

Американский пузырь и европейская задержка

Лопнет ли пузырь искусственного интеллекта? Этот вопрос усугубляет дилеммы, которые нынешний кризис мирового порядка подпитывает долгами, гонкой вооружений, протекционизмом, войнами и фальшивыми перемириями. После долгих лет, когда фондовые рынки противостояли встречным ветрам, становясь олицетворением устойчивости капитала к собственным кризисам, накопленные риски теперь выходят на поверхность. Самый современный сегмент листинговых компаний – сектор высоких технологий – стал магнитом для инвестиций, всего за несколько лет породив гигантов с невиданной прежде рыночной капитализацией.

“Великолепная семёрка” этого сектора (Alphabet, Meta, Microsoft, Amazon, Apple, Nvidia, Tesla) имеет рыночную капитализацию около 22 трлн долл., что составляет около 35 % от общей рыночной капитализации 500 крупнейших корпораций США. Один только лидер в области искусственного интеллекта (ИИ) Nvidia имеет рыночную капитализацию в 5 трлн долл. В ноябре во время презентации корпоративных доходов за третий квартал неопределенность относительно капитальных затрат и рентабельности, задолженности, сроков устаревания чипов и стоимости электроэнергии, необходимой для этих технологий, вызвала серьёзные потрясения на отраслевом рынке акций. Этот пузырь, как и все предыдущие, будет сопровождаться чередованием эйфории и паники, а мы в очередной раз станем свидетелями как моши, так и гротеска мира капитала.

Два пузыря

По данным *Financial Times*, с момента запуска OpenAI своего ChatGPT в ноябре 2022 года компании, связанные с ИИ, увеличили свою рыночную капитализацию на 165 %, в то время как общий рост индекса “S&P 500” составил 70 %. Сравнение с пузырём доткомов показывает, что за последние три года его существования (с декабря 1996 года до схлопывания в марте 2000-го) общий индекс “S&P 500” вырос на 110 %, в то время как индекс акций технологических компаний NASDAQ утроился (Quinn W., Turner J. D., “*Boom and Bust*”, 2020). Циклически скорректированное соотношение цены акций компаний “S&P 500” к прибыли, которое так любят аналитики волатильности фондового рынка, достигло 45 на заключительной фазе пузыря доткомов (то есть чтобы купить компанию среднего размера с Уолл-стрит, нужно было бы получать текущую прибыль в течение 45 лет), а сегодня оно составляет 38.

Разница в международном политическом контексте, технологическом содержании и экономической моши исключает простые сравнения между двумя пузырями, но, по-видимому, сегодняшний находится в более “прохладной” фазе, чем пузырь доткомов. Однако следует отметить, что рынки не являются герметичными отсеками. ФРС в недавнем исследовании обратила внимание на задолженность хедж-фондов, которая достигла рекордного уровня в 6,2 трлн долл., что более чем на 25 % больше, чем годом ранее. В то же время крупные банки предоставили небанковским финансовым группам кредиты на сумму 1,7 трлн долл. Часть этих денег неизбежно окажется в пузыре ИИ, но другие сектора и виды деятельности также требуют реального или фиктивного капитала – не в последнюю очередь это касается правительства, которым необходимо финансировать свои долги, и военной промышленности.

В январе проявились признаки уязвимости к “внешним ударам”: китайский стартап DeepSeek запустил свою модель ИИ по цене, значительно более низкой, чем у OpenAI, который сразу же потерял 590 млрд долл. капитализации. Но это не остановило поток инвестиций в “великолепных” гигантов. По оценкам Morgan Stanley, в период с 2025 по 2028 год крупные корпорации потратят около 3 трлн долл. на строительство центров обработки данных для ИИ (ЦОД).

До сих пор корпорации, занимающиеся разработкой ИИ, в значительной степени финансировали свои инвестиции за счёт роста собственного капитала и денежных потоков. Однако в указанный четырёхлетний период более половины расходов будут поступать из внешнего финансирования, 1,15 трлн долл. – из частных кредитов, а 350 млрд долл. – от выпуска облигаций и секьюритизации. *The Wall Street Journal* описывает “круговую” модель финансирования, используемую этими корпорациями, и иллюстрирует её следующим

образом: Oracle покупает чипы Nvidia, Nvidia выделяет 100 млрд долл. на OpenAI, а OpenAI имеет долгосрочные обязательства перед Oracle на сумму 300 млрд долл. Эти сети напоминают о подозрительных отношениях, в рамках которых банки, небанковские финансовые группы и специализированные компании создали искусственный рынок для фиксации цен акций во время пузыря на рынке недвижимости 2005–2007 годов.

Банки, строители, центры обработки данных и турбины

В ноябре масштабные планы по расходам и заимствованиям потрясли рынок, но, как пишет *WSJ*, «любые опасения Уолл-Стрит по поводу возможного инвестиционного пузыря в значительной степени отошли на второй план из-за страха остаться позади». Газета добавляет: «Практически каждый игрок Уолл-Стрит борется за свою долю рынка – от таких банков, как JPMorgan и Morgan Stanley, до традиционных управляющих активами, таких как BlackRock». *WSJ* заново открывает для себя один из аспектов психологии фондового рынка: желание выжать из бычьего импульса всё до последней капли. В 2007 году тогдашний глава Citigroup Чак Принс описал это так: «*Пока играет музыка, вставайте и танцуйте*».

В игру также вступают менее известные, но богатые наличностью группы, – это «управляющие фондами, такие как Blue Owl, [которые] накопили триллионы долларов мощи и ищут крупные сделки, чтобы использовать эти деньги с пользой». Компания Blue Owl строит восемь зданий ЦОД в Абилине, на границе Западного Техаса, эпицентра добычи нефти методом гидроразрыва пласта. Они будут потреблять 1,2 ГВт энергии, чего достаточно для обеспечения электроэнергией примерно 1 млн домов. Центры арендуются Oracle на 15 лет. Именно на строительстве этой инфраструктуры и энергетических установок, которые будут её питать, строится тезис о том, что текущий пузырь – это «промышленный пузырь», а не просто спекулятивный.

Энтузиазм, раздувающий этот пузырь, виден по объявлениям и прогнозам. Morgan Stanley за неделю заключил сделки на сумму 75 млрд долл. на финансирование центров обработки данных. Google, Amazon, Meta и Microsoft потратили 350 млрд долл. на ЦОДы в этом году и планируют ещё 400 млрд долл. в 2026 году. *Financial Times* уделила особое внимание росту производства газовых турбин. В связи с развитием ИИ рынок газовых турбин в США оживился после затишья, связанного с расцветом возобновляемой энергетики. По данным консалтинговой компании Dora Partners, в 2025 году сектор получил 1.025 заказов, в том числе 183 заказа на крупные турбины, что на 50 % больше, чем в среднем за последние 5 лет. Министерство энергетики прогнозирует, что к 2028 году ЦОДы будут потреблять от 6,7 до 12 % электроэнергии в США по сравнению с 4,4 % в 2023 году.

Это явление характерно не только для Америки: МЭА прогнозирует, что мировое потребление электроэнергии ЦОДами удвоится к 2030 году, достигнув 945 ТВт·ч, что превышает текущий уровень потребления энергии в Японии. Три основные американские группы в этом секторе (американская GE Vernova, японская MHI-Mitsubishi, немецкая Siemens Energy), которые несколько лет назад испытывали серьёзный кризис спроса, теперь испытывают кризис предложения с заказами на следующие три года. По данным лондонской газеты, это узкое место в поставках американских и японских турбин беспокоит “развивающиеся” азиатские страны, где спрос на электроэнергию быстро растёт. Всё это открывает возможности и для Китая.

Технологический разрыв между США и ЕС

Битва за искусственный интеллект порождает неопределенность; вполне возможно, что он найдёт применение во всех областях творческой и разрушительной деятельности человека; но, по сути, это битва за производительность и капитал. Американский рынок капитала вновь демонстрирует свою мощь. Об ожесточённости этой борьбы свидетельствует тот факт, что после первого “чёрного” дня ноября одна из самых активных технологических групп призвала к вмешательству государства.

Финансовый директор OpenAI Сара Фрайар призвала к участию государства, дополняющего «экосистему банков и частных инвестиций» в качестве «поддержки, гарантии, позволяющей финансировать». Руководитель политики Белого дома в области искусственного интеллекта Дэвид Сакс сразу же исключил возможность финансовой помощи компаниям,

занимающимся ИИ: «*В Соединённых Штатах есть как минимум пять крупных компаний, разрабатывающих передовые модели ИИ. Если одна потерпит неудачу, другие займут её место*». Этот цинизм является частью силы американского капитализма, но он никогда не мешал государству вмешиваться. В своём докладе о конкурентоспособности Марио Драги указал на «*инновационный разрыв*» между ЕС и его конкурентами, «*прежде всего, США и Китаем*». «*Европа не смогла воспользоваться преимуществами первой цифровой революции, вызванной Интернетом, и теперь также отстаёт в области прорывных цифровых технологий. Около 70 % базовых моделей ИИ были разработаны в США, и всего три американских компании-«гиперскейлера» занимают более 65 % мирового и европейского рынка облачных вычислений. [...] Квантовые вычисления, похоже, станут следующим крупным прорывом, однако пять из десяти крупнейших технологических компаний мира по объёму инвестиций в квантовые технологии базируются в США, а четыре – в Китае (в ЕС – ни одной)*».

Европа – пока лишь наблюдатель битвы в сфере искусственного интеллекта.

Ноябрь 2025 г.

РАЗРЫВ В ИННОВАЦИЯХ МЕЖДУ США И ЕВРОПОЙ

Промышленные группы по рыночной капитализации. Диаграмма представлена директором-распорядителем МВФ Кристалиной Георгиевой на конференции 8 октября 2025 года.