



חותם אסטרטגיה - סקירת 08/2026

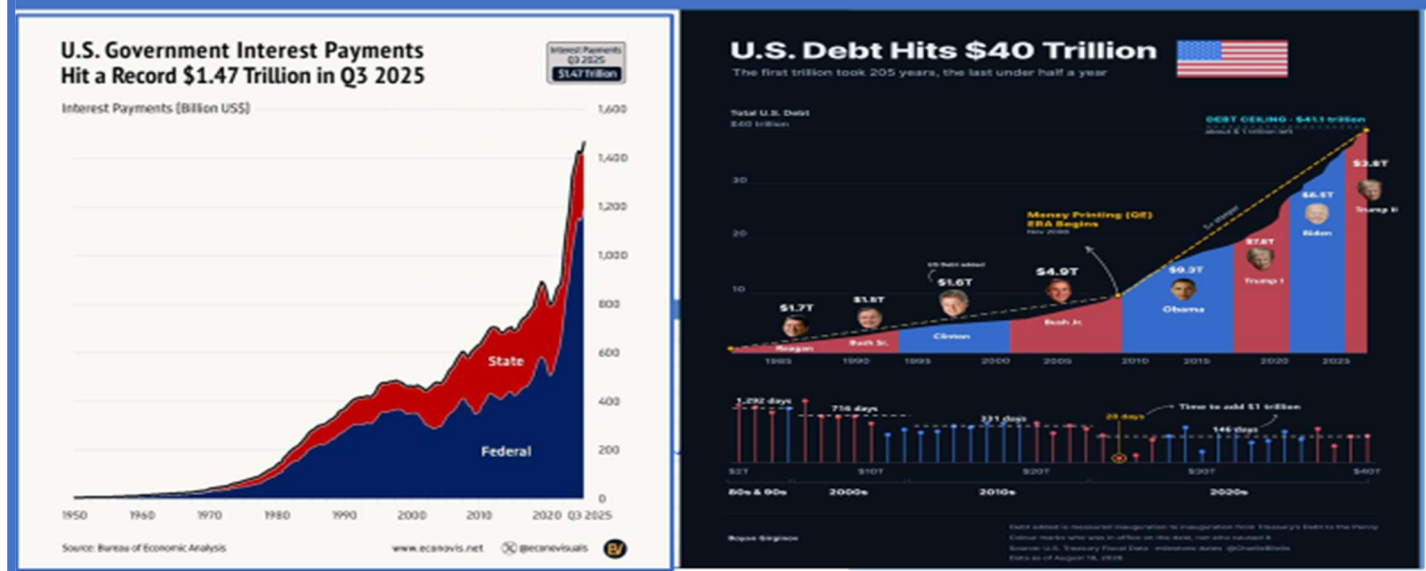
מלכוד 40 טריליון \$ - ספירת החוב האמריקאית, שחיקת האמון והדילמה של המערכת הפיננסית

החוב הלאומי של ארצות הברית מתקרב בצעדי ענק אל עבר הרף ההיסטורי של 40 טריליון דולר. נתוני תחילת אוגוסט מצביעים על חוב פדרלי שעומד על כ-39.7 טריליון דולר, זאת בהשוואה לכ-36.2 טריליון דולר בתחילת שנת 2025. קצב גידול החוב מלמד כי בתוך כפחות משנה וחצי גייס הממשל האמריקאי יותר מ-3 טריליון דולר חוב חדש.

החוב האסטרטגומי של ארה"ב בנוי משני רבדים עיקריים. כ-32 טריליון דולר מהווים חוב המוחזק בידי הציבור בניהם משקיעים פרטיים ומוסדיים, קרנות פנסיה, בנקים מסחריים, ממשלות זרות והפדרל ריזרב בעצמו. הרובד השני, בהיקף של כ-7.7 טריליון דולר, מורכב מהתחייבויות פנימיות של הממשל לקרנות הביטוח הלאומי ותוכניות פדרליות ייעודיות. מבחינת השווקים הפיננסיים, החוב שבידי הציבור הוא בעל המשקל הקריטי ביותר, שכן גיוסו נשען באופן ישיר על הנפקת איגרות חוב וספיגת מזומנים מהמשקיעים בשוק החופשי. הבעיה המהותית אינה טמונה רק בגודלו הנוכחי של החוב, אלא בקצב הגידול המהיר שלו ביחס לממדי הכלכלה הריאלית. תחזיות משרד התקציבים של הקונגרס (CBO) מציגות גירעון פדרלי צפוי של כ-2 טריליון דולר בשנת הכספים 2026, שיעור המהווה כ-5.8% מהתוצר הלאומי הגולמי.

מדובר ברמת גירעון יוצאת דופן וחריגה לתקופה שבה המשק האמריקאי ממשיך להציג צמיחה חיובית ושיעור האבטלה נותר רחוק ברמות של שגרה. לפי אותן תחזיות, עד שנת 2036 צפוי הגירעון השנתי לזנק לכ-3.1 טריליון דולר בשנה, בעוד החוב שבידי הציבור יעפיל לכ-120% מהתוצר. בביטוי לכך, הפער בין הכנסות הממשלה ממסים לבין הוצאותיה הולך ותרחב בשל שילוב כבדי משקל של הוצאות ביטחון, ביטוח לאומי, תוכניות בריאות פדרליות, הקלות מס מתמשכות ועלויות מימון תופחות.

ארה"ב - גירעון שיא 40 טריליון \$ עם תשלומי ריבית שנתיים של 1.47 טריליון \$





ספירת החוב: מגלגול קרן לנטל ריבית חסר תקדים

בעוד שעצם החוב משקף התחייבות שאותה מנסה הממשל לגלגל משנה לשנה, נטל הריבית הוא ההופך את האירוע ליקר והרסני עבור התקציב הפדרלי. הוצאות הריבית נטו של ממשלת ארצות הברית צפויות לעמוד בשנת 2026 ב-1.5 טריליון דולר. לשם ההשוואה, בשנת 2020 עמדו הוצאות הריבית הנטו על כ-346 מיליארד דולר בלבד. פירוש הדבר הוא שבתוך שש שנים בלבד, התשלום השנתי המופנה בלעדית לשירות הריבית זינק פי 4. יתרה מכך, התחזיות העתיד קודרות אף מכך ומניחות על כך שבשנת 2036 תשלומי הריבית השנתיים יעמדו על 2.1 טריליון דולר – סכום שווה ערך לכ-4.6% מהתוצר באופן שיגזול כחמישית מכלל ההוצאות התקציביות של הממשל. המשמעות הכלכלית היא הרסנית: כל דולר המופנה לתשלום ריבית נגרע מהיכולת לממן תשתיות, חינוך, בריאות, ביטחון או הענקת הקלות מס לציבור. תשלומי הריבית הפכו למעשה לאחד מסעיפי ההוצאה הגדולים ביותר בתקציב, כשהם מתחרים ישירות בתקציבי הענק הפדרליים.

תהליך זה הוא תמציתה של ספירת חוב. מעגל קסמים הרסני שבו החוב הציבורי צומח בקצב מהיר מקצב הצמיחה הכלכלית, ומאלץ את המדינה לגייס הלוואות חדשות רק כדי לשלם את הריבית התופחת על חובות העבר.

ספירה זו שוחקת את אמון המשקיעים, מעלה את דרישות התשואה, עלולה להוביל להורדות דירוג אשראי ולבסוף מביאה לפגיעה קשה בתקציבים המיועדים לשירותי האזרח. נכון להיום, ארה"ב מחזיקה בחוב לאומי של 40 טריליון הדולר (כ-125% מהתוצר), ורק מעמדו של הדולר כמטבע הרזרבה העולמי מאפשר לה להמשיך ולגלגל חוב זה בינתיים. **במקביל, מגמה זו של עליית חובות בעקבות משברי הקורונה, האנרגיה וההוצאות הביטחוניות מאפיינת את הכלכלה הגלובלית כולה, ומכבידה במיוחד על מדינות מתפתחות המתמודדות**

עם עלויות מימון דולריות מתייקרות.

במהלך חודש יולי זינקו התשואות לפדיון על אג"ח ממשלת ארה"ב לטווחים הארוכים ב-7.5%. למרות הזינוק בתשואות, בחר נגיד הפדרל ריזרב להותיר את הריבית ללא שינוי. כלכלנים רבים תמחו על ההחלטה, אך אנו בחותם הנחנו שהפד' לא יעלה את הריבית בשל הדילמה המורכבת שעמדה בפני הנגיד החדש וורש: בין אינפלציה מאיצה שהגיעה לרמה של 4% לבין תקציב פדרלי הכורע תחת החזר ריבית שנתי של 1.5 טריליון דולר (כ-4 מיליארד דולר ביום.....), בחר הפד בדרך הביניים.

עם זאת, בעיית החוב ודילמת הריבית אינן נעלמות. בסוף יולי נסקה התשואה לאיגרות חוב ל-30 שנה ל-5.27%, הרמה הגבוהה ביותר מאז שנת 2007, בעוד התשואה ל-10 שנים טיפסה לכ-4.74%. ברמות הללו, השפעות שוק האג"ח חורגות מגבולות וול סטריט ומחלחות בעוצמה לכלכלה הריאלית.

התשואות הגבוהות מעלות באופן מיידי את ריביות המשכנתאות למגורים, את עלויות האשראי העסקי ואת המחיר שחברות נדרשות לשלם בגיוסי חוב. במקביל, הן מגדילות את אטרקטיביות ההשקעה באיגרות חוב על פני מניות (מעל 5% תשואה בנכס חסר סיכון לכאורה..). ומעלות את שיעור ההיוון המשמש לתמחור חברות – מה שמכביד במיוחד על חברות צמיחה שחלק ניכר משוויין נשען על רווחים עתידיים.



בגרף – תשואות אגרת החוב של ארה"ב ל-30 שנה בשיא של 5.27% - ביטוי לדרישת המשקיעים לתשואה המשקפת לדעתם את רמת הסיכון של החוב האסטרונומי של ארה"ב



שלושת המוטיבים המרכזיים של הכלכלה האמריקאית ומנגנון יצירת הכסף

מאז מלחמת העולם השנייה, הצמיחה הכלכלית של ארצות הברית התבססה על שלושה מוטיבים מרכזיים: מעמדו של הדולר כמטבע הרזרבה העולמי, העוצמה הגיאופוליטית והצבאית, וההובלה הטכנולוגית העולמית. המוטיבים הללו הזינו את זה ויצרו אמון בינלאומי עמוק. האמון הזה אפשר לממשל להדפיס שטרות ירוקים ללא הפסקה, להתייחס לאיגרות החוב שלו כאל נכס חסר סיכון, וללוות סכומי עתק בריביות אפסיות. המערכת הזו העניקה לארה"ב פריווילגיה ייחודית: לממן גירעונות ענקיים, לנהל מלחמות יקרות, להפעיל הרחבות מוניטריות במשברים ולפתור בעיות פוליטיות באמצעות הגדלת החוב.

במהלך שנות השמונים עמד החוב הפדרלי על פחות מטריליון דולר אחד. כיום הוא עומד על 40 טריליון, בעוד החוב הכולל של המשק האמריקאי (כולל משקי בית, חברות וממשלות מקומיות) טיפס מכ-14 טריליון דולר בשנת 1990 לכ-80 טריליון דולר כיום. בסך הכל, עומד כיום החוב הכולל במשק האמריקאי על כ-118 טריליון דולר.

כלכלנים צופים שהחוב הממשלתי צפוי לגדול בממוצע בכ-2.5 טריליון דולר מדי שנה בעשור הקרוב, בעוד חובות שאר המגזרים יגדלו בכ-5 עד 6 טריליון דולר בשנה. לפי קצב זה, המשק האמריקאי יוסיף כ-50 טריליון דולר חוב בחמש השנים הבאות וכ-110 טריליון דולר בעשור הקרוב.

כדי להבין מאיפה יגיע הכסף למחזור ולמימון חובות אלו, יש לבחון את המנגנונים ליצירת כסף בכלכלה המודרנית:

1. הדרך הראשונה היא הדפסה ישירה על ידי הבנק המרכזי (כפי שעשה הפד לאחר משבר 2008 ובמגפת הקורונה, כשמאזנו הגיע בשיאו לכ-9 טריליון דולר באמצעות רכישת אג"ח ממשלתיות ומגובות משכנתאות).
2. הדרך השנייה והעיקרית ליצירת כסף אינה מגיעה מהבנק המרכזי אלא מהבנקים המסחריים, דרך מנגנון הבנקאות ברזרבה חלקית. כאשר אדם מפקיד 100 אלף דולר בבנק, ויחס הרזרבה עומד על 10%, הבנק שומר 10 אלף דולר כרזרבה ומלווה 90 אלף דולר ללקוח אחר. הכסף המודפס המקורי הופך בשרשרת של פיקדונות והלוואות למיליון דולר של פיקדונות במערכת הבנקאית, שפתאום מתוכם 900 אלף דולר הם כסף חדש שנוצר ממתן אשראי.



בהמשך לסעיף 2, נזכיר לקוראים שבארה"ב בוטלו לחלוטין דרישות הרזרבה על רוב סוגי הפיקדונות, כך שיכולת יצירת האשראי של הבנקים מוגבלת בעיקר על ידי החלטותיהם העצמאיות ...

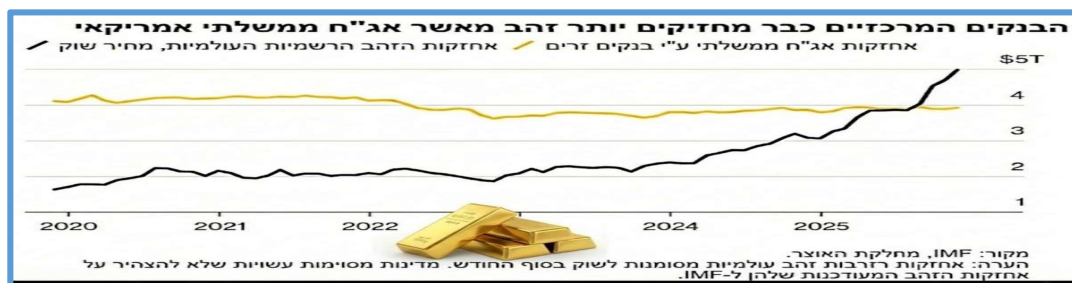
אם כך הבנו שיצירת כסף מנותבת ממהלכים מתוכננים שהממשל מאחוריהם. אולם הבעיה הגדולה שיצירת הכסף והזרמתו לשווקים אינה פועלת בחלל ריק. **תנועת הכספים האדירה בתוך הכלכלה מחוללת עליות מחירים, מרחיבה את הפערים בחלוקת העושר ומייצרת את תופעות הלואי של האינפלציה. ולגבי האינפלציה נדגיש כי היא הכלי המשפיע ביותר על שחיקת החוב בצוואת עם היחלשות המטבע. שני מוטיבים אלו נוכחים מאוד בשנים האחרונות בארה"ב - עלייה באינפלציה לכדי 4% והיחלשות דרמטית של הדולר. במאמר מוסגר נאמר שהממשל אינו מזיל דמעה ..**

נוכח העלייה בתשואות האג"ח הארוכות וההכרה כי הן הפכו לאחת הבעיות המרכזיות של הממשל, קידם החודש שר האוצר האמריקאי, סקוט בסנט, מהלך מתואם שנועד לצמצם את הלחץ על שוק החוב, להפחית את הסיכון למכירות מצד מחזיקים זרים. לשם כך משרד האוצר ביצע התערבות מתואמת בשוק המט"ח (USD/JPY) באופן הבא - ארה"ב הצטרפה ליפן ברכישת יפני, התערבות משותפת ראשונה מסוגה מאז שנת 1998, לאחר שהמטבע היפני נחלש לשפל של כארבעה עשורים. היקף הרכישה האמריקאית הוערך ב-5 עד 10 מיליארד דולר, בעוד יפן השקיעה כ-8.5 טריליון ין (כ-54 מיליארד דולר).

על פניו מדובר בייצוב המטבע היפני, אך מבחינת וושינגטון קיים קשר ישיר לשוק האג"ח האמריקאי. יפן מחזיקה באג"ח ממשלת ארה"ב בהיקף של כ-1.1 טריליון דולר ונחשבת למחזיקה הזרה הגדולה ביותר. כאשר טוקיו מתערבת בשוק המט"ח וזקוקה לדולרים, היא עלולה להשיג אותם באמצעות מכירת אג"ח אמריקאיות - מכירות שמורידות את מחירי האג"ח ומזנקות את התשואות מעלה. ההתערבות משותפת זו נועדה למנוע תרחיש זה.

שחיקת האמון הבינלאומי והבריחה לזהב - מדי שנה נדרש משרד האוצר האמריקאי למחזר טריליוני דולרים של אג"ח המגיעות לפדיון, ובמקביל להנפיק טריליוני דולרים נוספים למימון הגירעון. היקף המחזור השנתי עומד כיום על 8 עד 11 טריליון דולר בשנה, וצומח ככל שהחוב גדל. זאת בנוסף למחזור חוב של כ-3 עד 4 טריליון דולר בשנה הנדרש עבור החוב הפרטי והתאגידי במשק (כ-80 טריליון דולר). בעוד שבמשך עשורים נהנתה ארה"ב מאמון בלתי מסויג שגרם לבנקים מרכזיים, לסין, ליפן ולקרנות עושר לרכוש אג"ח אמריקאיות כנכס חסר סיכון, תמונה זו משתנה כיום לחלוטין. כיום מחזיקים גורמים ומוסדות מדינתיים זרים כ-13% בלבד מהחוב האמריקאי, זאת לעומת 19% בשנת 2020 ו-38% בשנת 2008. בארבע השנים האחרונות רוכשים הבנקים המרכזיים בעולם כ-1,000 טון זהב בשנה - קצב הרכישות הגבוה ביותר מאז מלחמת העולם השנייה. לפי דו"ח הבנק המרכזי האירופי (ECB), לראשונה מזה עשרות שנים עקף הזהב את איגרות החוב של ממשלת ארה"ב כנכס הרזרבה הגדול ביותר של בנקים מרכזיים בעולם, כשהוא מהווה כ-27% מסך היתרות לעומת 22% בלבד המוחזקות באג"ח אמריקאיות.

ההידרדרות באמון מואצת גם בשל הקיצוניות הפוליטית הדוחקת את המוסדות החוקתיים האמונים על האיזונים והבלמים של המערכת השלטונית בארה"ב - באופן ששוחק את האמון בממשל.





המערכת הפוליטית מציבה כעת שתי אפשרויות קשות להתמודדות עם החוב:

האפשרות הראשונה כוללת קיצוצים דרמטיים בהוצאות התקציב (כולל בביטחון, בביטוח הלאומי ובביטוח הרפואי) לצד העלאות מסים נרחבות. צעדים מסוג זה נתקלים בהתנגדות של מעל 80% מהציבור האמריקאי ואינם ישימים פוליטית.

האפשרות השנייה היא לאפשר ואף לעודד אינפלציה גבוהה שתשחוק את הערך הריאלי של החוב. תקדים היסטורי לכך נרשם בגרמניה בשנים 1914–1923, כאשר החוב הציבורי תפח מ-5 מיליארד לכ-155 מיליארד מארק (כ-150% מהתוצר). הממשלה הגרמנית שחקה את החוב באמצעות היפר-אינפלציה, שמחקה לחלוטין את החוב הממשלתי וכן חובות פרטיים בהיקף של מעל 200 מיליארד מארק. תהליך זה העביר עושר עצום ממלווים, חוסכים ומחזיקי אג"ח אל הלווים והמדינה.

בשורה התחתונה -

כיצד להתגונן מול שחיקת החוב: הנכסים והאפיקים העמידים

כשמערכת פיננסית נכנסת לשלב של ספירלת חוב, שחיקה אינפלציונית ורמת ריביות המוחזקות מתחת לרמת האינפלציה הריאלית כדי להקל על נטל הממשל הרי ששאלת הגנת העושר הופכת לקריטית.

ניתוח היסטורי וכלכלי מלמד כי בתקופות של פיתוח מתמשך בכוח הקנייה של המטבע ושחיקת ערך הנכסים הפיננסיים, קיימים

מספר סקטורים המפגינים עמידות יחסית:

1. זהב ומתכות יקרות:

הזהב הוכיח את עצמו לאורך מאות שנים כנכס חסר סיכון אשראי וחסר סיכון, שאינו ניתן להדפסה על ידי ממשלות. העובדה שהבנקים המרכזיים עצמם הגדילו את רכישות הזהב לכ-1,000 טון בשנה והפכו אותו לרזרבה המרכזית שלהם על פני איגרות החוב האמריקאיות, מעידה על מעמדו המרכזי כעוגן פיננסי בעת אובדן אמון במטבעות הנייר.

2. נכסים ריאליים, תשתיות וסחורות:

נכסים מוחשיים כגון תשתיות קריטיות, נדל"ן איכותי במינוף נמוך, סחורות ואנרגיה שומרים על ערכם הריאלי מכיוון שהם מייצרים תזרים או שירות חיוני המתעדכן בהתאם לרמת המחירים במשק. בניגוד לאיגרת חוב המבטיחה מחיר נומינלי קבוע הנשחק באינפלציה, נכס ריאלי נוטה להתאים את שווי הריאלי למציאות הכלכלית.

3. מניות של חברות בעלות כוח תמחור ומאזן איתן:

בשוק המניות, העמידות אינה אחידה. חברות המאופיינות בכוח תמחור גבוה, כלומר יכולת לגלגל את התייקרות התשומות והאינפלציה אל הלקוח הסופי מבלי לפגוע בביקוש לצד מאזנים נקיים מחוב ובעלי תזרימי מזומנים חזקים, מסוגלות לצלוח סביבה של ריביות גבוהות ושחיקת מטבע. מנגד, חברות ממונפות בכבדות או חברות צמיחה שאינן רווחיות פגיעות במיוחד להתייקרות עלויות המימון.

4. קיצור מח"מ וסדרות קצרות מועד צמודות מדד (T-Bills):

עבור הרכיב הסולידי בתיק, החזקת חוב לטווחים ארוכים (20–30 שנה) בסביבה של תשואות עולות גוררת הפסדי הון כבדים. נדרש מעבר לשטרי חוב קצרי מועד (T-Bills צמודי מדד) או אג"ח במח"מ קצר מאפשרת לצמצם את סיכון הריבית, ליהנות מתשואה נומינלית אטרקטיבית בטווח הקצר, ולשמור על נזילות גבוהה המאפשרת התאמה מהירה לשינויים בתנאי השוק.

ליסיום, החוב האסטרטגי בטווח הקצר, ולשמור על נזילות גבוהה המאפשרת התאמה מהירה לשינויים בתנאי השוק. חיוניות כדי למנוע מהאינפלציה לצאת משליטה, או להחזיק בכוח את שערי הריבית נמוכים באופן מלאכותי כדי למנוע קריסה תקציבית פדרלית ופשיטת רגל של הממשל. החלטות לא פשוטות עומדות לפתחו של הנגיד החדש קווין וורש. החלטותיו תשפיענה על השווקים הפיננסיים והכלכליים בארה"ב, בעולם ובישראל ועל כל אחד מאתנו דרך השקעותינו הישירות והפנסיוניות.



שאלות/תגובות – בשמחה בשורות טובות

גילוי נאות מטעם חותם אסטרטגיה כלכלית ובקרה בע"מ. מסמך זה הוכן על ידי חותם אסטרטגיה כלכלית ובקרה בע"מ. הסקירה מתבססת על מידע אשר פורסם לציבור, אשר חותם אסטרטגיה כלכלית ובקרה בע"מ מניחה, כי הוא מהימן וזאת מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לבירור מהימנות, דיוק ושלמות המידע. סקירה זו נועד לשם מסירת מידע בלבד, ובשום אופן אין לראות בה חוות דעת, הצעה, המלצה או יעוץ/שיווק לרכישה ו/או החזקה ו/או מכירה של ניירות ערך ו/או הנכסים הפיננסיים המתוארים בה. החברה אינה אחראית לכל נזק, אובדן, הפסד או הוצאה מכל סוג שהוא, לרבות ישיר ו/או עקיף, שייגרמו למי שמסתמך על האמור. כל הזכויות, לרבות קניין רוחני, במסמך זה ובתוכנו, שייכות לחברת חותם אסטרטגיה, ואין לעשות בו כל שימוש שהוא, לרבות הפצתו ו/או העתקתו, כולו או חלקו ללא קבלת אישורה מראש ובכתב.