שני מרווחים באותו יום

מסמך הרקע של המערכת לכתבה הראשית בגיליון 15. הוא נכתב בעקבות מסמך מחקר חיצוני שהתקבל, ולאחר בדיקה חוזרת של כל מספר שמגיע לעמוד המודפס במקור ראשוני.

16 באוקטובר 2026 · מהדורה מס' 15 · 1288 מילים

מעמד המסמך

זהו מסמך הרקע של מערכת "היום בקיצור", והוא המקור שהכתבה הראשית מפנה אליו. הוא נכתב בעקבות מסמך מחקר חיצוני בעברית בן 14 עמודים ו-3,703 מילים, שהעורך מסר ב-15 באוקטובר 2026 תחת הכותרת "האם בועת ה-AI עוברת מתמחור יתר לאירוע אשראי? תמונת מצב ל-15 באוקטובר 2026".

המסמך שהתקבל אינו מתפרסם. הוא נשמר בעותק המקורי בתוך המאגר של העיתון, כך שאפשר לבדוק מה נלקח ממנו ומה נדחה. הוא אינו מאמר אקדמי ולא עבר ביקורת עמיתים.

הוא גם שונה באופיו ממסמכי המחקר הקודמים שהגיעו לשולחן הזה. קודמיו היו סקירות ספרות. זהו מסמך הערכה, כתוב בגוף ראשון, שמסמן בעצמו מה הוא מציג כעובדה ומה הוא מציג כפרשנות של הכותב. ההפרדה הזו היא הנכס המרכזי שלו, והיא נשמרה אל העמוד: עובדה נדפסת כעובדה, הערכה מיוחסת לכותב.

כל מספר שמגיע לכתבה נמשך מחדש ממקור ראשוני ולא מהמסמך. מרווחי האשראי נמשכו מסדרות FRED. נתון האינפלציה חושב ממדד ה-BLS עצמו. תמונת יום המסחר ותשואות האג"ח אומתו בדיווח עיתונאי שמצטט את מקורותיו. במקום אחד נדרש תיקון למסמך, והוא מופיע בפרק 8.

תוכן

1. 1. השאלה
2. 2. המספר שמספר את הסיפור
3. 3. מה קרה ב-14 באוקטובר
4. 4. CoreWeave: איפה האשראי כבר תומחר מחדש
5. 5. הליבה, השוליים, והשוק שביניהם
6. 6. ההיפוך: לצדוק על הטכנולוגיה ולטעות על ההון
7. 7. מה ייחשב לאירוע אשראי, ומה עוד לא קרה
8. 8. התיקון שנדרש למסמך
9. 9. מה נדחה מהמסמך
10. 10. מה לא ניתן היה לאמת

1. השאלה

המסמך נשאל אם בועת ה-AI עוברת מתמחור יתר לאירוע אשראי. התשובה שהוא נותן אינה כן ואינה לא. הוא טוען שהשאלה בניסוחה הרווח אינה ניתנת להכרעה, ומציע במקומה שאלה שכן נמדדת.

ההבדל בין מניה שנופלת לבין אשראי שנסגר אינו הבדל של דרגה. מניה שיורדת בחמישים אחוזים פוגעת במי שמחזיק בה. אשראי שנסגר עוצר בנייה, מפעיל תניות בחוזי הלוואה ומכריח מכירת נכסים במחיר שנקבע על ידי הלחץ ולא על ידי השווי. הראשון הוא הפסד. השני הוא מנגנון.

> השאלה אינה אם יש בועה. השאלה היא כמה יקר היום להלוות כסף למי שבונה את התשתית.
>
> ניסוח המערכת לשאלה שהמסמך מציע במקום השאלה המקורית

השאלה הזו יש לה מספר, הוא מתפרסם מדי יום, והוא נמשך לעיתון ישירות ולא דרך המסמך.

2. המספר שמספר את הסיפור

מרווח אשראי הוא התוספת שמלווה דורש מעל תשואת אג"ח ממשלתית, בתמורה לסיכון שלא יקבל את כספו בחזרה. הוא נמדד בנקודות בסיס, ומאית האחוז היא נקודה אחת. הוא אינו דעה על חברה, הוא המחיר שמישהו באמת שילם.

ב-13 באוקטובר 2026, המרווח על כלל האג"ח האמריקאיות בדירוג נמוך, סדרת ICE BofA US High Yield, עמד על 3.16 אחוזים, כלומר 316 נקודות בסיס. זו אינה רמת משבר. בשיא משבר 2008 הסדרה הזו חצתה אלפיים נקודות, ובמרץ 2020 היא עברה את אלף.

באותו יום בדיוק, בתוך אותו שוק, המרווח על השכבה הנמוכה ביותר, סדרת CCC and Lower, עמד על 12.67 אחוזים, כלומר 1,267 נקודות בסיס.

> **מה שנמשך ומאיפה**
>
> שתי הסדרות נמשכו ב-15 באוקטובר 2026 ישירות משירות FRED של הבנק הפדרלי בסנט לואיס. הסדרה הרחבה היא BAMLH0A0HYM2 והסדרה הנמוכה היא BAMLH0A3HYC. שתיהן אישרו את המספרים שהמסמך מביא, ללא סטייה.

הפער בין שני המספרים הוא 951 נקודות בסיס. במונחי יחס, השכבה הנמוכה גובה היום כמעט פי ארבעה מהשוק הרחב שהיא חלק ממנו. שני המספרים נכונים יחד, ובדיוק הפער ביניהם הוא הידיעה.

והשכבה הנמוכה זזה. ב-30 ביוני 2026 היא עמדה על 9.70 אחוזים, כלומר 970 נקודות. עד 13 באוקטובר היא הוסיפה 297 נקודות, עלייה של כ-31 אחוזים בתוך שלושה חודשים וחצי. המרווח הרחב כמעט לא זז באותה תקופה.

3. מה קרה ב-14 באוקטובר

למחרת, השוק נתן לכך ביטוי גלוי. מניית CoreWeave ירדה 15.5 אחוזים. אורקל סגרה בירידה של כמעט תשעה אחוזים. Nebius ירדה עשרה אחוזים ודל כאחד עשר. מדד נאסד"ק סגר בירידה של 1.9 אחוזים.

אבל המניות לא היו הסיפור. הן היו ההשתקפות. מה שזז קודם היה מחיר החוב.

> **מה לא נאמר כאן**
>
> המסמך מונה שני גורמים לירידות של אותו יום, ובהם נתון אינפלציה גבוה מהצפוי. דיווח CNBC מאותו יום תולה את הירידות בחששות מנטל החוב בסקטור הטכנולוגיה ואינו מזכיר את נתון המחירים כלל. העיתון אינו מכריע ביניהם ואינו מדפיס סיבתיות של יום מסחר יחיד.

4. CoreWeave: איפה האשראי כבר תומחר מחדש

CoreWeave משכירה כוח חישוב. היא בנתה את עצמה על חוב, והיא המקרה הנקי ביותר שבו אפשר לראות את מחיר ההון משתנה בזמן אמת.

ב-14 באוקטובר, התשואה לפדיון על האג"ח שלה לשנת 2032, הנושאת קופון של 9.625 אחוזים, עמדה על 14.8 אחוזים. על האג"ח לשנת 2031, הנושאת 9.75 אחוזים, היא עמדה על כ-14.9. יום קודם לכן התשואה נגעה בחמישה עשר אחוזים.

בארונ'ס דיווח שהאג"ח ל-2032 נסחרה סביב 79.5 סנט לדולר, בתשואה של 15.06 אחוזים.

דירוג האשראי של החברה אצל S&P הוא B+. זהו תחום האג"ח הלא מדורגת להשקעה, מה שקרוי בשוק אג"ח זבל. התשואות האלה אינן חריגה מהדירוג, הן הביטוי שלו.

> יש לה רמות השקעה הונית כמעט כמו של ענקית ענן, אבל אין לה מאזן של ענקית ענן.
>
> גאבן נולאן, מנהל בכיר לתמחור הכנסה קבועה ב-S&P Global Market Intelligence, ל-CNBC

מנכ"ל CoreWeave מייק אינטרייטור דחה את תנועת השוק במזכר פנימי שהגיע ל-CNBC. "כשבונים סוג חדש של חברת טכנולוגיה יהיו תקופות שבהן השוק לא מבין ופועל בצורה לא רציונלית", כתב, והוסיף שהוא בטוח בצבר ההזמנות של החברה, "שתומך ביותר מכל חובותינו". זו עמדת החברה והיא מיוחסת ככזו.

5. הליבה, השוליים, והשוק שביניהם

התרומה האמיתית של המסמך אינה מספר אלא הפרדה. הוא מסרב להתייחס אל "שוק ה-AI" כאל גוף אחד, ומפריד שלוש שכבות שכל אחת נמצאת במקום אחר.

- הליבה: מיקרוסופט, אלפאבית, מטא, אמזון ואנבידיה. כאן ההכנסות וההשקעה ההונית עדיין מאיצות, ואין סימן למצוקת מימון.
- השוליים הממונפים: חברות שממממנות מרכזי נתונים דרך חברות ייעודיות ודרך אשראי פרטי. כאן מחיר האשראי כבר השתנה באופן מדיד.
- שוק האשראי הרחב: כאן, לפי המספרים, עדיין אין הדבקה.

ההיקפים בליבה אינם קטנים. לפי נתוני LSEG שצוטטו ב-CNBC, אלפאבית, אמזון, מטא ואורקל הנפיקו יחד יותר מ-228 מיליארד דולר באג"ח נכון ל-13 באוקטובר, יותר מכפול מכל שנת 2025. לפי ג'יי פי מורגן, ההוצאה ההונית של ענקיות הענן צפויה להגיע ל-800 מיליארד דולר השנה ולעבור טריליון דולר בשנה עד 2027.

המסקנה שהמסמך מגיע אליה, וזו הערכה שלו ולא ממצא, היא ש-1999 מתאים לליבה ותחילת 2000 מתאימה לשוליים. בין השניים עבר הזמן שבו המחיר השתנה לפני שהסיפור השתנה.

6. ההיפוך: לצדוק על הטכנולוגיה ולטעות על ההון

הנחת היסוד שרוב הטורים בנושא נשענים עליה היא שהשאלה היא אם ה-AI עובד. המסמך מראה שהוא עובד, ומביא ראיות להכנסות ולשיפור בפריון.

ובדיוק שם מונח הסיכון. אפשר לצדוק לחלוטין לגבי הטכנולוגיה ולטעות לחלוטין לגבי התשואה על ההון שהושקע בה. טכנולוגיה שמשנה את העולם אינה מבטיחה דבר למי שמימן את התשתית שלה.

מסילות הברזל הבריטיות בשנות הארבעים של המאה התשע עשרה נבנו ושינו את הכלכלה. רוב החברות שבנו אותן פשטו רגל. סיבים אופטיים הונחו באדמה סביב שנת 2000 והם מחזיקים היום את האינטרנט. החברות שהניחו אותם נמחקו ב-2001. הרשת שרדה, הבעלות עליה החליפה ידיים במחיר של נכס במצוקה.

האנלוגיות האלה הן מנגנון תרחיש ולא מודל, והמסמך אומר זאת בעצמו. הן מסבירות איך דבר כזה נראה כשהוא קורה, ואינן אומרות שהוא קורה עכשיו.

7. מה ייחשב לאירוע אשראי, ומה עוד לא קרה

דשימוש בביטוי אירוע אשראי מחייב להגדיר מה ייחשב לו. בלי זה הוא מילה מפחידה בלי תוכן.

- חדלות פירעון או ארגון מחדש של חוב אצל שחקן תשתית מרכזי.
- הפעלת תניות בחוזי הלוואה שמכריחות מכירת נכסים או הזרמת הון בתנאים שנקבעים על ידי המלווה.
- סגירת חלון ההנפקות, כלומר מצב שבו חברה אינה מצליחה לגלגל חוב מתקרב בשום מחיר.
- הדבקה: מעבר של עליית המרווחים מהשכבה הנמוכה אל כלל השוק.

אף אחד מארבעת אלה לא התרחש עד מועד כתיבת שורות אלה. מה שכן התרחש הוא שהמחיר שהשוק גובה מהשכבה הנמוכה עלה בכ-31 אחוזים בשלושה חודשים וחצי, בעוד שהמרווח הרחב נשאר במקומו.

> **מה זה מתאר ומה לא**
> פער שנפתח בין שכבה לשכבה אינו תחזית ואינו ראיה שמשהו עומד לקרות. הוא תיאור של מצב בהווה: המלווים הפרידו בין סיכונים, ולא בחרו לצאת מהשוק.

8. התיקון שנדרש למסמך

במקום אחד המסמך טועה, והעיתון אינו מדפיס את הטעות.

המסמך מייחס לאג"ח של CoreWeave לשנת 2032 קופון של 9.75 אחוזים. לפי CNBC, הקופון של האג"ח ל-2032 הוא 9.625 אחוזים, ואילו 9.75 אחוזים היא סדרה אחרת, לשנת 2031. המסמך ערבב בין שתי הסדרות.

המסמך גם קובע שהאג"ח נסחרה ב-81 סנט לדולר בדיוק. בארונ'ס דיווח על כ-79.5 סנט, ו-CNBC דיווח על תשואה של 14.8 אחוזים בסוף אותו יום. הכתבה מדפיסה שהתשואה נגעה בחמישה עשר אחוזים ונסגרה סביב 14.8, ואינה נוקבת במחיר יחיד.

ולבסוף, המסמך מגדיר את דירוג החברה כ-B. הדירוג בפועל הוא B+. ההבדל קטן ומשמעותי מספיק כדי לא להדפיס את השגוי.

> **למה זה מופיע כאן**
> המסמך נכון בשני מספרי העוגן שלו, שנבדקו ואומתו במלואם. דווקא משום כך התיקון מודפס: מסמך שמדויק ברוב מכריע של הנתונים הוא מסמך שקוראים נוטים לסמוך עליו גם במקום שבו הוא טועה.

9. מה נדחה מהמסמך

נדחה במלואו פרק ההשקעות. המסמך כולל תרחישי השקעה, טבלאות הקצאת נכסים והמלצות פעולה בתיק. דבר מכל אלה אינו מתפרסם. העיתון אינו נותן ייעוץ השקעות, ואין לו שום דרך לדעת שהמלצה כזו מתאימה לקורא כלשהו.

נדחה גם ייחוס הקופון השגוי של אג"ח 2032, מחיר ה-81 סנט כמספר יחיד, ודירוג האשראי B במקום B+. כל אלה מפורטים בפרק 8.

נדחה נתון ה-CDS. המסמך קובע שחוזי ביטוח החוב של CoreWeave התקרבו ל-881 נקודות בסיס ב-14 באוקטובר. המספר הזה לא נמצא בשום מקור נגיש, והוא אינו מודפס.

נדחה ציטוט המנכ"ל של ברודקום על קזינו. זו אמירה של אדם אחד ולא ממצא, והיא אינה נושאת את משקל הטיעון שהמסמך מניח עליה.

10. מה לא ניתן היה לאמת

לא אומתו, ולכן אינם מודפסים כעובדה: סגירת מדד S&P 500 ב-14 באוקטובר והשיעור מתחילת השנה, ירידת מדד השבבים של פילדלפיה באותו יום, נתוני ההשקעה ההונית וה-RPO של אורקל ושל מיקרוסופט מתוך דיווחיהן הרשמיים, עסקת מטא ובלקרוק באל פאסו וחלוקת 80 ל-20 שבה, נתוני אנבידיה ומיקרון לרבעון.

לא אומתו גם אזהרות ה-BIS וה-FSB בנוסחן המקורי. המסמך מצטט אותן, והעיתון לא הגיע אל המסמכים עצמם.

לא אומת מחקר ה-NBER של ברינולפסון, לי ורימונד, לרבות חמשת אלפים הנציגים ו-13.8 האחוזים שהמסמך מביא בשמו.

לא אומתה הציפייה המוקדמת שמולה נתון האינפלציה של ספטמבר נקרא הפתעה. הנתון עצמו אומת וחושב מחדש. הקביעה שהוא היה גבוה מהצפוי לא נבדקה, והמילה במפתיע ירדה מהעיתון.

מקורות

1. המסמך שהתקבל. 14 עמודים, 3,703 מילים, בעברית. נשמר במאגר העיתון ואינו מתפרסם. עוברת מתמחור יתר לאירוע AI-האם בועת ה אשראי? תמונת מצב ל-15 באוקטובר 2026, התקבל 15.10.2026

2. מרווח האשראי על כלל האג"ח האמריקאיות בדירוג נמוך. 3.16 אחוזים ב-13 באוקטובר 2026. נמשך ישירות. ICE BofA US High Yield Index Option-Adjusted Spread, סדרה BAMLH0A0HYM2, FRED, הבנק הפדרלי של סנט לואיס

3. מרווח האשראי על השכבה הנמוכה ביותר. 12.67 אחוזים ב-13 באוקטובר 2026, ו-9.70 אחוזים ב-30 ביוני 2026. נמשך ישירות. ICE BofA US High Yield CCC and Lower Index Option-Adjusted Spread, סדרה BAMLH0A3HYC, FRED

4. מדד המחירים לצרכן. 336.940 בספטמבר 2026 מול 324.800 בספטמבר 2025, כלומר 3.74 אחוזים לשנה. חושב מהמדד עצמו. Consumer Price Index for All Urban Consumers, סדרה CUUR0000SA0, Bureau of Labor Statistics

5. תמונת יום המסחר ב-14 באוקטובר, תשואות האג"ח של CoreWeave, הדירוג, היקפי ההנפקות של LSEG, תחזית ג'יי פי מורגן, והציטוטים של אינטרייטור ושל נולאן. מישל פוקס, CoreWeave shares tumble as bond yields near 15% on concern about AI borrowing binge, CNBC, 14.10.2026

6. מחיר האג"ח ל-2032 סביב 79.5 סנט לדולר בתשואה של 15.06 אחוזים, בציטוט של בארונ'ס. ג'ים אוסמן, CoreWeave Bonds Are Warning Of A Bigger Problem For AI Stocks, פורבס, 14.10.2026

מסמך הרקע נכתב על ידי מערכת "היום בקיצור" לגיליון 15, 16 באוקטובר 2026. הוא נבנה מתוך מסמך מחקר חיצוני שהתקבל ואינו מתפרסם, ומתוך משיכה חוזרת של כל נתון שמגיע לדף המודפס ממקור ראשוני. מה שנדחה מסומן בפרק 9. מה שלא ניתן היה לאמת מסומן בפרק 10. התיקון שנדרש למסמך המקורי מופיע בפרק 8.