



אשליה ממומנת בחוב – חלק 2

לאחרונה פרסמתי פוסט בשם "אשליה ממומנת בחוב", שבבסיסו הטענה שמקבלי ההחלטות עדיין מתנהלים כאילו אנחנו חיים בעידן הכסף הזול, תוך תדלוק הצמיחה באמצעות הגדלה מתמדת של הגירעונות והחוב.

כשבוע לאחר מכן נתקלתי בציוץ של קאת'י ווד, שטענה כי ארה"ב תצליח לצמוח מהגירעונות לעודפים ובהמשך אף להפחית את החוב.

ישבתי וחשבתי, מה בעצם צריך לקרות כדי שהיא תצדק?

בפשטות, הצמיחה הנומינלית בארה"ב צריכה להיות גבוהה מעלות המימון של החוב לאורך זמן. במקרה כזה, התמ"ג יצמח מהר יותר מהחוב ויחס חוב-תוצר יקטן, גם בלי עודפים תקציביים. כך למעשה ארה"ב הצליחה לצמוח החוצה מחלק מהחוב לאחר מלחמת העולם השנייה.

ניקח לדוגמה אינפלציה של 3.8% וצמיחה ריאלית של 2%, נקבל צמיחה נומינלית של 5.8%. אם עלות החוב תהיה נמוכה מכך, ניתן יהיה "לצמוח החוצה מהחוב".

ולכן, בהחלט ייתכן שקאת'י ווד תצדק בטווח הארוך. יכול להיות שהבינה המלאכותית תוביל לזינוק בפריזון, בצמיחה וברווחיות. אבל כאן בדיוק מתחילה הבעיה.

הדרך למהפכת הבינה המלאכותית היא כנראה הרבה יותר אינפלציונית ממה שהשוק מתמחר כיום. כדי לבנות את העולם החדש צריך מרכזי נתונים אדירים, שבבים, חשמל, רשתות אנרגיה, מערכות קירור, כוח מחשוב ותשתיות בהיקפים חסרי תקדים. כל זה דורש כמויות עצומות של הון, אנרגיה וחומרי גלם.

במקביל, ממשלת ארה"ב ממשיכה לגייס טריליוני דולרים כדי לתדלק את הכלכלה. במצב כזה נוצר משחק של חתול ועכבר, ככל שהצמיחה וההשקעות גדלות, כך השוק דורש תשואה גבוהה יותר על החוב, בעיקר בטווחים הארוכים.

וכאן נשאלת השאלה הגדולה, מה יקדים את מה. האם הצמיחה תעלה מהר יותר מעלות ההון, או שמא עלות ההון תעלה מהר יותר מהצמיחה?

המשמעות כבר מתחילה להיראות בשטח. בשנת 2020 הוצאות הריבית של ממשלת ארה"ב עמדו על כ-345 מיליארד דולר בלבד. בשנת 2025 הן כבר זינקו לכ-970 מיליארד דולר, ובחישוב רחב אף מתקרבות ל-1.2 טריליון דולר בשנה.

כדי להבין את גודל האירוע, התקציב הפדרלי כולו עומד על כ-7 טריליון דולר בשנה. כלומר, חלק הולך וגדל מהוצאות הממשלה מופנה כיום רק לתשלומי ריבית. כסף שלא הולך לתשתיות, ביטחון, בריאות או חינוך, אלא פשוט לעלות המימון של החוב.

נכון למאי 2026 החוב הלאומי של ארה"ב כבר חצה את רף ה-39 טריליון דולר, כאשר משרד האוצר משלם קרוב ל-3 מיליארד דולר ביום רק על שירות החוב. במקביל, מח"מ החוב עומד על כ-5.8 שנים בלבד, כלומר חלק גדול מהחוב צפוי להתחדש בשנים הקרובות בריביות גבוהות משמעותית.

בתרשים המצורף ניתן לראות כי האינפלציה בארה"ב חזרה לעלות ועומדת כיום על כ-3.8%, רמה הגבוהה מריבית הבסיס. המשמעות היא שהריבית הריאלית שוב שלילית, מצב שממשיך לתמוך בנכסי סיכון אך במקביל שוחק את משקי הבית ומקשה על הפד להפחית ריבית.

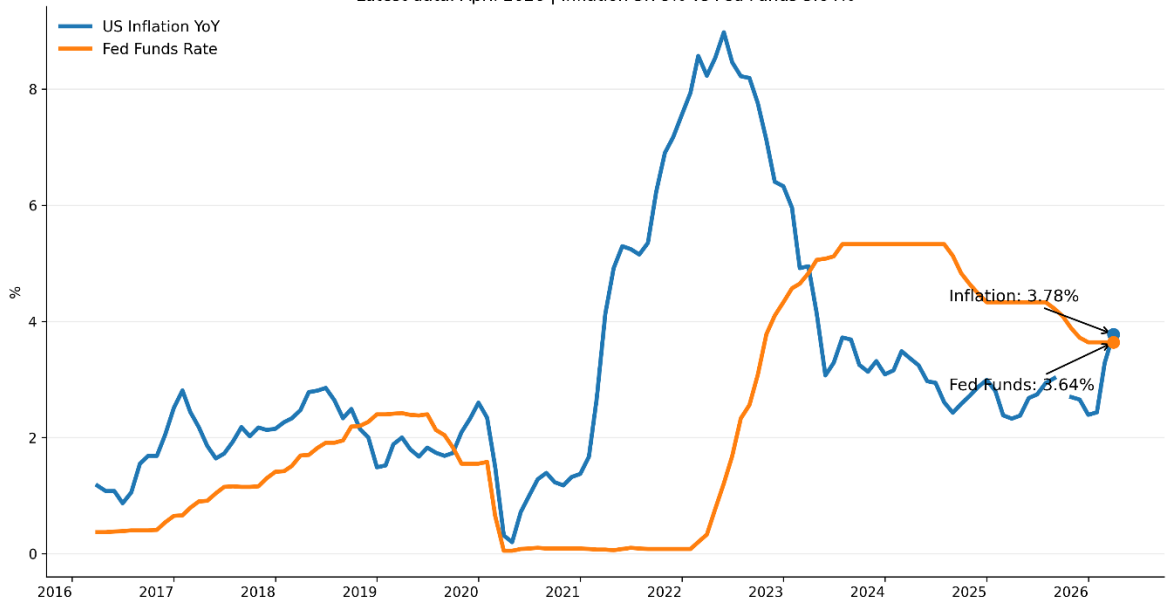


Financial Immunities

בתרשים השני ניתן לראות את המשך העלייה בעקום התשואות. אג"ח ל-30 שנה כבר נסחרת מעל 5%, ומכרז אחרון של אג"ח ל-30 שנה נסגר בתשואה של 5.046%, לראשונה מאז 2007. הביקושים היו בינוניים בלבד והעידו על פיצוי הולך וגדל שמסקיעי האג"ח דורשים עבור חשיפה לחוב אמריקאי ארוך טווח.

יכול להיות שבטווח הארוך הבינה המלאכותית אכן תאפשר לארה"ב לצמוח החוצה מהחוב. אבל בטווח הקצר, הדרך לשם עלולה להיות הרבה יותר אינפלציונית, יקרה ומטלטלת מכפי שהשוק מתמחר כיום.

US Inflation Is Back Above the Fed Funds Rate
Latest data: April 2026 | Inflation 3.78% vs Fed Funds 3.64%



US Treasury Yield Curve

