

**חוברת למשקיע**

14 באפריל 2024

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 31 במרץ 2024.

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

בחוברת זו:

הנקודות מתחברות:

התקדמות צבא רוסי באוקראינה  
סנקציות משניות – סין  
מחיר נפט  
מחיר זהב  
שער ריבית לטווח ארוך.

הקשר בין הוצאות ריבית על חוב של ממשלת ארה"ב ומחיר זהב.

זהב – קישורים למאמרים בחוברות קודמות.

הצלחת סנקציות על רוסיה – כיבוש כול אוקראינה.

מדדי מניות – שער ריבית – זהב.

## הנקודות מתחברות:

### התקדמות צבא רוסי באוקראינה.

כתבנו כמה פעמים על כך, שהתקדמות צבא רוסי באוקראינה, בייחוד מעבר לארבע המחוזות שסופחו לרוסיה (דונסק, לוגנסק, זפוריז'ה וחירסון), ייתכן שתגרום להטלת סנקציות משניות על כול מי שמקיים יחסי מסחר עם רוסיה.

"כול מי" היא בייחוד סין, שכעת היקף הסחר השנתי שלה עם רוסיה הוא כבר כ-120 ביליון דולרים – ייבוא וייצוא, סה"כ כ-240 ביליון דולרים בשנה.

סימנים מקדימים לכך הן התנהלויות של גופים עסקיים במדינות שונות שסוחרות עם רוסיה. כך גם גופים פיננסיים. למשל החלטות של בנקים בקזחסטן ובקירגיסטן שלא לכבד כרטיס אשראי רוסי – מיר. כך גם בנקים בטורקיה. מדווח שגם בנקים בדובאי ואפילו **בסין** מקשים על "פתיחת חשבונות" של חברות רוסיות.

זאת בגלל חשש מהטלת סנקציות "משניות" על ידי הממשל בארה"ב. יש לציין כי במדינות כאלו **אין** איסור של השלטונות על קיום קשרים עסקיים עם רוסיה. אולם לממשל בארה"ב יש "מסורת" של הטלת סנקציות על גופים עסקיים/אנשים במדינות שונות. לכן, גם ללא איסור מהשלטונות על קשרי מסחר עם רוסיה, יש בהן גופים עסקיים, שחוששים מהטלת סנקציות כאלו, שנמנעים/מקטינים קשרים עסקיים עם רוסיה (חברות ואנשים).

זה קיים גם בהודו! מה שמקשה על רוסיה להשתמש בתמורה שהיא מקבלת ממכירת נפט להודו.

חשוב: הטלת סנקציות על ידי הממשל בארה"ב, אפשרית גם כאשר עסקות אינן נעשות בדולר אמריקאי/יורו אלא "במטבע מקומי – רוסי, סיני ועוד. כלומר, בגלל עצם הפעילות העסקית.

מה הקשר להתקדמות צבא רוסי באוקראינה?

מה יוכלו לעשות מנהיגי "המערב", ככול שיתברר שצבא רוסי יכבוש את **כול** אוקראינה ומיליונים ינוסו ממנה למדינות "המערב"?

מר מקרון נשיא צרפת מציע להציב חיילים של מדינות "המערב" באזורים מסוימים באוקראינה. "המודל" הוא, שהשלטון ברוסיה יחשוש מהסלמת העימות הצבאי באוקראינה וימנע מתנועת צבא רוסי אל מעבר לאזורים שהוא כבר שולט בהם. כלומר, "מודל הרתעה".

לא למר מקרון ולא למנהיגי מדינות באירופה יש יכולת "למנוע" מצבא רוסי לנוע למערב אוקראינה. בוודאי לא בלי מעורבות של צבא ארה"ב. הם בוודאי אינם ששים לעימות צבאי כולל עם רוסיה, שבו רוסיה תפציץ במדינות שלהם.

כלומר "מודל הרתעה".

### סנקציות משניות – סין.

ממד אחר "להרתעה" הוא איום בסנקציות משניות על מי שסוחר עם רוסיה. בייחוד על סין.

נשיא ארה"ב ביקש לדבר עם נשיא סין (כך בגרסה הסינית). על מה? על נושאים ברומו של עולם. לדברי יודעי דבר בעיקר על "המלחמה באוקראינה".

מיד אחרי כן הגברת ילן שרת האוצר של ארה"ב, נסעה לסין. בשביל מה?

כדי לנדב לסינים את הידע הכלכלי שלה, כמי שעמדה בראש הבנק המרכזי בארה"ב.

בעיקר על כך שהם צריכים להימנע מקיומו של עודף כושר ייצור, שגורם לכך שהם "מציפים" את העולם "בסחורות זולות". פתאום היא "גלתה את אמריקה". כלומר, שסין "מציפה" – גם את אמריקה – בסחורות זולות.

זו הייתה הגרסה האמריקאית למטרת ביקורה בסין.

לעומת זאת הגרסה הסינית – כפי שפורסמה בכלי תקשורת בסין ממקורות רשמיים ומפי יודעי דבר – היא, שגברת ילן באה **לאיים על סין**, שתפסיק את קשרי המסחר שלה עם רוסיה, אחרת "סנקציות משניות..."

התגובה הסינית: אתם לא תקבעו לנו עם מי לקיים קשרי מסחר.

אבל כאמור למעלה, גם כאשר השלטון במדינה, אינו אוסר לקיים קשרי מסחר עם רוסיה, גופים עסקיים במדינה, יכולים להימנע מכך בגלל חשש שיוטלו עליהם "סנקציות משניות".

השיטה של הממשל בארה"ב, כאשר מדובר במדינה כמו סין, אינה להודיע שיוטלו סנקציות על "כול מי" שסוחר עם רוסיה, אלא על חברות מסוימות בגלל ובגלל...

זה יכול לגרום למעשה **לירידה** בהיקף הסחר עם רוסיה.

**הערה:** ההחלטה של מנהיגי "המערב" לנהל מלחמה ברוסיה באמצעות "שלוחיה" באוקראינה, הייתה מבוססת על כמה הנחות שלהם ושל "מומחים" מטעם עצמם לרוסיה:

1. הצבא הרוסי אינו יכול לנהל מלחמה, גם לא בצבא אוקראינה, שאומן וצויד בידי "המערב".
2. סנקציות כלכליות ללא תקדים שתוטלנה על רוסיה תמוטטנה את המשק הרוסי.

3. האמור למעלה – 1 – 2 – יביא להדחתו של הנשיא פוטין מהשלטון.

4. סין, שההנהגה שלה רק רוצה לסחור עם "המערב" כדי להרוויח הרבה כסף ולשלוח את הילדים שלה "ללמוד" בארה"ב, **לא** תשתף פעולה – קיום יחסי מסחר – עם רוסיה.

כעת אחרי שנתיים של מלחמה באוקראינה, נראה שנקודות 1-2-3 אינן מתקיימות וגם לא נקודה 4. כעת מתחיל להתפרסם "הסבר" מטעם "המערב" מדוע אין מתקיימות נקודות 1-2-3 כאמור למעלה: "בגלל שסין מקיימת יחסי מסחר עם רוסיה" ומספקת לרוסיה... לכן, הביקור של הגברת ילן בסין נועד לאיים על סין בסנקציות כדי לממש את נקודה 4 כאמור למעלה. "מודל הרתעה".

**הערה:** דוגמה לסנקציות משניות שייתכן שתוטלנה על סין היא דרישה של חברות תעופה אמריקאיות למנוע מחברות תעופה סיניות לטוס אל/מ מארה"ב מעל שטחה של **רוסיה**. מאז תחילת המלחמה באוקראינה – פברואר 2022, חברות אמריקאיות (ואירופאיות) אינן יכולות לטוס מעל שטחה של רוסיה בקווי תעופה לאסיה. זאת בגלל שהן מונעות טיסה מעל שטחן מחברות תעופה רוסיים. זה מייקר את עלות הטיסה (מאות דולרים לטיסה) ואת משך הטיסה (3-4 שעות). לכן, טוענות חברות אמריקאיות, יש ייתרון כלכלי לחברות תעופה סיניות בטיסות סין – ארה"ב. (כעת הממשל בארה"ב מאשר 50 טיסות שבועיות בקווים אלו). כמובן שההצדקה של הממשל בארה"ב לאיסור שכזה יהיה: "מסוכן לטוס מעל שטחה של רוסיה". כמו ההצדקה "הבטחונית" לכול סנקציה שמוטלת על חברות בסין.

עד כה השלטון בסין נמנע מתגובות חריפות על סנקציות כאלו. זאת תוך העמדת פנים של חוגים בסין כאילו "משתפרים" היחסים עם ארה"ב. אבל יש גבול להעמדת פנים כזו. ביחוד אם ינסו למנוע כול סחר עם רוסיה.

מחיר נפט.

חלק עיקרי בייצוא של רוסיה למדינה כמו סין (גם הודו ומדינות אחרות) הוא של מוצרי אנרגיה – בעיקר נפט ומוצרי.

אם רוסיה אינה יכולה להשתמש בתמורה שהיא מקבלת עבור מכירת נפט – גם כאשר התמורה היא במטבע מקומי, כמו יואן סיני, היא **לא** תמשיך למכור נפט למדינה כזו. קושי כזה כבר קיים למעשה במכירת נפט **להודו**.

כלומר, זה שהממשל בארה"ב "מרשה" לרוסיה למכור נפט במחיר של עד 60 דולרים לחבית - מחירו כעת כ-80 דולרים - לא יגרום לרוסיה למכור נפט, אם לא תוכל להשתמש בתמורה ממכירת נפט. זה יקרה אם תוטלנה "סנקציות משניות", ככול שצבא רוסי יתקדם לשטחים במזרח אוקראינה ובייחוד במערב אוקראינה.

לפחות, יש כבר איום שכזה! כמו שעשתה הגברת ילן בביקור שלה בסין. סביר שגם מר בלינקן שר החוץ של ארה"ב יעשה כך בביקור קרוב שלו בסין וייתכן גם מר שולץ קנצלר גרמניה.

מה יקרה למחיר הנפט, אם רוסיה תקטין את היצוא של נפט?

לכאורה ארגון אופק - בעיקר ערב הסעודית - יכול להגדיל את יצוא הנפט ב-2-3 מיליון חביות ביום. עד כה ערב הסעודית משתפת פעולה עם רוסיה והן מגבילות את תפוקת/יצוא נפט. כך גם כמה מפיקות נפט גדולות אחרות. אפילו מקסיקו!

מדוע?

כיוון שהן אינן רוצות שמר ביידן ייבחר שוב כנשיא ארה"ב! הרי המדיניות שלו ושל מנהיגי השוק המשותף היא **להקטין את צריכת הנפט בעולם!**

תאמרו: אבל הן (במפרץ הפרסי) זקוקות "להגנה" של ארה"ב. הגנה ממי? מרוסיה? מסין? מאיראן? מעירק?

מעירק לא נשקף להן איום. רוסיה וסין כעת "ערבות" להן, שאיראן אינה מהווה איום עליהן.

גם אם מר ביידן ימכור בחודשים הבאים עוד 60 מיליון חביות נפט ממאגר החירום של ארה"ב, זה לא ימנע עלייה במחיר נפט בעולם ובמחיר בנזין בארה"ב - בתקופת בחירות - אם רוסיה תקטין יצוא נפט ב-2-3 מיליון חביות ביום.

ייתכן אם כך, שאיומים של הגברת ילן, כמו ההצעות של מר מקרון הן חלק "ממודל הרתעה" נגד החלטות של השלטון ברוסיה לגבי המשך המלחמה באוקראינה.

אבל מה יקרה אם השלטון ברוסיה לא "יבהל" מהאיומים שלהם? האם אז הם יגררו להטיל סנקציות משניות על סין?!

כפי שכתבנו בעבר, סימן לכך שרוסיה אינה "נבהלת", היא השמדה שיטתית של תחנות כוח לייצור חשמל באוקראינה. כך גם תחנות משנה להעברת חשמל בין אזורים שונים. המטרה היא, "לשכנע" תושבים באוקראינה "להתפנות" מאזורים/ערים ולנוע למערב אוקראינה ומשם לפולין ולגרמניה.

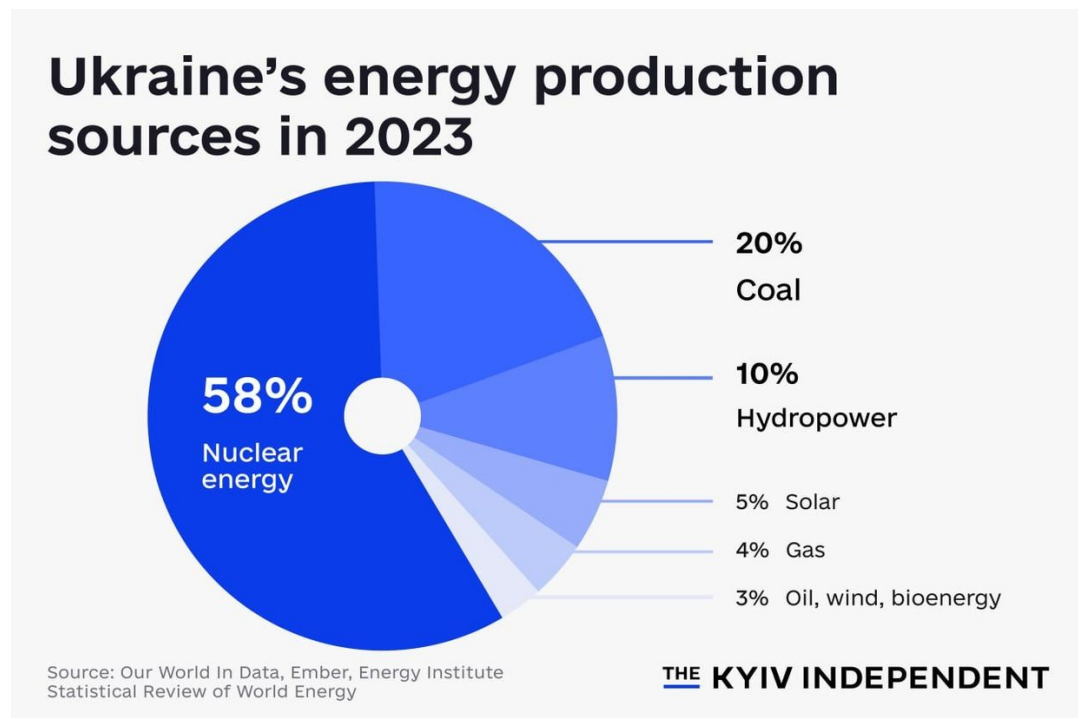
**הערה:** באוקראינה יש 4 תחנות כוח עם כורים גרעיניים לייצור חשמל. הגדולה בהן - זפוריז'ה - נמצאת באזור בשליטת רוסיה. שאר שלושת התחנות נמצאות באזורים בשליטת השלטון הנוכחי באוקראינה. חלק משמעותי מאספקת חשמל באוקראינה, מקורו בתחנות כוח גרעיניות. סביר שהרוסים לא יפציצו תחנות כוח גרעיניות פעילות. מה שהם כנראה יעשו אחרי שישמידו רוב/כול תחנות כוח אחרות, הוא לפגוע ביכולת להעביר חשמל מתחנות כוח אלו לאזורים שונים באוקראינה. זה פחות יעיל מלהשמיד גנטורים שמייצרים חשמל, אבל אפשר בצורה זו למנוע/לשבש אספקת חשמל. כך גם לגבי קווי מתח גבוה שמעבירים חשמל לאוקראינה ממדינות שכנות - פולין, סלובקיה, רומניה והונגריה. זו לא תהיה הפתעה, אם הרוסים פועלים לפי תוכנית סדורה לפגוע באספקת חשמל באוקראינה, **בהתאם** לתוכנית/לוח זמנים להתקדמות צבא רוסי בשטחי אוקראינה.

אפשרות לייבא חשמל לאוקראינה:

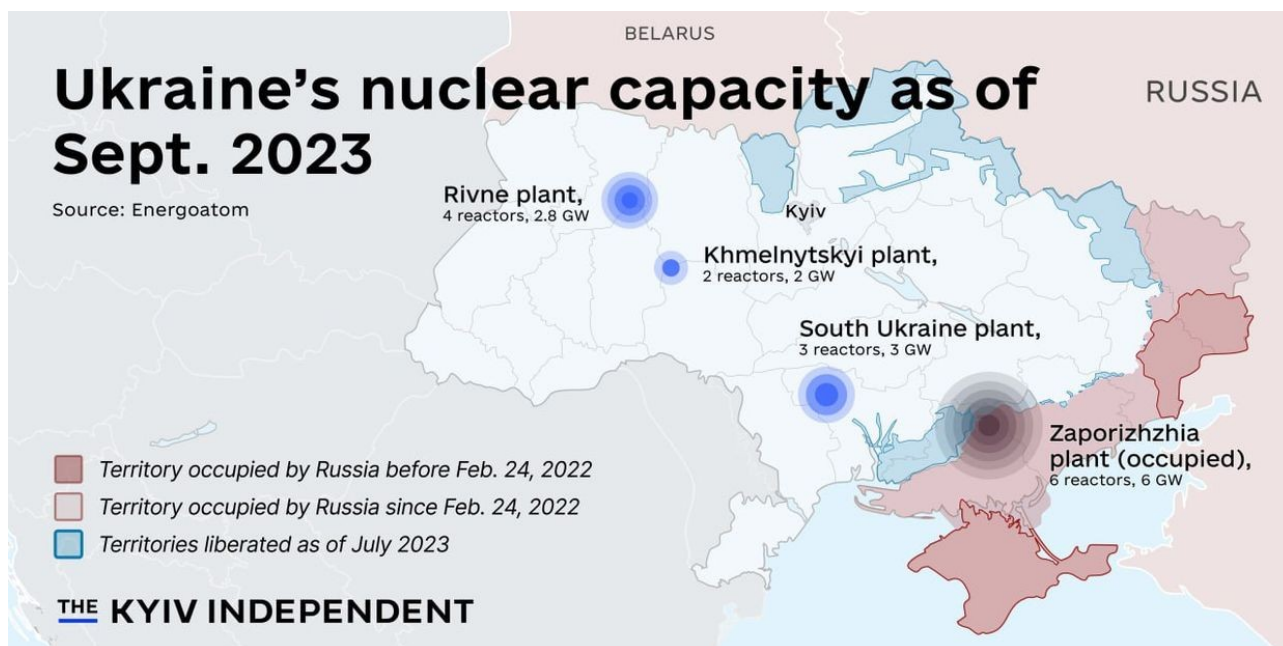


שימו לב שלמעשה מדובר בשני "צמתים" – אחד מפולין והשני מרומניה, הונגריה וסלובקיה. שניהם במערב אוקראינה.

מקורות לייצור חשמל באוקראינה:



מיקום תחנות כוח גרעיניות באוקראינה:



התחנה "הדרומית" סביר שתיכבש עם תנועת צבא רוסי לעבר נהר דנייפר ומערבה לו. תחנת "ריבנה" סביר שתיכבש אם/כאשר צבא רוסי שוב ינוע לתוך שטחי אוקראינה מצפון (אולי גם משטחה של בלרוס). בכול מקרה השמדת תחנות משנה, שמוליכות חשמל מתחנות כוח גרעיניות כמו גם ממדינות שכנות, תגרום "לתרחיש עלטה" באוקראינה.

### מדוע הצורך לכבוש את כול אוקראינה?

זה בגלל "עלי אקספרס". הכיכד?

זה מדווח בדוחות היומיים של משרד ההגנה הרוסי על מהלך המלחמה באוקראינה.

עד לפני זמן קצר הם דיווחו שהם מיירטים מדי יום 100-50 כלי טייס לא מאוישים של אוקראינה. זה גדל ל-150-100 וכעת מגיע ל-300-200 **מדי יום!** לאלו יש טווח טיסה מכמה ק"מ ועד ליותר מאלף ק"מ. אלו יכולים להיות מהסוג שניתן לקנות ב"עלי אקספרס", להם ניתן להצמיד כמה עשרות גרם של חומר נפץ ועד לכאלו שיכולים לשאת מטען של כמה עשרות ק"ג של חומר נפץ. הם ניתנים להפעלה על ידי קבוצות של 1-3 אנשים.

כלומר, בלי לשלוט **בכול** שטחה של אוקראינה, הצבא הרוסי **לא** יוכל למנוע המשך התקפות לאזורים בשטחה של רוסיה, באמצעות כטב"מים, שעלותם נמוכה. מה שהם יקראו "טרור".

לכן, "אזור חיץ" עבור הרוסים, יצטרך להיות **כול** שטחה של אוקראינה.

מנהיגי "המערב" מנסים למנוע זאת על ידי "מודל הרתעה". אולם כפי שהוכח מדי פעם, כאשר "הרתעה" אינה מונעת פעולה, אז צריך להחליט מה לעשות – האם להשתמש בכוח צבאי ו/או בכוח כלכלי – סנקציות משניות.

מדוע "חידושים טכנולוגיים" כמו שימוש גדול בכתב"מים, יאלץ את רוסיה לכבוש את **כול** שטחה של אוקראינה? ננסה להסביר זאת בהמשך חוברת זו בקטע על "הצלחת סנקציות על רוסיה".

## מחיר זהב.

תאמרו: סנקציות משניות על סין, תגרומנה לנזקים כלכליים/פיננסיים גדולים גם למדינות "במערב". אז מה? היטלר החליט לפלוש לברית המועצות, על סמך הנחה שהצבא והמשטר בה יתמוטטו **במהירות**, בתוך כמה חודשים.

כך גם מנהיגי "המערב" יכולים להחליט: להסתכן בסנקציות משניות על סין, שאכן תגרומנה לנזק גדול גם במדינות שלהם, אולם הם יניחו שזה יהיה לתקופה קצרה בלבד – שבה יתמוטט המשטר הנוכחי **ברוסיה**. כך גם במקרה של שימוש בכוח צבאי.

מה יקרה במצב כזה למחיר זהב?

ראשית, הוא יבטא את סיוס האפשרות לקיים מסחר בין מדינות על ידי שימוש/אגירה של דולרים אמריקאיים/יורו וינים יפנים.

שנית, הוא יבטא את האפשרות לחדלות פירעון גדולה – מבחינה **ראלית** – "במערב" וגם "במזרח". כמו גם לירידה בערך ה**ראלי** של נכסים פיננסיים – מניות/אג"ח/פקדונות בבנקים.

בייחוד הוא יבטא את חוסר האפשרות לקבל תשואה **ראלית** בהשקעות פיננסיות. גם בגלל שער הריבית ה**נומינלי** יהיה נמוך במידה רבה משעור העלייה במחירים, ככול שיוגבל/ימנע סחר בין מדינות.

תאמרו: כול זה מטורף. מלחמות הן ענין מטורף, שנגרמות על ידי **אנשים** מטורפים – בלי מרכאות.

**כאן חשוב להדגיש** כי השפעות אפשריות אלו על מחיר הזהב, הן מלבד התהליך העיקרי שכנראה כבר החל והוא **סטגפלציה** "במערב" – שנזונה מצד אחד מתקציבי ממשלות – בייחוד בארה"ב – ומצד שני מעודף כושר "תפוקה" של בנקים מרכזיים – בייחוד בארה"ב. (לידיעת הגברת ילן). כלומר, ייתכן שזו תהיה "תוספת" **לתהליך שיתקיים בכול מקרה**, בגלל מצב כלכלי/פיננסי "במערב".

## שערי ריבית לטווח ארוך.

מחיר זהב שעולה "במפתיע" במהירות ובמידה רבה, הוא סימן לכך ששער הריבית לטווח ארוך הוא "נמוך מדי". זה מבטא מצב שבו **לא** ניתן לקבל תשואה **ראלית** חיובית מנכסים פיננסיים. זאת בגלל "מעשי טרוף" של אנשים – מנהיגים ו/או מצב כלכלי/פיננסי שנגרם על ידי ממשלות ובנקים מרכזיים.

כלומר, כאשר מחיר זהב ממשיך לעלות, ממשיכות **לעלות** התשואות שבה נסחרות אג"ח שנחשבות "בטוחות", דהיינו של ממשלות – בעיקר של ממשלת ארה"ב. הצרוף הזה מנוגד "להגיון כלכלי" של "כלכלני צמרת" – מקורבים לשלטונות. שהרי ככול שעולה התשואה שבה נסחרות אג"ח "בטוחות", קטנה הכדאיות של השקעה בזהב, שכידוע "אינה נושאת תשואה כלשהי". במצב כזה, לפי "ההגיון" שלהם, אמור **לרדת** מחיר זהב.

מה המסקנה כאשר זה אינו קורה במשך זמן ממושך?

שערך השקעות אלו אינו "בטוח" מבחינה **ראלית**. כלומר, שהריבית לטווח ארוך **נמוכה** משעור האינפלציה שיהיה לטווח ארוך!

תם ונשלם חיבור הנקודות.

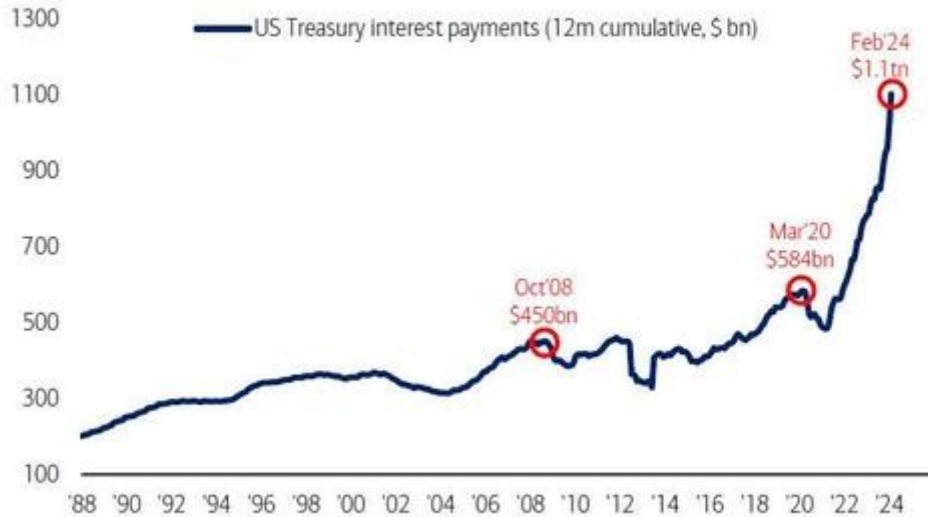
כעת מחכים...

## הקשר בין הוצאות ריבית על חוב של ממשלת ארה"ב ומחיר זהב.

בגרף למטה אפשר לראות את סכום ההוצאה בשנים עשר חודשים אחרונים על תשלומי ריבית על חובה של ממשלת ארה"ב:

מקור: BFA GLOBAL R.

**Chart 2: Surging cost of US government debt... "Interest Cost Control" by Fed**  
US Treasury interest payments (\$ bn, 12-month cumulative)



Source: BofA Global Investment Strategy, Haver

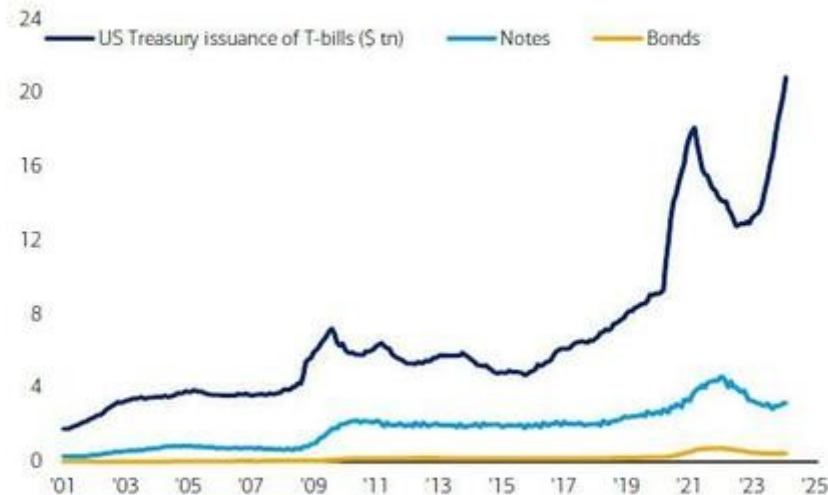
BofA GLOBAL RESEARCH

לפי הנתון בגרף למעלה לסוף פברואר 24 - 1100 ביליון דולרים. זה מוסבר בעלייה שהייתה בשער הריבית לטווח קצר - על ידי הבנק המרכזי של ארה"ב מרמה אפסית ליותר מחמישה אחוזים ומהגידול העצום שהיה בהנפקות של חוב לזמן קצר - שטרי אוצר לפדיון עד שנה אחת, כפי שאפשר לראות בגרף למטה:

סכום מצטבר של הנפקות אג"ח של ממשלת ארה"ב בשנים עשר חודשים אחרונים: בשחור - הקו העליון בגרף - שטרי אוצר לפדיון עד שנה אחת.

**Chart 4: \$21tn of T-Bill issuance past 12 months**

US Treasury issuance of debt securities by tenor (12-month cumulative, \$bn)



Source: BofA Global Investment Strategy, Haver. 12-month cumulative issuance

BofA GLOBAL RESEARCH



הגידול העצום שהיה בחוב הסחיר של ממשלת ארה"ב, מומן ברובו על ידי הנפקה של שטרי אוצר, אותם יש "למחזר" מדי כמה חודשים. העלייה בריבית היומית מעל 5% לעומת רמה אפסית, גורמת לעלייה גדולה מאד בהוצאות לתשלום ריבית על החוב של ממשלת ארה"ב. כעת זהו "הסעיף" הגדול ביותר בתקציב ההוצאות של ממשלת ארה"ב. זה אמור להמשיך לגדול בשעור שהולך ועולה ככול שממשיך לגדול סך החוב של ממשלת ארה"ב - גירעון בתקציבה.

תאמרו: זה אינו מהווה "בעיה" שהרי הבנק המרכזי של ארה"ב יכול להחליט להוריד את שער הריבית היומי במידה רבה על סמך **תחזית** שלו "להתמתנות האינפלציה".

זה נכון. אבל הוא אינו יכול לקבוע את שיעור האינפלציה בפועל.

לכן, כמו שכתבנו בחוברת קודמת, "הפתעה" בשוק ההון תהיה אם דווקא אחרי שהוא **יוריד** את שער הריבית היומי, ירדו מחירי אג"ח לטווח ארוך - **תעלה** התשואה שבה הן נסחרות - כצפי לכך שלא יהיה מנוס מלחזור ולהעלות את שער הריבית היומי. דהיינו ששער הריבית הוא "נמוך מדי". דהיינו שער ריבית **ראלי** שלילי.

זה הקשר (ו"הדמיון") של שני הגרפים שלמעלה לגרף של מחיר הזהב למטה:  
מקור: [tradingeconomics.com](https://tradingeconomics.com)  
מחיר זהב - דולרים לאונקיה. מחיר אחרון בגרף למטה - כ-2380.



שימו לב "לדמיון" בגרפים בתקופה שמתחילה אחרי שנת 2012. "צורת העלייה" בסכום תשלומי הריבית על החוב של ממשלת ארה"ב (וסכום הנפקות לטווח קצר) - "קובעת" את "צורת העלייה" במחיר זהב. דהיינו "סחרור כלפי מעלה". פעולה של הבנק המרכזי של ארה"ב להקטין את סכום ההוצאה על תשלומי ריבית על ידי הורדה גדולה ומהירה בשער הריבית היומי, כאשר שעור האינפלציה נשאר מעל 4% לשנה, תגרום **לירידה** במחירי אג"ח לטווח ארוך. "סימן" לכך יהיה המשך עלייה במחיר זהב.

**הערה:** כאמור למעלה בחוברת זו, תיתכן השפעה על מחיר זהב גם כתוצאה ממעשי שלטונות "המערב" בהטלת סנקציות משניות על סין. זה יהיה "כתוספת" לאמור בקטע זה.

## זהב - קישורים למאמרים בחוברות קודמות.

בחוברת למשקיע 7-1-2024 היו שני מאמרים שדנו בצורות השקעות שונות "שקשורות למחיר זהב".

אפשר להוריד חוברת זו מארכיון באתר למשקיע בקישור הבא:  
[https://samlamash.com/hov\\_arch](https://samlamash.com/hov_arch)

אפשר לקרוא מאמרים אלו באתר למשקיע בקישורים הבאים:

קרנות נסחרות ממונפות - למחיר זהב - למדדי מניות

[https://samlamash.com/hov\\_7\\_1\\_2024/#%D7%A7%D7%A8%D7%A0%D7%95%D7%AA](https://samlamash.com/hov_7_1_2024/#%D7%A7%D7%A8%D7%A0%D7%95%D7%AA)

נספח - מניות של חברות שמפיקות זהב - ספקולציה על מחיר זהב.

[https://samlamash.com/hov\\_7\\_1\\_2024/#נספחזהב](https://samlamash.com/hov_7_1_2024/#נספחזהב)

## **מה לגבי שעור העלייה שייתכן במחיר זהב?**

ציינו בעבר את שעור העלייה שהיה במחיר זהב אחרי שמחירו עלה מעל "שיא קודם".

במקרה הראשון אחרי שנת 1976, מחירו עלה מעל "שיא קודם" של כ-200 דולרים לאונקיה, עד לתחום 700-800 דולרים לאונקיה. זו הייתה תקופה של סטגפלציה.

במקרה השני אחרי המשבר הפיננסי בשנים 2007-2009, מחירו עלה מעל "שיא קודם" של 800-1000 דולרים לאונקיה עד לכ-1800 דולרים לאונקיה. זו הייתה תחילת המדיניות המוניטרית של "הקלה מוניטרית" וריבית יומית אפסית על ידי הבנק המרכזי של ארה"ב.

כעת לא ניתן עדין לדעת, האם העלייה המהירה במחיר הזהב מעל התחום 1800-2000 דולרים לאונקיה, היא בגלל מצב גיאופוליטי - אוקראינה ועוד - או בגלל תהליך של סטגפלציה וסחרור כלפי מעלה בחובות של ממשלת ארה"ב. ייתכן בגלל צרוף של שני אלו.

במקום "לנחש" עד איזה מחיר יעלה מחיר הזהב, אם בכלל, נכון יותר להעריך **עד מתי** יעלה מחירו.

נזכיר פה שלושה מקרים בהם הייתה עלייה גדולה במחיר הזהב ביחס למחירי נכסים אחרים.

הראשון הוא בשנת 1933 כאשר הנשיא רוזבלט קבע את מחירו על כ-34 דולרים לאונקיה (עלייה מכ-20 דולרים לאונקיה), אחרי תחילת המשבר הכלכלי/פיננסי שהחל בשנת 2029.

השני הוא בשנת 1980 כאשר נבחר נשיא חדש - רייגן - ואחרי שמונה נגיד חדש לבנק המרכזי של ארה"ב. אז מחיר הזהב הגיע לכ-800 דולרים לאונקיה.

במקרה הראשון נקבע שבנקים מסחריים אינם רשאים לעסוק בפעילות - מסחר בניירות ערך עבור עצמם. פעילות שנאמר "שתרמה" למשבר הכלכלי.

במקרה השני נקבע שהבנק המרכזי ישנה את צורת ניהול המדיניות המוניטרית שלו - מגבלה על כמות הכסף במקום קביעת שער הריבית.

המקרה השלישי היה בשנת 1970 כאשר מר ניקסון המנוח נשיא ארה"ב ביטל התחייבות של ארה"ב, למכור לבנקים מרכזיים זרים זהב במחיר של 34-40 דולרים לאונקיה. מחירו עלה

עד לכ-200 דולרים לאונקיה. אחרי כן ירד עד לכ-100 דולרים לאונקיה כאשר משרד האוצר של ארה"ב והשלוחה שלו – הלו היא קרן המטבע הבינלאומית – מכרו זהב. אחרי כן החל "מסע" עד לכ-800 דולרים לאונקיה.

במקרה זה היה "שנוי" בהתחייבות של ממשלת ארה"ב! היא לא יכלה להמשיך לקיים התחייבות זו לאורך זמן.

שנויים כאלו נעשים על ידי/בהסכמת פוליטיקאים **אחרי** שקורה משבר כלכלי/פיננסי גדול. (למשל האיסור שהוטל בישראל על בנקים לסחור במניות של עצמם אחרי "משבר המניות הבנקאיות").

כלומר, שנוי בהתנהלות של שלטון (ממשלה, בנק מרכזי ופיקוח על בנקים מסחריים), קורה **אחרי** משבר גדול מאד. הוא נעשה על ידי **פוליטיקאים** בשלטון.

אם "המטרה" כיום של עלייה במחיר הזהב היא להביא לשנוי בהתנהלות של שלטון (ממשלה – בנק מרכזי), שנוי שיעשה על ידי פוליטיקאים בשלטון, אז העלייה במחירו תימשך, עד שיווצר מצב שיכפה על **פוליטיקאים** לעשות שנויים כאלו.

לגבי **הבנק המרכזי של ארה"ב**, מדובר למעשה בחיסולו!

אין הכוונה שלא יהיה בנק מרכזי, אלא שהוא **לא** יוכל להתנהל כפי שהוא עושה מזה עשרות שנים, בייחוד מאז שנת 2008-2009. כלומר, כפי שאסרו בעבר על בנקים מסחריים להתנהל בצורה מסוימת, כך יעשו זאת לגבי הבנק המרכזי של ארה"ב. (מה שיחול עליו יחול גם על בנקים מרכזיים אחרים בעולם, אלא אם במדינה מסוימת תהיינה מגבלות על סחר חוץ ותנועות הון).

שנוי כזה יכול להעשות רק על ידי **פוליטיקאים** בשלטון. לפי ניסיון העבר ולפי הטבע האנושי, זה קורה רק **אחרי** משבר גדול מאד.

לגבי **ממשלת ארה"ב** "השנוי" יכול להיות במגבלה על גודל הגרעון שמותר בתקציבה (בדומה למגבלה בגרמניה). זה המקרה "הקל". "השנוי" "הקשה" עלול להיות, אם כמו שהיה בשנת 1970, היא תבטל "התחייבות" שלה שגורמת לה להוציא מאות/אלפי ביליוני דולרים בשנה. זה יכול להיות בהוצאות סוציאליות. זה יכול להיות בהוצאות "פיננסיות". זה יכול להיות בהוצאות "בטחוניות". או בצרוף של כול אלו.

לכן, אם "מטרת" מגמה ממושכת של עלייה במחיר הזהב היא לאלץ פוליטיקאים בשלטון בארה"ב לעשות "שנוי", השאלה אינה עד "איזה מחיר" אלא "עד מתי".

בתהליך כזה ייתכנו **תנודות גדולות במחירו**, גם בגלל ששלטון ינסה למנוע עלייה במחירו, על ידי מכירת זהב שברשותו – כמו שעשו בעבר.

בהצלחה לכולם.

## הצלחת סנקציות על רוסיה - כיבוש כול אוקראינה.

המטרה של סנקציות שהוטלו על רוסיה - אחרי תחילת המלחמה באוקראינה - הייתה לשבש את הפעילות במשק ברוסיה וכך לגרום להתמרמרות של הציבור ולהדחתו של הנשיא פוטין מהשלטון ברוסיה.

שני סקטורים חשובים שבהם רוסיה הייתה חשופה מאד להשפעת סנקציות של "המערב" היו ייצור רכב ותעופה.

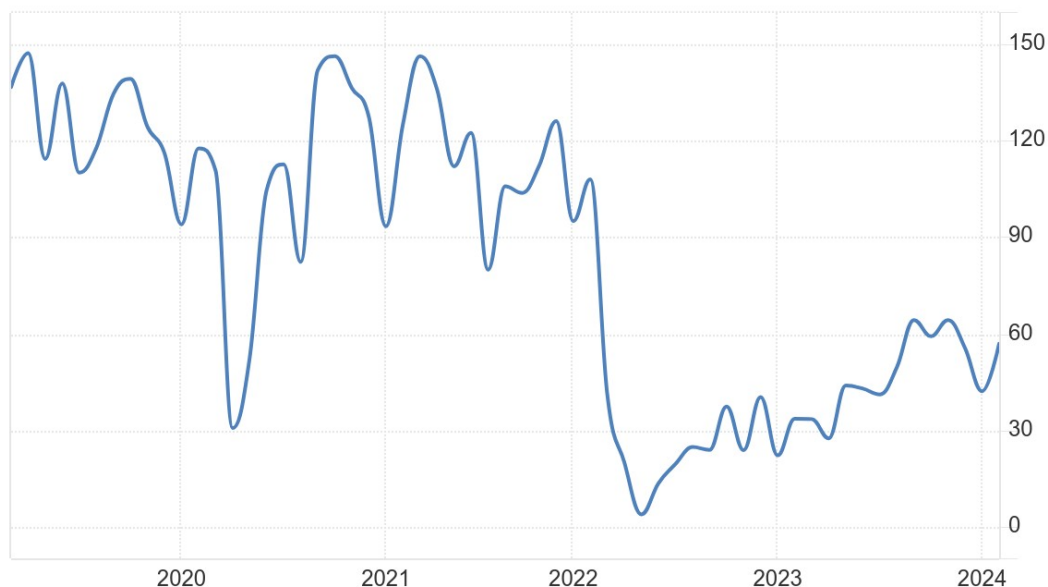
אחרי סיום המשטר הקומוניסטי ברוסיה בשנת 1991, למעשה לא היה בה ייצור מקומי של רכב. מה שקרה הוא שחברות "מערביות", בעיקר מאירופה ומיפן, הקימו בה מפעלי הרכבה לרכב, בהם השתמשו בפריטים שיובאו ממדינות זרות. כלומר, למעשה היה מעט מאד ייצור מקומי של חלקים מהם "מורכב" רכב.

אחרי הטלת סנקציות על רוסיה, חברות רכב זרות הפסיקו את הפעילות שלהן ברוסיה. התוצאה הייתה ירידה גדולה מאד בייצור רכב ברוסיה. נכון שגם הייתה ירידה גדולה בביקוש לרכב בגלל המלחמה. אבל בעיקר זה נבע מחוסר יכולת להמשיך להפעיל מפעלי "הרכבה לרכב".

מנהלים מקומיים - ברוסיה - שהמשיכו להפעיל מפעלים כאלו, התקשרו עם חברות רכב חדשות, בעיקר מסיין, כדי לחדש ייצור "מקומי" של רכב. השלטונות שסייעו בכך, דרשו/דורשים שחלק הולך וגדל מהייצור יהיה מבוסס על "פריטים" שמוצרים ברוסיה. כמו גם על "העברת ידע" מחברות זרות ליצרנים מקומיים. בנוסף לכך, גדל ייצור מקומי - דגמי רכב מקומיים - בגלל ירידה בהיצע של רכבים מתוצרת זרה.

התוצאה? גידול בייצור רכב ברוסיה לעומת "ההתרסקות" שהייתה בשנת 2022, כמוצג בגרף למטה: (אלפי יחידות בחודש)

RU Car Production - Thousand Units



Source: tradingeconomics.com | Federal State Statistics Service

אולם ברור שייצור מקומי של רכב עדיין נמוך ממה שהיה עד שנת 2022. (נציין פה כי מאז שנת 2013 הייתה ירידה גדולה בייצור מקומי של רכב ברוסיה - וגם במכירות).

סביר להניח כי גידול נוסף יהיה תלוי במידה רבה בשיתוף פעולה עם חברות זרות, בייחוד מסיין. כמה מהן, בייחוד אלו ששואפות להגדיל מכירת רכב באירופה ובארה"ב - בייחוד רכב חשמלי - עלולות להרתע משיתוף פעולה כזה בגלל חשש מסנקציות משניות.

סקטור תעופה – דנו בו בהרחבה בחוברות קודמות – היה חשוף לסנקציות שמנעו אפשרות לקנות מטוסים מחברות בואינג ואירבוס ורכישת חלקי חילוף מהן. חלק גדול מציי המטוסים של חברות רוסיות היה מבוסס על מטוסים מתוצרת חברות אלו. זאת במידה רבה על ידי הסכמי חכירה (ליסינג) של מטוסים מחברות "במערב".

למעשה השלטון הרוסי "הלאים" מטוסים אלו, דהיינו מנע "מלהחזיר" אותם לחברות "במערב". אולם במשך הזמן חברות רוסיות רוכשות מטוסים כאלו מחברות החכרה זרות.

לפי תוכנית בהכוונת השלטון ברוסיה אמור לגדול מאד ייצור מקומי של מטוסים ברוסיה, כך שבמהלך 4-6 השנים הבאות, אפשר יהיה להחליף מטוסים זרים במטוסים מתוצרת מקומית. "ייצור סדרתי" של כמה עשרות מטוסים בשנה של דגמים כאלו, אמור היה להתחיל בשנת 2024.

אולם לפי דיווחים (גלויים), זה יתעכב עד לשנים 2025-2026. בחלקו בגלל הפניית משאבים (כולל אנושיים) לייצור מטוסים עבור הצבא הרוסי. בחלקו בגלל עיכובים בהחלפת פריטים מתוצרת זרה בייצור מקומי.

מסקנה? בשני סקטורים חשובים אלו עדיין ניכרת ההשפעה של סנקציות שהוטלו על רוסיה. השפעה שלילית כזו עלולה לגבור אם השלטונות "במערב" יגבירו את "האכיפה" כדי למנוע אספקת פריטים מתוצרת "מערבית" באמצעות "מתווכים" במדינות "נייטרליות", כמו טורקיה, דובאי ומדינות באסיה.

"אכיפה" מחמירה כזו, לא נעשתה עד כה בגלל חשש "לסכסוכים" עם השלטונות במדינות כאלו. אולם זה עלול להשתנות ככול שצבא רוסי יתקדם בשטחי אוקראינה.

"ההגיון" של מנהיגי "המערב" יכול להיות מבוסס על הנחה "שעוד מעט עם עוד מעט לחץ" תשובש הפעילות במשק הרוסי. מה שקורה בענף הרכב ובענף התעופה ברוסיה, יכול "לעודד" חשיבה כזו. כמו כן איום על ענף התעופה **בסין**, שלמעשה תלוי בזמינות של מטוסים מתוצרת בואינג ואירבוס, יכול לכאורה לעודד "התנהלות חיובית" מצד השלטונות בסין. בייחוד על ידי מניעת "סיוע" לענפי רכב ותעופה ברוסיה.

אולם נדרש גם מרכיב "צבאי" "במודל" זה. יכולת של צבא אוקראינה להמשיך "להחליש" את הצבא הרוסי ולא פחות מכך את הנכונות של ציבור ברוסיה להמשיך במלחמה. זאת על ידי מה שהרוסים קוראים "טרור" – התקפות "אוויריות" על אוכלוסיה אזרחית.

זה יכול להתאפשר על ידי שימוש גדול בכתב"מים! מכול שטח שישאר בשליטת "הנאצים" (לגרסת הרוסים) באוקראינה. זה לא יהיה כרוך בעלות גבוהה עבור "המערב".

כלומר, כול שטח באוקראינה **שלא** יכבש על ידי הרוסים, יוכל לשמש "לטרור" של אוכלוסיה אזרחית בשטחים בשליטת רוסיה. ("הפתעה" – כמו שקורה לאוכלוסיה בישראל!).

**מסקנה:** כול זמן שמנהיגי "המערב" נחושים להמשיך "להחליש" את רוסיה (ולהחליף את השלטון הנוכחי בה), הם יוכלו להשתמש בכול שטח באוקראינה, שלא יכבש על ידי רוסיה, כדי לממש מטרה זו. יש כיום טכנולוגיה "זולה" יחסית, שמאפשרת זאת. אין צורך במטוסי חמקן בשביל זה. זאת ביחד עם סנקציות משניות, שאולי בתוך **תקופה קצרה** תגרומונה "להתמוטטות המשק ברוסיה", והרי לכם "התרחיש" למקרה שבו רוסיה **לא** תכבוש את **כול** אוקראינה.

מה יעשה השלטון הרוסי? אולי תחילה יקווה שיהיה שנוי בהתנהלות מנהיגי "המערב", גם בגלל שיהיה שנוי באלו שמנהיגים אותו – בייחוד בארה"ב. או שלא יחכו לזה.

אם נסתמך על דברי חובב סוסי מרוץ מצ'אניה – נדע עד סוף קיץ 2024.

**הערה:** מר קדירוב מנהיג צ'אניה הודיע כי אלפי לוחמים ששרתו בארגון ווגנר, יצטרפו לארגון אחמט – ארגון צבאי של לוחמים מצ'אניה. אלו הם חלק משרותי ביטחון פנימי ברוסיה, שכפופים – תנחשו למי? – לנשיא רוסיה.

## מדדי מניות - שערי ריבית - זהב.

מחיר זהב - 2343 (2220) דולרים לאונקיה.  
מדד דאו גונס תעשייתי - 37983 (39807)  
מדד נאסדק - 16175 (16379)  
תשואת אג"ח ממשלת ארה"ב 10 שנים - 4.53% (4.21%)  
שער ריבית יומי ארה"ב 5.25%  
מחיר נפט קל ארה"ב - 85 (83) דולר לחבית. ברנט באירופה - 90 (87) דולר.  
תשואה ראלית אג"ח צמוד מדד ממשלת ארה"ב 10 שנים - 1.99% (1.89%)

בסוגריים - הנתונים ביום 31 במרץ 2024.

מדדי מניות - ירידה 1%-4.5%. מחיר זהב - עלייה 5.5%. תשואת אג"ח עלייה (מחירי אג"ח ירידה). מחירי נפט - עלייה קלה. תשואת אג"ח צמוד למדד - עלייה.

גרפים אפשר לראות [באתר חוברת למשקיע](#)  
כמו כן

[גרף של מחיר הזהב.](#)

מחיר זהב.

אנליסטים במוסדות פיננסיים גדולים, החלו "לפתע" לצפות המשך עליות גדולות במחיר זהב. ביום המסחר האחרון בשבוע האחרון מחיר זהב התחיל ב-2380 עלה עד לכ-2420, משם ירד לכ-2330 וסיים בכ-2340 דולרים לאונקיה. כלומר, "טרמפיסטים" מצטרפים "לחגיגה". עוד סימן לכך, הן עליות גדולות ומהירות במחירה של מתכת כסף. גם במחירה של מתכת פלטינה. כלומר, קניות לפי "מודל" חשיפה "לקבוצה".

אין זה אומר בהכרח שבה מסתיימת מגמת עליות במחירו, אלא שתיתכנה תנודות גדולות במחיר. במידה מסוימת ייתכן גם בגלל שלהשפעה של מצב כלכלי על מחירו, מצטרפת גם השפעה של מצב גיאופוליטי - כמו תרחיש "וודאי" שבו איראן תפציץ את המפעלים לייצור במבה וביסלי בישראל ותגרום למיליוני אזרחים, שהילדים שלהם משגעים אותם, לדרוש מהממשלה להפסיק את המלחמה "בכולם".

הדבר העיקרי שיש לשים לב אליו הוא שמחירו של זהב עולה למרות עלייה בתשואות שבה נסחרות אג"ח "בטוחות". כמו כן עד כה גם בלי שציבור הגדיל החזקות בקרנות נסחרות שמחזיקות בזהב (כפי שציינו בחוברת קודמת).

אם כך, סביר שתימשכנה תנודות, גם גדולות, במחירו, בתוך מגמה עולה, אם אכן מתממש תרחיש של **סטגפלציה**.

שער חליפין ין יפני.

קעת 153 ינים לדולר - שפל חדש מזה זמן רב. כפי שציינו העובדה "שנתקע" ברמת השפל הקודם - כ-151 ינים לדולר - למרות "איומים" של שר האוצר של יפן על "התערבויות" - הייתה סימן שתימשך עלייה בתשואות בהן נסחרות אג"ח של ממשלת ארה"ב.

צפינו כי בתרחיש של סטגפלציה, השלטון ביפן ימנע מהעלאת שער הריבית, בגלל סטגנציה כלכלית ויעדיף המשך פחות בשער החליפין של היין היפני. "האיומים" על "התערבויות", מיועדים למנוע "פניקה" שתתבטא **בפחות** מהיר של היין היפני.

## שער חליפין ינים לדולר.



## שערי חליפין יורו ושטרלינג.

תרחיש דומה בזמן סטגפלציה יהיה בגוש היורו ובבריטניה. סטגנציה כלכלית תמנע העלאת ריבית והשלטונות שם יעדיפו פיחות בשערי החליפין מול הדולר. גם "במחיר" שעור אינפלציה "גבוה". אפשר לראות בגרפים למטה, ששערי חליפין אלו לעומת הדולר נמצאים קרוב "לשבירה" כלפי מטה בכיוון לרמות שפל בתקופה האחרונה. סימן לכך הן עליות במחירי זהב כשהוא נקוב במטבעות אלו.

## שער חליפין דולר ליורו.



שער חליפין דולר לשטרלינג.

British Pound US Dollar



source: tradingeconomics.com

שעור תשואה באג"ח ממשלת ארה"ב צמוד למדד - פדיון 10 שנים.

10 Year TIPS Yield



source: tradingeconomics.com



כאשר "מחסום" 2-2.5% יפרץ כלפי מעלה, כלומר התשואה הראלית לכיוון 3% וייתכן גם מעל רמה זו, זה לא יהיה סימן לשעור צמיחה כלכלית גבוהה בארה"ב, אלא "למשבר" ביכולת של ממשלת ארה"ב למחזר את החוב הסחיר שלה. אלא "במחיר" של ירידה גדולה בפעילות כלכלית בסקטור הפרטי בארה"ב ובמדינות אחרות. סימן מקדים לכך יהיה בהמשך מגמת עליות במחיר זהב "ולפתע" הפסקת עליות במדדי מניות. התייחסנו מקודם בחוברת זו "לסחרור" כלפי מעלה בהוצאות לתשלום ריבית על החוב הסחיר של ממשלת ארה"ב. הקלעות למצב כזה, תאלץ פוליטיקאים בארה"ב לקבל החלטות לגבי "שנוי", כאמור מקודם בחוברת זו. מה הם יחליטו "לשנות", נדע בעתיד.

## מלחמת הצ'יפים.

מחיר מניית אינטל.



"הסיפור" היה שהיא מקימה בארה"ב מפעלים לייצור צ'יפים בעזרת מימון שתקבל מממשלת ארה"ב - סך הכול מענקים והלוואות כ-20 ביליון דולרים.

כתבנו בעבר "שהבעיה" תהיה בלקוחות לצ'יפים שייצרו במפעלים אלו. כוונת החברה היא לייצר צ'יפים גם עבור לקוחות מחוץ לחברה. גם דווח שכבר יש לה הסכם עם לקוח אחד גדול כזה. אבל בינתיים היא ממשיכה לדווח על הפסדים גדולים.

לעומת זאת לחברת ASML שמייצרת ציוד לייצור צ'יפים, אין כעת מחסור בלקוחות. אלו חברות שבעזרת מימון מממשלות - ארה"ב, יפן, גרמניה - מקימות מפעלים לייצור צ'יפים. המימון מבנקים מרכזיים "שמדפיסים" דולרים, ינים ויורו. כמובן שהבעיה של חברות אלו תהיה למי ימכרו צ'יפים שייצרו במפעלים אלו, בייחוד כאשר בסין יגדל ייצור עצמי של צ'יפים, תחילה לצריכה בסין ואחרי כן "להציף את העולם בתוצרת זולה", כדברי שרת האוצר של ארה"ב. "הפתעה" תהיה אם יתברר שמצב כזה ייתכן הרבה לפני המועד שבו צופים "מומחים" שיקרה כך בסין. עד אז זה "סיפור" טוב למניית החברה.

## מחיר מניית ASML

ASML Holding



source: tradingeconomics.com

החברה מטייוואן TSMC היצרנית הגדולה של ציפים בעולם, תקבל מהממשל בארה"ב 6.6 ביליון דולרים כמענק ועוד כ-5 ביליון דולרים בהלוואה, כדי להקים מפעל שלישי לייצור ציפים באריזונה. בדומה למפעלים של אינטל בארה"ב, השאלה תהיה מי יקנה ציפים אלו, אם הלקוחות שלהם לא יוכלו למכור ציפים אלו בסין. גם לא במדינות אחרות באסיה, שבהן ימכרו ציפים שיוצרו בסין. כעת זה "סיפור" טוב כמו גם הביקוש לציפים שכוללים "בינה מלאכותית", גם אם לא ברור מה התועלת הנוספת מהם לצרכנים הסופיים שאמורים להנות "מבינה מלאכותית". כעת, זה "סיפור" טוב: "המוצר כולל בינה מלאכותית".

מחיר מניית TSMC. בדולרים.

Taiwan Semiconductor Mfg



source: tradingeconomics.com

-----  
בתקווה לימים טובים – למשפחות הנרצחים/חללים, לחטופים/שבויים, לחיילים, לתושבים,  
לפצועים שמחלימים, למפונים מבתיהם, למפוטרים.

מנהיגים כושלים יחלפו/יודחו. לעומת זאת [זה מה שתמיד ישאר](#).

### 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. הדעות 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.