



ג'ימי דימון, מנכ"ל
בנק ההשקעות ג'יי פי
מורגן. "כל דבר אחר
יישבר"
צילום: רויטרס



מנכ"ל אג"ח לשעבר
מרטין סאליבן בדיון
בבית הנבחרים לפני
תבילת החילוץ של
התברר, אוקטובר
2008
צילום: רויטרס



חנן שטיינהרט

איגרות החוב של ממשלת ארצות הברית משמשות כעמוד השדרה של מערכת הכספים העולמית. הן אינן מוחזקות רק כהשקעה, אלא בהיותן הנכס הבטוח והנוזל ביותר בעולם, פנסיה, קרנות ריבניות, בנקים ובנקים מרכזיים. בהתאם לתקנות בול 3 וחוק דורספרנק, איגרות החוב האמריקאיות נחשבות ל"נכסים נוזלים באיכות גבוהה", ואחזקה בהן מאפשרות לבנקים לעמוד בדרישות הנוזליות וההון הרגולטוריות. כך, נכון לתחילת שנת 2025, הבנקים המסחריים בארה"ב החזיקו, על פי פרסום של הפרדל ריזרב, בכ"ס 2.9 טריליון דולר של אג"ח ממשלתיות אמריקאיות כהון או השקעה, כמחצית מתיק ניירות הערך שבמאזניהם. במקביל, גם בנקים מרכזיים זרים מחזיקים בכ"ס 7.6 טריליון דולר כחלק מהרובות הרשמיות שלהם.

מעבר לתפקידן כהון רגולטורי, ובהיותן בטוחה מושלמת למימון קצר טווח, האג"ח משמשות מנוע מרכזי בשוק הנוזליות העולמי. כך, לפי ד"ח של הפד מיוני 2025, בשוק הריפו, בו מופקדות אג"ח ממשלתיות כביטחון לנזילות קצרת טווח, מחזור יומי ממוצע של 4-6 טריליון דולר. כך מהוות איגרות החוב של הממשלה את הבסיס לנזילות במשק כולו, ומגדירות גם את הריבית חסרת הסיכון – שהיא הבסיס לתמחור כל חוב, משכנתא או מניה.

בקצרה, שוק האג"ח הממשלתי האמריקאי משמש בעת ובעונה אחת כבסיס, כהיתכנות וכהון. הוא מערכת ההפעלה של מערכת הפיננסים הגלובלית. לפיכך, כל שיבוש בשוק זה, במעמד האג"ח ובנוזלותו, יגרור גלי הרף מיידים וכבדים לכל פינה בכלכלה העולמית.

הריבית היא השיבר ואליה מתנקזים הלחצים

ארה"ב נהנית מיתרונות ייחודיים: היא מנפיקה חוב במטבע הרוברגה העולמי ויש לה שליטה מלאה במערכת הפיננסית הגדולה בעולם. אולם, גם יתרונות אלו לא הופכים אותה להסנה ממשבר. הריבית על האג"ח לטווח ארוך היא הנקודה שבו משבר כזה עלול להתפרץ. הריבית לטווח ארוך היא השיבר – השסתום של וזימת הכסף במשק, ואליה מתנקזים כל הלחצים. שסתום סגור (ריבית גבוהה) פירושו כי הגירעון הממשלתי ועול הריבית על החוב ילכו ויגדלו, ועמם הצורך הממשלתי

איך ייראה היום שבו השוק הבטוח בעולם קופא פתאום

שוק האג"ח הממשלתי האמריקאי הוא הבסיס של כל המערכת הפיננסית העולמית. אם הוא יקרוס, הוא יפיל אחריו שרשרת בלתי ניתנת לעצירה של אבני דומינו • מה עשוי למנוע מאמריקה ומהעולם את המפגש הטראומטי עם כונס הנכסים? • כתבה אחרונה בסדרה

החוב הצומח במהירות והלחצים לעלייה בתשואות.

משבר שעשוי לצבור תאוצה פתאומית

משבר כזה במשבר עבר, כולל ב-2008, משבר כזה עשוי להתחיל לאט מתחת לרדאר, אך לצבור תאוצה פתאומית במהירות עצומה. משבר מתפתח בשוק האג"ח עשוי להתחיל בעליות קבועות ונמשכות בתשואות ובריבית שמבקשים המלווים כדי להשתתף במכרזי האג"ח. העלייה בריבית תגדיל את הגירעון הממשלתי, ותאט עוד יותר את הפעילות במשק המקרטע ממילא. העלייה הנמשכת הזו בריבית תעצים את הלחץ התקציבי והפוליטי, והמשל יידחף לייצר נוזלות ברורים שונות, לרבות שערך

והיחלשות הרולר, מייצרים לחץ גובר לעליית הריבית לטווח ארוך – דרישה של המשקיעים עבור האשראי שהם נותנים לממשלה. אם המגמות הללו באינפלציה וברולר יימשכו לאורך זמן, והריבית לטווח ארוך לא תעלה, הרברים עלולים להתגלגל עד כדי כישלון במכרזי אג"ח. קרי, מצב שבו אין די משקיעים המשתתפים במכרזי האוצר למכירת החוב. הירידה הרדמטית בביקושים לאג"ח הממשלתיים יכולה להתעצם נוכח היעלמותם של הקונים הזרים מסיבות גיאופוליטיות. במאי האחרון ג'ימי דימון, מנכ"ל ג'יי פי מורגן, אמר בפירוש כלכלי כי שוק איגרות החוב האמריקאי עומד להיסדק, והוסיף: "זה מה שיקרה וכשזה יקרה אתם תיכנסו לפאניקה, כשיש פאניקה דברים נעשים גרועים יותר". הסיבות לסדקים האלה, בעיניו, הם

ג'ימי דימון צופה כי שוק האג"ח האמריקאי עומד להיסדק: "זה מה שיקרה וכשזה יקרה אתם תיכנסו לפאניקה, כשיש פאניקה דברים נעשים גרועים יותר"

באשראי יקר או קיצוצים כואבים. במקביל גם המשק והכלכלה הריאלית ימשיכו ויחנקו, ועימם גם יגדל חוסר השקט התברתי.

מנגד שיבר פתוח (ריבית נמוכה) פירושו דולר נחלש ואינפלציה גוברת, אך גם פריחה כלכלית, כמו לפחות בטווח הקצר. הלחצים על תקציב הממשלה הפדרלית קטנים בהרבה. ניתן לסכם זאת כך: לפנינו מעין נדנדה. הכלכלה הריאלית, כמו גם הממשל, רוצים ריבית נמוכה ודולר חלש; בעוד המערכת הפיננסית והמשקיעים הזרים, המחזיקים כשליש מהחוב הממשלתי, רוצים ריבית גבוהה ודולר חזק. הפרדל רורב הוא "המבוגר האחראי" המבקש כי הנדנדה תשאר מאוזנת והרברים לא יצאו משליטה. הביקוש הממשלתי הגובר לאשראי, יחד עם אינפלציה שאינה נרגעת

של אחד לטריליון, ומחק אגב כך, גם רשמית, את כל חובות ממשלת גרמניה הנקובים במטבע המקומי. כך הפכו 154 מיליארד מארק שלווה ממשלת גרמניה מאזרחיה למימון מלחמת העולם הראשונה, להתייבות בסך 0.15 מארק חדש. הטראומה מאירוע זה טרם נמחתה מהזיכרון הקולקטיבי הגרמני, גם כעבור 100 שנה.

תוצאה טראומטית שכזו אינה הכרחית הפעם. חיבור של השיפור העצום בתוצר בגין ההתפתחויות הטכנולוגיות בבינה המלאכותית וברובוטית, יחד עם המגמות הרמוגרפיות שהן דיפלציניות מטבען, יכולות להוות רשת הצלה – ולמנוע מאמריקה והמעולם את המפגש הטראומטי עם כונס הנכסים. השאלה היחידה היא אם הנס הזה יספיק להגיע בזמן, בטרם חצרת הסופה.

הכוח הוא עורך דין בהשכלתו העוסק ומעורב בטכנולוגיה. מנהל קרן להשקעות במטבעות קריפטונופיים, ומתגורר בארה"ב. כותב הספר "A Brief History of Money" ומקליט הפודקאסט KanAmerica.com. בטוויטר ChananSteinhart@

העולמית תיעצר בחריקת בלמים נוראית. בהתרחשות שכזו, גם דברים בסיסיים כמו מערכות תשלומים, אשראי צרכני ומשכנתאות ישתבשו וישתתקו. או יידרשו הפדרל רורב והממשל, ממש כמו ב־2008, להתערב באופן מידי. מהלך ראשון יהיה להבטיח נזילות בסיסית שתאפשר לכלכלה הריאלית להמשיך לתפקד ברמה היומיומית. התערבות שכזו, אם תתרחש, תהיה כנראה תחת ביטוח הפיקדונות הפדרלי FDIC, המכסה הפקדונות ברוב הבנקים בארה"ב עד לסך של 250 אלף דולר לפיקדון.

אם משבר כזה יתרחש, לא נתפלא אם הפד והממשלה יטלו דוגמא מספר ההיסטוריה הגרמני. בסוף 1923, במטרה לעצור את האינפלציה של מיליוני אחוזים, הוציאה הממשלה הגרמנית מטבע חדש. יציב ומוגבל בכמות, רנטגנמארק. המרק החדש היה מגובה לא כזה פיי, אלא באדמות ונכסים אחרים של ממשלת גרמניה. המטבע, שרק 3.2 מיליארד הונפקו ממנו, החליף את המטבע האינפלציוני הישן ביחס

האג"ח הממשלתיות האמריקאיות הן מנוע מרכזי בשוק הנזילות העולמי

4-6

טריליון דולר

המחזור היומי הממוצע של שוק הריפוי, שבו האג"ח מהוות ביטחון לנזילות קצרת טווח

מקור: הפד

500

טריליון דולר

היקף שוק הנגזרות העולמי

ענק. הדגמה כיצד התמוטטות בשוק הנגזרים עלולה להתפשט ולהשפיע על הכלכלה כולה ניתנה לנו ב־2008, עם חברת הביטוח AIG.

בשנת 2007, ערב המשבר, הייתה AIG אחת החברות הפיננסיות הגדולות והמגוונות בעולם, עם כ־116 אלף עובדים ביותר מ־130 מדינות, הכנסות כוללות של כ־110 מיליארד דולר, ומאזן כולל שעלה על טריליון דולר. תחומי הביטוח וההיסכון הפנסיוני המסורתיים של החברה היו עצומים ורווחיים, עם נכסים בהיקף כ־1.1 טריליון דולר והתחייבויות של כ־900 מיליארד דולר.

יחידה קטנטנה במשרדי החברה בלונדון, בת פחות מ־400 עובדים, עסקה ברישום נגזרים שהיו סוג של ביטוח על שוק האג"ח מגובה המשכנתאות. היקף החווים האלו עמדו על כ־527 מיליארד דולר, כפרומיל אחד מגודל שוק הנגזרים על הריביות כיום. כאשר שוק הריפוי האמריקאי קרס בשנת 2008, החווים הללו חשפו את החברה להתחייבות בסכומי ענק שלא היו ברשותה, והיא עמדה בפני קריסה. החשש היה כי זו תביא לתגובת שרשרת שתביא לנפילת המערכת הפיננסית העולמית כולה. לפיכך נחלץ הממשל לחלץ את AIG בסכום של כ־182 מיליארד דולר באותה שנה.

אם שוק האג"ח הממשלתי יקפא והממשלה לא תוכל לגייס את כל החוב החדש, היא תאלץ להחליט בין תשלומי התחייבויותיה הפיננסיות לבין הוצאתיה השוטפות. ככל שתסריט כזה יהיה חלום בלהות למחזיקים, האימפקט הכללי יהיה גדול בהרבה. דיימון תיאר גם תרחיש כזה: "אם שוק האג"ח הממשלתי האמריקאי יקפא ויפסיק לתפקד כל דבר אחר (בעולם) יישר, שכן שוק האג"ח הזה הוא הבסיס של כל המערכת הפיננסית העולמית".

אירוע כזה יהיה גדול ממה שהתרחש ב־2008, כאשר המערכת הייתה מרחק שעות ספורות מכך שיאול הכסף במכונות הכספומט. כפי שר האוצר גייטנר, או ראש סניף ניו יורק של הפד, העיד לימים: "כל המערכת הפיננסית האמריקאית, כל החברות הגדולות במדינה, וגם הבנקים האזוריים הקטנים, היו בתהליך של 'ריצה קלאסית' על הבנק..." אף אחד מהם לא היה שורד לולא התערבנו".

בעשר הימים הראשונים של המשבר הפד הציף את המוסדות ב־300 מיליארד דולר, אך זו היתה רק טיפה בים, והמשבר לא נרגע. תיאר לימים בן ברננקי, יו"ר הפד לשעבר: "מתוך 13 מוסדות פיננסיים מרכזיים בארה"ב, 12 היו בסכונ גבוה של פשיטת רגל בתוך שבוע או שבועיים". משבר זה נגרם בגין משכנתאות חדלות פירעון של 750 מיליארד עד 1.25 טריליון דולר. משבר כמתואר בשוק האג"ח יהיה בממדים של פי 20 לפחות מכך.

מלאי הוזהב שבאחזקתו. במצב כזה, הממשל גם יגיביר את הלחצים על הפד לרכוש חלק מהחוב הממשלתי ולאמץ מדיניות של הורדה ושליטה בגובה הריבית לטווח ארוך, מה שמכונה Yield Curve Control, וזאת באמצעות רכישות מסיביות של החוב הממשלתי. הבנק המרכזי היפני יישם מדיניות כזו מספטמבר 2016 ועד מרץ 2024. במסגרתה, הוא רכש ושמר את הריבית על האג"ח ל־10 שנים באזור אפס. בשנים האלו הגדיל הבנק המרכזי היפני את אחזקותיו בחוב הממשלתי בכמעט 45% לכדי כמחצית מכל חובות הממשלה. אם וכאשר השוק יקפיץ את הריבית לטווח ארוך שהוא דורש עבור רכישת החוב של ממשלת ארה"ב, למשל מעל 5.5% על האג"ח ל־10 שנים ו־6.25% על האג"ח ל־30 שנה, הפד עלול להידחק לחדש את מדיניות רכישת האג"ח כדי למתן את הריבית לטווח ארוך, ואולי ליישם באופן רשמי, ולא רק מעשי, מדיניות שליטה בריבית לטווח ארוך.

קורבן ראשון לחזרה כזו למדיניות קבועה של הרחבות יהיה הרולד, שייחלש עוד יותר. לאחריו ייעלמו עוד ועוד קונים ודים ממכרוז האוצר, שהיב לגייס טריליוני דולרים של אג"ח מדי שנה. בכך יידחפו הבנקים והוילירים המקומיים לרכוש את עודפי הסחורה, אך מגבלות הון ורגולציה ימנעו מהם לייצר ביקושים בהיקפים הנדרשים, והנטל על הפדרל רורב לקנות עוד ועוד מהחוב הממשלתי רק יגבר. משיתברר לכל כי שוק האג"ח הממשלתי דהי פאקטו ללא, והוא תלוי באופן מוחלט במדפסות הפד, יחלו המרווחים בין שערי הקנייה והמכירה להתרחב. הנויות תלך ותתייבש.

התרחבות המרווחים וקריסה בנויות האג"ח הממשלתיות של ארה"ב, עמוד השרה של מערכת הפיננסים העולמית, עלולה ליצור תגובת שרשרת הרסנית. ככל שהתנודתיות תגבר, שחקנים גדולים ומונופנים יאלצו למכור עוד ועוד, מה שיביא עוד לחץ ליירידות במחירי האג"ח ולהגדלת התשואות. לחץ כזה, ובעיקר הגידול במרווחים, יחלחלו לשוק הריפוי, המגלגל מעל 4 טריליון דולר ביום. שוק זה מאפשר לצד אחד להנזיל באופן מידי, לטווח קצר ובמחיר ירוד מראש יתרות אג"ח ממשלתיות שבידיו, מבלי שיצטרך למכור ולהיפטר מהן בפועל. הוא מהווה כלי מרכזי במימון המערכת הפיננסית, כמו גם בקיבוע הריביות לטווח קצר. שיבוש במרווחים בשוק האג"ח עלול להקפיא אותו – וזה יביא להקפאת מוחלטת של הנויות במערכת כולה. או, או, כפי שהזכיר דיימון, הפאניקה באמת תתפשט.

מה אפשר ללמוד מהמקרה של AIG

סדקים כאלה בשוק האג"ח עלולים לגרום שיבוש יסודי גם בשוק הנגזרים העולמי הקשור לריביות, שהיקפו כ־500 טריליון דולר. שוק הנגזרים הזה הוא חלק מרכזי במערכת הפיננסית העולמית, ובימים תיקונם ערכו רב. אך ברעף משבר הוא מקור לסכנות

מהלך ראשון יהיה להבטיח נזילות בסיסית

אם שוק האג"ח האמריקאי יחדל מלתפקד, כל המערכת הפיננסית



Save the Date

אסיפה כללית שנתיית של התאגדות התעשיית לשנת 2026

יום רביעי | 28.1.2026 | כפר המכביה

יהודה גליק
יו"ר תאגדות התעשיית

יהודה גליק
יו"ר תאגדות התעשיית

יהודה גליק
יו"ר תאגדות התעשיית

יהודה גליק
יו"ר תאגדות התעשיית

האסיפה הכללית לשנת 2026, במסגרתה ייבחר נשיא התאגדות התעשיית לשנים 2026-2028, תתקיים ביום רביעי ה-28 לינואר 2026 בכפר המכביה, ובזמנית תפוע שור הכלכלה והתעשיית.

נודה אם תעריינו מועד זה ביחנכם.

בהודנות זו נזכיר כי המועד האחרון להגשת מועמדות לתפקיד נשיא התאגדות - 14.12.2025.

הזמנה: הכוללת סדר יום מפורט של האסיפה וכן מופט רישום, יישלחו בסמך למועד האסיפה.

ההזמנה מיועדת לחברי התאגדות התעשיית ולמזכירים