

חוברת למשקיע

19 בינואר 2025

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 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 ולכתוב בשורת הנושא "מבקש/ת להפסיק לקבל את חוברת למשקיע".

הערה: החוברת הקודמת נשלחה ביום 5 בינואר 2025.

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

בחוברת זו:

מחיר זהב – אפשר "לסמוד" עליהם.

סימן שהריבית "נמוכה מדי" בארה"ב?

מחירי פחם – מחיר גז.

שאלה בריטית.

הפעם זה אחרת.

חברת מודרנה – "מסיפורים" למציאות.

מדדי מניות – שערי חליפין – שערי ריבית – זהב.

מחיר זהב – אפשר "לסמוד" עליהם.

בגרף למטה – מקור בלומברג – שנויים בהחזקות – באחוזים -בקרנות סחירות שמחזיקות במטילי זהב:



בגרף הבא למטה, מחיר זהב בעשר שנים אחרונות – מקור tradingeconomics.com



מסקנה: העלייה במחיר זהב בשנת 2024 לא נגרמה על ידי "משקיעים" בקרנות כאלו – מנהלי תיקים "וציבור". בוודאי לא במדינות "המערב". זה מובן לאור העליות במדדי מניות במדינות "המערב" – בייחוד בארה"ב – בשנת 2024. כדי שאלו "יצטרפו" לקניית זהב, נדרשת תקופה **ממושכת** שבה מדדי מניות **אינם** עולים לשיאים חדשים, בעוד נמשכות עליות במחיר זהב. בתרחיש כזה, ייתכן שעיקר העלייה במחיר זהב, עדיין לא קרתה, אם אכן כך יקרה.

מדוע ריבית "גבוהה" לכאורה במדינות "המערב", לא בלמה, עד כה, עלייה במחיר זהב?
שתי הערות לעניין זה.

ראשית, כתבנו כבר על כך, שעלייה ממושכת במחיר זהב – במדינות "המערב" – כנראה מורה על כך ששער הריבית בהן "נמוך מדי". זה יכול להתייחס לשער הריבית הנומינלי – כפי שהיה בתקופות כאלו בעבר. אולם, בתקופה הנוכחית, כפי שכתבנו כבר, זה יכול להתייחס גם/בעיקר לשער הריבית הריאלי במדינות "המערב" – בעיקר בארה"ב – בגלל גודל חובות ממשלות וגירעונות בתקציבי ממשלות – שמשקפים גם בגרעון במאזן המסחרי של מדינות – בעיקר בארה"ב.

כלומר, ייתכן שזו קביעה שגויה, כאילו יש, כעת, שערי ריבית "גבוהים".

שנית, שער ריבית "גבוה" כגורם שלילי לקנייה/אחזקה של זהב, אמור להשפיע על אלו שמפנים כספי חסכונות שלהם לקניית זהב. כאמור למעלה, עד כה, אלו אינם נמצאים בעיקר במדינות "המערב". שם עדיין מפנים כספי חסכונות להשקעות "במניות", בעיקר בקרנות סחירות כאלו. זה בולט בארה"ב.

לעומת זאת במדינה כמו סין שבה יש חיסכון גדול – שמתבטא בעודף מסחרי בשנה של כאלף ביליון דולרים – יש שערי ריבית נמוכים בהשקעות "בטוחות" – אג"ח ממשלה – לטווח ארוך. כעת פחות משני אחוזים לשנה. זה גרם לבנק המרכזי של סין להודיע שהוא מפסיק לקנות אג"ח ממשלה! (לעומת הבנקים המרכזיים בארה"ב, ביפן, שממשיכים לקנות אג"ח ממשלה). בו בזמן מחירי בתיים/דירות בסין הפסיקו לעלות – למעשה יורדים – כך שאפיק השקעה עיקרי לחסכונות, אינו מניב כעת תשואה חיובית. גם השקעה במדדי מניות בסין, מזה תקופה ארוכה אינה מניבה תשואה חיובית.

לכן, השפעת ריבית לכאורה גבוהה "במערב", אינה קיימת במקום שבו ממשיכים להצטבר כספי חסכונות בממדים גדולים. לכאורה זה אמור להפנות כספי חסכונות כאלו להשקעות פיננסיות "במערב". סביר שזה קיים במידה מסוימת ומתבטא בפיחות שער החליפין של היואן הסיני – למרות עודף מסחרי גדול מאד בסין. (פיחות שייתכן שהוא גם "לרצון" השלטונות בסין). בו בזמן, "ההבטחה" של השלטונות בארה"ב – דמוקרטים ורפובליקאים – "לטפל בבעייה הסינית", כמו "בבעייה הרוסית", מרתיעה מהשקעות כאלו. ביחוד בכספי הבנק המרכזי של סין ובעלי אמצעים גדולים בסין. לגביהם יש משמעות כלכלית מוגבלת, אם בכלל, לריבית "גבוהה" "במערב".

אם כך, לפי הגרף הראשון למעלה, עד כה, העלייה במחיר זהב מתחילת שנת 2024, אינה נגרמת על ידי אלו שמושפעים מריבית "גבוהה" "במערב". לפי נסיון העבר בתרחישים כאלו, יש אפשרות שעיקר העלייה במחיר זהב (במקביל להפסקת עליות במדדי מניות), עדיין לא קרתה. ייתכן שכך יקרה וייתכן שלא יקרה כך.

סימן שהריבית "נמוכה מדי" בארה"ב?



מה קרה שמחיר המניה מנובמבר 2024 עלה מרמה של פחות מדולר אחד לתחום של 5-7 דולרים? פשוט מאד. מר טרמפ נבחר לנשיא וזה "יצר סיפור טרמפ" לגבי חברה זו. כמו לגבי "השקעות" ביטקוין.

תזכורת: מה עושה חברה זו? היא מרכזת הלוואות משכנתה שנוצרות על ידי "מתווכים פיננסיים" "יוצרת מהן "חבילה" של משכנתאות אותה היא מנפיקה על ידי מכירת אג"ח "מגובות במשכנתאות" למשקיעים, כאשר היא "ערבה" לתשלומי ריבית ופירעון סכומי המשכנתאות, שמהם נפרעות אג"ח אלו. תמורת "הערבות", היא גובה "דמי ערבות".

למרות שזו לכאורה חברה "פרטית", ההנחה הרווחת היא שממשלת ארה"ב למעשה ערבה "לערבות" שהיא נותנת לקוני האג"ח שהיא מנפיקה, כדי שתוכל למעשה לממן מתן משכנתאות.

הנחה זו עמדה למבחן במשבר הפיננסי/כלכלי בשנים 2008/2009. אז התברר שהחברה אינה יכולה לממש את "הערבות" שלה, בלי סיוע של ממשלת ארה"ב. כדי לקבל סיוע זה שהסתכם במאות ביליוני דולרים, ממשלת ארה"ב למעשה הכניסה את החברה "לכינוס נכסים". בעלי המניות אבדו את כול ערך השקעתם במניות החברה.

החברה המשיכה לפעול כאשר את רווחיה היא מעבירה למשרד האוצר של ארה"ב. דהיינו לא לבעלי המניות – שהמשיכו להיסחר במחירים של פחות מחצי דולר למניה. כמו כן ממשלת ארה"ב מחזיקה במניות בכורה בסכום של כ-190 ביליון דולרים כמו גם "בזכויות" לרכוש כ-80 אחוזים מהון המניות של החברה. משרד האוצר של ארה"ב "הזרים" לחברה "ולחברת אחות" שלה - Freddie סכום של כ-190 ביליון דולרים, כדי לעמוד בהתחייבויות לבעלי אג"ח שהן הנפיקו.

מה קרה אחרי 2010, כאשר הבנק המרכזי של ארה"ב הנהיג מדיניות של "הקלה מוניטירית" – דהיינו ריבית יומית אפסית וריבית על אג"ח ממשלה לטווח ארוך של 1-2 אחוזים לשנה, כמו גם רכישה של אג"ח מגובות במשכנתאות בסכום מצטבר של יותר מאלפי ביליון דולרים?

"שהעסק" של חברה זו הפך להיות "לעסק" רווחי מאד. זאת משלוש סיבות.

ראשית, מדיניות הריבית האפסית של הבנק המרכזי של ארה"ב, הקטינה מאד את החזרי התשלומים השוטפים של משכנתאות, ביחס להכנסות של לוי משכנתאות.

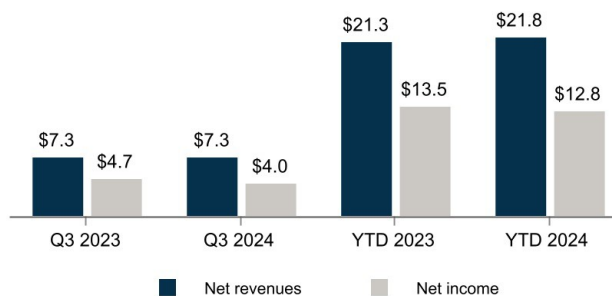
שנית, התחילה תקופה ממושכת על עליות במחירי בתים, בייחוד אחרי תחילת קוביד 19 בשנת 2020. עליות בשיעור של עשרות אחוזים.

שלישית, חל גידול ניכר בהיקף העסקות לרכישת בתים – חדשים ויד שנייה.

בתרחיש כזה לא היה למעשה סיכון במתן "ערבות" להחזר תשלומי ריבית וקרן של משכנתאות. כמו כן גדל מחזור העסקים של החברה. כתוצאה מכך, שתי חברות אלו "פרעו" בתשלומים למשרד האוצר של ארה"ב סכום שגדול ביותר ממאה ביליון דולרים, מהעלות שהייתה למשרד האוצר כאשר הכניס אותן "לכינוס נכסים".

בתשעת החודשים הראשונים של 2024 הרווחיות המדווחת של החברה הייתה כמוצג בגרף למטה:

Net Revenues and Net Income
(Dollars in billions)



כ-13 ביליון דולרים בתשעה חודשים. 4 ביליון דולרים ברבעון 3 2024. סכומים אלו שולמו למשרד האוצר של ארה"ב כדיבידינד.

בדוח הכספי של החברה לספטמבר 2024:

ערך נכסי לבעלי מניות – 90 ביליון דולרים. אבל ערך זה משויך כולו לבעלי מניות בכורה – דהיינו לממשלת ארה"ב. כיצד זה מסביר את העלייה במחיר המניות שמחזיק הציבור? נסביר בהמשך.

הלוואות משכנתאות – כ-4000 ביליון דולרים. חובות (אג"ח) – כ-4000 ביליון דולרים.

ממה נובעת "השמחה" שגרמה/גורמת לעלייה במחירי המניות (כ-1.1 ביליון מניות) שבידי הציבור?

הטענה של "מומחים", בעיקר של מנהל קרן גידור (ידוע באהדתו למדינת ישראל) היא, שלמעשה הגיע הזמן "להוציא" חברה זו "מכינוס נכסים". שהרי היא "פרעה" את חובה לממשלת ארה"ב, כעת היא פועלת ברווחיות, ואפשר על ידי גיוס הון לא רב, עד 30-40 ביליון דולרים לחזור להפעילה כחברה פרטית.

מה באשר למניות הבכורה שמוחזקות על ידי הממשלה? אלו "תימחקה", שהרי החברה כבר העבירה לממשלה סכום גדול יותר מהסכום שהיא קבלה מהממשלה (לא מדויק!) כאשר הוכנסה לכינוס נכסים.

לפי אומדן שלו מחיר המניה יכול להיות כ-34 דולרים. נזכיר: המניה נסחרה במחיר של כמחצית הדולר. פורסם שהוא מחזיק באמצעות קרן גידור בניהולו כמות גדולה ממניות אלו.

מה לכול אלו ולבחירתו של מר טרמפ כנשיא?

הטענה/תקווה היא שבתקופת כהונתו כנשיא, הממשל בארה"ב יסכים להוציא שתי חברות אלו "מכינוס נכסים". כמובן תוך כדי שהם מוותרים על החזקות הממשלה במניות החברה וגם יסכים שיידרש לה הון עצמי קטן יחסית, כדי להמשיך בפעילות שלה.

מר טרמפ כנשיא יכול לעשות "הכול", מלבד לשנות את "חוקי הטבע", שאלו כוללים גם חוקים כלכליים בסיסיים.

מדוע החברה הפכה להיות רווחית? "הסברנו" זאת. "התודה" נתונה לבנק המרכזי של ארה"ב. דהיינו למדיניות "הקלה מוניטרית" במשך התקופה מאז שנת 2010. כלומר, עיוות בשער הריבית לטווח ארוך, מה שגרם לעלויות גדולות במחירי נכסים – בתים ומניות. עד לפני כששה חודשים גם במחירי אג"ח לטווח ארוך. כמו כן "התודה" לגידול עצום בחובות ממשלת ארה"ב.

אולם אם "צודקות העלויות במחיר זהב" ששער הריבית הריאלי בארה"ב "נמוך מדי", עלול להתברר שיש סיכון גדול בפעילות של החברה במתן ערבות לפירעון משכנתאות. כמו שהיה בתקופה עד שנת 2008.

אז מה? מקודם משקיעים "מתוחכמים" ירוויחו סכומים גדולים, כאשר מר טרמפ כנשיא "יוציא את החברה מכינוס נכסים", בתנאים שהוזכרו למעלה. אחרי כן אם יתברר שהיא שוב תחזור "לכינוס נכסים", כיוון ששער הריבית הריאלי ימשיך לעלות ומחירי בתים ירדו, זו שוב תהיה "בעייה" של ממשלת ארה"ב.

למה זה "מראה" ששער הריבית "נמוך מדי"?

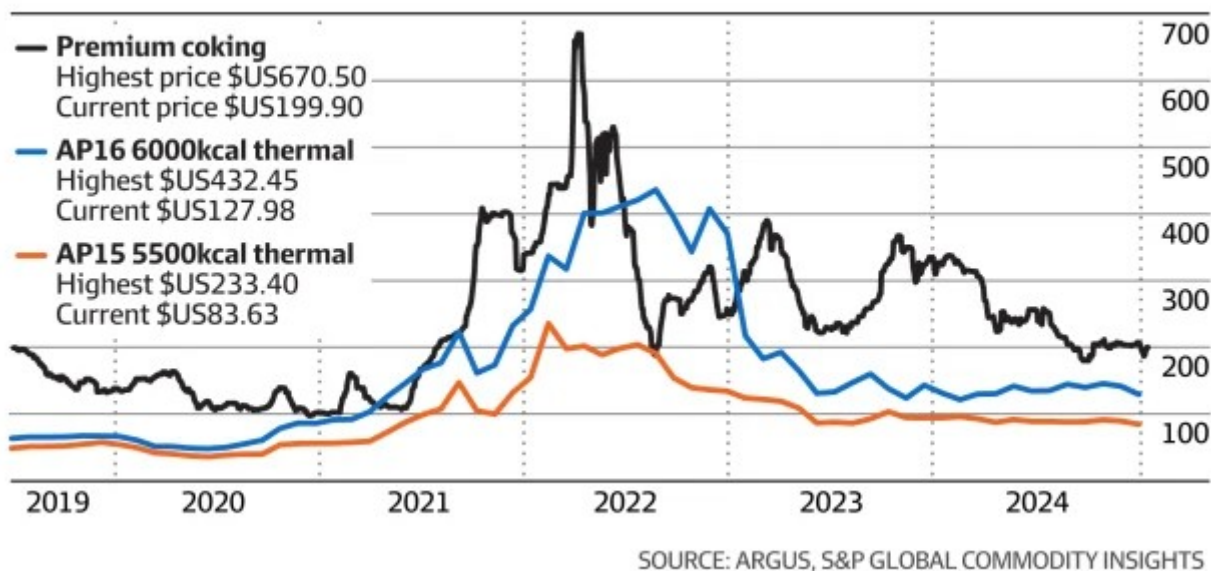
כיוון שהשקעות כאלו – בטעונים כאלו – תיתכנה רק כול עוד הריבית "נמוכה מדי". זה מאפשר "השקעות לטווח קצר" על בסיס "סיפורים". במקרה זה, "סיפור" על ממשל הנשיא טרמפ. כלומר, הנחה/תקווה שעדיין יש מספיק זמן "למדיניות השקעות כזו".

כפי שנאמר כבר, המשך עלייה במחיר זהב במקביל להמשך עלייה בשער ריבית נומינלי/ריאלי, יורה שעדין הריבית "נמוכה מדי". אז אולי עדין יש זמן "להשקעות" על בסיס "סיפורים".

מחירי פחם - מחיר גז.

בגרף למטה מחירי פחם תרמי (לתחנות כוח לייצור חשמל) ופחם מטלורגי (לייצור פלדה).

Thermal and coking coal prices (\$US/tonne)



אפשר לראות בגרף למעלה את העלמות השפעת קוביד19 על המחירים. מצד אחד הקטנת ההיצע בגלל מגבלות על תנועת סחורות. מאידך גידול בביקושים - בעיקר בבנייה ורכב - בגלל "הצפת שוקי הון בדולרים/יורו 'מודפסים'".

בולטת הירידה במחירי פחם ברבעון האחרון של שנת 2024. בגרף הבא פחם תרמי.



מה קרה? ההשפעה העיקרית באה, "כרגיל", מפעילות כלכלית בסין. הפקת פחם בסין ממשיכה להיות הגדולה בעולם, למרות מחאות "במערב" על זיהום האקלים. התפוקה המשיכה לגדול בשנת 2024. כמו כן סין היא היבואנית הגדולה בעולם של פחם – בעיקר מאוסטרליה ומאינדונזיה. הגדלת התפוקה בסין נועדה להקטין תלות בייבוא – בעיקר מאוסטרליה.

בו בזמן קיפאון/ירידה בביקושים לפחם בסין במקביל להצטברות מלאים גדולים, הביאה/מביאה "להשלמת הירידה במחירים" לרמה שבה היו לפני קוביד19. זה מקטין את ההכנסות של יצואניות פחם מאוסטרליה.

הירידה בהכנסות מייצוא פחם מאוסטרליה קורית במקביל לירידה בהכנסות מייצוא עפרות ברזל. זאת בגלל ירידה במחיר וגם בגלל שבסין נוטים להחליף ייבוא מאוסטרליה בייבוא ממדינות אחרות ובתפוקה מקומית.

מחיר עפרות ברזל – Iron Ore

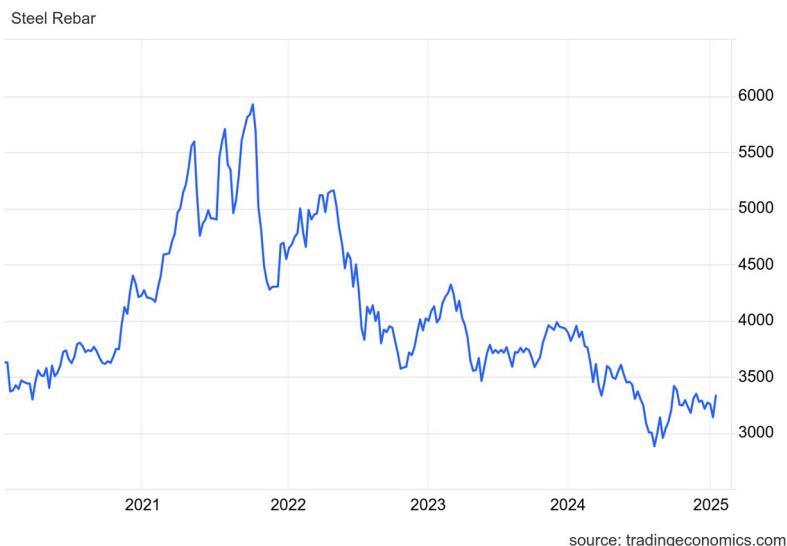


source: tradingeconomics.com

גם פה רואים את "העלמות השפעת קוביד19".

מחירי עפרות ברזל ופחם מטלורגי משקפים את "החולשה" בייצור פלדה, בעיקר בסין שהיא יצרנית הפלדה הגדולה בעולם. משתקף במחירי פלדה כמוצג בגרף למטה.

מחיר פלדה. ביואן סיני.



"החולשה" בשוק הפלדה, מבטאת "חולשה" בפעילות בנייה בסין וקיפאון בכמות ייצור כלי רכב בסין וירידה בכמויות אלו בארה"ב ובאירופה.

כאמור מקודם, בסין זה גורם לירידה בהשקעת כספי חיסכון בבתים ולירידה בתשואות בהן נסחרות אג"ח ממשלת סין. (וכנראה עלייה בחיסכון באמצעות החזקת זהב.)

ירידה במחיר פחם תרמי בסין, מבטאת גידול בתפוקה מקומית וירידה בייבוא, אולם כנראה גם "חולשה" בהמשך גידול בצריכה מקומית. זאת במקביל למצוי היכולת להגדיל ייצוא למדינות אחרות. הסבר אפשרי נוסף הוא האטה/סיום הגידול ברכישת רכב חשמלי בסין, שימוש שמצריך הגדלת הייצור של חשמל.

מחיר גז.

בניגוד לירידה במחיר פחם ברבעון האחרון של 2024, עלו במידה ניכרת מחירי גז טבעי בארה"ב. משמש בעיקר לחימום בחורף ולייצור חשמל. כמו כן בתעשייה פטרוכימית.

מחיר גז טבעי בארה"ב - חוזה קרוב.



הסבר "מקובל" הוא: חורף קר בארה"ב.

אולם סביר שיש שני הסברים נוספים.

ראשית, מה שכבר נראה הוא גידול בייצוא של גז נוזלי מארה"ב, בעיקר לאירופה. זאת בגלל "חורף קר באירופה" שמרוקן את מאגרי הגז באירופה. כמו כן הפסקת ייצוא גז מרוסיה לאירופה דרך צנרת שעוברת באוקראינה – בשטח שאינו בשליטת צבא רוסי.

שנית, וזה עדיין "סמוי מהעין", היא הפסקה/האטה בגידול תפוקת גז בארה"ב שקורית במקביל להאטה/הפסקה בגידול בתפוקת נפט בארה"ב בשדות פצלי שמן (shales). הגידול בתפוקת נפט בשדות אלו לווה בגידול בתפוקת גז נלווה, שלא היה לו ביקוש בארה"ב וזה גרם למחירי גז נמוכים מאד ביחס למחירי נפט. זאת למרות הסבת תחנות כוח לייצור חשמל משימוש בנפט לשימוש בגז.

"סיבה" זו אינה זמנית. אינה אירוע חולף של מזג אוויר. ככול שיתברר שכך קורה, יעלו גם מחירי נפט! עלייה במחירי גז היא "סימן מקדים" שכך עומד לקרות.

גם הגידול בייבוא גז נוזלי למדינות באירופה, במקום ייבוא גז בצנרת מרוסיה, אינו ארוע חולף, לפחות בטווח המידי.

סנקציות משניות על ייצוא נפט וגז מרוסיה.

הממשל היוצא של הנשיא ביידן, הטיל, שוב, סנקציות על רוסיה שמיועדות להקטין את ייצוא נפט וגז מרוסיה. אלו למעשה "סנקציות משניות" שמהוות איום על אלו שמאפשרים (בעלי מיכליות) ייצוא נפט וגז (נוזלי) מרוסיה ועל אלו שקונים מרוסיה נפט וגז נוזלי.

קוני הנפט הגדולים מרוסיה נמצאים בסין ובהודו. אם אלו יחששו לקנות נפט מרוסיה, הם יאלצו לקנות נפט במדינות אחרות. ככול שמדובר בכמות של 2-3 מיליוני חביות ביום ואין למפיקות נפט אחרות יכולת להגדיל את התפוקה ו/או נכונות לעשות זאת, זה יגרום לעלייה במחיר נפט. נוסף לכך איום של "אנשי טרמפ" להגביל ייצוא נפט מאיראן – באיום של הטלת סנקציות משניות על קוני נפט מאיראן. יש אפשרות לעלייה "מפתיעה" במחיר נפט. כיוון שממשל הנשיא ביידן, כבר "רוקן" חלק ניכר ממלאי חירום של נפט בארה"ב, ממשל הנשיא טרמפ יהיה מוגבל ביכולת למנוע עליות מחירים כאלו. סביר שהוא ינסה ללחוץ על מדינות המפרץ הערביות, בייחוד ערב הסעודית - להגדיל ייצוא נפט. אולם הגדלת הנוכחות/מעורבות סינית ורוסית באזורים אלו, עלולה למנוע לחץ אפקטיבי עליהן.

במקרה או שלא במקרה, עלייה במחיר נפט מלווה בעלייה במחירי סחורות ובסגנציה כלכלית – דהיינו סטגפלציה. זאת כאשר לממשלת ארה"ב יש כבר גירעון עצום בתקציבה, מה שיגרום להגדלת הגירעון בגלל ירידה בהכנסות ממסים.

יהיה שמח.

מחיר נפט קל בארה"ב.



כאמרה סינית: עלייה גדולה במחיר מתחילה בעלייה קטנה במחיר.

הערה: אומנם ממשל הנשיא ביידן הטיל למעשה סנקציות משניות על אלו שעוסקים בייצוא נפט וגז נוזלי מרוסיה ואלו שקונים נפט וגז נוזלי מרוסיה, אולם יש לראות האם ממשל הנשיא טרמפ יאכוף סנקציות אלו. ביחוד אם יתברר שנמשכת עלייה במחיר נפט. בכול מקרה הגורם העיקרי לאפשרות של מגמת עלייה במחיר נפט, הוא **הפסקת** גידול בתפוקת נפט בארה"ב מפצלי שמן.

שאלה בריטית.

ראש ממשלת בריטניה ביקר בקייב בירת אוקראינה וחתם שם על הסכם "שיתוף פעולה" עם אוקראינה למשך **100 שנים**.

לנו יש שאלה צנועה: באיזו תשואה תסחרנה אג"ח ממשלת בריטניה בעוד **100 ימים**? מה יהיה שער החליפין של השטרלינג בעוד 100 ימים?

תשואות אג"ח ממשלת בריטניה לפדיון 10 שנים.

United Kingdom 10Y Bond Yield



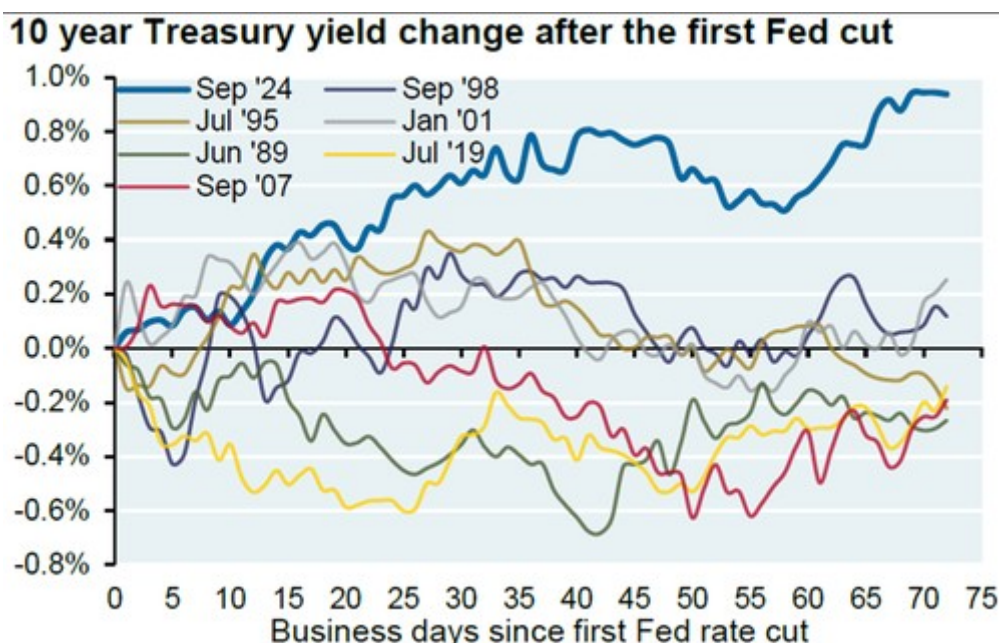
source: tradingeconomics.com

אם כבר, אז עוד שאלה בריטית: האם בעוד 100 שנים עדין יהיו בבריטניה מלך/מלכה?

הפעם זה אחרת.

כך נוהגים לומר "מומחים" כאשר הם "מסבירים" מדוע התנהלות "לא נורמלית" של ממשלה/בנק מרכזי, "הפעם לא תגרום לקטסטרופה".

כפי שאפשר לראות בגרף למטה, אכן מתקיים "הפעם זה אחרת", לגבי השנוי בתשואת אג"ח ממשלת ארה"ב לפדיון 10 שנים, **אחרי** שהבנק המרכזי של ארה"ב התחיל להוריד את הריבית היומית – fed funds. בפעם זו מספטמבר 2024, התשואה **עלתה** בכאחוז אחד, בעוד שבפעמים קודמות היא עלתה עד כ-0.2% או ירדה.



זאת למרות הטענה הנפוצה על ירידה בשיעור האינפלציה, "שמצדיקה" ירידה בשער הריבית היומי שנקבע על ידי הבנק המרכזי.

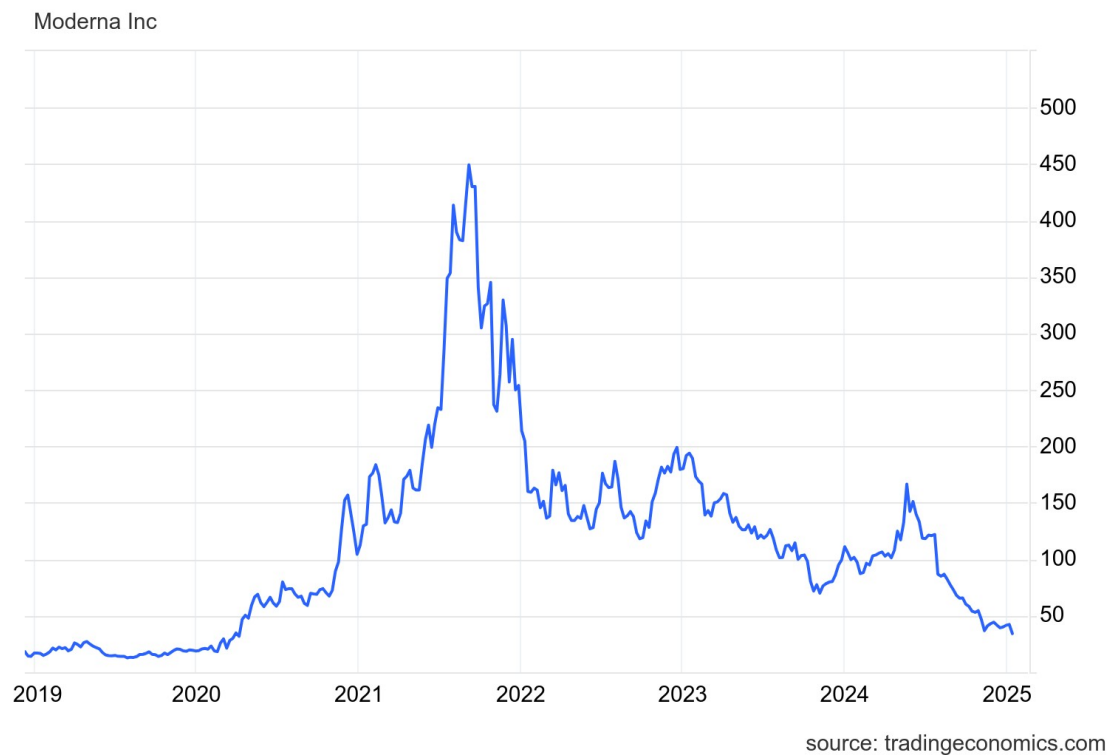
אמרנו כבר, שלא הייתה ואין הצדקה כלכלית להורדות ריבית אלו. הן נעשו "בהזמנת" פעילים בשוקי הון, בעיקר כדי "להצדיק" המשך גידול בהשקעות במניות. ביחוד על סמך "סיפורים". העליות במחיר זהב והירידה במחירי אג"ח לפדיון בטווח ארוך, מורות שהבנק המרכזי פעל/פועל לפי "הזמנה" מפעילים בשוקי הון. עד **שיאלץ** שלא לנהוג כך.

ייתכן שאכן "הפעם זה אחרת", כסימן מקדים שזה יכול לקרות "בהפתעה" כבר בקרוב.

חברת מודרנה - "מסיפורים" למציאות.

בחברת קודמת הצגנו גרף של מניית חברת מודרנה - שהיא בנוסף לחברת פיזר מכרו חיסון לקוביד19.

מחירי מניית מודרנה.



לאחרונה מחיר המנייה ירד בכ-15% מרמה של 40 דולרים לכ-34 דולרים. בקושי בליפ קטן בגרף למעלה. מה זה לעומת ירידה מרמה של כ-400 דולרים!?

הירידה קרתה אחרי הודעה של החברה על כך, שהיא מקטינה את הצפי למכירות מוצריה בשנת 2025 בכביליון דולרים: מ-2.5 עד 3.5 ביליון ל-1.5 עד 2.5 ביליון דולרים. אומדן אנליסטים היה למכירות של כ-2.9 ביליון דולרים בשנת 2025.

כיצד "נעלמו" ביליון דולרים מתחזית מכירות? כמעט שליש מתחזית המכירות הקודמת?

כאשר "מכירות" נעלמות, אז לחברה אין ברירה אלא גם להודיע על קיצוץ בהוצאות שלה. אמרה שתקטין אותם בכביליון דולרים בשנת 2025 ובעוד 500 מיליון דולרים בשנת 2026.

איך החברה מימנה עד כה הוצאות כאלו שכעת תאלץ להקטין אותן?

זה נעשה באמצעות הרווחים שהיא צברה בשנים 2021-2022 - תקופת חיסונים המוניים נגד קוביד19. בסך הכול כ-20 ביליון דולרים. בשנים אלו ההכנסות שלה הסתכמו בכ-36 ביליון

דולרים. זאת באמצעות מימון של ממשלות לקניית חיסונים לקוביד19 שסיפקו לציבור ללא תשלום.

בשנת 2023 ההכנסות לפני "הוצאות שיווק" קטנו ל-6.7 ביליון דולרים לעומת כ-18 ביליון דולרים בכול אחת משתי השנים הקודמות. אולם הוצאות תפעול גדלו ל-6.3 ביליון דולרים לעומת כ-1 ביליון דולרים בשנת 2020 לפני שהתחילו במתן חיסונים לקוביד19. התוצאה: הפסד מדווח של 4.7 ביליון דולרים. כך גם ככול הנראה בשנת 2024.

כך בשנתיים האחרונות החברה "חיסלה" כ-8 ביליון דולרים מהרווחים שהיו לה בשתי שנות קוביד19. "נותרו" כ-12 ביליון דולרים מרווחים אלו וזהו לערך הסכום שנוסף לערך ההון העצמי שלה לעומת שנת 2020. כעת מסתכם בכ-13 ביליון דולרים. זהו גם ערך השוק שלה לפי מחיר מניות של 34 דולרים.

אם תמשיך לפעול בהפסד כמו בשנתיים האחרונות היא תכלה בתוך שנתיים נוספות עוד כשמונה ביליון דולרים מרווחי תקופת קוביד19. למעשה לא תוכל להמשיך לפעול בלי גיוס הון נוסף משותפים ו/או הנפקת מניות חדשות. במחיר מנייה של 40-34 דולרים, המשמעות היא שכנראה משקיעים אינם סבורים שיש לייחס לחברה ערך מוסף מיכולת לייצר רווחים נוספים, כך שיגדל הערך הנכסי שלה (סכום ההון העצמי שלה).

מה היה "הסיפור" לגבי פעילות החברה, אחרי הצלחת פיתוח חיסון לקוביד19?

ראשית, שיימשך ביקוש גדול לחיסון זה, גם כאשר ממשלות אינן משלמות עבורו. אפילו דובר על כך – גם בחברת פיזר – שחיסון זה יהפוך לחיסון עונתי מדי שנה, כמו חיסון נגד שפעת עונתית. גם שיוצע חיסון משולב עם חיסון נגד שפעת עונתית. עד כה, זה אינו קורה.

שנית, שהחברה תפתח באמצעות השיטה הטכנולוגית (הביולוגית) החדשנית שלה, "הרבה חיסונים חדשים". לפתח אפשר, אולם גם אם תעשה זאת, אין ערובה שיהיה להם ביקוש המוני. לא כמו שהיה לחיסון נגד קוביד19, שממשלות שילמו עבורו.

נכון שחל גידול עצום בהכנסות של החברה, גם כעת, לעומת שנת 2020, שאז הסתכמו בכ-270 מיליון דולרים. אולם אין בזה די כדי לממן הוצאות תפעול בסכום של 6 ביליון דולרים בשנה. סביר שהוצאות אלו כוללות הוצאות פיתוח של חיסונים חדשים. אולם אם זה אינו מתבטא מהר גם בהכנסות גדולות מאד ו/או השקעות משותפים שנושאים בהוצאות פיתוח כאלו, זה יוצר בעיית נזילות תפעולית לחברה.

לכן מנהלי החברה נאלצים להקטין הוצאות. לעבור משלב של "סיפורים" לשלב של מציאות. זה משתקף במחיר המניה. הקטנת הוצאות כרוכה לרוב גם בהקטנת מספר עובדים. בשנת 2019 היו בחברה 830 עובדים. בסוף שנת 2023 מספרם היה 5600. סביר שמספרם יקטן.

מסקנה "מסיפור" מודרנה: כאשר גידול עצום בהכנסות נובע מכספים שמתקבלים מממשלה בזמן ארוע מסוים, זה יוצר רווחים גדולים בתקופה קצרה. זאת בצרוף "סיפורים", יוצרים "סיבה הגיונית" לרכישות גדולות במניות של חברה ולמחירים גבוהים מאד למנייה. למעשה "הסיפור" הוא, שהכנסות מהסקטור הפרטי תבואנה במקום הכנסות מהממשלה וכך תתאפשר רמה גדולה של רווחים. עד שנאלצים לחזור "לקרקע המציאות", "כאשר נגמר הכסף".

כתבנו על כך, שעד כה, ההכנסות הגדולות מאד שנוצרו ליצרני ציפים לשימוש "בבינה מלאכותית", נובעות מהוצאות גדולות מאד של מספר קטן יחסית של חברות גדולות מאד, שנהנו מגידול בהכנסות וברווחים בתקופת קוביד19 - "מהדפסת אלפי ביליוני דולרים" על ידי הבנק המרכזי של ארה"ב.

לא הוכח, עד כה, שזה מתאפשר על ידי גידול בהוצאה של המוני צרכנים על שימוש "בבינה מלאכותית". להפך. למשל במקרה של חברת אפל, "שסופר" שמכשירים חדשים שלה יאפשרו שימוש "בבינה מלאכותית", לא הוכח עד כה, שזה מביא לגידול במכירות של מכשירים מתוצרתה. בוודאי לא בסין.

האם מנהלי חברות גדולות כאלו יכולים לטעות בפיתוח פעילות עסקית "חדשה"?

האם מנהלי המוסדות הפיננסיים הגדולים ביותר בארה"ב ובאירופה יכלו לטעות כאשר אפשרו גידול עצום במתן משכנתאות והלוואות "להרפתקאות פיננסיות"? התברר שטעו ובנקים מרכזיים וממשלות נאלצו "להציל" המוני לקוחות שלהם מהפסדים עצומים. זאת על ידי כך שלמעשה הפכו חובות פרטיים לחובות ציבוריים. הכול ייתכן. ביחוד כאשר המימון לפעילות מסוימת מגיע למעשה מקבוצה קטנה של "מקבלי החלטות". ביחוד בממשלות ובנקים מרכזיים.

בדומה למה שקרה/קורה בחברת מודרנה, עלול להתברר גם בחברות גדולות מאד, שנהנו מרווחים גדולים מאד בתקופת קוביד19 - דהיינו ממעשי ממשלות ובנקים מרכזיים - דהיינו גידול בחובות ממשלה במימון גידול עצום "בהדפסת כסף" על ידי בנקים מרכזיים. הן משתמשות כעת ברווחים כאלו כדי "לפתח פעילות עסקית חדשה" שאמורה "לשנות סדרי עולם" ולייצר להם רווחים גדולים משנוי בהוצאות של צרכנים בסקטור הפרטי. לצורך זה, הן "משקיעות" כעת בתשתית "טכנולוגית". זה יוצר **כעת** הכנסות גדולות מאד לחברות שמספקות "תשתית" כזו. "הסיפור" הוא, שאפשר יהיה להמשיך לממן הוצאות כאלו, מהכנסות חדשות, שתיוצרנה כתוצאה "מהשקעות" אלו. דומה "לסיפור" בחברת מודרנה.

אם לא יקרה כך, אז זו לא תהיה הפתעה כאשר מחירי מניות מסוימות, יחקו את מה שקרה במניית מודרנה.

תזכורת: התרענו בשעתו על "הסיפור" לגבי חברת אינטל. גם במקרה זה, המימון "להשקעות בתשתית חדשה" הגיע/מגיע במידה רבה מהממשלה - בעיקר ממשלת ארה"ב. אפשר להשקיע "בתשתית". אולם זה אינו מבטיח שיהיה ערך כלכלי "לתשתית". לאחרונה פורסמה "שמועה" שיש כוונה לרכוש את כול החברה. מחיר המנייה עלה כ-9% ביום אחד. זה עוד סימן ששער הריבית בארה"ב הוא "נמוך מדי" - דהיינו שיש מימון זמין לעסקות פיננסיות.

מחיר מניית אינטל.



source: tradingeconomics.com

מניית חברת אפל.



source: tradingeconomics.com

אחרי שחברה "מקבוצת מר באפט" סיימה למכור מניות אלו בסכום של כ-90 ביליון דולרים, כמחצית מההחזקות שלה במנייה, מחיר המנייה עלה בכ-40%. "הסיפור": אפשרות שימוש "בבינה מלאכותית" במכשירים מתוצרתה. כלומר, שצרכנים יהיו מוכנים לשלם מחיר גבוה יותר ולקנות כמות גדולה יותר של מכשירים כאלו. עדיין מחכים שיקרה כך.

מדדי מניות - שערי ריבית - שערי חליפין - זהב.

מחיר זהב - 2700 (2638) דולרים לאונקיה.
מדד דאו גונס תעשייתי - 43488 (42732)
מדד נאסדק - 19630 (19621)
תשואת אג"ח ממשלת ארה"ב 10 שנים - 4.63% (4.60%)
שער ריבית יומי ארה"ב 4.25%
מחיר נפט קל ארה"ב - 78 (74) דולר לחבית. ברנט באירופה - 81 (76) דולר.
תשואה ראלית אג"ח צמוד מדד ממשלת ארה"ב 10 שנים - 2.20% (2.26%)

בסוגריים - הנתונים ביום 5 בינואר 2025.

שער חליפין ינים לדולר - 156.

מחיר חוזה גז טבעי קרוב - 3.95 דולרים. (3.35 דולרים).

מחיר זהב - עלייה 2.3%. מדד דאו ג'ונס - עלייה 1.8%. מדד נאסדק - יציב.
שער ריבית יומי - ללא שינוי.
תשואת אג"ח ממשלה לטווח ארוך - יציב.
תשואת אג"ח צמוד מדד - ירידה קלה.
מחירי נפט - עלייה כ-5%.

תחום תנודות במחיר זהב 2620-2720 דולרים לאונקיה.

גרפים אפשר לראות [באתר חוברת למשקיע](#)

גרף של מחיר הזהב.

שער חליפין שקל.

ממשלת ישראל הסכימה להפסקת הלחימה ברצועת עזה. הסכם זה, כצפוי, "משווק" לציבור על ידי פוליטיקאים וכלי תקשורת "כעסקת חטופים". דהיינו כאילו נעשה בגלל "הצורך" להביא "לשחרור חטופים". איך אמר אותו אדם שהסביר במכס שהקפה מיועד למאכל ציפורים: "ירצו יאכלו, לא ירצו לא יאכלו". ירצה הציבור, ימשיך לבחור באותה הנהגה, לא ירצה, יוכל להחליף אותה.

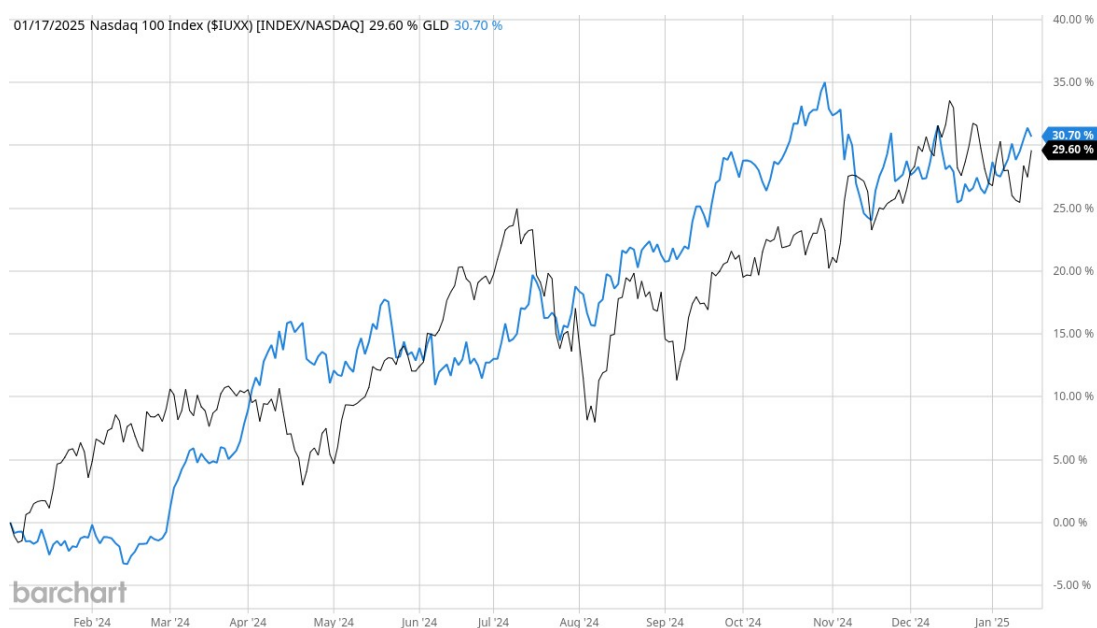
שער החליפין של השקל כבר "צפה" מזה תקופה ארוכה, שממשלת ישראל תסכים להפסקת הלחימה ברצועת עזה ובדרום לבנון. שער החליפין של השקל נע בתחום 3.60 - 3.80 לדולר. כעת נראה שיהיה תיסוף נוסף, מתחת ל-3.60 לדולר. עד כמה?

זה תלוי בעיקר בהתפתחות במדד נאסדק בארה"ב ובתשואה שבה תסחרנה אג"ח ממשלת ארה"ב לטווח בינוני/ארוך. בשער הריבית הריאלי באג"ח ממשלת ארה"ב. ככול שזה ימשיך לעלות, בניגוד "לתחזיות" של "מומחים", זה יצור לחץ לפיחות שערי חליפין של מדינות מחוץ לארה"ב, לעומת הדולר האמריקאי. "לחץ" זה יגבר ככול שבנק מרכזי במדינה מסוימת, יסרב להעלות את שער הריבית המקומי, מחשש "לקריסה" של מתווכים פיננסיים מקומיים.

אם כך, אחרי תיסוף מסוים בשער החליפין של השקל, תיתכנה תנודות ככול שיתממש התרחיש כאמור למעלה. בייחוד אחרי שיוחלט בישראל על הקדמת הבחירות לכנסת - כנראה לסתיו 2025.

מחיר זהב לעומת מדדי מניות בארה"ב.

בגרף למטה שנוי באחוזים מתחילת שנת 2024 עד ליום 17 בינואר 2025 במדד נאסדק 100 (מניות טכנולוגיה) ובקרן נסחרת GLD שמחזיקה במטילי זהב. בכחול הקרן, בשחור המדד.



כמוצג בגרף למעלה - אותו שיעור שנוי באחוזים - כ-30%.

מניות טכנולוגיה שכלולות במדד זה, "מובילות" את העליות במדדי מניות בארה"ב. מניות אלו אמורות לייצג את מיטב היכולת של בינה אנושית ליצור ערכים כלכליים ורווחים לבעלי מניות אלו. בייחוד בתקופה של "סיפור" על שנוי סדרי עולם באמצעות "בינה מלאכותית".

לכן, אין "הגיון כלכלי" בהיצמדות של "תאומים" אלו לאורך תקופה ממושכת. שהרי אחד מהם מייצג את מיטב הבינה האנושית והשני את הצד המפגר (הפרימיטיבי) של בינה אנושית.

מילא אם "נצמדים" בתקופה מסוימת. אבל לא למשך כמה שנים רצופות. כלומר, אם יקרה כך גם במשך שנת 2025, זה יראה שיש פגם בבינה האנושית, שהיא ביסוד ההשקעות במניות טכנולוגיה ברמות המחירים הנוכחיות שלהן. בוודאי שכך, אם נפסקת העלייה במדד מניות זה, בעוד שנמשכת עלייה "בהשקעה הפרימיטיבית".

לכן, ייתכן שאנחנו כבר נמצאים, או קרובים, להכרעה האם "ייפרדו תאומים" אלו.

אלו שמאמינים "באמונות תפלות", יראו "בכישלון" לעלייה משמעותית במחיר זהב מעל כ-2720 דולרים לאונקיה, סימן לכך, שעדיין פתוחה הדרך למדד מניות זה (ונלוים אליו) להמשיך לעלות לתקופה מסוימת. אולם "לשיטתם" עלייה משמעותית במחיר זהב מעל רמה זו, בייחוד אם גם לרמת שיא חדש מעל כ-2800 דולרים לאונקיה, עלולה "לחסום" את הדרך בפני המשך עלייה במדד מניות זה ובמדדים נלווים אליו. כלומר, עלולה להתחיל תקופה ארוכה של תנודות במדדים אלו בתוך תחום מסוים.

זאת כסימן לכך, שתהיה תקופה, אפילו ממושכת, של **עליות** בשער הריבית בארה"ב (ובמדינות אחרות).

כאמור בהמשך, ייתכן שזה יתברר בתוך 30-60 סיבובים נוספים של כדור הארץ על צירו.

מי מבלף?

מה שעוד יתברר בתוך 30-60 סיבובים של כדור הארץ על צירו הוא, האם הנשיא טרמפ מבלף, האם הנשיא פוטין מבלף, האם שניהם מבלפים.

בתוך תקופה זו יתברר, האם המלחמה באוקראינה הופכת מהמלחמה של הנשיא ביידן, למלחמה של הנשיא טרמפ. הוא יידרש להחלטות ולא רק להצהרות באסיפות בחירות ובראיונות עם כלי תקשורת.

סביר שבתוך תקופה זו גם נשיא רוסיה פוטין ומקורבים לו יצטרכו לקבל החלטות. האם יש בסיס להשערה/תקווה, לפחות של חלק מהם, שניתן יהיה להגיע "להסדר הגיוני" (מבחינתם) עם הנשיא טרמפ, או "שזו אותה גברת בשנוי אדרת".

אלא "ששנוי האדרת" עלול להיות החרפה ניכרת **בסנקציות משניות** שמטרתן למנוע סחר עם רוסיה! פה עלולה להיות בעיה לרוסים.

לפי הסכם שנחתם ממש בימים אלו בין רוסיה לאיראן, הן מתחייבות **שלא** לשתף פעולה באכיפה של סנקציות שמוטלות/שתוטלנה על אחת מהן. כיוון שהנשיא טרמפ מצהיר שהוא יטיל סנקציות "מהגיהנום" על איראן, כדי להביא לשנוי בהתנהגותה, זה עלול לגרור גם את רוסיה, אפילו אם הנשיא טרמפ ירצה להגיע "להסדר" עם רוסיה! אלא, אם הנשיא פוטין נטוש את מנהיגי איראן כמו שעשה בסוריה.

סנקציות על ייצוא נפט מאיראן ורוסיה, עלולות "לגרור" גם את סין. מנהיגיה יצטרכו לקבל "החלטה לאומית", האם לנהוג לפי הסנקציות ולא להשאיר זאת להחלטה של חברות עסקיות סיניות בלבד.

כלומר, עלול להיווצר "תוהו ובוהו" בסחר העולמי ובמערכת הפיננסית העולמית.

אלא אם יתברר שמישהו מהם מבלף. או שניהם מבלפים.

אבל זה חייב להתברר. כיוון שהנשיא פוטין לא יוכל לעצור את המשך הלחימה של צבא רוסי באוקראינה. לאלו "נגמרים" מקומות ישוב שהם כובשים בתוך שטחה, לטענתם, של רוסיה. הם אינם יכולים לעצור **לזמן רב**, ככול שצבא אוקראינה ימשיך לשגר טילים וכתבמים לשטחה של רוסיה.

לכן, תצטרכנה להתקבל החלטות.

החלטה שכבר התקבלה.

היא של בית המשפט העליון בארה"ב, שדחה בקשה של הנשיא הנבחר טרמפ לעכב את היישום של חוק שימנע שימוש באפליקציה טיקטוק, אלא אם תימכר "למשקיע אמריקאי". החוק אמור להיכנס לתוקף יום אחד לפני שמר טרמפ מתחיל לכהן כנשיא. החוק אוסר על חברות בארה"ב לאפשר הורדה/התקנה של אפליקציה זו, כמו גם עדכונים שלה. בארה"ב כ-170 מיליון משתמשים באפליקציה זו.

מר טרמפ אמר שהוא ינסה להגיע "להסדר" בעניין זה. עם מי? עם שלטונות סין, שהרי אלו אוסרים על בעלי האפליקציה למכור אותה "למשקיע אמריקאי".

העיסוק של מר טרמפ בעניין זה, הוא כנראה רמז לכך, שהוא ימנע מכול פעולה נגד רוסיה/סין/איראן שתגרום לפגיעה משמעותית ונראית לעין במיליוני אמריקאים.

אם כך נשאר לראות מה יעשה, בניגוד למה שיאמר, בעניינים חשובים לעין ערוך מאשר שימוש בטיקטוק.

מספר סיבובים של כדור הארץ

עד שהנשיא הנבחר טרמפ יהפוך לנשיא – פחות מ-2.

עד שיתברר מי "מבלף" – מר טרמפ? - מר פוטיין? - שניהם? - 30-60.

עד שיתברר אם תוטלנה סנקציות משניות על מסחר עם רוסיה: 30-45.

עד שיתברר האם חודש דצמבר 2024 היה שחזור של חודש דצמבר 2021 – 30-60.

זה יגיע!

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

