

שנת התקציב הסתיימה בגירעון ענק - האם החוב הממשלתי האמריקאי יוצא משליטה?

הגירעון האמריקאי לשנת התקציב 2026 צפוי להגיע לפחות ל-2.4 טריליון דולר • הממשל בונה תוכנית הנשענת על ארבע רגליים - שליטה במועצת הנגידים, הורדת הריבית שבה מלווה הפד כסף לבנקים, ניסיון לפטר את פאוול, ומערכה אגרסיבית כלפי חברי פד - כדי לפתוח דרך לאימוץ מדיניות מוניטרית מרחיבה • אלא שמה שמעניין את טראמפ באמת הוא לצלוח את בחירות האמצע בנובמבר 2026 • כתבה ראשונה בסדרה

האג"ח הממשלתי לטווח ארוך, ולהורידו ליעד נמוך בהרבה ממה שהשוק דורש. שליטה כזו בריבית לטווח ארוך מכונה Yield Curve Control. בהפעלתה נקבע לאג"ח ל-10, 20 ו-30 שנה יעד ריבית נמוך משמעותית ממחיר השוק. למשל, קביעת ריבית של 2.5% על האג"ח ל-10 שנים, אף שהיום השוק דורש על השקעה כזו כ-4.2%. השליטה הזו מושגת באמצעות רכישות מותאמות של הבנק המרכזי את החוב הממשלתי, כך שהריבית לא תעלה על יעד הריבית שנקבע. שליטה כזו בריבית לא רק עוזרת לממשלה לממן את החוב במחיר מוזל, וכך מקלה מאוד על הלחץ התקציבי השוטף - היא גם פותחת את שוק האשראי ומגבירה נזילות בסקטור הפרטי. זאת הואיל והרבה ממחיר האשראי במשק צמוד מאוד למחיר האשראי על החוב הממשלתי לטווח ארוך, כמו המשכנתאות. אלא שהממשל יכול להביא ליישום מדינות כזו של שליטה בריבית לטווח ארוך רק אם יצליח לשכנע או לאלץ את הפד לאמץ אותה. היא תיושם באמצעות חזרה למדיניות ההרחבות ורכישת החוב הממשלתי - מדיניות שהפך יישם רק פעם אחת בהיסטוריה, בימי מלחמת העולם השנייה.

הנשיא כבר מפעיל לחצים על נציגי הפד

לפדרל רורב יש שני גופים ניהוליים. הראשון הוא מועצת הנגידים, המונה שבעה חברים. המועצה קובעת בין השאר את הריבית שמשלמים או מקבלים הבנקים כאשר הם לוויים או מלווים כסף מהפד. הגוף השני, ועדת השוק הפתוח, מונה 12 חברים, שבעת הנגידים הנ"ל ועוד חמישה. אחד

הממשלה הייתה מעל 1.1 טריליון, לא יהיה מוגזם להעריך כי בפועל הגירעון ינוע בין 2.4-2.8 טריליון דולר, וההוצאות לריבית יהיו בטווח 1.2-1.4 טריליון דולר. סכומים שמעולם לא נראו כמותם. הגירעון הולך ותופח בעוד תמונת המצב של כלכלת ארה"ב עגומה למדי. האינפלציה הרשמית עומדת על כ-3% ומסרבת לרדת, עוד לפני שמביאים בחשבון את השפעות המכסים על רכישות חג המולד. במקביל הכלכלה הריאלית - מגלה סימני התכווצות ממשיים - אותה סטגפלציה שדנו בה רבות. כך למשל מדר הפעילות בסקטור התעשייתי ייצרני שמפרסם הפדרל רורב סנף ריצ'מונד נפל בהתמדה מאז מרץ והוא ניצב כיום באחד מנקודות השפל מאז 2016. ירידה דומה חלה בביקוש למשאיות ובמדר ההובלה העוקב אחר היקף השינועים של סחורות. גם נתוני התעסוקה מתקדריים: בחודש ספטמבר התווספו לכלכלה רק 22 אלף משרות חדשות, לעומת ציפייה לגידול של 76 אלף, ומדר הבילי מועסקים גדל למספרו הגבוה ביותר מאז 2021. משום אלו מעריכים אנליסטים ומודלים מרכזיים כי הסכירות למיתון במשק האמריקאי ב-12 החודשים הבאים היא 50%-30%.

כלוא בין החוב הממשלתי המעמיק, הוצאות הריבית על החוב שמתפסות, האינפלציה שמסרבת לדעוך, המשק המתקדר והדולר המידרדר - שער הדולר ירד בכ-10% מאז תחילת השנה. כך, מחסן תרופות הפלא הקלאסיות של הפד הולך ומתרוקן. והשאלה אפוא, היא מה הלאה?

החלופה הראשונה נוגעת לתוכניות הממשל. נוכח הנסיבות, נראה כי פני הממשל ובראשו שר האוצר סקוט בסנט לפתרון רדיקלי. זה אומר ליטול שליטה על תשואות

2
טריליון דולר
הגירעון לשנת התקציב של 2025,
עליה של כ-4% לעומת קודמתה

כ-10%
הירידה בשער הדולר
מתחילת השנה

שלאחר הורדת הריבית, השוק לא התרשם. והריבית לטווח ארוך עלתה קלות. הדרך היחידה שבה הפדרל רורב יכול להשפיע על הריבית לטווח ארוך היא באמצעות רכישה מסיבית של האג"ח הממשלתי לטווח ארוך, באמצעות כסף שהוא מרפס מהאוויר. תהליך כזה מכונה גם "שליטה בתשואות" (Yield control) - ביטוי מכובס למניפולציה בוטה במנגנון הריבית כולו, המלווה בייצור עצום של כסף. זאת באופן ישיר (הרפסות הפד) ובאופן עקיף - דרך עידוד לקחת אשראי במשק בכלל, שכן ריביות רבות במשק מושפעות ישירות מהריבית על האג"ח הממשלתי לטווח ארוך, כמו המשכנתאות למשל.

הגירעון נסק לסכומים שלא נראו כמותם

שנת התקציב 2026 שאך החלה אינה מבשרת ירידה בגירעונות, להיפך. נכון לירידת מאמר זה לדפוס והתחלת שנת התקציב, ממשל טראמפ טרם הגיש לקונגרס לאישור תקציב אלא רק "שלד תקציב", נטול תמונה כללית של ההכנסות והגירעונות. גם שלד זה לא עבר בסנאט, כך שבתחילת אוקטובר הושבתו שירותי הממשלה הפדרלית. על פי תחזיות משרד התקציבים של הקונגרס, הגירעון לשנת התקציב '26 שזה עתה החלה צפוי לגדול ל-2.6 טריליון, ועלות תחזוקת החוב, קרי הריבית, להגיע לטריליון דולר. גם המשרד לניהול ותקציב שבממשל פרסם בספטמבר הערכה דומה. בהתחשב בעובדה שהערכות משרד התקציבים של הקונגרס לשנת '25 היו אופטימיות והריבית ששילמה



חנן שטיינהרט

ב-30 בספטמבר הסתיימה בארה"ב שנת הכספים 2025, ועם כל הרעש והצינצולים של אילון מאסק ומחלקת היעילות והחיסכון, שבאה והלכה, הגירעון לשנת התקציב של 2025 כולה עמד על כ-2 טריליון - עלייה של כ-4% משנה שעברה. נכון לסוף ספטמבר, עמד החוב הלאומי של ארה"ב על 37.64 טריליון דולר, גידול של 2.17 טריליון מסוף שנת התקציב שעברה. חוב זה נושא נכון לעתה ריבית ממוצעת של 3.372%, ובשנת הכספים 2025 אכלו הוצאות ריבית אלו, כסף של 1.13 טריליון דולר, מעל 20% מהכנסות הממשלה ממיסים; הן היו גדולות יותר מכל סעיף אחר בתקציב - כולל תקציב הביטחון, שעמד על כ-940 מיליארד דולר.

מאז בספטמבר הפד הוריד את הריבית הבסיסית, היא הריבית הבין-בנקאית, ל-4.25%, ואף הבטיח להמשיך ולבצע עוד שתי הורדות בהמשך השנה. אך כפי שהוסבר פה בעבר, הורדת הריבית הזו אינה משפיעה בהכרח על הריבית לטווח ארוך, קרי על האג"ח הממשלתי לטווח של 10, 20 או 30 שנה. ריבית על האג"ח הללו נקבעת על ידי השוק, קרי הריבית שהמלווים דורשים מהממשלה עבור כספם, כפונקציה של הערכתם את האינפלציה ואת הסיכונים האחרים במתן אשראי לממשלה. ואכן, בימים

יאלץ את הפד להרפס ולקנות עוד יותר מהחוב הממשלתי כדי לשמור על הריביות בשליטה. תהליך כזה יכול בקלות להתפתח לסחרור המזין את עצמו בהיקפים גדלים. הרפסה מסיבית מהסוג שתאפשר לשלוט על הריביות לטווח ארוך, תגביר את האינפלציה. אך בכך רואה הממשל בעיה משנית, לפחות בטווח המיידי. כבר היום, כשהמחירים בארה"ב מטפסים ללא רחם, הנשיא לא מהסס לחזור על הברותה כי הם בירידה. את אהדת המזון הוא מנסה לקנות באמצעים כמו הסתה פרועה נגד המהגרים ונגד מדינות זרות כמו ונצואלה (שפלישה צבאית אליה נראת רק שאלה של זמן, גם לצורך הורדת מחירי האנרגיה).

לכך יש להוסיף ניסיון לרכוש שליטה במספרים ובעובדות. הרגמה לכך ניתנה בתחילת אוגוסט, שעה שהנשיא פטר את מנהלת הלשכה הממשלתית לסטיסטיקה בגין דו"ח תעסוקה שהציג האטה גדולה בגידול בשוק התעסוקה, בנימוק שהתוצאות שהוצגו היו "מוזיפות מטעמים ומטורות פוליטיות". כמובן שזו הוכחה או סימן לכך לא ניתנו.

אבל הסיבה העיקרית לכך שהאינפלציה היא בתחתית סולם העדיפויות נמצאת דווקא בלוח השנה הפוליטי. הזרמת הכסף תאושש את המשק הרבה יותר מהר מאשר היא תשפיע על המחירים. ועד שיגיע מועד החשבון, ברמות אינפלציה, יסתיימו בחירות האמצע בשלום. יתרה מזו, ייתכן כי רוב האימפקט הכבד של הזרמת הכסף על המחירים יתרחש, כך לפחות מקווה הממשל, עמוק לתוך 2027-2028, שעה שכל מקרה כהונת הנשיא תגיע לישורת האחרונה. מה גם שעד אז יתכנו אירועים דרמטיים אחרים וחדשים שימשכו את תשומת הלב, החל ממתחות ענק עם סין סביב טיוואן, דרך עימות צבאי בוונצואלה, וכלה בתקווה שההתפתחות המהירה בבנייה המלאכותית וברובוטקה, יחד עם ההודקות המואצות של אוכלוסיית ארה"ב, שניהם תהליכים דפלציוניים לעילא ולעילא, ימתנו את השפעת הכסף המורפס על המחירים.

האם תוכנית אמביציונית שכזו תעבור? האם ההשפעות החברתיות והפוליטיות של האינפלציה לא תגרום לתוכנית לקרוס? האם הירידה ברולר תהיה באגרסיביות ומהירה מדי, ומה זה יעשה לכלכלת ארה"ב והעולם? האם הפד יכנס ומה בכלל חושב הפד בראשות פאוול, והאם יש אלטרנטיבה להדפסה המסיבית? על כך בכתבה הבאה בסדרה העוסקת בחוב הממשלתי היוצא משליטה. ●



ליסה קוק וג'ורג' פאוול, המיניסטר העשויים להטות את הכף

Mark Schiefelbein AP, 0173

והמשק יוצף בכסף חדש. זה שיביא, להנחת הממשל, לפריחה כלכלית גם בכלכלה הריאלית ובמחירי הנדל"ן. שחזור של מה שהתרחש בשנים 2020-2021 לאחר פרוץ הקורונה.

מדיניות המכסים החדשה של טראמפ, עם הדולר החלש, ימנעו נזילה, לפחות חלקית, של הכסף החדש הזה מחוץ לגבולות ארה"ב, קרי למדינות הייצור הולות כמו סין. גירוש העובדים הזרים חסרי הרשיונות יבטיח מחסור בידים עובדות גם בתחתית סולם התעסוקה, וממילא עלייה בשכר השכבות הנמוכות. הפריחה בעקבות הספקת הכסף החדש לכלכלה גם תתן למפלגה הרפובליקנית יתרון ממשל בבחירות האמצע של נובמבר '26, כך שהקונגרס לא יפול בידי הרמוקרט. שכן אם זה יקרה, יחווה ממשל טראמפ שיתוק כמעט מוחלט בשנתיים האחרונות של נשיאותו.

השלכות לא רצויות להיחלשות הדולר

למדיניות מרחיבה שכזו עשויות להיות השפעות מיידיות נוספות. הראשונה, פגיעה ממשית נוספת ברולר, החלשה שאינה מטרידה את הממשל, להפך – פירושה יבוא יקר וייצוא אמריקאי זול. תוספת כוח למדיניות המכסים שנועדה להשאיר את הכסף המורפס בתוך ארה"ב. אלא שלהיחלשות הדולר כן ייתכנו תוצאות לא רצויות, בראשן פגיעה קשה בשוקי ההון המקומיים ועלייה ממשית בריבית. זאת הואיל והמשקיעים הזרים, המחזיקים כשליש מהחוב האמריקאי וכחמישית מהמניות בול סטריט, עשויים לבקש תשואות גבוהות יותר כפיצוי על הירידה בשער הדולר. מצב זה

הממשל יכול ליישם מדיניות של שליטה בריבית לטווח ארוך רק אם ישכנע או יאלץ את הפד לאמץ אותה. זה קרה רק פעם בהיסטוריה, במלחמת העולם השנייה

ייתכן כי רוב האימפקט הכבד של הזרמת הכסף על המחירים יתרחש, כך לפחות מקווה הממשל, עמוק לתוך 2027-2028, שעה שכהונת הנשיא קרובה לסופה

בפוסטים ברשתות החברתיות שמהם עולה כוונתו לפטר את פאוול. ספק אם המהלך הוא בסמכותו, אך כפי שאנו מכירים את טראמפ, זה לא בהכרח ימנע ממנו לנסות להשלים אותו. השליטה במועצת הנגידים, שהיא כבר כטווח נגיעה, אומנם אינה יכולה כשלעצמה להכתיב לוועדת השוק הפתוח את מדיניות הריבית (או רכישת החוב הממשלתי), אך היא יכולה לשבש החלטות ניציות באמצעות קיצוץ במחיר שבזית הפד אשראי לבנקים, שמצוי בסמכות מועצת הנגידים. יתרה מזו: בחודש פברואר אמרה מועצת הנגידים לאשר את הארכת המקומיים של הפד, ושליטה של מקורבי טראמפ במועצה יכולה להיות עוד מנוף לחץ.

ארבע רגליים חשובות בדרך למדיניות

החיבור של ארבעת האלמנטים – שליטה במועצת הנגידים, הורדת הריבית שבה מלווה הפד כסף לבנקים, ניסיון לפטר את פאוול, ומערכה אישית אגרסיבית כלפי חברי וועדת השוק הפתוח – עשויה, כך מקווה הממשל, לפתוח את הדרך לאימוץ מדיניות מוניטרית מרחיבה. זו תכלול מניפולציה של הריבית לטווח ארוך באמצעות רכישת החוב הממשלתי עוד בשנת 2026, חודשים לפני מועד בחירות האמצע בנובמבר.

אם תצליח תוכנית הממשל, והפד לא רק יוריד את הריבית לטווח קצר אלא גם יאמץ בפועל מדיניות, גם אם לא מוצהרת, של ריסון הריבית לטווח ארוך, אזי הריבית על החוב הממשלתי תרד, בעיית מימון הגירעון הממשלתי תיפתר לפחות לטווח הקצר, הריבית למשכנתאות ובכלל במשק תנחת,

מהם הוא נשיא סניף ניו יורק של הפד, ועוד ארבעה משתנים מתוך 12 נשיאי הסניפים של הפד. ועדת השוק הפתוח היא זו הקובעת את הריבית לטווח קצר, קרי הריבית הבין-בנקאית, ובסמכותה להחליט אם לרכוש אג"ח ממשלתיות.

כדי להביא להורדת ממשית וממושכת בריבית, שלאחריה יחודשו הרכישות של החוב הממשלתי, מפעיל הנשיא כבר היום לחצים גדולים על 12 חברי ועדת השוק הפתוח. הלחצים אינם מוגבלים להצהרות. הם הודגמו היטב באיומים ובפעולות נגד ליסה קוק, אחת משבעת חברי מועצת הנגידים, בעלת העמדות המוניטריות הניציות יחסית. הפעולות והאשמות הסתיימו בפטורי קוק, שבינתיים הושעו על ידי בית המשפט, והעניין כולו הגיע לפתחו של בית המשפט העליון. אם האחרון יאשר את פיטוריה – תיפתח בפני רונלד טראמפ הדרך למינוי שני נגידים חדשים עד תחילת שנה הבאה (בינואר 2026 מתפנה אחד המקומות במועצת הנגידים). אלה יצטרפו לשני המינויים הקודמים של טראמפ, מישל באומן וסטפן מירן, אשר גם כך נוטים למדיניותו של הנשיא.

מינויים אלה עשויים להטות את הכף במועצת הנגידים ולבודד את יו"ר הפד ג'ורג' פאוול, שמסיים את כהונתו במאי 2026. האירוע עם קוק לא רק נועד לכבוש את המושב המכריע במועצת הנגידים, הוא גם נועד להדגים היטב לחברי הפד האחרים שבוועדת השוק הפתוח, אשר אינם פוליטיקאים המורגלים בהתקפות בוטות ואישיות, כי הממשל לא יחסס להפעיל כל לחץ ותרגיל, לא מקובל, בלתי כשר, או אישי ככל שיהיה, נגד העומדים ברכו, כדי לייצר רוב המיישם את מדיניותו.

בינתיים הצית הנשיא אש