן לכרות זהב.

לא רק זאת. במצב כזה נוצרת אפשרות לחברה להרחיב את הפעילות שלה לאזורים (שכעת אינם בבעלותה ו/או שעדיין לא התגלה בהם זהב) ולנצל את הידע שלה לכרות שם זהב. ידע שמקודם לא היה לו שימוש/ערך במחיר הקודם של זהב. כלומר, גדל פוטנציאל "הצמיחה" בעסקי החברה.

זה מסביר מדוע בתקופה של עליה ממושכת במחיר זהב, נוטים מחירי מניות של חברות "קטנות" שעוסקות בכרית זהב ו/או בחיפושי זהב "בהרי החושך", לעלות יותר ממחירי מניות של חברות גדולות שעוסקות בתחום זה. אלו הימורים שישאר מחיר "גבוה" לזהב ואז אפשר יהיה להגדיל במידה רבה כרית זהב במקומות שמקודם לא הייתה כדאיות כלכלית לכרות בהם זהב.

השקעות בחברות כאלו, גדולות כקטנות, עשויות להניב "רווחים" יותר מעליה "בערך הכלכלי של זהב". כמו בכול השקעה יש בהן סיכון שלא יתממשו צפיות ו/או שבגלל החלטות כושלות של מנהלים לא יתממשו צפיות "לרווחים". זה שונה מהחזקת מטיל זהב "במרתף".

מה הניסיון בשנים האחרונות מהשקעות כאלו לעומת החזקת מטיל זהב "במרתף"?

בגרף הבא למטה מוצגת הרווחיות מהחזקת קרן מניות של חברות שעוסקות בכרית זהב. נדגיש כי הן גם כורות עפרות שמכילות מתכות אחרות מלבד זהב – נחושת, פלטינה, אבץ ועוד. כך שכלל הרווחיות שלהן תלויה לא רק במחיר זהב. לעתים היא גם מושפעת מאד ממחירי מתכות תעשייתיות. מחירי אלו בתקופה של סטגנציה כלכלית, עלולים **שלא** לעלות כמו מחיר זהב! עוד נציין שבקרן זו נכללות בעיקר חברות גדולות כמו ניומונט ובאריק.

## מחיר אונקיית זהב 20 שנים אחרונות.



## מחיר קרן GDx שש עשרה שנים אחרונות.

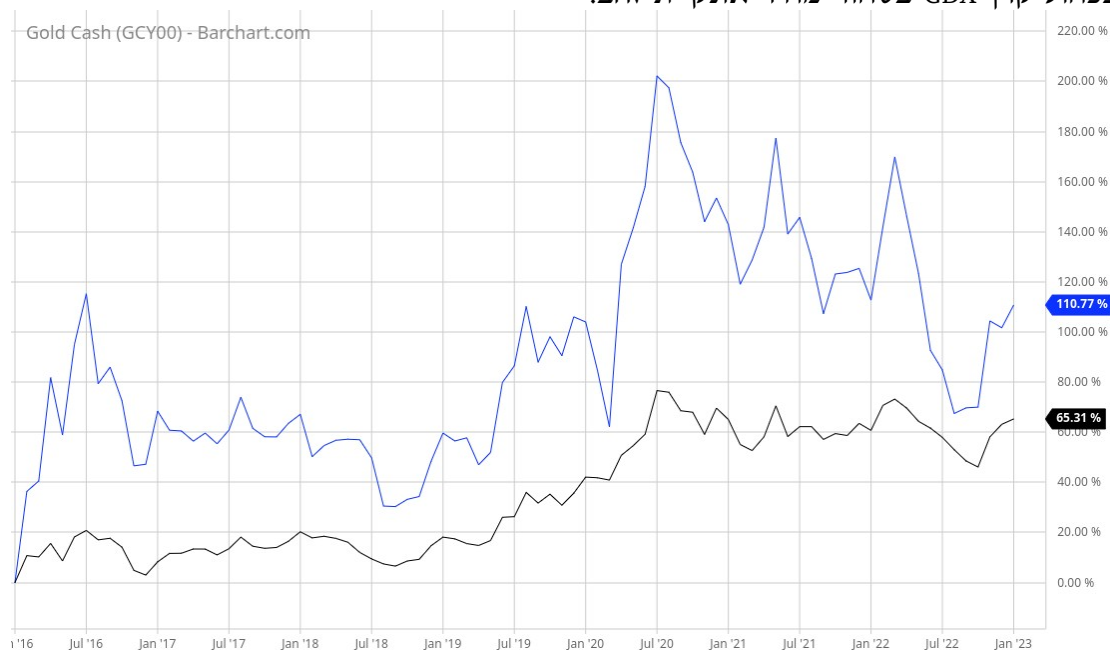


**הערה:** כפי שאפשר לראות בגרף למעלה, מחירה של הקרן כמעט שלא השתנה בתקופה של עליות גדולות במחיר זהב. נכון שתשואה אפסית/שלילית זו אינה כוללת חלוקת דיבידנדים, אולם זה אינו משנה את העובדה של מפח נפש למשקיעים **לטווח ארוך** בקרן זו. כמובן שתוצאות גרועות כאלו ייתכן שלא תחזורנה בעתיד. זה מדגים את הסיכון בהשקעה בחברות כאלו. כלומר, מחיר זהב יכול לעלות בלי **שבטוח ארוך** יהיו רווחים מהשקעות אלו.

**יחד עם זאת יש לציין כי מתחילת 2016 ועד היום, שיעור העלייה במחיר קרן זו גבוה** משיעור העלייה שהייתה במחיר הזהב. זו תופעה אופיינית בשלבים הראשונים במגמה ארוכת טווח של עליות במחיר זהב. זה משקף את "ההיגיון הכלכלי" כפי שהוסבר למעלה, לאפשרות של עליה בערך הכלכלי של מקומות לכרית זהב שבבעלות החברות.

ייתכן שכדי לקבל כעת חיזוק לכך **שתמשכנה** עליות במחיר הזהב, "יידרש" חידוש עליות במחיר קרן זו ומחירי מניות של חברות שכורות זהב. זאת כביטוי לכך שתימשך עליה בערך הכלכלי של זהב ושל מקומות שבהם ניתן לכרות זהב.

שיעור עליה באחוזים מתחילת שנת 2016.  
בכחול קרן GDX בשחור מחיר אונקיית זהב.



**הערה:** סביר שבתחילת תקופה ארוכה של **ירידה** במחיר זהב, מחירה של קרן כזו ירד בשיעור רב יותר מירידה במחיר זהב. זאת כביטוי "להעלמות" ערך כלכלי של מקומות מסוימים בהם ניתן לכרות זהב.

### ספקולציה על עליה במחיר זהב.

בתקופה של עליות במחיר זהב, יש כאלו שנוטים להמר על המשך עליה במחיר זהב. אחת הדרכים שמוצעות לספקולנטים כאלו היא קרן סחירה בבורסה שמטרתה להשיג מדי יום שיעור שינוי כפול משיעור השינוי היומי במחיר זהב. הדגש הוא על מדי יום. למשל, אם מחיר הזהב ביום מסוים עלה באחוז אחד, אז מחיר הקרן אמור באותו יום לעלות בשני אחוזים. ולהפך אם מחיר הזהב ירד ביום מסוים באחוז אחד, אז מחיר הקרן באותו יום אמור לרדת בשני אחוזים.

הדגש הוא על "באותו יום". בתקופה של **עליות** במחיר הזהב, כאשר מדי פעם יש ירידות במחיר הזהב לפני שמחירו שב לעלות, אין ערובה שהתשואה החיובית **המצטברת** של יחידה בקרן תהיה כפולה משיעור העליה במחיר הזהב. לא ניגע אתכם בהסבר. אפשר לראות זאת בגרף למטה לתקופה מראשית דצמבר 2008 ועד לראשית ינואר 2023.



שינוי באחוזים במחיר זהב ובקרן UGL מתחילת דצמבר 2008 עד תחילת ינואר 2023.  
בשחור שינוי מחיר זהב. בכחול שינוי מחיר יחידה בקרן.

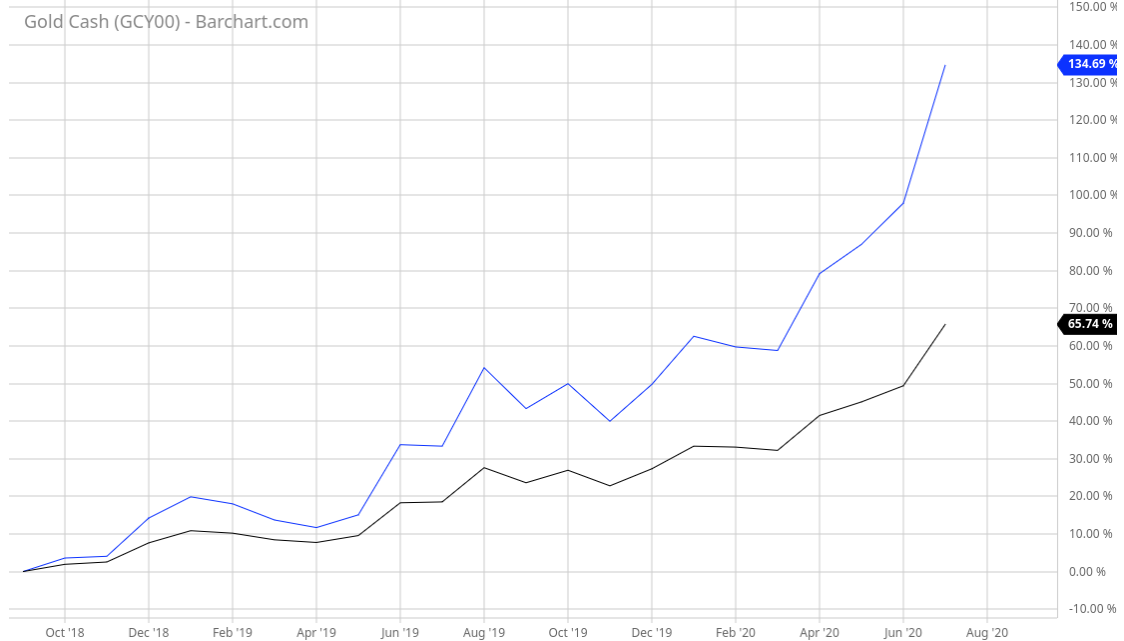


**הערה:** קרן זו אינה מחזיקה בזהב אלא בחוזים עתידיים/אופציות וכדומה על מחיר הזהב. בתקופה של ירידות במחיר הזהב, עלול מחיר היחידה בקרן לרדת בשיעור כפול מהירידה במחיר זהב. ללא ספק זו השקעה מסוכנת מאד!

בגרף למעלה אפשר לראות שלאורך תקופה ארוכה שבה עלה מחיר הזהב, שיעור העליה במחיר יחידה בקרן היה פחות משיעור העליה במחיר הזהב! רחוק מאד מלהיות כפול משיעור העליה במחיר הזהב לאורך כול תקופה זו.

## מה קורה בתקופה שבה מחיר הזהב עולה "בלי הפסקה"?

שיעור שינוי באחוזים מתחילת ספטמבר 2018 עד תחילת אוגוסט 2020  
בשחור זהב. בכחול יחידה בקרן UGL



**הערה:** כאשר כמעט שאין "הפסקה" בעליה במחיר הזהב, אז ייתכן שהתשואה החיובית **המצטברת** של יחידה בקרן, אכן תהיה **כפולה** משיעור העליה במחיר הזהב. אולם ככול שיש "הפסקות" יותר ממושכות ו/או ירידות גדולות במחיר הזהב (לפני חידוש עליה במחירו), אז סביר שהתשואה החיובית המצטברת לא תהיה כפולה משיעור העליה במחיר הזהב. ייתכן אפילו שתהיה פחות ממנה. לא ניגע בהסבר.

כלומר, ההימור אינו רק על "כיוון" – דהיינו עליה במחיר הזהב – אלא גם על צורת העליה במחיר – הפסקות וגודל תנודות בכיוון הפוך – דהיינו ירידה במחיר הזהב. לאלו שאינם מודעים לזה, ייתכן מפח נפש גם אם אכן תהיה עליה במחיר הזהב. **בכול מקרה זו השקעה מסוכנת.**

סביר שבתקופה של עליה ממושכת במחיר זהב, או כאשר יש לכאורה סיבה ברורה לעליה במחירו, יגדל מחזור המסחר בקרן זו ודומותיה. כלומר, **הימורים** על המשך עליה במחיר הזהב.

## ישראל - יתרות מט"ח - שער חליפין - שער ריבית - אינפלציה.

הקדמה: כאשר הבנק המרכזי של ארה"ב משליך סלע לברכה של המערכת המוניטרית ("הדפסה" של כסף וקיבוע שער ריבית דולרי אפסי), "הגלים" שנוצרים מגיעים גם לישראל. בעוד ממשלת ישראל עסוקה בדברים שברומו של עולם - מס על כלים חד פעמיים, עילת הסבירות ושאר ירקות - בנק ישראל נאלץ להתמודד עם "הגלים" שיוצר הבנק המרכזי של ארה"ב. זאת בהשפעה ישירה שלהם על שער החליפין של השקל, שער הריבית בשקל, שיעור האינפלציה בישראל וגם בהשפעה עקיפה על התעסוקה בישראל "והיציבות" של מערכת הבנקאות בישראל, ככול שזו מגדילה מתן אשראי למשקי בית בישראל. גידול באשראי שהתאפשר במידה רבה בגלל מדיניות של ריבית אפסית בדולר של ארה"ב.

אבחון נכון - מוצלח - בשאלה, האם אפשר יהיה להמשיך "בשיטה" של המדיניות המוניטרית "המודרנית" שמובלת על ידי הבנק המרכזי של ארה"ב, יסייע גם להעריך את הצפוי בשער חליפין, בשער ריבית ועוד בישראל. לכן, לאמור למעלה בחוברת זו, סביר שתהיה השלכה מכרעת בתחום זה. נדגיש כי האמור להלן אינו כדי למתוח ביקורת על בנק ישראל - סביר שהיו מעדיפים לעסוק במיסוי על כלים חד פעמיים - אלא כדי להבהיר את השפעת "הגלים" שנוצרים על ידי הבנק המרכזי של ארה"ב.

### "סדר בריאת העולם".

וביום הראשון: חברה בישראל "מגייסת" 500 מיליון דולרים ממשקיעים נלהבים, ביחוד מארה"ב. נוצר תהליך ממושך להתחזקות ש"ח (תיסוף).

וביום השני: "היזמים" של החברה וייתכן גם עובדיה, "גוזרים קופון". השאר נשאר בחברה למימון עסקיה.

וביום השלישי: גידול בצריכה בישראל - "צמיחה כלכלית". גדל הייבוא וגדל הביקוש למטבע זר.

וביום הרביעי: בנק ישראל מתחיל להעלות את הריבית בש"ח. זה אינו מונע פחות של שער החליפין של ש"ח. מדד מניות בישראל מפסיק לעלות.

וביום החמישי: חשש להאטה כלכלית בארה"ב אולם הבנק המרכזי בארה"ב ממשיך להעלות ריבית. מדדי מניות בארה"ב תקועים סמוך "לתחתית" האחרונה שלהם. בנק ישראל ממשיך להעלות ריבית. כמו כן אינו מונע פחות בשער החליפין של ש"ח. מדדי מניות בישראל תקועים סמוך "לתחתית" האחרונה שלהם. דיבורים על "סוף הבוננזה" בענף היטק - כלומר "סוף הצמיחה הכלכלית".

וביום השישי: מחכים שיתממש "המודל" של חידוש צמיחה כלכלית בארה"ב "בלי אינפלציה". גם בישראל מחכים.

וביום השביעי: יתברר האם נכונה האמרה: אנשים עושים תוכניות ואלוקים צוחק. אפשר לנוח.

### "פרוש רשי":

ליום הראשון: התאפשר בתקופה שבה הבנק המרכזי בארה"ב גרם לריבית אפסית בדולר ומדד נאסדק היה בדרכו "לשמים".

ליום השני: אחרי שאנשים מקבלים הכנסות הם מגדילים "צריכה" "והשקעות". לצורך זה הם זקוקים "לכסף". לכן, הם מוכרים דולרים שקבלו. מי קונה? בנק ישראל. תוך כדי שמאפשר תיסוף בשער החליפין של הש"ח. מדוע? כי עלו מחירי היבוא לישראל ותיסוף ממתן "לחצים

אינפלציוניים" בישראל. כיוון שקיימת ריבית אפסית בדולר אנשים מעדיפים להחזיק יתרות נזילות בש"ח, למרות שגם בש"ח קיימת ריבית אפסית. מדוע? כי נראה שיהיה תיסוף אינסופי של הש"ח. אז בנק ישראל קונה עוד דולרים.

ליום השלישי: הבנק המרכזי בארה"ב מתחיל להעלות ריבית. אבל ממשיך לקנות אג"ח. מדדי מניות בארה"ב עדין עולים. לכן, גידול הביקוש למטבע זר בישראל, שהחלה "לצאת" מסגרי הקורונה, עדין "מסופק" על ידי "גיוסי הון" של חברות בישראל.

ליום הרביעי: הבנק המרכזי בארה"ב ממשיך להעלות את הריבית ומודיע שבקרוב יפסיק להגדיל החזקות באג"ח. מדד נאסדק בארה"ב מתחיל "להתאמן" "בצלילה חופשית". כתוצאה מכך פוחתת ההתלהבות להשקיע בחברות בישראל. תוצאה נטו? נפסק "הלחץ" לתיסוף של הש"ח. לכן, גם נסגרות פוזיציות ספקולטיביות שנוצרו על בסיס הנחה שיהיה תיסוף אינסופי בשער החליפין של הש"ח. נמשכים ביקושים למט"ח ופיחות בשער החליפין של הש"ח. ממש מתאם חיובי לירידות במדד נאסדק בארה"ב.

ליום החמישי: כיוון שנפסקו עליות במחירי סחורות בחו"ל, בנק ישראל אינו חושש מפיחות מסוים/מוגבל בשער החליפין של הש"ח. לא רק זאת. כדי למנוע קניות גדולות של דולרים, הוא נאלץ להעלות את שער הריבית בש"ח ככול שהבנק המרכזי בארה"ב ממשיך להעלות את שער הריבית בדולר. מדוע? כיוון שעסקים שמחזיקים ביתרות גדולות של שקלים למימון פעילות שוטפת, עלולים למכור אותם ולקנות דולרים אם יהיה פער "גדול" בין הריבית שהם מקבלים בפיקדונות דולרים והריבית שהם מקבלים בפיקדונות בשקלים. גם גופי השקעות עלולים לנהוג כך. תוצאה: פיחות הש"ח "מחזיק" למרות העלאות הריבית של בנק ישראל.

ליום השישי: אם מחיר הזהב לא יחזור לרדת, (כעת 1820 דולרים לאונקיה) – ייתכן שיחכו לשווא.

ליום השביעי: אחרי מנוחה אולי אפשר יהיה "לברוא" מערכת מוניטרית חדשה. אבל מקודם יהיה "תוהו ובוהו". כמו שהיה לפני בריאת העולם. אולי.

### יתרות מט"ח ופיקדונות בנקים בבנק ישראל – שער החליפין.

כאשר בנק ישראל קונה דולרים, הוא מזכה בשקלים את הפיקדון של בנק מסחרי בבנק ישראל. כפי שאפשר לראות בשני הגרפים למטה יש מתאם חיובי מוחלט בין גידול ביתרות מט"ח שבידי בנק ישראל והפיקדונות של בנקים בבנק ישראל.

(פז"ק – פיקדונות לזמן קצוב. אלו אינם כוללים פיקדונות שנדרשים כחובת נזילות. מק"מ – מלווה קצר מועד הוא תחליף לפיקדון בבנק ישראל, שכול אדם יכול לרכוש. כאשר אדם רוכש מק"מ מחויב הפיקדון של בנק מסחרי בבנק ישראל ומזוכה "הפיקדון" שבו מוחזק מק"מ. כך שלמעשה שני אלו הם פיקדונות בבנק ישראל.)

כיצד יכולה לקטון יתרת פז"ק בבנק ישראל? אם ציבור יקנה דולרים מבנק ישראל. בנק ישראל אינו חייב למכור דולרים לציבור. כלומר, הוא יכול לאפשר פיחות בשער החליפין של השקל. כך הוא נוהג בתקופה האחרונה.

בנק ישראל אינו יכול להשפיע על מחירי יבוא לישראל – מחירי אנרגיה, מזון, חומרי גלם. הוא יכול להשפיע על המחירים שלהם בשקלים באמצעות שער החליפין של השקל. העלאת הריבית מונעת פיחות גדול יותר של השקל. מבחינה זו העלאת הריבית "ממתנת" העלאות מחירים.

העלאת הריבית על ידי בנק ישראל היא תחליף למכירת כמות גדולה של דולרים על ידי בנק ישראל. היא משפיעה על היכולת לעמוד בהחזרי הלוואות – בעיקר משכנתאות. זה אמור להקטין הביקוש למשכנתאות וגם למוצרים/שירותים אחרים. זאת בגלל הצורך להפנות סכום גדול יותר מההכנסה לתשלומים עבור ריבית. זה אמור גם למתן את "ההתלהבות" של יצרנים/ספקים להעלות מחירים, ככול שיראו שציבור נאלץ להקטין צריכה.

מדוע לאפשר בכלל פיחות של השקל כאשר קיימות יתרות מט"ח "גדולות"? הרי הפיחות גורם להתייקרויות? כעת ירידה יחסית במחירי סחורות בחו"ל, ממתנת את השפעת הפיחות על מחירי יבוא. אבל ככול **שלא** יהיה המשך לירידות מחירים אלו, ("תרחיש 2013"), ייתכן שכבר בקרוב בנק ישראל יצטרך להחליט, האם לאפשר המשך לפיחות השקל. הוא יכול "לדחות" את ההחלטה, אם ימשיך להעלות ריבית, בייחוד "בתאום" עם העלאות ריבית בארה"ב. אבל ככול שנמשכות העלאות ריבית בישראל, גדל הסיכון "ליציבות" של בנקים בישראל, אשר הגדילו במידה ניכרת מתן הלוואות בתקופה של "ריבית נמוכה". בייחוד הלוואות לרכישת נדל"ן. אין נסים מבחינה זו!

לכן, כמו הבנק המרכזי בארה"ב, גם בנק ישראל מייחל לכך שיתממש "תרחיש 2013". זה יאפשר לו להימנע מלהמשיך להעלות ריבית וגם יוכל להורידה לפני שירידה "בכוח הקניה" של לווים רבים תסכן את "יציבות" הבנקים. כרגיל ירידות מפתיעות וממושכות במחירי מניות בנקים תראנה "שמשוהו מתבשל". כך גם אם יתברר שבנק ישראל מרבה למכור דולרים כדי למנוע המשך לפיחות השקל.

כבר היינו "בסרט הזה". אין נסים.

#### בנק ישראל מעלה ריבית וגם מגדיל את "הדפסת השקלים".

התייחסנו כבר לתופעה "לא נורמלית" כזו ביחס לבנק המרכזי בארה"ב. כמו בארה"ב, כאשר הבנק המרכזי מעלה ריבית, גם בנק ישראל נאלץ להגדיל "הדפסת שקלים" כאשר הוא מעלה את הריבית. הכוונה היא לתשלומי ריבית על פז"ק ומק"מ – אלו פיקדונות בבנק ישראל.

כעת אלו מסתכמים בכ-600 מיליארד ש"ח. עד לפני כשנה הוא שילם ריבית אפסית על פיקדונות אלו. כעת הוא משלם ריבית בשיעור קרוב ל-3.75 אחוזים לשנה. כלומר, עלות של כ-22 מיליארד ש"ח בשנה. למי?

בעיקר לבנקים. כידוע אלו "ימהרו" להגדיל את תשלומי הריבית למפקידים. סביר שלא יעשו זאת אלא אם אלו יעבירו את כספם למכשירים פיננסיים בהם ניתן לקבל ריבית גבוהה יותר מזו שמתקבלת בבנקים. זו פעולה אטית, בייחוד בסכומים "נמוכים". אז בינתיים "נס חנוכה" להכנסות בנקים. אבל באופק מצטברים עננים מלווים שיאמרו "פוס". בייחוד רבים שקנו דירות "בפריפריה".

אם בנק ישראל לא ישלם ריבית על פז"ק, אז יתרות מט"ח יתנדפו מהר יותר מההתנדפות אחרי בחירות של הבטחות פוליטיקאים. תשלומי ריבית אלו יוצרים חוסר איזון בין ההכנסות מנכסים וההוצאות להתחייבויות של בנק ישראל. כמו שקורה לבנקים מסחריים. בייחוד בתקופה **ממושכת** של עליות בשער הריבית. בעוד שתשלומי ריבית ממשיכים לעלות, הרבה ומהר, הנכסים ברובם ממשיכים להניב הכנסות בסכום "קשיח". הכנסות מתיק מניות בתקופה כזו הן שליליות. כך גם מהחזקת אג"ח לטווח ארוך.

למעשה הבנק המרכזי נקלע לאותו מלכוד שאליו נקלעים בנקים מסחריים בתקופה **ממושכת** של עליות בשער הריבית. לבנק ישראל אין למעשה שליטה על גודל ההכנסות שלו מיתרות מט"ח. לא הוא קובע אותן. מאידך יש לו התחייבות לשלם ריבית על פז"ק. אחרת, יתנדפו יתרות מט"ח.

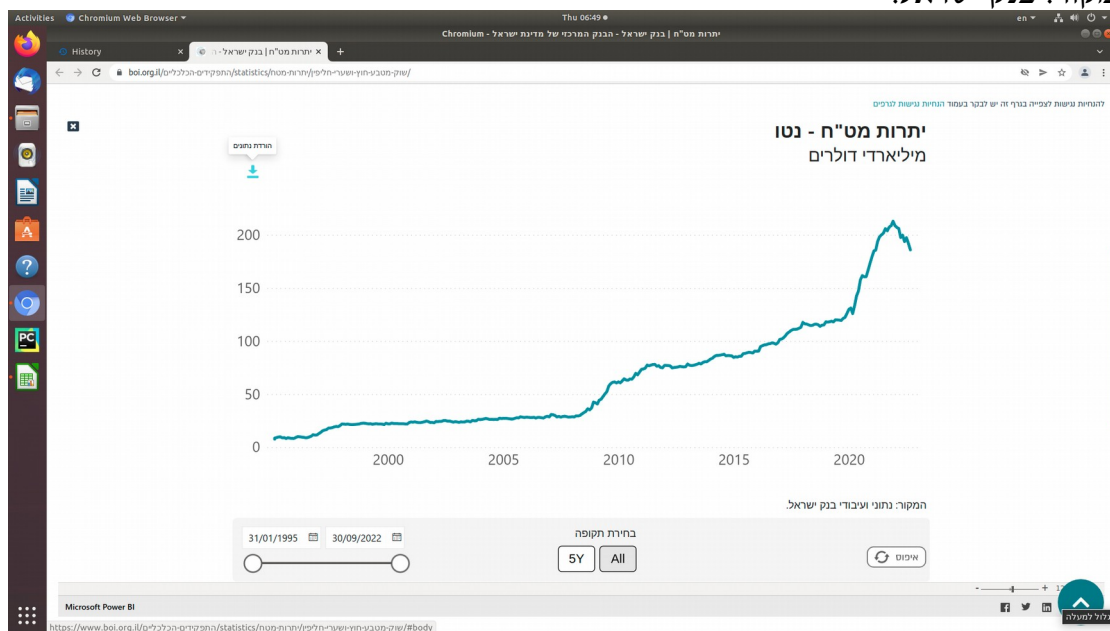
ברור שבנק ישראל יכול "להדפיס" כול סכום של שקלים כדי לעמוד בהתחייבויות שלו. אולם הניסיון מראה שתופעה כזו, ככול שהיא נמשכת, מסתיימת בפיחות של שער החליפין ובשער ריבית ראלי גבוה – שילוב "לא טוב" למחירי נכסים. לומר כעת "פיחות" – "שער ריבית ראלי גבוה" – נשמע "לא נורמלי". בזה העניין. שאם לא יתממש "תרחיש 2013" אז עלולה להיות תקופה "לא נורמלית". או שיתברר שהתקופה מאז 2009 הייתה "לא נורמלית". שהרי כך אמרו אנשי הבנק המרכזי בארה"ב – שהם רוצים לחזור "למדיניות נורמלית". אז אמרו.

השאלה היא כדלקמן: אם מה שמתואר בשני הגרפים למעלה, קרה בתקופה **ממושכת** שבה הבנק המרכזי של ארה"ב גרם לשער ריבית נומינלי אפסי בדולר (ושער ריבית ראלי שלילי), מה יקרה אם יתברר שנקלעים לתקופה **ממושכת** שבה יהיו שערי ריבית נומינליים "גבוהים" ושערי ריבית ראליים חיוביים!? מה תהיה ההשפעה על התמחור של נכסים פיננסיים ונכסים ראליים ועל פעילות כלכלית/עסקית שפרחה בתקופה משנת 2009 ועד שנת 2022?! האם תמשיך להתקיים!?

למעשה בנק ישראל "שבוי" בידי הבנק המרכזי של ארה"ב. זאת בגלל שהרבה "מהצמיחה הכלכלית" שהתפארו בה בישראל, היא/הייתה תוצאה מהמדיניות המוניטרית של הבנק המרכזי של ארה"ב. כמובן שיהיו כאלו שיחלקו על אבחנה זו. אז נשאר לראות...

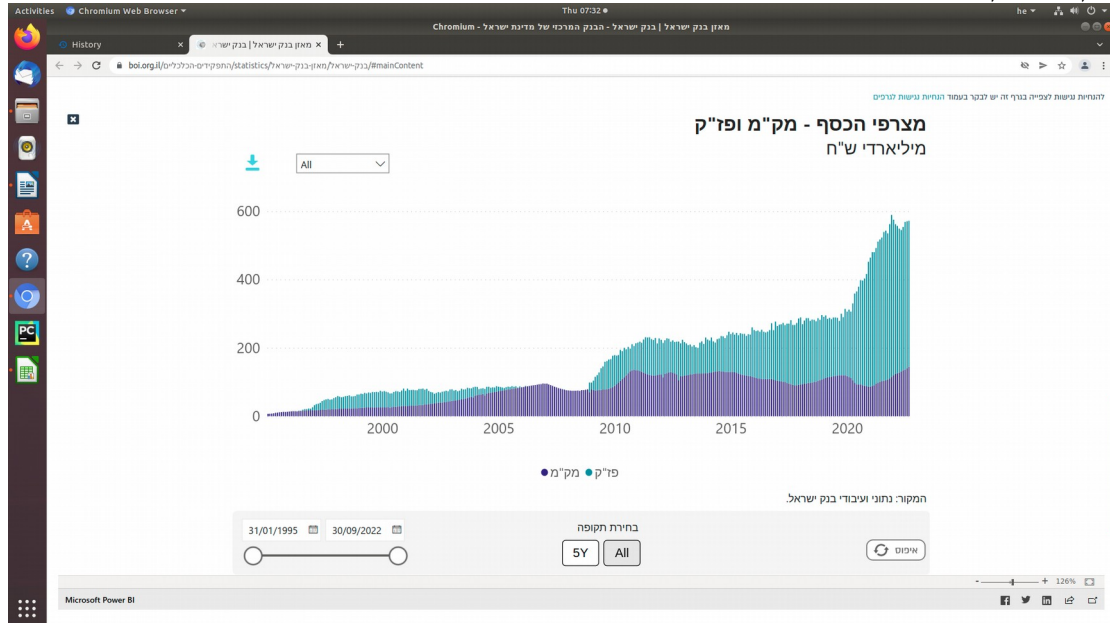
אנא עשה עמנו חסד ושיתממש "תרחיש 2013".

יתרות מט"ח בידי בנק ישראל.  
בסוף ספטמבר 2022 – 185 מיליארד דולרים.  
מקור: בנק ישראל.



הערה: בסוף שנת 2021 יתרות מט"ח היו 213 מיליארד דולרים. בסוף שנת 2019 היו 126 , בסוף שנת 2009 היו 60 מיליארד דולרים , בסוף שנת 2008 היו 42 מיליארד דולרים. הגידול העצום ביתרות מט"ח בידי בנק ישראל היה בתקופה שבה הבנק המרכזי של ארה"ב קבע שער ריבית אפסי בדולר, תוך כדי שהוא "מדפיס" אלפי מיליארדי דולרים. מאז 2008 הוא "הדפיס" כ-7000 מיליארד דולרים – בעוד שבשנת 2007 סכום "הנכסים" שלו היה כ-800 מיליארד דולרים (אג"ח של ממשלת ארה"ב), כעת סך "הנכסים" שלו מעל 8000 מיליארד דולרים (אג"ח ממשלת ארה"ב ואג"ח מגובות במשכנתאות). כיצד שילם עבור "נכסים" אלו? "בהדפסת דולרים".

פיקדונות בנקים בבנק ישראל ויתרות מונפקות של מלווה קצר מועד. בצבע סגול – מלווה קצר מועד. "בכחול בהיר" – פיקדונות של בנקים בבנק ישראל. (לא כולל פיקדונות נדרשים "כחובת נזילות").  
 נתונים עד סוף ספטמבר 2022. במיליארדי ש"ח.  
**מקור: בנק ישראל.**



**הערה:** הגידול העצום בפיקדונות בנקים בבנק ישראל היה במקביל לגידול העצום ביתרות מט"ח בידי בנק ישראל. התחיל בשנת 2009 וגבר מאד אחרי שנת 2020 – תחילת קוביד 19. בסוף ספטמבר 2022 פז"ק ומק"מ – כ-600 מיליארד ש"ח.

### רוסיה – הכנות למלחמה בארגון נאטו.

נשיא רוסיה מר פוטין נאם בפני הפיקוד הבכיר של צבא רוסיה. כמו כן נשא דברים מר שויגו שר ההגנה של רוסיה. ישב לידם רמטכ"ל צבא רוסיה.

בקישור למטה סרטון על החלק הפומבי של מפגש זה עם בכירי הצבא הרוסי. כתוביות באנגלית.

<https://youtu.be/ina98-IN9k8>

בסיום חלק זה במפגש דיבר מר פוטין "מהרהורי ליבו". מתחיל לערך בדקה 46 של הסרטון. יהיו שיאמרו שאלו דברי קשיש מר נפש שצבאו נוחל תבוסה באוקראינה. או שיהיו כאלו שיבינו שהוא למעשה מורה לצבא הרוסי להכין עצמו למלחמה עם ארגון נאטו!!! דברים אלו כאמור החל מדקה 46 בסרטון.

לפניו דיבר שר ההגנה ופרט מטרות להגדלת הכוח הצבאי הסדיר של רוסיה – ממיליון חיילים לכ-1.5 מיליון חיילים. הדגיש הגדלת יחידות ממסגרות של חטיבות למסגרות של דיביזיות. דגש על הגדלת כוחות מוטסים משולבים עם מאות מסוקים. אלו אינם דרושים כדי לכבוש ישוב מבוצר באוקראינה. אלו דרושים למלחמת תנועה קלסית. עם מי? עם ארגון נאטו. שהרי נשיא רוסיה מגדיר אותם בגלוי כאויבים של רוסיה שמטרתם "לפרק את רוסיה".

עוד אמר מר פוטין לבכירי צבא רוסיה – אין מגבלות תקציביות – מה שתבקשו תקבלו.

אפשר לעצום את העיניים ולאטום את האוזניים.

או לשים לב לידיעה "קטנה" בתחילת חודש ינואר 2023: שהכוח הצבאי המשולב של רוסיה ובלרוס שמוצב בבלרוס "מתגבר"!

אמרנו כבר שהגדלה משמעותית של כוח צבאי זה תראה שרוסיה מכינה עצמה "להתקלות" עם צבא פולני/אמריקאי במערב אוקראינה ו/או בשטחה של פולין. כמו שנאמר על הצגת תאטרון: אם רובה תלוי על הקיר במערכה הראשונה, אז יעשה בו שימוש עד לסיום המערכה האחרונה. מי שטוען שרוסיה תחשוש מעימות כזה בגלל מה "שכתוב" באמנת נאטו – יופתע. סעיפים 5 ו-4 באמנת נאטו יעמדו למבחן ולא בעימות עם "נועלי כפכפים" אלא עם מעצמה גרעינית. ראשי צבא רוסיה, קיבלו הוראה להתכונן לעימות שכזה.

מדוע "עימות עם ארגון נאטו"? העימות הזה קיים כבר כעת, אם כי ראשי "המערב" שחוששים מעימות צבאי ישיר עם רוסיה, הולכים בשיטת "סלמי", בהגדלת סוגי הנשק שהם מספקים לאוקראינה. ציינו כבר שהשלטון ברוסיה מסתכן בכך שהלחימה באוקראינה תיהפך למהדורה אוקראינית של מלחמת ווייטנאם. דהיינו מלחמת התשה בין הצדדים. זאת אלא אם רוסיה תשתלט על שטחים נוספים באוקראינה. למעשה על כול אוקראינה. אחרת, "בקצב הנוכחי" של הלחימה שם, היא יכולה להימשך זמן רב. ככול שהלחימה נמשכת זמן רב יותר גדל הסיכון "מהפתעות" רעות לרוסיה. בעיקר אם לציבור ברוסיה "ימאס" מהצורה שבה מתנהלת הלחימה באוקראינה. ואז תהיינה שתי אפשרויות: "להתקפל" או "להעלות הילוך".

"להעלות הילוך" עלול להיות תקיפת "נתיבי אספקה" בפולין, ברומניה וגם בגרמניה. אחרת, זו תהיה מלחמת התשה אינסופית עבור רוסיה. זו תהיה החלטה קשה עבור השלטון ברוסיה. כדי שבכלל תהיה לו אופציה כזו, צריך להגדיל את הצבא הרוסי ואת היכולות שלו לרמה כזו, שהשלטונות בארה"ב ובמערב אירופה יבינו שהמשך אספקת נשק לאוקראינה עלולה להביא למלחמה שכרוכה באבדות גדולות בנפש במדינות שלהם ובחורבן במדינות שלהם. כלומר, מלחמה בלי מירכאות. לא עוד "מבצע צבאי מיוחד", אלא מלחמה.

לזה צריך להתכונן. זה מה שנאמר לבכירי הצבא הרוסי.

## תנאי שימוש וגלוי נאות

1. פרסום זה שייך לד"ר שמואל גולדמן ת.ד. 39312 ת"א 61392 טל. 03-6424743. המאמרים נכתבו על ידי ד"ר שמואל גולדמן והם משקפים את דעת הכותב בלבד, בזמן כתיבתם.
2. אין לראות במאמרים אלו משום הצעה לפעולת השקעה כלשהי או כמתן חוות דעת על הכדאיות של השקעה כלשהי ואין הם מהווים תחליף לייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.
3. שיעור שינוי באחוזים מנובמבר 2007 – מדד דאו ג'ונס ומחיר זהבהדעות המובאות בפרסום זה, ניתנות לשנוי בכל עת ללא מתן הודעה כלשהי.
4. פעולות השקעה שנעשות על ידי ד"ר גולדמן, יכולות להיות בניגוד למשתמע מפרסום זה.
5. המידע שמופיע בפרסום זה, שאוב ממקורות שנחשבים כמהימנים, אולם אין הכותב אחראי על נכונות המידע או שלמותו.
6. כל שימוש שנעשה בפרסום זה, נעשה שלא על דעת הכותב והוא נעשה באחריות המשתמש בלבד.
7. לפי העניין בסופו של כל מאמר ניתן גלוי לעניין האישי שיש או אין לכותב בזמן כתיבתו, במישרין או בעקיפין, בניירות ערך ובנכסים פיננסיים שמוזכרים בו. נתונים אלו יכולים להשתנות לאחר מועד הכתיבה.
8. אין להעתיק בכל צורה שהיא ואין לפרסם או להפיץ בכל צורה שהיא, כל מאמר או חלק ממאמר, שמופיע בפרסום זה, בלי לקבל מראש ובכתב את הסכמתו של ד"ר שמואל גולדמן.



