

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 неопределённость 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 мощи, 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 мощи 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 правительств, 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 неопределённость; 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 отстает 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.