

מייסד קרן הגידור הגדולה בעולם יודע איך כלכלות נופלות, ולטראמפ כדאי להקשיב

חדלות פירעון של מדינות חוזרה על עצמה מאות פעמים, לא אחת בגלים • כשהחוב של ממשלת ארה"ב הוא כמעט 38 טריליון דולר, שהם למעלה מ-124% מהתוצר, הוא גדל מעבר ליכולת לתחזק ולשרת אותו, ויש סכנה ממשית לקריסה • **לריי דאליו**, מייסד ברידג'ווסטר, יש הצעה למשקיעים במדינות כאלה | כתבה שנייה בסדרה

מיליארד אירו, בתמורה למדיניות צנע רחבה ורפורמות מבניות. במרץ 2012 ביצעה יוון את תספורת החוב הגדולה ביותר בהיסטוריה המודרנית. המשקיעים הפרטיים הסכימו ל"תספורת נומינלית" של 53.5%, אשר לאחר הארכת מועדי הפירעון והורדת הריביות, התגלגלה לידידה של כ-75% בערך החוב. ב-2018 המשבר הסתיים רשמית, אך הותר אחריו מאות מיליארדי אירו של הפסדים למשקיעים, ומערכת פיננסית אירופית משולבת יותר, הפועלת מאז תחת פיקוחו של מנגנון הציבות האירופי.

בנוסף להיום, החוב של ממשלת ארה"ב עומד על כמעט 38 טריליון דולר, שהם למעלה מ-124% מהתוצר. מימון החוב, מעל 1.2 טריליון דולר בשנת התקציב 2025 שאך הסתיימה, עולה כבר היום כ-20% מהכנסות המדינה ממסים. ואין סוף באופק, להפך. הגירעונות ממשיכים להצטבר בקצב של כ-2.5 טריליון דולר לשנה. לפי תחזית משרד התקציבים של הקונגרס, עד שנת 2035 צפוי החוב להגיע לכדי כ-59.2 טריליון דולר, או 134.8% מהתל"ג המוערך. תשלומי הריבית לבכרם צפויים להגיע ל-2 טריליון דולר, מעל 4% מהתל"ג ומעל 20% מכלל ההכנסות הממשלה ממסים. ואלו הערכות משרד התקציבים של הקונגרס, שנוטה היסטורית להעריך בחסר של כ-6% את הגירעון והוצאות הריבית. כך, לא יא זה בלתי הגיוני להעריך כי עד 2035 יעבור החוב קו של 64-62 טריליון דולר, והריבית תאכל כרבע מהכנסות הממשלה ממסים. תמונת מצב זו מעלה שאלה אחת

ריי דאליו מציע למשקיעים לפנות את שלב המחזור שבו מצויה כלכלת היעד, לפזר סיכונים ולחפש נכסים חזקים שיכולים לעמוד באינפלציה, פחות או דיכוי פיננסי

כשליש מהחוב הממשלתי מוחזק בידי משקיעים זרים. אם הם ידרשו ריבית גבוהה יותר נוכח הידרדרות הדולר והאינפלציה, יתווספו מאות מיליארדים של הוצאות ריבית

טרם המלחמה. המשמעות הייתה פשוטה. החוב הנומינלי של 240 מיליארד פרנק – שהיה שקול לכ-69 אלף טונות זהב לפי השער הישן – הומר ל-15,600 טון בלבד. בפועל, הממשלה מחקה כ-80% מערכו הריאלי של החוב, או כ-6 טריליון דולר במונחים של היום. גם במונחי דולרים מחק הפרנק ובעקבותיו החוב כ-80% מערכו. בפשטות, צרפת כיבדה את חובותיה, אך רק נומינלית: בפועל היא ביצעה חדלות פירעון של כ-80%. אומנם הנושים קיבלו בחורה פרנקים, אך ערכם האמיתי נשחק בחרות, בעוד הממשלה השתחררה מנטל החוב הבלתי אפשרי.

רק לפני 15 שנה נדרשה סדרה של תוכניות חילוץ

אך אין צורך לגדוד 100 שנה אחורה כדי להיזכר במשבר החוב המדינתי האחרון באירופה – זה התרחש אך לפני 15 שנה. משבר החוב הריבוני באירופה (2010-2018) פרץ בעקבות גירעונות תקציביים חריגים בכמה ממדינות גוש האירו, בעיקר יוון, פורטוגל, אירלנד, ספרד ואיטליה, שהתחברו למשבר הפיננסי העולמי של 2008. אמוץ המשקיעים ביכולתן של ממשלות אלו לעמוד בהתחייבויותיהן קרס, עלויות המימון האמירו, והבנק המרכזי האירופי, קרן המטבע הבינלאומית, והנציבות האירופית נאלצו להשיק סדרה של תוכניות חילוץ. מוקד המשבר היה ביוון, שקיבלה בשנים 2010-2015 חבילות חילוץ בהיקף כולל של למעלה מ-260

הרומאות הבולטות לחדלות פירעון בגין אינפלציה וירידה דרמטית בערך הכסף התרחשה בגרמניה שלאחר מלחמת העולם הראשונה. כדי לממן את המלחמה גייסה הממשלה סכומים עצומים מהציבור באמצעות "הלוואות מלחמה". בסוף 1918 עמד החוב הממשלתי על כ-156 מיליארד מארק, פי 30 מהיקפו ערב המלחמה. החוב רובו ככולו היה נקוב במארק גרמני, ולא בזהב.

בשנים 1921-1923 הידרדרה גרמניה להיפראינפלציה, וערך המארק הגרמני נמחק. כך עמד שער החליפין של המארק לדולר על כ-60 מארק דולר בתחילת 1921, ועד סוף 1923 השתנה השער לכ-4.2 טריליון מארק לדולר, מחיקת ערך של כמעט 100%. מחיקת הערך הוז הביאה למחיקה כמעט מוחלטת של 156 מיליארד המארק של החוב הממשלתי. היא גם מחקה לחלוטין את כל חסכוניותיהם של המלווים, בני מעמד הביניים הגרמני.

גם בצרפת התרחשה מחיקה דומה, אם כי זו נוהלה אחרת. ערב מלחמת העולם הראשונה עמד החוב של ממשלת צרפת על כ-33 מיליארד פרנק (עד 1919 הוא זינק ל-240 מיליארד). כמו כל המטבעות המובילים בעולם, הוא נשען אז על הזהב במסגרת "תקן הזהב הקלאסי" העולמי. עם פרוץ המלחמה ירדה צרפת מתקן הזהב ועברה להרפסה מסיבית למימון המלחמה.

כשהחליטה ממשלת צרפת לחזור לתקן הזהב בשנת 1928, במקום לשוב לשער פרנקיזהב הישן, הוחלט על שער חדש לפרנק, הנמוך בכ-75% במונחי זהב לעומת השער



חנן שטיינהר

משבר חוב של הריבון (Sovereign debt crises) הוא מצב שבו המדינה באופן רשמי לא מסוגלת לעמוד בהתחייבויותיה. למרבה הפלא, זו אינה תופעה נדירה במיוחד. פרופ' קנת' רוגוף מאוניברסיטת הרווארד, בעבר הכלכלן הראשי של קרן המטבע הבינלאומית, חקר את התופעה הוז יחד עם פרופ' כרמן ריינהרט והיא ניצבת בלב ספרם "הפעם זה שונה" - 800 שנים של שיגעון פיננסי". בספר הם מתעדים מאות משברי חוב שכאלה, שלמעלה מ-250 מהם התרחשו מאז 1800, וכ-70 מאז מלחמת העולם השנייה. מסקנתם של השניים ברורה: חדלות פירעון של מדינות אינה תופעה חריגה, אלא כוז שחוזרת שוב ושוב, לא אחת בגלים.

שיעור מגרמניה ומצרפת שלאחר מלחמת העולם

לעתים חדלות הפירעון אינה מוצהרת באופן רשמי אך בפועל מקבל הנושה, במונחי ערך וכוח קנייה, הרבה פחות ממה שהלווה במקור למדינה – בגלל ירידה דרמטית בערך הכסף המוחזר. אחת

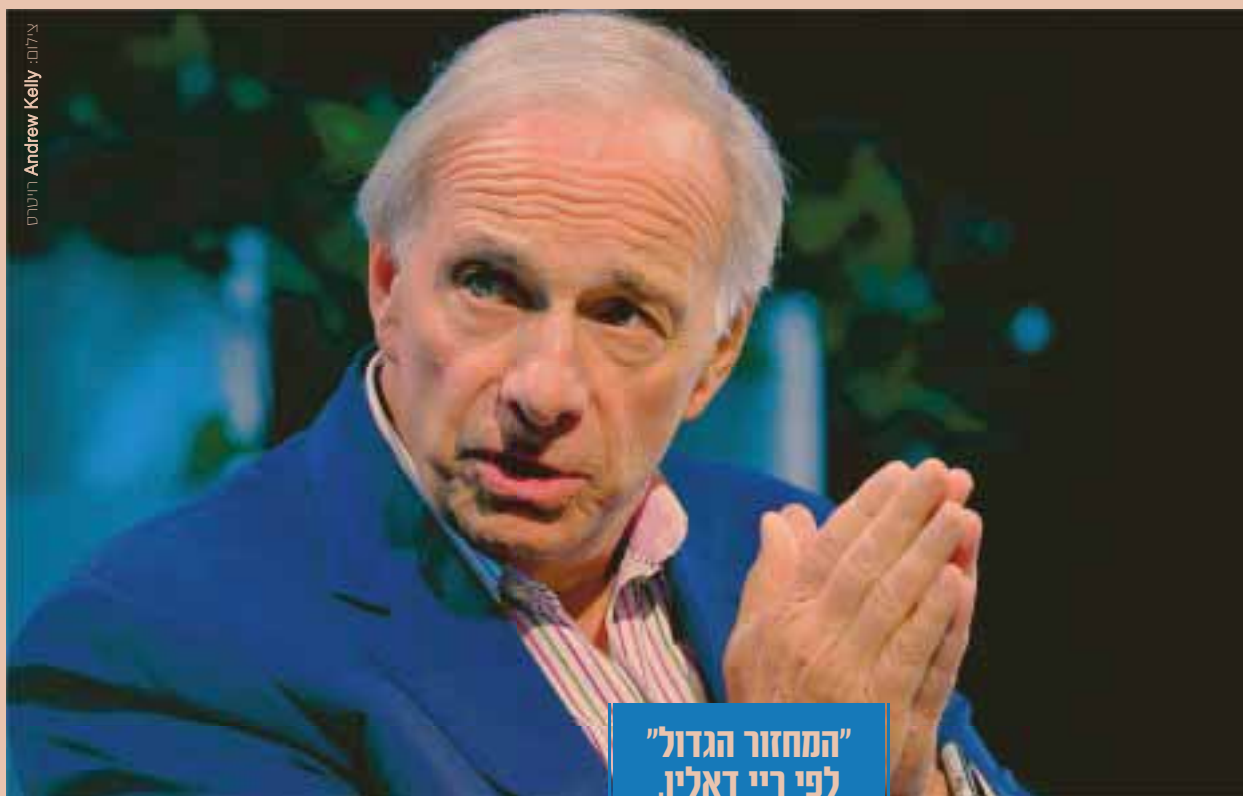
ואמון ציבורי נשחק. מכאן הדרך מובילה למקום אחד – השלב האחרון, הקריסה. דאליו אף העריך כי "תחת המדיניות הנוכחית, ארה"ב עלולה לסבול מ"התקף לב פיננסי" עוד בתקופת כהונה זו של הנשיא טראמפ, אשר מלבה ומאיץ את התהליך. דאליו מזהיר כי מרבית הכלכלות המפותחות בעולם נמצאות בשלבים המאוחרים של המחזור הגדול, כלומר השלב בו נטל החוב כבד מנשוא וגורר חוסר יציבות, סיכוני אינפלציה ופיחות, וחוסר שיווי משקל בדרך לקריסה. לטענתו, הסימנים דומים במדינות רבות כיום: חוב ציבורי ופרטי גבוהים היסטורית, תשואות וריביות שעולות, שחיקת האמון הציבורי, וצמיחה איטית במשק ביחס לצורכי המימון שלו. מכאן הצעתו למשקיעים: למפות את שלב המחזור שבו נמצאת כלכלת היעד, לפזר סיכונים גאוגרפית ונכסית, ולחפש נכסים בעלי תמחור ומאזן חזקים שיכולים לעמוד בתקופות של אינפלציה, פיחות או דיכוי פיננסי (רכישה כפויה של חובות הממשלה במחיר נמוך מהמתחייב). בעיני דאליו, הבנת המחזור הגדול אינה "עוד תיאוריה", אלא מפת דרכים למה שיגיע לא רחוק בהמשך הדרך.

ארה"ב רחוקה מלהיות חסינה ממשבר חוב

למרות יתרונותיה המובנים של ארה"ב נוכח היותו של הדולר מטבע הדורבנה, קרי הבסיס למערכת הפיננסית העולמית – כמו גם עוצמתה הצבאית והמדינית של ארה"ב בכלל ושל טראמפ בפרט – היא רחוקה מאוד מלהיות חסינה להתפרצות משבר חוב. מספר גורמים יכולים להצית משבר שכזה, בראשם זעזוע בעלות הריבית על החוב הממשלתי התופח, אשר כשליש ממנו מוחזק בידי משקיעים זרים. אם המשקיעים ידרשו לשלם ריבית גבוהה יותר מוון המשולמת כיום, כ-3.2% על החוב כולו, בגין ההידרדרות בשער הדולר והאינפלציה הריבית, בשעה שהממשלה נדרשת לגייס בשנת הכספים 2026 כ-7 טריליון דולר של חוב חדש וממחור, יתווספו במהירות לתקציב עשרות ואף מאות מיליארדים של הוצאות ריבית. זה יביא להגדלה נוספת של הגירעון הממשלתי, ובעקבותיו להעמקת האינפלציה וההידרדרות בשער הדולר; אלה בתורם יכולים להגדיל עוד יותר את הלחץ על הריבית, וחוזר חלילה.

איך ייראה תרחיש שבו סחרחרות החוב והריבית מתפתחת לכדי משבר חוב לאומי בארה"ב? איך משבר כזה עלול להתפתח ומה יקרה למערכת הפיננסית העולמית ולנכסי המשקיעים במדינות השונות? על כך במאמר הבא בסדרה.

הכותב הוא עורך דין בהשכלתו העוסק ומעורב בטכנולוגיה. מנהל קרן להשקעות במטבעות קריפטוגרפיים, ומתגורר בארה"ב. כותב הספר "A Brief History of Money" ומקליט הפודקסט ChanAmerica.com. בטוויטר @ChananSteinhart



צילום: Andrew Kelly חוטרם

"המחזור הגדול" לפי ריי דאליו, מייסד ברידג'ווסטר

מה מחבר בין אשראי, חוב, יציבות פוליטית ומעמד גלובלי

החוב מזרז צמיחה:

הריביות נמוכות, האמון גבוה וההתחייבויות נשלטות. אבל אז התוצר וההכנסה עולים מהר יותר מהחוב; מחירי נכסים מטפסים, תחושת העושר גדלה, והאשראי שנוטלים רק גדל

עלות שירות החוב הולכת ומכבידה, ובמקום לקצץ בהוצאות או להעלות מיסים, התמשלה מעדיפה ללוות כדי לממן את פעילותה באמצעות הרחבה מוניטרית

התרגיל עובד בטווח קצר, אך לאורך זמן החוב הגדל מוריד את ערך הכסף והאמון הציבורי נשחק.

גוברת קריאה ממשקיעים לדרוש פרמיית סיכון גבוהה יותר. נדרשת הכרעה – איך יוקטן נטל החוב הלאומי.

השלב האחרון: הקריסה

במיסים, מעדיפה הממשלה ללוות כדי לממן את פעילותה. כדי שגידול כזה יתאפשר, הבנק המרכזי מתבקש להוריד את ריבית, או לרכוש חלקים גדלים והולכים של החוב הממשלתי, מה שמכונה גם הרחבה מוניטרית. לטווח קצר התרגיל עובד. מה שתורם להגדלה נוספת של החוב. כך עוברות עוד כמה שנים שמחות ועליזות. אך לאורך זמן החוב הגדל מוריד את ערך הכסף (אינפלציה) ואף שוחק את אמון במטבע. אלו דוחפים את מלווים לדרוש פרמיית סיכון (ריבית) גבוהה יותר. אז או מגיע השלב הסופי, ובו נדרשת הכרעה – איך יוקטן נטל החוב הלאומי. האם הממשלה תבצע הסדר חוב ("תספורת"), האם האינפלציה תשחק את הערך הריאלי של החוב, או אולי יחול פיחות דרמטי במטבע. לרברי דאליו, חוב, מטבע וכוח פוליטי נעים במחזוריים החוזרים על עצמם. בשלב המוקדם של המחזור, החוב קטן ומנוצל היטב. אחר כך מגיעים שלב ההתרחבות, השיא, והבועה. לבסוף, כאשר החוב גדל מעבר ליכולת לתחזק ולשרת אותו, באה הקריסה. בספרו האחרון "איך מדינות פושטות את הרגל: המחזור הגדול" (How The Big Countries Go Broke: The Cycle) שראה אור ביוני 2025, הוא מתאר את התהליך ומצביע כדוגמא על ספרד במאה ה-16, שחרף כל הוזהב והכסף שזרמו מהעולם החדש שכבשה, היא פשטה את הרגל ארבע פעמים בין 1557 ל-1596.

לפי דאליו, ארה"ב מצויה כעת בשלבים המאוחרים והאחרונים של המחזור: חוב גבוה, ריביות עולות, קיטוב פוליטי, אינפלציה עיקשת

פשוטה: עד מתי תוכל ארה"ב לגדל כך את חובותיה ואת הוצאותיה לריבית? לא ברור אם קצב גידול החוב הממשלתי, שצמח בכמעט פי 100 מאז נטשה את תקן הוזהב בשנת 1971, הוא בר קיימא. על פי מומחים רבים, השיטה הזו לא תוכל להימשך עוד הרבה זמן.

השלבים המאוחרים של המחזור הגדול

אחד המזהירים הבולטים מפני משבר חוב מדינתי בארה"ב, הוא ריי דאליו, מייסד קרן הגידור ברידג'ווסטר, אחת הקרנות הגדולות בעולם עם כ-150 מיליארד דולר מנוהלים. דאליו הקדיש שנים ללימוד מה שהוא מכנה "המחזור הגדול", רפוסים היסטוריים של עלייתן ונפילתן של כלכלות ואימפריות. בעוד שמקובל לרבר על "מחזורי עסקים" בני 10-5 שנים, הרי שעל פי דאליו קיים רפוס רחב בהרבה, אותו "מחזור גדול", שנמתח על פני עשרות ולעיתים מאות שנים. זהו המחזור המהבר בין אשראי, חוב, יציבות פוליטית ומעמד גלובלי.

בתחילת המחזור, החוב מורז צמיחה: הריביות נמוכות, האמון גבוה וההתחייבויות נשלטות. בשלב זה התוצר וההכנסה עולים מהר יותר מהחוב; מחירי נכסים מטפסים, תחושת העושר גדלה, והמגזר הציבורי (והפרטי) מגדילים עוד ועוד את האשראי שהם נוטלים. אך ככל שהמינוף תופח ביחס להכנסה, יעילות ניצול החוב ובאופן טבעי גם עלות שירות החוב הולכות ומכבידות. אך במקום לקצץ בהוצאות או להעלות