



Стройка догнала денежный поток

Цикл сектора ИИ · ежемесячный выпуск · состояние на 21.08.2026

21 August 2026

American Investor team & Solomon AI



Содержание

● Executive Summary.....	3
● Место в цикле.....	4
● Как устроен этот цикл.....	5
● Что держит и что ломает цикл.....	6
● Кто есть кто.....	8
● Три развилки.....	9
● Ловушки портфеля.....	12
● Что мы делаем.....	13
● За чем следить до следующего выпуска.....	14
● Ограничения и термины.....	15



● Executive Summary

главное за месяц

Капитальные затраты пяти крупнейших операторов облаков дошли до 97,4 % их операционного денежного потока против 84,6 % месяцем ранее: стройка почти сравнялась с деньгами, которые её кормят.

Свободный денежный поток за квартал ушёл в минус у Alphabet, Amazon и Oracle — трёх компаний из пяти.

Nvidia сократила гарантию под центр обработки данных OpenAI с 250 до 105 млрд долларов. Взаимное финансирование внутри сектора впервые за цикл сжали, а не расширили.

Ранние трещины · индекс пузыря 50 из 100

Спрос по договорам растёт, деньги на стройку кончились, отдача построенного снижается

Что изменилось за месяц

Деньги на стройку кончаются раньше, чем спрос. Пять компаний, которые строят почти всю вычислительную мощность под искусственный интеллект — Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta и Oracle, — за последний отчётный квартал потратили на стройку 97,4 % того, что заработали основной деятельностью. Месяц назад эта доля равнялась 84,6 %. Разница между двумя числами и есть содержание месяца: запас, из которого финансировалась стройка, почти исчерпан.

Опасности в этом пока нет, потому что спрос не сломался. Законтрактованная выручка — деньги по уже подписанным договорам, которые компания получит в будущем, — выросла у Microsoft за квартал на 8,1 % до 684 млрд долларов, у Alphabet на 11,1 % до 519,5 млрд, у Oracle на 15,5 % до 638 млрд. Цена аренды ускорителя за час не падает, а растёт: H100 с декабря подорожал с 2,0 до примерно 2,9 доллара в час. Продавцу мощности пока платят больше, а не меньше.

Опасность в другом — в том, чем стройка окупается. Отдача на вложенный капитал — прибыль, которую приносит каждый вложенный доллар, — за квартал снизилась у всех пяти компаний сразу: Microsoft 26,4 %, Meta 19,6 %, Alphabet 16,3 %, Amazon 10,7 %, Oracle 9,5 %. Свободный денежный поток, то есть деньги, остающиеся после стройки, ушёл в минус у Alphabet на 5,9 млрд долларов, у Amazon на 8,8 млрд, у Oracle на 1,9 млрд.

Главное расхождение месяца — между кредитом отдельного эмитента и кредитом рынка в целом. Страховка от дефолта Oracle стоит рекордные 215 базисных пунктов, то есть 2,15 % от суммы долга в год, — дороже, чем в кризис 2008 года. Премия за риск по качественным корпоративным облигациям в целом за месяц выросла всего на 4 базисных пункта и остаётся ниже обычного уровня последних десяти лет. Премии за риск требуют с конкретных заёмщиков, а не с сектора.



● Место в цикле

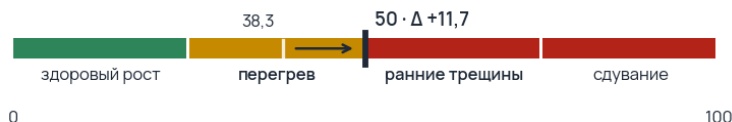
сводная шкала и её состав

Индекс пузыря дошёл до 50 из 100 против 38 в выпуске от 13 августа. Шкала показывает, насколько состояние сектора похоже на позднюю фазу цикла. Ноль означает, что все наблюдаемые показатели спокойны. Сто означает, что все они в красной зоне одновременно. Ниже 25 — здоровый рост, от 25 до 50 — перегрев, от 50 до 75 — ранние трещины, выше 75 — активное сдувание. Счёт не предсказывает падение и не даёт его вероятности: он говорит, где сектор стоит сейчас, а не что будет дальше.

50

из 100 · в прошлом выпуске 38,3

ранние трещины



Источник: расчёт American Investor по публичным рядам и отчётности · шкала 0–100 · состояние на 21.08.2026

Пятьдесят пунктов — это ровно граница между перегревом и ранними трещинами. Двинули счёт вверх две группы. Финансирование стройки: капзатраты почти сравнялись с потоком, а свободный поток ушёл в минус у трёх компаний из пяти. Отдача построенного: прибыль на вложенный капитал снизилась у всех пяти.

Спокойнее всего выглядит физическая цепочка — 12 из 100. Цены аренды растут, сроки поставки не сокращаются, об остановленных стройках у крупных участников за месяц не сообщалось.

Макроэкономический фон стоит на 30: ставку пока не повышают, но половина участников комитета ФРС заложила в свои прогнозы минимум одно повышение до конца года.

Выше всех стоит взаимное финансирование внутри сектора — 100 из 100. Обязательства крупнейших операторов, не попавшие на баланс, по подсчёту Nikkei достигли 1,65 трлн долларов.

Вывод. Сектор перешёл из перегрева в фазу ранних трещин: спрос цел, цепочка работает, но деньги на стройку кончились, а отдача построенного снижается.



● Как устроен этот цикл

механика простыми словами

Цикл держится на четырёх звеньях, и деньги ходят по кругу. Первое звено — заказчики мощности: Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta и Oracle. Они строят центры обработки данных и покупают ускорители. Второе звено — производители: Nvidia, Broadcom, TSMC и производители памяти. Стройка заказчиков превращается в их выручку. Третье звено — арендодатели мощности вроде CoreWeave, которые покупают ускорители в долг и сдают их в аренду лабораториям. Четвёртое — сами лаборатории, OpenAI и подобные, которые арендуют мощность и пока тратят больше, чем зарабатывают.

Круг замыкается там, где поставщик финансирует покупателя. Nvidia вкладывается в тех, кто затем покупает её ускорители. Прибыль производителя оправдывает его цену на бирже, цена оправдывает следующий раунд стройки.

Здоровье цикла измеряется не размером стройки, а источником денег. Пока стройка идёт из заработанного, цикл здоров. Когда она идёт в долг, а отдача обещана, а не измерена, цикл в поздней фазе. Когда участники начинают финансировать покупки друг друга, чтобы поддержать спрос, фаза становится терминальной.

Всё сводится к одному вопросу: успевает ли отдача от построенного за скоростью стройки.



● Что держит и что ломает цикл

по три числа с каждой стороны

Что держит

Спрос по договорам продолжает расти. Законтрактованная выручка Microsoft за квартал прибавила 8,1 % и дошла до 684 млрд долларов, а за год выросла на 82,4 %. Договор подписан, деньги по нему придут.

Аренда мощности дорожает, а не дешевеет. Час аренды H100 стоит около 2,9 доллара против 2,0 доллара в декабре 2025 года. Если бы мощности построили слишком много, цена шла бы вниз — так в телекоме начала двухтысячных аренда канала связи дешевела задолго до первых банкротств.

Рынок долга в целом спокоен. Премия за риск по качественным корпоративным облигациям выросла за месяц на 4 базисных пункта и стоит ниже обычного уровня последних десяти лет. Волатильность американского рынка держится на 16 пунктах — это спокойное значение, при панике она уходит выше 28.

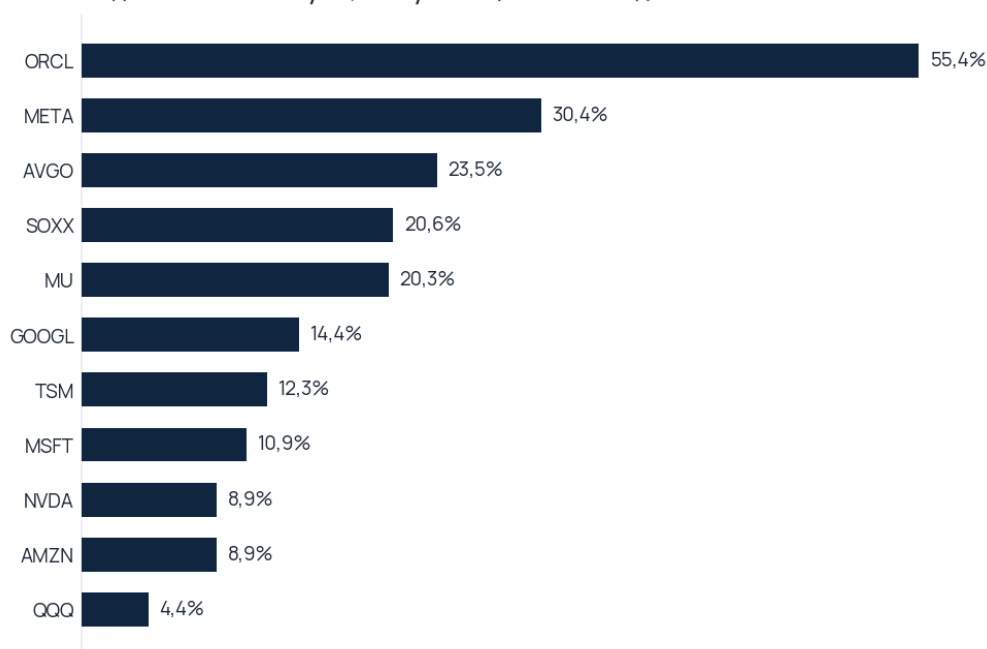
Что ломает

Стройка забирает почти весь операционный поток. Капзатраты пяти компаний дошли до 97,4 % их операционного денежного потока против 84,6 % месяцем ранее. Порог, за которым рост идёт уже только в долг, обычно проводят по 90 %.

Отдача снижается у всех сразу. Прибыль на вложенный капитал за квартал уменьшилась у каждой из пяти компаний, а у Oracle опустилась до 9,5 % — вплотную к цене её собственного долга: по выпуску с погашением в 2056 году компания платит 6,7 % годовых.

Отдельные заёмщики платят за риск как в кризис. Страховка от дефолта Oracle стоит рекордные 215 базисных пунктов, выше пика 2008 года; в июле S&P понизило рейтинг компании до BBB-, последней ступени перед спекулятивной. Цена нового кредита CoreWeave за месяц расширилась на 125 базисных пунктов, и кредиторы вернули в договор ковенанты — обязательства заёмщика соблюдать финансовые показатели под угрозой досрочного погашения.

Падение от максимума, % · бумаги цепочки и индексы · на 21.08.2026





Источник: расчёт American Investor по дневным котировкам · падение от максимума за пятнадцать лет · на 21.08.2026

Вывод. Держит цикл спрос, ломает его источник денег. Спор решится не тем, много ли построено, а тем, чем платить за следующую стройку.



● Кто есть кто

роли цикла и слабые места

Риск цикла распределён между шестью ролями неравномерно: у одних слабое место в денежном потоке, у других — в долге или в цене на продукт.

Роль	Кто это	Чем держится	Где слабое место	Фонд сегмента
Заказчики мощности	Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta, Oracle	Законтрактованная выручка и собственный денежный поток	Тот же поток: он почти целиком уходит в стройку	XLK, VGT
Производители ускорителей	Nvidia, Broadcom, TSMC	Заказы и дефицит мощностей упаковки	Концентрация: половина заказов от нескольких покупателей	SOXX, SMH
Память	Micron, SK Hynix, Samsung	Дефицит: контрактные цены за первый квартал выросли на 90–95 %	Цикличность: темп роста цен сузился до 13–18 % в квартал	SOXX, SMH
Арендодатели мощности	CoreWeave, Nebius	Договоры на 104 млрд долларов у CoreWeave	Долг 35,6 млрд при расходах на проценты 640 млн за квартал	—
Энергетика	Поставщики электроэнергии	Подключение мощности занимает годы	Регулирование тарифов	XLU
Кредиторы стройки	Blackstone, Blue Owl, Apollo	Плата за риск выше рыночной	Вложения переоцениваются моделью, а не рынком	—

Широкий индексный фонд держит эту ставку сам по себе. Семь крупнейших компаний занимают около трети американского индекса, и почти все они стоят в первом или втором звене цикла. Отдельного решения о покупке для этого не требуется — доля выросла сама.



● Развилка первая: отдача успевает

вероятность 45 процентов

С чего узнаётся

Первым признаком станет не рост котировок, а снижение доли стройки в денежном потоке при растущей отдаче — два квартала подряд. Второй ранний признак — рост цены аренды ускорителей при вводе новых мощностей: значит, спрос поглощает предложение.

Как разворачивается

Осенние отчёты подтверждают прогнозы по стройке, отдача перестаёт снижаться в течение двух-трёх кварталов, кредитная премия отдельных заёмщиков сужается вслед. На это уходит от полугода до года — столько занимал разворот в похожих эпизодах прошлого.

Кому лучше, кому хуже

Лучше всех производителям ускорителей и памяти: их выручка растёт первой. Хуже всех тем, кто продал на просадке и не вернулся.

Чем грозит портфелю

Прямых потерь нет, потерянным оказывается время. Исторически после просадки индекса полупроводников глубже 10 % и последующего роста в течение квартала он прибавлял 15,2 % в середине выборки при разбросе от 8,2 до 20,2 % — таких случаев в последние пятнадцать лет набралось 52.

Когда заканчивается

Развилка считается пройденной, когда доля стройки в денежном потоке опускается ниже 85 % и отдача растёт два квартала подряд.



● Развилка вторая: несколько кварталов на месте

вероятность 35 процентов

С чего узнаётся

Первый признак — прогнозы по стройке, которые сокращают не резко, а понемногу, на пять-десять процентов за квартал. Второй — цены аренды перестают расти, но не падают.

Как разворачивается

Компании растягивают стройку по времени вместо отмены. Выручка производителей растёт медленнее, чем ждали. Котировки не падают, но и не растут — сектор торгуется в узком коридоре. Такие периоды длились от двух до четырёх кварталов.

Кому лучше, кому хуже

Легче всего заказчикам мощности: они сохраняют деньги. Тяжелее всего арендодателям мощности, которым нужно обслуживать долг из выручки, растущей медленнее плана.

Чем грозит портфелю

Это самая недооценённая потеря, потому что она не видна. Денег не отнимают — их просто не зарабатывают. В таких эпизодах индекс полупроводников за квартал давал от 1,0 до 2,5 % при девяти случаях в выборке, тогда как короткие качественные облигации давали сопоставимый доход без риска цены. Отдельно опасны плечевые фонды: в боковом движении они теряют стоимость даже при неизменной цене базового актива.

Когда заканчивается

Развилка закрывается либо ускорением по первому сценарию, либо срывом по третьему. Признак выхода — возобновление роста цен аренды или, наоборот, первое резкое сокращение прогнозов.



● Развилка третья: обрыв финансирования

вероятность 20 процентов

С чего узнаётся

Самый ранний признак — не котировки, а неудачное размещение долга: заёмщик из сектора отменяет выпуск или платит заметно больше ожидаемого. Второй признак — первое резкое сокращение годового прогноза по стройке у любого из пяти заказчиков.

Как разворачивается

Сокращение прогноза у одного заказчика сокращает выручку производителей в том же квартале, потому что стройка и есть их выручка. Арендодатели мощности теряют доступ к рефинансированию, а их долг обеспечен ускорителями, которые одновременно дешевеют. В телекоме 2000–2001 годов от первого сокращения прогнозов до дна прошло около полутора лет.

Кому лучше, кому хуже

Тяжелее всего арендодателям мощности и памяти. Заказчики мощности переживают такой эпизод легче: у них есть собственный поток, и сокращение стройки его освобождает. Легче всего энергетике и качественному долгу.

Чем грозит портфелю

В таких эпизодах индекс полупроводников за квартал терял 9,1 % в середине выборки при разбросе от 13,1 до 5,8 % потерь; таких случаев за пятнадцать лет набралось 19. Главный механизм потерь для частного инвестора другой: широкий индекс, купленный ради разнообразия, на треть состоит из одной и той же ставки.

Когда заканчивается

Худшее позади, когда премия по дериватам самых нагруженных заёмщиков сужается два месяца подряд и появляется первое размещение долга по нормальной цене. Без такого признака выход из позиции превращается в решение без обратного хода: у возврата не остаётся ни срока, ни условия.

Индекс полупроводников за квартал после похожих просадок, %



Источник: расчёт American Investor по дневному ряду индекса полупроводников · четверть и три четверти распределения исходов за квартал после просадки глубже 10 % · окно 2011–2026



● Ловушки портфеля

пять способов потерять деньги на этой ставке

Одна ставка в трёх обёртках

Широкий индекс, технологический фонд и фонд полупроводников выглядят как три разных вложения, но опираются на одни и те же компании. Проверить просто: сложить доли и посмотреть, сколько получилось на одну ставку.

В стрессе всё падает вместе

В спокойное время звенья цикла расходятся: Oracle потерял 55 % от максимума, тогда как Nasdaq — только 4,4 %. В плохие недели они падают синхронно, и расчёт на то, что одно вытянет другое, не работает.

Покупка того, что упало сильнее всех

Самое глубокое падение обычно у самого закредитованного участника, а не у самого недооценённого. Oracle с его рекордной ценой страховки — ровно такой случай.

Плечевые фонды в боковом движении

Фонд с двойным плечом теряет стоимость при колебаниях даже без движения базового актива. При сценарии, который здесь считается вторым по вероятности, это самая тихая потеря.

Риск выйти слишком рано

Самый вероятный сценарий означает продолжение роста. Исторически после просадки индекса полупроводников глубже 10 % рост в течение следующего квартала случался в 65 % случаев из 80. Выход из позиции сейчас — ставка против большинства исходов.



● Что мы делаем

портфель месяца и условия его изменения

Мы сохраняем ставку на цикл, но платим за неё меньше, чем месяц назад, и держим наготове деньги. Веса отражают текущее распределение вероятностей и меняются при срабатывании условий из таблицы ниже. База сравнения — широкий американский индекс.

Позиция	Через что	Вес, %
Широкий американский рынок	VOO	35
Равновзвешенный индекс	RSP	15
Полупроводники	SOXX	10
Электроснабжение	XLU	10
Качественный корпоративный долг, короткий срок	VCSH	15
Денежные инструменты	BIL	15

Денежная доля в 15 % — рабочий инструмент, а не осторожность ради осторожности. При третьем сценарии мы тратим её на покупку, при втором она приносит доход без риска, при первом стоит нам недобранной прибыли.

Чего мы сознательно не делаем

Мы не покупаем отдельные бумаги арендодателей мощности: их доходность зависит от доступа к рефинансированию, а не от спроса на вычисления. Мы не берём плечевые фонды ни в какой доле. Мы не продаём широкий индекс целиком: самый вероятный сценарий — продолжение роста, и выход из него стоит дороже, чем просадка при третьем.

Что заставит нас изменить портфель

Условия названы до события. Через месяц мы разберём каждое: сработало или нет и что мы по нему сделали.

Что должно произойти	Что делаем
Премия по дериватам Oracle выше 300 базисных пунктов	Сокращаем полупроводники с 10 до 5 %, разницу — в денежные инструменты
Премия по качественному долгу расширяется больше чем на 40 базисных пунктов за месяц	Сокращаем равновзвешенный индекс с 15 до 10 %
Двое из пяти заказчиков сокращают годовой прогноз по стройке	Сокращаем полупроводники до нуля
Контрактные цены памяти снижаются впервые за цикл	Сокращаем полупроводники вдвое
Стройка опускается ниже 85 % операционного потока и отдача растёт два квартала подряд	Возвращаем полупроводники до 15 % за счёт денежной доли
Индекс полупроводников теряет ещё 18 % при спокойной премии качественного долга	Покупаем на половину денежной доли



● За чем следить до следующего выпуска

пять величин и их пороги

Величина	Где посмотреть	Что считать сдвигом
Премия по дериватавам Oracle	Деловые ленты, обзоры рынка долга	Выше 300 базисных пунктов
Премия по качественному корпоративному долгу	Ряд ICE VofA на сайте ФРБ Сент-Луиса	Плюс 40 базисных пунктов за месяц
Отчётность Nvidia 26 августа	Сайт компании, раздел для инвесторов	Выручка ниже 91,0 млрд долларов
Контрактные цены памяти	Публикации TrendForce	Первое снижение за цикл
Прогнозы по стройке на осенних отчётах	Отчётность пяти заказчиков мощности	Первое сокращение годового прогноза

Отчётность Nvidia 26 августа — ближайшая точка, способная сдвинуть картину в любую сторону. Компания сама ждёт 91,0 млрд долларов выручки плюс-минус два процента, рынок ждёт 91,85 млрд.



● Ограничения и термины

Оценки строятся на публичных данных и отчётности и отражают состояние на дату выпуска. Часть величин, у которых нет открытого ряда, взята из вторичных источников с указанием даты.

Исторические расчёты описывают разброс прошлых исходов при похожей конфигурации, а не прогноз цены.

Термины и определения

Законтрафованная выручка — деньги по уже подписанным договорам, которые компания получит в будущих периодах.

Операционный денежный поток — деньги, полученные от основной деятельности за период.

Свободный денежный поток — операционный денежный поток за вычетом капитальных затрат.

Отдача на вложенный капитал — прибыль после налога, отнесённая к сумме собственного капитала и чистого долга.

Базисный пункт — сотая доля процента: сто базисных пунктов равны одному проценту.

Кредитный дефолтный своп — страховка от неплатежа заёмщика; её цена измеряется в базисных пунктах годовых.

Ковенант — обязательство заёмщика соблюдать финансовые показатели под угрозой досрочного погашения долга.

Ускоритель — специализированный процессор для обучения и работы моделей искусственного интеллекта.



Правовая информация и оговорки

Материал носит информационно-аналитический характер и не является инвестиционной рекомендацией, офертой или предложением совершить сделку с каким-либо финансовым инструментом.

Оценки и суждения отражают состояние данных на дату выпуска и могут измениться без уведомления. Издатель не принимает на себя обязательства обновлять материал.

Источники указаны при каждом показателе. Часть данных получена через вторичные источники и помечена соответствующим образом.

Историческая динамика и результаты расчётов на исторических выборках не гарантируют будущих результатов.

Решения, принятые на основании настоящего материала, принимаются читателем самостоятельно и под его ответственность.