

החוב הממשלתי תופח הפד מאבד שליטה בדרך להפוך לכלי פוליטי

החוב הלאומי של ארה"ב שבר באוקטובר שיא חדש וחצה רף של 38 טריליון דולר. קצב הגידול הוכפל לעומת שנת 2000, ובוושינגטון לא מצליחים להאט • בשלב הבא הפד אולי יאלץ להדפיס דולרים מהאוויר ולקנות בהם את החוב הממשלתי כדי להוריד את הריבית שהשוק מבקש עבורו – וזה יהיה השלב האחרון בתפקידו של הגוף הזה • כתבה שלישית בסדרה



גם יביאו בין לילה לקריסה כלכלית, שכן מדובר בטריילונים שיעלמו מהכלכלה.

הגדלת המיסים בלבד, שבינתיים טראמפ רק מקצץ בהם, אינה יכולה לשמש כפתרון פשוט. המספרים פשוט אינם מתחברים. השורה התחתונה פשוטה: וושינגטון אינה מסוגלת אפילו להאט את קצב הגידול בהוצאותיה, שלא לדבר על קיצוץ אמיתי בהן. אך המסלול אינו מחייב קריסה מהירה ומהדרת, להפך. חרלות הפירעון עשויה להיות תהליך איטי ומתמשך, שבמרכזו שחיקה בערך הדולר ובערכו הריאלי של החוב.

הפד החל להדפיס מהאוויר טריליונים

בשנת 1971 בוטלה ההצמדה בין הדולר והזהב, ולמרות זאת דולר הפיאט המשיך להיות מטבע הרורבה העולמי. בבסיס מעמדו זה, אף שפאזם ניתן היה להדפיס אינסוף ממנו, הייתה ההבנה כי וושינגטון, קרי הפרדרל ריזרב, חופשי למחצות פוליטיים גדולים, ינהל באופן אחראי את מטבע הפיאט החדש. הרעיון אפוא מאחרי הסדר המוניטרי העולמי החדש היה פשוט: עצמאות הפד בתבטיח את יציבות הדולר. הריבית הריאלית תהיה חיובית. והפד ישמר את יציבות המחירים ואת האמון בחוב של הממשלה הפרדלית, הבסיס לכל המערכת המוניטרית העולמית.

כך אכן היה בימיו של פול וולקר כיו"ר הפד, שהעלה את הריבית כדי כמעט 20% בשנות השמונים של המאה שעברה, לשם מלחמה באינפלציה. אך תחת היו"ר אלן גרינספן, ואח"כ ביתר שאת בימי היו"ר בן ברנקי, ההבטחה

4

טריליון דולר
העלייה בחוב הממשלתי
האמריקאי מתחילת 2025

14

טריליון דולר
תשלומי הריבית הצפויים
בעשור הבא, לעומת כ-4
טריליון בעשור האחרון

ביטול של כל התחייבות חוותי שכללה הצמדה למחיר הזהב.

ארה"ב מצויה בפני מבוי סתום פיננסי

לתספורת פנים רבות. אחת מהן היא החזר נומינלי של החוב שעה שערכו הריאלי מופחת בהרבה. כך הממשלה אינה נדרשת להודות בכישלון, ודי שתסתמך על בורותם או תמיימותם של המוונים. ישנם תרחישים שונים ביחס למה שיתרחש בשנים הבאות בעניין החוב הממשלתי המתנפח של ארה"ב. במאמר זה נתאר את האופטימי שבהם. זה הסבור כי וושינגטון אומנם תחזיר את חובותיה, אף כי לאורך זמן עשוי להתברר לנושים כי להפתעתם הרבה התשלום שקיבלו הוא שונה מאוד מכפי שציפו.

על עובדה אחת קשה להתווכח: ארה"ב מצויה בפני מבוי סתום פיננסי. הגירעון הממשלתי עומד על כ-6% מהתל"ג והוצאות הממשלה הפרדלית נמצאים על מסלול של גידול מתמשך, בגין הרמוגרפיה והתחייבויות לאוכלוסייה המבוגרת ששיעורה גדל והולך. הריבית על החוב, שחצתה את רף הטריליון הדולר בשנה, אוכלת מעל 22% מהכנסות המדינה ממיסים, ויחד עם ההוצאות הקבועות בחוק, כמו הביטוח הלאומי והרפואי (מדיקר), כשלושה רבעים מהתקציב "נעולים" מראש.

הדרך היחידה לקיצוץ אמיתי בתקציב ובגירעון עוברת דרך קיצוץ דרמטי בהתחייבויות הביטוח הלאומי ומדיקר, יחד עם קיצוץ עמוק ביותר בתקציב ההגנה. אך מהלכים כאלו יהיו לא רק יהיו התאבדות פוליטית מוחלטת, הם

החוב הלאומי של ארה"ב שבר באוקטובר שיא חדש וחצה את רף 38 טריליון הדולר, כך על פי נתוני משרד האוצר האמריקאי. זהו קצב גידול מהיר מתמיד. רק לפני כחודשיים חצה החוב רף של 37 טריליון דולר ומאז תחילת ינואר השנה גדל החוב ב-4 טריליון. זהו קצב גידול מהיר פי שניים מקצב הגידול בשנת 2000. בעקבות החוב, גם תשלומי הריבית צפויים להתנפח: מכ-4 טריליון בעשור האחרון לכ-14 טריליון בעשור הבא, וזהו סעיף ההוצאה הגדול ביותר בתקציב.

אין ספק כי אנחנו נכנסים לטריטוריות מסוכנות, שבהן יכולתה של ארה"ב לעמוד בהתחייבויותיה הולכת ומתערערת. חרלות פירעון של הממשלה האמריקאית כבר קרתה כמה פעמים בעבר, ובעלי החוב אז חוו תספורות של ממש. כך היה עם החובות שנלקחו לממן את צבאו של וושינגטון במלחמה עם הבריטים, או אלו שנלקחו למימון צבא הצפון במלחמת האזרחים. בשנת 1933, בעת השפל הגדול, התספורת הייתה רחבת היקף וכללה לא רק את החוב הממשלתי. מיד עם כניסתו לתפקידו בתחילת 1933 חתם הנשיא רוזבלט על צו נשיאותי, שהפך זמן קצר מאוחר יותר לחוק של הקונגרס, ולפיו הוחרם כל חובי שבידי התושבים בתמורה ל-21 דולר לאונקיה, רק כדי לפתח את ערך הדולרים הללו בכ-40% ביחס לזהב שבועות מאוחר יותר. פיתוח והחרמה גם חל, באופן ישיר או במשתמע, על כל ההסכמים והחובות במשק, וגררו



חנן שטיינהרט



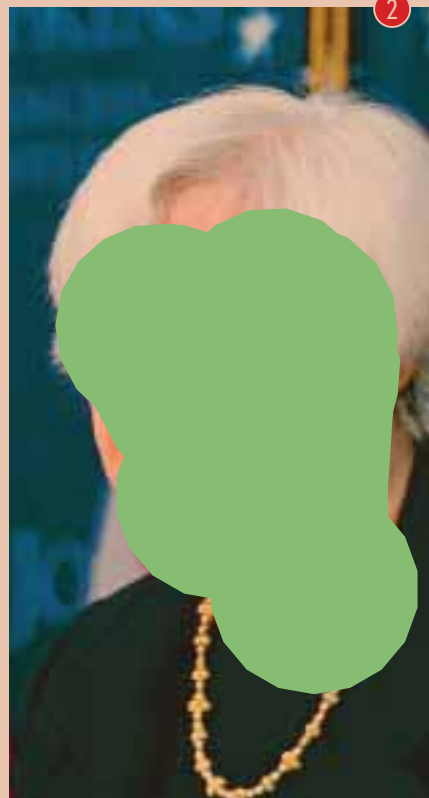
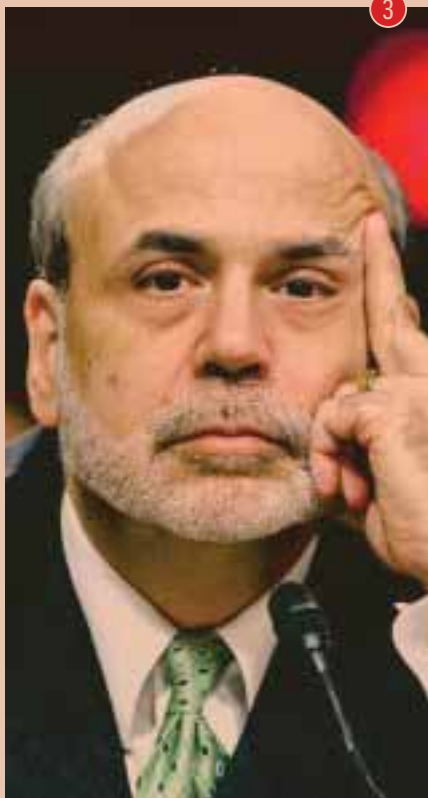
1
יו"ר הפד ג'רום פאוול. רכישה מתמדת של החוב

2
בנט ילן, הרחבה כמותית במיליארדים

3
בן ברננקי, הדפסת דולרים

4
אלן גרינספן, ריבית אפס

צילומים: AP;
Andrew Harnik
Sarah Silbiger
J. Scott
Applewhite



ההרסנית של גרינספן בשנים 2005/6 ושל ברננקי ואחר כך ילן בשנים 2013-2019. עם הזמן הסכומים שיאלץ הפד לרכוש כדי למנוע מהריבית לטווח ארוך לטפס, ילכו ויגדלו, ועמם הדולר יוסיף ויחלש. ההרחבות יגרמו לשוקי המניות להמשיך ולהתפוצץ, ומימון החוב הממשלתי התופח יפסיק להיות כותרת בחדשות.

התרחיש הזה, האופטימי, מניח כי מה שהיה הוא שיהיה. וכמו שהעולם שרד ושוקי ההון פרחו, ביותר מעשור של ריבית אפס וגיידול של מאזן הפד מכ־900 מיליארד ל־9 טריליון בין 2007 ל־2022, כך יהיה גם בהיות הריבית להיות ריאלית-שלילית, ולמאזן הפד הצומח ל־25 טריליון דולר. וכשם שהמערכות הכלכליות, הפוליטיות והחברתיות לא קרסו בעשור וחצי האחרונים חרף כל ההרסנות ותוצאותיהן, כך גם יקרה בעתיד הנראה לעין עם ההרחבות האמורות.

מכוח ההרגל ומכוח הרע במיעוטו, סבורים המחזיקים בסנריו זה, כך ימשיכו הדברים בעשור הקרוב עד שהשפעות הרפליציוניות של הבניה המלאכותית והשינויים הדמוגרפים בגיל האוכלוסייה יפעילו את השפעתם המבורכת. ובעיית החוב, שבינתיים יישחק מאוד ריאלית, תלך ותיעלם אל האופק הוורוד של זהב 20,000 נאסד"ק 200,000 וביטקוין 2 מיליון. ●

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

החוב הממשלתי ידרדרו את ערך הדולר, אשר בתורו יגדיל את ההלחץ על הריבית, מאלץ את הפד לרכוש עוד ועוד מהחוב הממשלתי כדי למנוע עלייה כזו. זאת שעה שמחזיקים בחוב, ובמיוחד הורים המחזיקים בכשליש ממנו, יבקשו להיפטר מהחוב; שכן הוא משלם ריבית מלאכותית נמוכה וברולרים, שערכם הולך ויורד. סחרחרות זו תלך ותחריר, עד כי הפד ימצא עצמו מחזיק חלקים גדלים והולכים בחוב הסחיר של ממשלת ארה"ב, אם לא ברובו. ממש כמו הבנק המרכזי היפני, המחזיק בכ־52% מהחוב של ממשלת יפן.

אמריקה ללא מדיניות מוניטרית עצמאית

אם וכאשר כך יקרה, לא תהיה לאמריקה עוד מדיניות מוניטרית עצמאית. הכול יתנהל מהבית הלבן והתקציבים הגירעוניים רק ילכו ויתנפחו. התהליך הזה לא יתרחש, על פי התרחיש האופטימי הזה, בין לילה. בתחילתו הפד יוריד את הריבית לטווח קצר לפחות ארבע פעמים, ובמקביל יעצור את צמצום מאזנו – קרי יחדש את רכישות האג"ח בשיעור אלה ברשותו המגיעות לפירעון. שום מסיבה לא תתקיים באולם האירועים החדש הנבנה בבית הלבן שעה שרכישות הפד מהחוב הממשלתי יתרחבו אט אט מעבר לאלה "המגיעות לפירעון" בלבד.

בתחילה הסכומים יהיו קטנים, וההסברים ארוכים. גם השמות ישתנו. אך לאט לאט השוק יתרגל בשמחה למנת הסמים של הכסף הקל, בדיוק כפי שהוא קיבל בשמחה את מדיניותו

רכישות הפד מהחוב יתרחבו מעבר לאלה המגיעות לפירעון בלבד. בתחילה הסכומים יהיו קטנים, וההסברים ארוכים. אך השוק יתרגל בשמחה למנת הסמים של הכסף הקל

כשהוא נדחק לפינה, הפד כבר הוריד פעמיים את הריבית בחודשים האחרונים, חרף העובדה שהאינפלציה רחוקה מיעדי ושווק המניות ברתיתח. יש להניח שירידות אלה ימשכו

שהשוק מבקש עכורו. מהלך המכונה בשפה אלגנטית "שליטה בעקומת התשוואות" (Yield Curve Control). "המנרט השלישי" הזה, אם וכאשר יתרחש, הוא שלב חדש ואחרון במשטר הפיאט בכלל, ובתפקידו של הפדרל ריזרב בפרט. מריבית 20% של וולקר, לריבית אפס של גרינספן, ל"הרחבה כמותית" (הדפסה) במיליארדים שהנהיגו ברננקי ויילן, ועתה לרכישה מתמדת של החוב הממשלתי כדי לשלוט בריבית לטווח ארוך. אם ייושם, "המנרט השלישי" הזה יהא בכך בפועל הכרזה על ביטול הבסיס של הסדר המוניטרי העולמי פוסט 1971, ולמעשה הוראה גלויה בכך שהפד אינו עצמאי אלא הפך לכלי פוליטי למימון גדל והולך של גירעונות הממשלה ותו לא.

"הקלה מוניטרית" תחת שמות מכובסים חדשים

מרגע שהפד יעלה על המסלול הזה, לא תתאפשר ירידה ממנו, להפך – הדברים ילכו ויסתחררו. כשהוא נדחק לפינה, הפד כבר הוריד פעמיים את הריבית בחודשים האחרונים, חרף העובדה שהאינפלציה רחוקה מיעדי הרשמיים ושוק המניות ברתיתח. שיא. יש להניח שירידות אלה ימשכו. קרי הוא יחדש את רכישות האג"ח המגיע לפירעון. מה שמניח את הבסיס להרחבת הרכישות אל מעבר למה שרק מגיע לפירעון.

תחת שמות מכובסים חדשים, סביר כי ב־2026 נראה גלים של "הקלה מוניטרית" והרחבת מאזן הפד. רכישות

הלכה והתרוקנה מתוכו. כנאום בשנת 2002 נתן היו"ר ביטוי מובהק לשינוי הזה: "לממשלת ארה"ב יש טכנולוגיה, קוראים לה מכונת הדפוס, היא מאפשרת לה לייצר כמה דולרים שהיא רוצה ללא כל עלות... תחת שיטת כסף הנייד (משטר הפיאט) ממשלה נחושה יכולה תמיד להביא להוצאות גבוהות יותר ועל ידי כך לאינפלציה (חיובית)". הסדקים הראשונים במערכת הופיעו לאחר משבר 2008. הריבית הבסיסית ירדה לאפס, והפד החל להרפס מהאוויר טריליונים, שכונן הרחבה הכמותית. אלה הגיעו לאחר פרוץ הקורונה לכמעט 9 טריליון דולר. אך עדיין מעל כל אלו ריחפה ההבטחה כי מדובר בצעדים זמניים נוכח אתגרים מיוחדים ונקודתיים. אך עתה, עם הגידול הנמשך בחובות הממשלה, נראה כי גם הבטחה זו מוטפגגת.

"המנרט השלישי": הודאה בכך שהפד אינו עצמאי

היסטורית, היו לפד שני יעדים, מה שמכונה "המנרט הכפול". הראשון הוא שמירה על יציבות המחירים, והשני שמירה על תעסוקה מירבית. אך בספטמבר השנה, בעת אישור מינויו בוועדת הסנאט לבנקאות, אמר מועמדו החדש של טראמפ למועצת נגיד הפד, סטפאן מיראן, כי "לפד יש מהקוגנרס מנרט משולש, המחירים, והתעסוקה אך גם למתן את הריבית לטווח ארוך". ליישום המנרט החדש, השלישי, משמעות מעשית פשוטה. הפד ייאלץ להרפס דולרים מהאוויר ולקנות בהם את החוב הממשלתי לטווח ארוך כדי להוריד את הריבית