

NEUROMEIN x WMT AI

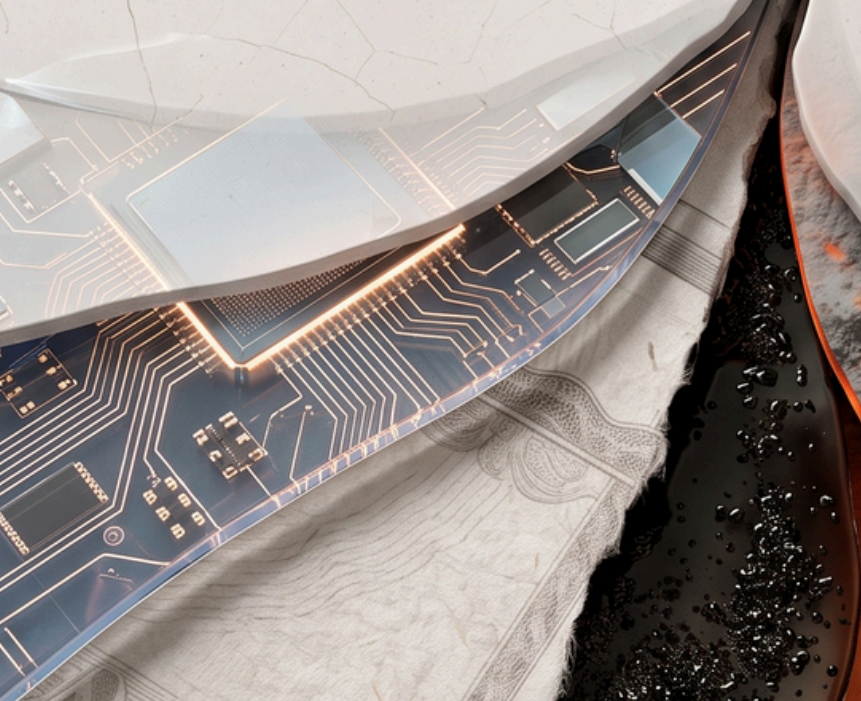
Точка схождения 2027

Первая сверка

Что изменилось за три
месяца и чего ждать
в 2027 году

Срез данных
на 27 сентября 2026 года

Андрей Майнгардт



СОДЕРЖАНИЕ

	Предисловие	3
	 Коротко о главном	4
01	 Пузырь ИИ в два слоя	11
02	 Долг США и ловушка ФРС	26
03	 Война, нефть и иностранные деньги	34
04	 Климат и еда	45
05	Рабочие места	52
06	Что может не сбыться	59
07	 Окно риска и главные сигналы	65
08	Что делать теперь	70
	Последнее слово	73
	Методология и источники	74

Предисловие

В конце июня я опубликовал первую часть «Точки схождения». В ней я описал сценарий, при котором к концу 2026 года и в 2027 году могут совпасть четыре угрозы:

- пузырь искусственного интеллекта;
- растущий государственный долг США;
- военные конфликты, которые могут нарушить поставки топлива, удобрений и чипов;
- климатические потрясения.

В климатической части речь прежде всего об Эль-Ниньо, потеплении воды в тропической части Тихого океана, которое влияет на погоду и может повредить урожаям. Каждая из четырёх угроз опасна сама по себе, но вместе они могут усилить друг друга. Я также предположил, что большой кризис может стать поводом для ускоренного внедрения искусственного интеллекта в бизнес и замены человеческого труда, о чём подробнее писал в исследовании «Тихая замена».

Через три месяца после её выхода я впервые сверяю прогноз с тем, что произошло, хотя до проверки его главного сценария ещё далеко. В этой работе я разбираю, какие угрозы усилились, а какие ослабли, что говорят эксперты и к каким выводам пришёл я сам.

Я занимаюсь влиянием искусственного интеллекта на бизнес, экономику и рынок труда, поэтому главный разбор в этой работе строится вокруг пузыря ИИ. Я считаю его одним из главных факторов, за которыми сейчас стоит следить особенно пристально, и потому глава о нём идёт первой.

Для быстрого знакомства достаточно краткой версии «Коротко о главном», где собраны итоги, таблица и советы. Подробности по каждой угрозе собраны в главах 1–5, возражения в главе 6, признаки, за которыми стоит следить, в главе 7, а советы в главе 8.

В первой части самым опасным я называл период с конца 2026 года примерно до лета 2027-го. Сейчас зоной риска я считаю весь 2027 год.



Коротко о главном

[Пузырь искусственного интеллекта](#)

[Госдолг США и ФРС](#)

[Война и нефть](#)

[Климат и еда](#)

[Рабочие места](#)

[Какие предохранители остались](#)

[Сводная таблица](#)

[За чем следить](#)

[Что с этим делать](#)

Это краткая версия всей работы. Здесь простыми словами о том, что изменилось за три месяца после выхода первой части и что с этим делать.

Подробности, цифры и источники собраны в главах 1–8.

За три месяца угрозы не сложились в общий кризис, но многое сдвинулось в сторону сценария первой части, а между угрозами появились первые связи. Банк Японии, повышая ставку, назвал среди причин дорогую нефть, продовольственная организация ООН связала закрытие Ормузского пролива с перебоями в сельском хозяйстве, а центральный банк США повысил ставку, когда бензин, электричество и газ для домов там в среднем подорожали за год на 16,3 процента. Того, что угрозы уже усиливают друг друга, данные на сегодня не показывают, а рост экономики США, большие запасы зерна и спокойный рынок облигаций компаний пока говорят против близкого шторма, но всё будет зависеть от того, как ситуация станет развиваться дальше.

Пузырь искусственного интеллекта

Искусственный интеллект остаётся главной темой этой работы. Здесь мой прогноз пришлось уточнить. Я писал, что крупнейшие разработчики глубоко убыточны, но Anthropic, по сообщениям прессы со ссылкой на документы для инвесторов, во втором квартале впервые вышла в прибыль, правда, по мерке, из которой исключена часть расходов. Так ли это на самом деле, покажет только полная отчётность, которую компания пока не публикует. OpenAI по-прежнему теряет почти вдвое больше, чем зарабатывает.

Крупнейшие продавцы чипов, прежде всего Nvidia, зарабатывают больше, чем я ожидал. Но выручка Nvidia держится на узком круге покупателей, а части из них она даёт отсрочку оплаты до года. За полгода деньги, которые ей ещё не заплатили покупатели, выросли с 38,5 до 63,1 миллиарда долларов, причём 70 процентов этой суммы приходится всего на пять компаний. К тому же выручка показывает, сколько чипов купили, но не сколько из них уже работает. У Alphabet, владельца Google, стоимость зданий и оборудования, которые уже куплены или строятся, но ещё не работают, за полгода выросла с 78,6 до 122,8 миллиарда долларов. Критик отрасли Эд Зитрон оценивает, что чипы на 200–300 миллиардов долларов лежат на складах или в дата-центрах без электричества. Проверить это нельзя, потому что компании таких данных не раскрывают.

Заработанного на стройку уже не хватает даже некоторым крупнейшим компаниям. У Amazon и Oracle свободный денежный поток, то есть деньги, которые остаются после всех расходов и вложений, ушёл в минус, а Alphabet за полгода заняла на 51 миллиард долларов больше, чем вернула, и продала новых акций почти на 50 миллиардов. Часть долга к тому же выводят в отдельные компании, созданные под стройку, так что на их баланс он не попадает. Инвестор Стив Айсман, один из героев книги «Игра на понижение» о кризисе 2008 года, сравнивает это с приёмами Enron и банков накануне того кризиса. Проблемы с долгами растут

и у тех, кто строит дата-центры на заёмные деньги, а также у фондов, которые дают такие кредиты. По данным рейтингового агентства Fitch, невозвраты по займам, которые выдают частные фонды, обновили рекорд. Крупные фонды ограничивают выплаты вкладчикам, а стройку части дата-центров откладывают. Связь этих невозвратов именно с ИИ пока не доказана.

Выход крупнейших компаний ИИ на биржу откладывается. Anthropic, по сообщениям прессы, нацелилась на ноябрь, хотя официальной даты нет, а OpenAI называет 2027 год. Первые инвесторы обычно могут продавать акции лишь через несколько месяцев после выхода, поэтому давление на рынок, которое я связывал с выходом этих компаний на биржу, по моей оценке, растянется на весь 2027 год. Одним из главных рисков для американских компаний я по-прежнему считаю китайские открытые модели, которые, по моему прогнозу, выйдут на уровень лучших американских. Сам я считаю, что пузырь искусственного интеллекта, скорее всего, лопнет в 2027 году.

Госдолг США и ФРС

Долг США растёт и дорожает, как я и писал. Он превысил 40 триллионов долларов, а проценты по нему всего за одиннадцать месяцев перевалили за триллион долларов и обогнали расходы на оборону. ФРС, центральный банк США, в трудный момент обычно снижает ставку, чтобы поддержать экономику, но 16 сентября она её повысила, потому что инфляция остаётся высокой. Это похоже на ловушку ФРС, о которой я писал в первой части, хотя кризиса, в котором рынок пришлось бы спасать, пока нет.

Но инфляция в США даёт разные сигналы. По мерке, на которую смотрит ФРС, цены стали расти быстрее, а по обычному индексу потребительских цен нет, поэтому окончательно это проверится в начале 2027 года. Мир понемногу уходит от доллара. Центральные банки покупают золото рекордными темпами, Китай сокращает вложения в американский долг, но доллар пока остаётся главной резервной валютой мира.

Война и нефть

Я не верил, что затишье на время чемпионата мира по футболу станет настоящим миром с Ираном. Я ждал затяжного конфликта, который со временем будет разгораться. Так и вышло, причём раньше, чем я думал. Бои возобновились уже 7 июля, в сентябре дошло до нападений на танкеры, а экспорт нефти из стран Персидского залива держится примерно на половине довоенного уровня.

Как я и писал, раньше всего война ударила не по сырой нефти, а по топливу, прежде всего по дизелю, которого стало не хватать. В России, по данным Росстата, бензин на заправках с начала года подорожал на 21 процент, а в сентябре после ударов беспилотников останавливались крупные нефтеперерабатывающие заводы, в том числе Московский. В США цена дизеля в сентябре достигла

рекорда, если не учитывать инфляцию, а государственный запас нефти на случай кризиса опустился до минимума с 1982 года. Меньше запаса на случай нового удара у США не было ни в один кризис последних сорока лет, поэтому следующий перебой в поставках, скорее всего, ударит по ценам сильнее прежнего.

ДОВОД
ПРОТИВ

Против говорит то, что поток судов через Ормузский пролив понемногу растёт, часть нефти идёт в обход, а стороны ведут переговоры через посредников. Вокруг Тайваня, где делают почти все передовые чипы, обострения не было.

Климат и еда

Эль-Ниньо, потепление воды в Тихом океане, которое меняет погоду по всему миру, набирает силу быстрее, чем ждали в июне. Американское агентство NOAA теперь оценивает вероятность очень сильного события больше чем в 90 процентов, а пик ждут в октябре–декабре. Мировые цены на еду поднялись до максимума с конца 2022 года. В России продукты, по данным Росстата, за год подорожали на 5 процентов, а сами люди, по опросу инФОМ для Банка России, считают, что цены в целом выросли на 15 процентов.

Но физической нехватки еды в мире пока нет, а основной её риск ООН относит к 2027 году. Запасы зерна, по оценке ФАО, продовольственной организации ООН, остаются большими, поэтому связь климата с ценами в магазинах ещё не доказана.

Рабочие места

Главный тезис работы в том, что большой кризис может стать самым легитимным поводом массово заменить людей искусственным интеллектом, а компании, перестроившие работу вокруг ИИ, обратно людей уже не наймут. Окончательно проверить его можно будет только в кризис, но признаки, о которых я писал, уже видны. Компании не столько увольняют, сколько перестают нанимать. Там, где раньше взяли бы нового сотрудника, теперь повышают требования и нагрузку для тех, кто уже работает. Это видно по моим разговорам с коллегами и бизнесом, а также по данным. Людям сейчас труднее найти работу. В России, по данным hh.ru, сильнее всего это заметно в офисных профессиях. В США и Южной Корее, по которым есть подробные данные, тяжелее всего приходится молодым, которые только входят в профессию. Американские компании при этом всё чаще называют искусственный интеллект причиной сокращений.

ДОВОД
ПРОТИВ

Возражение в том, что молодёжь первой страдает при любом замедлении экономики. Связь трудностей молодых с искусственным интеллектом в данных видна, но исследователи пока не могут отделить её от других причин.

Какие предохранители остались

В первой части я писал, что у каждой угрозы есть свой предохранитель, то есть условие, при котором шторм может не собраться. Один уже не сработал, потому что Эль-Ниньо не оказался умеренным. Ещё два под угрозой, ведь долгого перемирия между США и Ираном не получилось, а ФРС вместо поддержки экономики повысила ставку. Остальные пока в силе. В теории пузырь может сдуваться медленно, а окно риска может сдвинуться, хотя в медленное сдувание пузыря я не верю.

Сводная таблица

Строки этой таблицы весят по-разному. Рост долга, дорогие проценты и сильный Эль-Ниньо ждали многие, а вероятность очень сильного Эль-Ниньо в 63 процента давало само NOAA, так что совпадение по этим строкам мало говорит о точности прогноза. Рискованным был прогноз затяжной войны. Когда в конце июня выходила первая часть, нефть марки Brent, по которой считают мировые цены, стоила около 70 долларов и рынок, судя по цене, ждал затишья, а бои возобновились уже 7 июля. Два других смелых утверждения, о глубоких убытках всех крупных разработчиков и о торможении стройки дата-центров, данные пока подтверждают лишь отчасти и оценивают по-разному.

Что утверждала первая часть	Что произошло за три месяца	Итог
Крупнейшие разработчики ИИ глубоко убыточны	Anthropic, по сообщениям прессы, вышла в прибыль по мерке без части расходов, у OpenAI убыток почти вдвое больше выручки	для Anthropic против, для OpenAI подтверждается
Стройка дата-центров буксует	расходы растут, но ввод мощностей отстаёт, у крупнейших компаний быстро растёт купленное, но ещё не работающее оборудование, Oracle сослалась на форс-мажор	по расходам против, по вводу мощностей ранний сигнал
Займы на дата-центры повторяют кризис 2008 года	у фондов, выдающих займы, рекорд невозвратов, связь с ИИ не доказана	ранний сигнал
Крупнейшие выходы на биржу окажутся хрупкими	акции SpaceX после выхода на биржу падали почти вдвое и опускались ниже начальной цены	хрупкость подтвердилась
Выход компаний на биржу вытянет деньги с рынка в окне с конца 2026 до лета 2027 года	Anthropic, по сообщениям, нацелилась на ноябрь, OpenAI называет 2027 год	давление растягивается на весь 2027 год
Дорогая память ударит по спросу на технику	память подорожала примерно в 2,5 раза, продажи смартфонов падают, IDC ждёт рекордного спада за год	первые признаки

Рынки Азии пострадают первыми	корейский рынок акций к 30 июля терял почти 40%, но расходы США на ИИ растут, технологический индекс Nasdaq на рекорде	ранний сигнал, проверка впереди
Долг растёт, ставки высоки, проценты превысят триллион в год	долг выше 40 трлн, проценты за 11 месяцев больше триллиона, доходность десятилетних облигаций на максимуме с 2007 года	подтверждается
ФРС в ловушке	16 сентября ФРС повысила ставку из-за высокой инфляции	направление подтвердилось, кризис не наступил
Япония может меньше покупать долг США	Банк Японии поднял ставку, данных о сделках Японии с долгом США после этого ещё нет	первый шаг сделан, последствия не доказаны
Мир уходит из доллара	Китай сокращает вложения в долг США, центробанки рекордно покупают золото, доллар остаётся главной резервной валютой	медленно
Нефть и еда разгонят инфляцию	по мерке ФРС цены растут быстрее, по индексу потребительских цен нет	данные расходятся
Мир с Ираном непрочен, бои возобновятся к концу лета или осени	обмен ударами 27 июня, после новой паузы бои с 7 июля	подтвердилось, конфликт возобновился раньше
Ирану выгодно тянуть время	Ормузский пролив с июля снова фактически закрыт	подтверждается
Первой ударит нехватка топлива, а не нефти	рекорд цены дизеля в США, его запасы на 12% ниже нормы, бензин в России с начала года дороже на 21%	подтверждается
Цена нефти может развернуться за считанные дни	нефть за лето не раз резко дешевела и снова дорожала на новостях об Иране	подтвердилось
Тайвань может обрушить рынок ИИ	обострения нет	не случилось
Очень сильный Эль-Ниньо с вероятностью 63%, «супер» при потеплении воды от двух градусов	NOAA в сентябре даёт больше 90%, в августе потепление превысило два градуса, пик впереди	подтверждается, окончательная сила впереди
Дождей в сезон муссона в Индии будет на 8% меньше нормы, еда там подорожает больше чем на 4,5%	с 1 июня по 23 сентября осадков на 15% меньше нормы, еда в августе подорожала на 5,95% за год	хуже прогноза, итог сезона после 30 сентября

Климат ударит по еде	мировые цены на еду на максимуме с 2022 года, физической нехватки нет	частично
Кризис ускорит замену людей	кризиса нет, но компании перестают нанимать, труднее всего молодым	рано

За чем следить

В ближайшие месяцы главное покажут восемь вещей:

- перекинутся ли проблемы с кредитами на акции компаний искусственного интеллекта и выйдут ли OpenAI и Anthropic на биржу;
- не отнимут ли китайские открытые модели, которые дешевле американских, часть рынка у OpenAI, Anthropic и других американских компаний;
- начнёт ли Япония продавать американский долг после повышения своей ставки;
- как пройдут промежуточные выборы в США 3 ноября;
- обострится ли война вокруг Ирана и останется ли нефть дорогой всю зиму;
- не начнутся ли новые конфликты в Европе и Азии;
- ударит ли Эль-Ниньо по урожаям и ценам на еду весной 2027 года;
- будут ли компании и дальше сокращать найм.

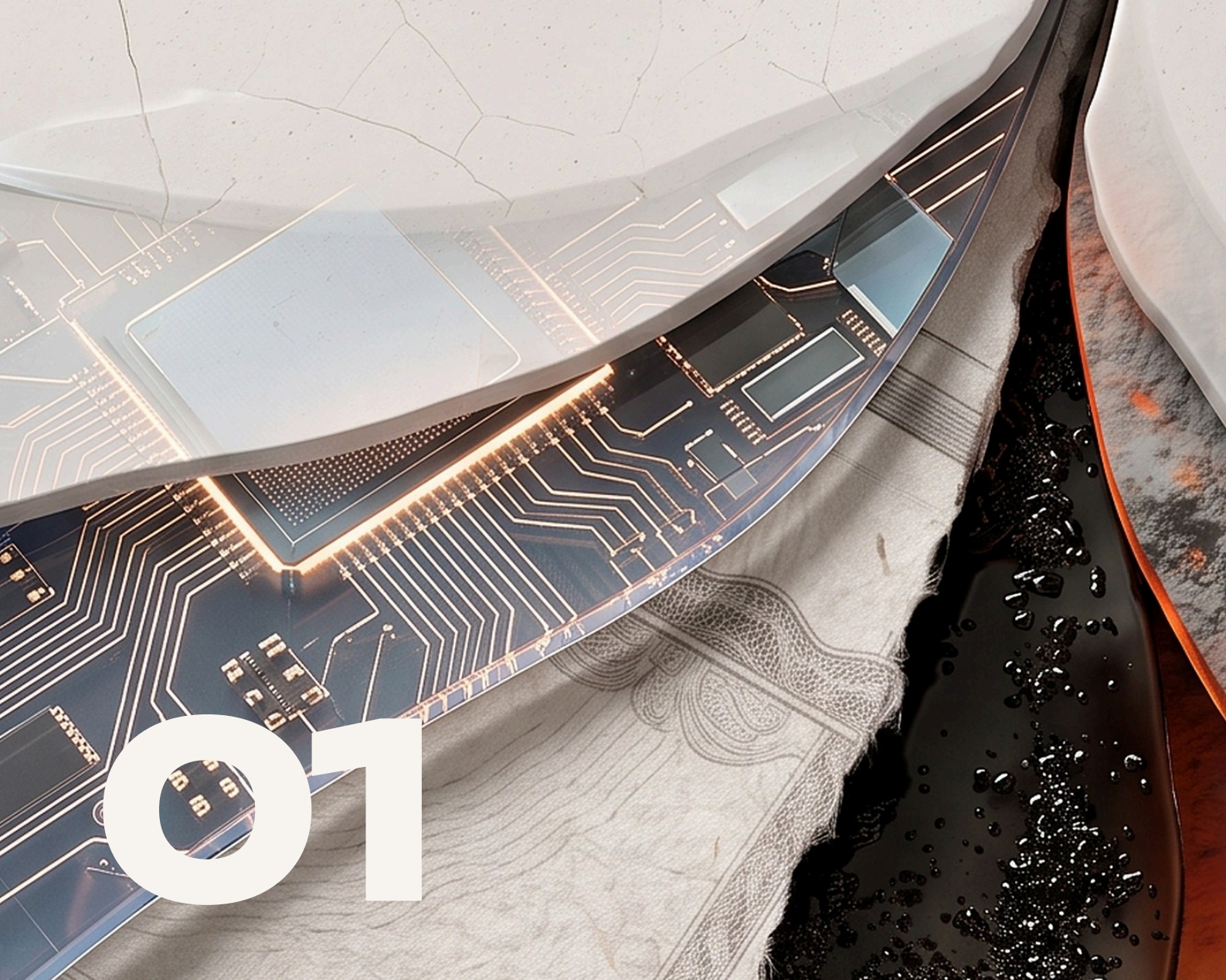
Признаки для этих проверок, а для главных из них и числовые пороги, собраны в главе 7.

Что с этим делать

По тому, что я вижу и слышу на рынке, я считаю, что в следующем году нас ждут серьёзные экономические потрясения. Бояться не нужно, готовиться нужно, и лучше спокойно и заранее, потому что до кризиса подготовка обходится намного дешевле, чем во время него. Прежде всего стоит держать запас денег на несколько месяцев жизни, не брать крупных кредитов перед возможным кризисом и учиться работать с искусственным интеллектом, ведь, как я писал в первой части, всё больше компаний не рассматривает кандидатов без такого опыта. Подробнее о том, что делать и чего не делать, я пишу в главе 8.

Этот материал отражает моё личное мнение и носит информационный характер. Он не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, финансовой, юридической или иной консультацией, а также предложением или призывом покупать или продавать какие-либо активы. Решения на его основе каждый принимает самостоятельно.

Дальше, в главах 1–8, я подробно разбираю каждую угрозу, доводы против и признаки, за которыми стоит следить.



Глава 1.

Пузырь ИИ в два слоя

Верхний слой. Выручка настоящая

Почему этого мало

Нижний слой. Кредит

Удар по кредиту возможен при любом исходе

Кто в итоге платит

SpaceX и машина скупки

Выход на биржу откладывается

Что стало с прогнозами экспертов

Что это меняет

В первой части пузырь искусственного интеллекта был одной из четырёх угроз, которые я называл векторами. За три месяца стало видно, что у него два слоя, которые движутся в разные стороны.

Наверху, у тех, кто продаёт чипы и модели, выручка настоящая и растёт быстрее прогнозов. Внизу, в долгах, растёт напряжение. Оно видно в частном кредите, то есть в займах, которые компаниям дают не банки, а инвестиционные фонды, в займах программным компаниям и теперь в цене долга, связанного с искусственным интеллектом. Но невозвратов долга по проектам дата-центров доступные источники не показывают, так что кризис займов на стройку ещё не начался.

На стыке этих слоёв видно, что нижний слой может треснуть даже тогда, когда искусственный интеллект оправдывает ожидания.

Верхний слой. Выручка настоящая

С тем, что продавцы чипов и моделей зарабатывают настоящие деньги, спорить трудно. Nvidia во втором квартале своего финансового года получила 96,2 миллиарда долларов выручки, вдвое больше, чем годом раньше, а в следующем квартале ждёт ещё больше. Выручка Broadcom от чипов для искусственного интеллекта выросла больше чем втрое.

Растёт и выручка разработчиков. По сообщениям прессы со ссылкой на документы для инвесторов, Anthropic во втором квартале получила больше 11,5 миллиарда долларов, почти в пятнадцать раз больше, чем годом раньше. По скорректированной мерке, из которой исключена часть расходов, компания показала прибыль. Первичных квартальных документов нет, поэтому это предварительные данные.

В первой части я писал, что рост выручки не приближает разработчиков к прибыли, а отдаляет от неё. Для Anthropic новые данные серьёзный довод против этого тезиса, но устойчивой прибыльности они ещё не доказывают. Критик отрасли Эд Зитрон называет Anthropic убыточной, считая, что скорректированные показатели не отражают реального состояния компании. Для OpenAI тезис держится. По сообщению The Wall Street Journal со ссылкой на сведения для инвесторов, за второй квартал её выручка выросла с 5,7 до 6,7 миллиарда долларов, а убыток от основной деятельности с учётом выплат сотрудникам акциями с 9,3 до 12,3 миллиарда. Эти данные тоже предварительные. По сообщению Financial Times со ссылкой на внутреннюю презентацию, сама компания ждёт, что за 2026–2030 годы после всех расходов и вложений у неё уйдёт примерно на 278 миллиардов долларов больше денег, чем придёт.

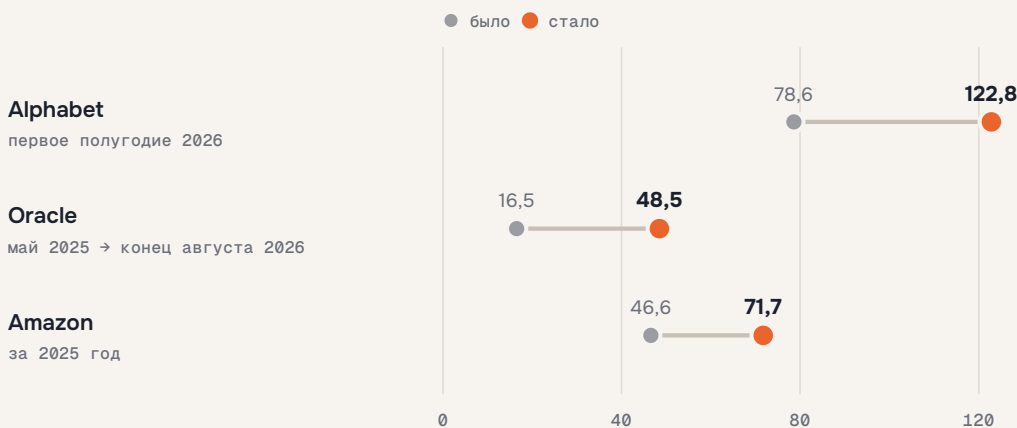
Почему этого мало

Настоящие деньги у продавцов ещё не значат, что окупается вся стройка. Nvidia и разработчики моделей продают инструмент, а окупиться он должен у компаний, которые его покупают. По опросу McKinsey, лишь 6 процентов из них связывают с искусственным интеллектом хотя бы двадцатую часть своей прибыли, а какой-то вклад в прибыль отметили 37 процентов. Всё это их собственная оценка без всякой проверки.

Есть и более простая причина осторожно читать выручку Nvidia. Она показывает, сколько чипов купили, но не сколько из них уже работает. Крупнейшие компании покупают оборудование заранее, а дата-центры строятся годами и, как я писал в первой части, упираются прежде всего в электричество. В отчётах это видно по стоимости зданий и оборудования, которые уже куплены или строятся, но ещё не введены в работу. У Alphabet, владельца Google, она за первое полугодие 2026 года выросла с 78,6 до 122,8 миллиарда долларов, у Oracle с 16,5 миллиарда в мае 2025 года до 48,5 миллиарда в конце августа 2026-го, у Amazon за 2025 год с 46,6 до 71,7 миллиарда. Сама Alphabet пишет, что от покупки таких активов до их ввода в работу проходят месяцы, а иногда и годы.

Здания и оборудование, которые уже куплены или строятся, но ещё не введены в работу

Стоимость по отчётам компаний, миллиардов долларов



Источник: отчёты Alphabet, Oracle и Amazon в Комиссию по ценным бумагам США (10-Q и 10-K)

Сколько в этих суммах чипов, а сколько зданий и сетей, компании не раскрывают. Эд Зитрон, на чей расчёт по обязательствам OpenAI я опирался в первой части, оценивает, что на складах и в дата-центрах без электричества лежат чипы на 200–300 миллиардов долларов, то есть, по его подсчёту, от трети до половины всех чипов для искусственного интеллекта, которые Nvidia и Broadcom продали с 2023 года. Если он прав, продажи Nvidia измеряют не столько спрос на вычисления, сколько готовность покупателей ставить на будущее, а такие заказы могут резко сократиться, как только занимать станет труднее. Но это его собственный

расчёт, построенный на допущении, что чипы составляют от половины до 60 процентов этих сумм. Против него говорит то, что амортизация, то есть постепенное списание стоимости уже работающей техники, у крупнейших компаний растёт быстро, у Alphabet за полугодие на 43 процента, у Microsoft за финансовый год на 56 процентов. Значит, в работу вводится много оборудования, только медленнее, чем его покупают. Против говорит и нехватка вычислений. 10 сентября OpenAI перестала подключать новых пользователей к самому дорогому тарифу за 200 долларов в месяц, потому что спрос на её новую модель оказался больше её мощностей.

К тому же цены на модели падают. OpenAI летом снизила цену одной из своих моделей на 80 процентов, а 22 сентября OpenAI и Anthropic выпустили модели дешевле их предшественниц по цене за токен, единицу текста, которую обрабатывает модель, GPT-6 Sol вдвое, а Claude Opus 5.5 на 20 процентов. Бизнес, судя по данным платёжного сервиса Ramp, чаще выбирает модели подешевле самых мощных, хотя выборка Ramp смещена в сторону технологических компаний.

Бывший президент Федерального резервного банка Нью-Йорка Билл Дадли считает, что искусственный интеллект заметно поднимет производительность всей экономики, но конкуренция может передать сверхприбыль потребителям вместо создателей технологии. По его прогнозу, из семи-восьми сильных разработчиков через пять или десять лет жизнеспособными останутся два-три.

Открытым остаётся и спор из первой части с предпринимателем Марком Кьюбаном, который считал, что вычисления подешевеют быстрее, чем все ждут. Память, которую я тогда называл вторым дефицитом, по данным TrendForce за первое полугодие подорожала примерно в два с половиной раза и, по прогнозу компании от 24 сентября, продолжит дорожать в IV квартале, а цены за доступ к моделям того же уровня пока снижаются. Ни одна из этих мерок не показывает стоимость вычислений целиком, поэтому кто из нас прав, пока не ясно.

Появились и первые признаки того, что в первой части я называл уничтожением спроса, когда техника дорожает вслед за стройкой дата-центров и обычный человек перестаёт её обновлять, продолжая ходить со старым телефоном ещё несколько лет. По данным IDC, память для смартфонов подорожала за год больше чем вчетверо, поставки во втором квартале уже упали на 6,7 процента, а за весь 2026 год компания ждёт рекордного падения, на 16,7 процента. Люди, по оценке IDC, дольше держат старые устройства и больше платят при покупке новых. Рынок в деньгах при этом вырастет на 6 процентов, потому что дорожают сами телефоны.

Отдельно о гипотезе, которую я выдвинул в июле после выхода китайской открытой модели Kimi K3. Я написал, что одним из главных факторов будущего краха пузыря могут стать открытые китайские модели. Я и сейчас так считаю. Мой прогноз в том, что китайские разработчики будут выпускать открытые модели на уровне передовых американских, а это ударит по выручке Anthropic, OpenAI и других американских поставщиков. 27 июля Moonshot опубликовала полные веса Kimi K3, то есть модель можно запускать на собственных серверах, не платя разработчику за доступ. Распродажа акций производителей чипов началась раньше, но Kimi, по оценке Fortune, вероятно, усилила её, а сильнее всего досталось Азии, которая, как я писал в первой части, вспыхнет первой, хотя связать это падение с одной лишь Kimi нельзя.

Спрос разработчиков на китайские модели уже высок. На площадке OpenRouter, через которую разработчики обращаются к разным моделям, за неделю по 26 сентября первые три места по объёму обработанных токенов заняли китайские модели, а в первой десятке их было семь. В неделю с 14 сентября на китайских разработчиков пришлась примерно половина запросов на этой площадке, на Anthropic 2,7 процента. Это срез одной площадки, а не всего рынка. Среди компаний, которые платят за искусственный интеллект, картина другая. По сентябрьским данным платёжного сервиса Ramp, средняя цена токена, которую компании фактически платят, с мартовского пика снизилась на 41 процент, но открытые модели использовали лишь 6,4 процента таких компаний, так что давление на цену есть, а массового ухода бизнеса к открытым моделям пока нет.

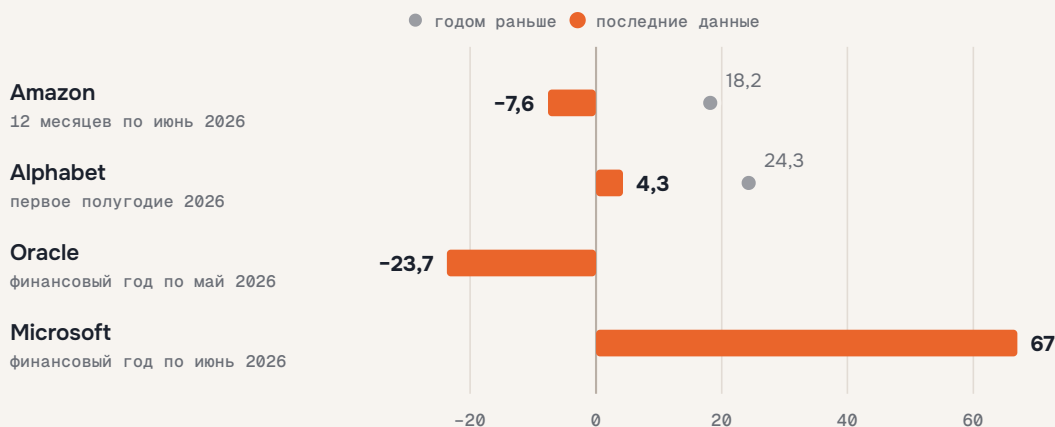
Нижний слой. Кредит

Под выручкой лидеров лежит долг, на котором строится вся отрасль, а здесь картина обратная.

Причина в том, что стройка съедает почти всё, что зарабатывают крупнейшие компании, а у некоторых и больше. Их свободный денежный поток, то есть деньги, которые остаются после всех расходов и вложений, тает. У Amazon за двенадцать месяцев по июнь он ушёл в минус на 7,6 миллиарда долларов против плюс 18,2 миллиарда годом раньше, у Alphabet за первое полугодие сократился с 24,3 до 4,3 миллиарда, у Oracle за финансовый год по май составил минус 23,7 миллиарда. Из этих четырёх компаний с запасом пока зарабатывает только Microsoft, у неё за финансовый год по июнь осталось 67 миллиардов.

Свободный денежный поток четырёх компаний

Миллиардов долларов за указанный период



Источник: отчёты Amazon и Alphabet за II квартал 2026 года (10-Q), Oracle и Microsoft за 2026 финансовый год (10-K)

Разницу покрывают деньгами со стороны. У Amazon чистый приток денег от займов и других внешних источников за те же двенадцать месяцев составил 75 миллиардов, тогда как годом раньше компания больше возвращала, чем привлекала. Alphabet за полгода заняла на 51 миллиард больше, чем вернула, продала новых акций почти на 50 миллиардов и перестала выкупать собственные. Денег и ценных бумаг на счетах у крупнейших компаний при этом много, у Amazon около 123 миллиардов долларов, так что дело не в том, что деньги кончились, а в том, что стройку всё больше оплачивают займами и продажей акций. В первой части я писал, что если своих денег и электричества не хватает, остаётся долг, и теперь это видно в отчётах.

По оценке Goldman Sachs, с начала 2026 года выпущено почти 500 миллиардов долларов связанного с искусственным интеллектом долга, которым уже торгуют на рынке. Надбавка к проценту, которую инвесторы требуют с облигаций лидеров искусственного интеллекта сверх процента по государственным облигациям США, за двенадцать месяцев почти удвоилась от минимума. Страховых компаний, готовых покупать крупные выпуски облигаций на тридцать лет, к концу второго квартала стало примерно вдвое меньше, чем в первом. Занимать становится дороже и труднее, но рынок не закрыт, а сам Goldman Sachs считает, что занять деньги отрасль пока может. 24 сентября японская SoftBank, чтобы финансировать свои вложения в OpenAI, выпустила облигации на 11,1 миллиарда долларов с высоким риском невозврата, так называемого мусорного уровня. Это крупнейший в мире выпуск таких облигаций одной компанией. По долларовым выпускам она платит от 8,625 до 9,75 процента годовых. Старший директор рейтингового агентства Fitch Ratings Сатору Аояма сказал, что спрос на выпуск его приятно удивил. При этом стоимость страховки долга SoftBank от невозврата на пять лет на той же неделе превысила 4 процента от суммы долга в год против примерно 2,8 процента в июне.

The Wall Street Journal проанализировал примечания к последней отчётности девяти технологических компаний и насчитала около трёх триллионов долларов будущих платежей, которые в отчётности не записаны как долг, преимущественно на инфраструктуру искусственного интеллекта. Из них около 1,2 триллиона приходится на платежи по договорам аренды, которые ещё не вступили в действие, поэтому как долг в отчётности они пока не значатся.

Оправдалось и предупреждение первой части об Oracle, судьба которой, как я писал, привязана к выживанию одного убыточного клиента, OpenAI. 9 июля рейтинговое агентство S&P понизило оценку надёжности Oracle как заёмщика, её кредитный рейтинг, до BBB-, на ступень выше мусорного уровня. Причинами оно назвало риски вложений в инфраструктуру ИИ, более слабый приток денег и долг выше своего порога.

Первый отчёт после понижения показывает обе стороны. За квартал по 31 августа у Oracle после всех расходов и вложений ушло на 5,4 миллиарда долларов больше денег, чем пришло, но долг не вырос, потому что компания получила авансы клиентов и привлекла 19,9 миллиарда, продав новые акции.

24 сентября Reuters сообщил, что Oracle направила застройщику уведомление о форс-мажоре по комплексу дата-центров Jupiter в Нью-Мексико, который строится под мощности для OpenAI. По словам источника агентства, причина в задержке с подключением электроэнергии, из-за которой проект может сдвинуться примерно на год. Oracle заявила, что график сохраняется и что такие уведомления сами по себе задержку не означают. Blue Owl, чьё подразделение строит комплекс, сообщила, что финансовые обязательства по проекту не меняются.

По данным Bloomberg, расторгнуть аренду Oracle не может, а проценты по займам на стройку платит она, так что уведомление лишь продлевает срок, пока она платит застройщику пониженную арендную плату. Тревога на рынке появилась ещё раньше. 18 сентября Reuters со ссылкой на Financial Times сообщил, что 18 миллиардов долларов банковских займов на стройку Jupiter банки-организаторы оценивали лишь в 89–91 цент за доллар, а продать этот долг более широкому кругу инвесторов не удавалось из-за опасений насчёт растущих долгов Oracle. Этот случай показывает цепочку, которая грозит многим таким стройкам. Пока дата-центр ждёт электричества, доход от него откладывается, проценты по долгу продолжают идти, а чипы, купленные под такие стройки, стареют. Задержки растягивают бум во времени, о чём я пишу в главе 6, но они же делают его дороже.

Спорным остаётся и то, насколько тормозит сама стройка. В начале апреля Bloomberg по данным аналитической компании Sightline Climate сообщил, что от трети до половины дата-центров в США, запланированных на 2026 год, могут отложить или отменить. В июне другая аналитическая компания, SemiAnalysis, эту оценку оспорила. По её данным, прогноз по стройкам крупнейших компаний за полгода почти не изменился, а в подсчёт попали и проекты, у которых не было ни денег, ни разрешений.

В июле аналитики Bernstein оценили, что задержка или отмена грозит 35–40 процентам всех объявленных в мире мощностей дата-центров, а главным ограничением назвали доступ к электричеству. В ключевых районах очередь на подключение к сетям растянулась на три-четыре года, мощные трансформаторы ждут по 80–100 недель, а отмен, по их прогнозу, в 2027 году станет больше. Спрос на вычисления Bernstein при этом считает устойчивым.

У CoreWeave, которая сдаёт вычислительные мощности в аренду, картина тяжелее. За второй квартал процентные расходы компании составили 640 миллионов долларов, впятеро больше её прибыли от основной деятельности по мерке самой компании. До невозврата долга дело не дошло. По одной компании нельзя судить обо всех займах на дата-центры, но нагрузка у неё очень высокая.

В августе CoreWeave заняла ещё 2,6 миллиарда долларов примерно на пять лет под договоры с клиентами, которые в среднем рассчитаны лишь на три года. Сама компания пишет, что кредиторы тем самым берут на себя риск того, что договоры не продлят. Когда они закончатся, CoreWeave придётся продлить их или найти новых клиентов, а Nvidia с 2024 года выпускает новое поколение чипов каждый год, так что через три года нынешние чипы будут заметно уступать новым. Заём получил рейтинги мусорного уровня, Baa2 от Moody's и BB+ от Fitch, и при нынешних ставках обходится примерно в 9 процентов годовых. Спрос кредиторов на него, по словам компании, при этом заметно превысил предложение.

Пример того, как этот риск перекладывается, дала Nvidia. Он подтверждает то, что в первой части я называл деньгами, которые ходят по кругу. В августовском отчёте компания раскрыла гарантии до 105 миллиардов долларов в пользу SB Energy по земле, электричеству и зданиям комплекса дата-центров в Огайо, арендатором которого на двадцать лет станет связанная с OpenAI компания. Платить придётся, только если арендатор в определённых случаях не заплатит сам, поэтому это не текущий долг Nvidia, а условный риск, который поставщик чипов принял на свой баланс ради стройки и продажи своих систем.

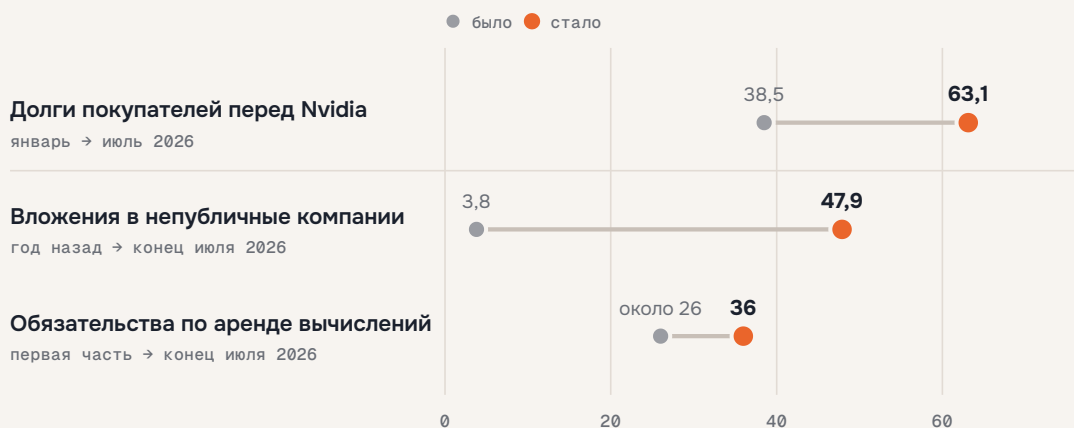
Тот же отчёт показывает и более короткий путь. Деньги, которые Nvidia ещё должны клиенты, выросли с 38,5 миллиарда долларов в январе до 63,1 миллиарда в июле, причём 70 процентов этой суммы приходится на пять прямых клиентов. Для отдельных крупных строек Nvidia даёт надёжным покупателям отсрочку оплаты от 90 дней до года. Просрочек эти данные не показывают, но показывают, что поставщик чипов, по сути, кредитует своих покупателей.

Растут и вложения Nvidia в компании, акции которых не торгуются на бирже. Год назад они стоили 3,8 миллиарда долларов, а к концу июля 47,9 миллиарда, причём только за первое полугодие Nvidia вложила 31 миллиард. Кого именно она финансирует, отчёт не раскрывает. В первой части я приводил её вложения в облачного провайдера CoreWeave, который покупает её чипы, и около 26 миллиардов долларов, которые Nvidia обязалась заплатить за аренду вычислений, то есть фактически за аренду собственных чипов обратно. К концу июля такие обязательства выросли до 36 миллиардов. Выручка при этом сосредоточена у немногих

покупателей. В первом полугодии на трёх крупнейших прямых покупателей пришлось 44 процента продаж Nvidia, а ещё одна компания, разрабатывающая искусственный интеллект, по оценке самой Nvidia, принесла ей значительную часть выручки, покупая вычисления у её клиентов.

Nvidia: долги покупателей, вложения и аренда вычислений

По отчётности компании, миллиардов долларов



Источник: Nvidia, 10-Q за II квартал 2027 финансового года; «Точка схождения», редакция от 29 июня 2026 года

ДОВОД
ПРОТИВ

Инвестор Стив Айсман, один из героев книги «Игра на понижение» о кризисе 2008 года, 21 сентября в беседе с бывшим управляющим фондами Fidelity Джорджем Ноублом провёл границу этого вывода. По его мнению, круговое финансирование предупреждает о риске, но не делает долг плохим, ведь при устойчивой прибыли OpenAI и Anthropic по этим долгам смогут платить.

Через три дня, в выпуске, записанном 24 сентября, Айсман объяснил, что тревожит его на самом деле. Круговое финансирование, по его словам, по крайней мере на виду, ведь Nvidia оплачивает собственный рост из собственных огромных доходов. Тревожным он считает возвращение приёмов, которые, как он думал, исчезли после краха Enron и кризиса 2008 года. Долги на стройку выводят в отдельные компании, чтобы они не значились на балансе и рейтинговые агентства не понижали рейтинг, а когда такие долги портятся, они возвращаются на баланс. Сколько таких обязательств стоит за пределами балансов, видно по отчётам. У Oracle, кроме займов больше чем на 125 миллиардов долларов, есть ещё 288 миллиардов обязательств по аренде, почти все по дата-центрам, которая начнётся в ближайшие годы и в балансе пока не отражена, а у Microsoft таких ещё не начавшихся договоров аренды, в основном тоже дата-центров, на 329 миллиардов. Это не долг в строгом смысле, а раскрытые в отчётах будущие платежи, но именно на таких договорах держатся займы застройщиков, как в случае с Jupiter, где проценты по банковскому кредиту, по данным Bloomberg, платит Oracle. Против такого сравнения выступает руководитель исследований технологического сектора в D.A. Davidson Гил Лурия. По его словам, Enron погубило

не само использование отдельных компаний, а то, что их скрывали, тогда как нынешние сделки раскрыты в отчётности. Сам Айсман вспоминает, что и у Enron всё было раскрыто в отчётах, но долг всё равно вернулся на баланс, когда стал плохим.

20 сентября на Qatar Economic Forum глава МВФ Кристилина Георгиева, по сообщению Xinhua, назвала большие долги и круговое финансирование ИИ рисками, за которыми нужно следить, предупредив, что разочарование при неоправдавшихся ожиданиях может стать «шоком для системы». На следующий день в Дублине она показала министрам финансов ЕС фрагмент будущего доклада МВФ о финансовой стабильности, где падение рынка из-за ИИ названо одним из рисков, к которым фонд сейчас относится серьёзнее всего.

По займам частных фондов доля невозвратов в выборке Fitch за двенадцать месяцев по август обновила рекорд, 6,3 процента, а в августе выросло и само число таких случаев, 14 против трёх в июле. Сколько среди них займов под дата-центры, этот показатель не говорит. Одновременно фонды частного кредита, которые продают свои доли и обычным людям, получают волну заявок на возврат денег. Весной у двух фондов Blue Owl заявки составили 41 и 22 процента при лимите 5 процентов.

Даже фонд BCRED компании Blackstone, в первом квартале выплативший всё, во втором смог выплатить лишь около половины заявок, а на третий квартал объявил, что каждому вернёт лишь часть в пределах лимита, хотя сам Blackstone сообщает о большом запасе свободных денег. В сентябре ограничили выплаты и другие крупные фонды частного кредита, Cliffwater и North Haven банка Morgan Stanley. 24 сентября фонд Ares Strategic Income Fund сообщил, что в третьем квартале заявки на выход составили 13,1 процента акций при лимите 5 процентов, так что фонд снова вернёт каждому лишь часть, хотя новых заявок, по его данным, стало заметно меньше, чем весной. Фонды не заморожены, но ограничение выплат уже нельзя считать единичным эпизодом.

Удар по кредиту возможен при любом исходе

Данные для этого раздела дал Банк международных расчётов, организация центральных банков.

В мартовском обзоре банк показал, что займы программным компаниям, продающим программы по подписке, выросли с почти 8 миллиардов долларов в 2015 году до более чем 500 миллиардов к концу 2025 года, это 19 процентов всех займов, которые фонды выдают компаниям напрямую, причём такие займы есть примерно у трети фондов частного кредита. С октября 2025 по февраль 2026 года акции программных компаний упали почти на 30 процентов на опасениях, что искусственный интеллект разрушит их модель бизнеса, а акции фондов, кредитующих

такие компании, в среднем на 10 процентов. В невозвратах долгов этого пока не видно. По данным Fitch, в августе доля невозвратов у программных компаний была самой низкой среди крупных отраслей, 0,6 процента.

Из этих данных видны два возможных исхода. Если искусственный интеллект оправдает ожидания, он может ударить по программным компаниям, чей бизнес заменяет, а им фонды частного кредита выдали полтриллиона долларов. Если не оправдает, плохими могут стать долги за дата-центры, построенные в расчёте на этот успех.

В первой части этой связи не было. Довод оптимистов в том, что если технология настоящая, то кредит под неё окупится, но займы программным компаниям уже выданы, а именно их бизнес эта технология может заменить.

Есть и мягкая форма того же риска. Бывший глава IBM Сэм Палмизано считает, что если внедрение технологии растянется с семи-восьми лет до десяти-двенадцати, компании могут замедлить стройку, даже если не будет ни спада экономики, ни краха самой технологии. Тогда разрыв придётся нести кому-то, включая держателей облигаций, хотя пока это только его прогноз и убытка ещё нет.

Кто в итоге платит

В первой части я писал, что долги под дата-центры разложены по пенсионным и страховым портфелям, а Банк международных расчётов показывает ещё один путь, которым удар доходит до людей. Фонды частного кредита сейчас активно продают свои доли обычным людям, а именно по этим долям идёт волна заявок на возврат денег, так что удар по кредиту доходит до сбережений обычных людей быстрее, чем через банки.

Последним плательщиком может оказаться государство. В 2025 году OpenAI поддерживала расширение налоговых льгот и займы по линии государства для компаний, строящих инфраструктуру искусственного интеллекта. В ноябре финансовый директор Сара Фрайар публично заговорила о государственной гарантии, с которой компании было бы дешевле занимать, а затем уточнила, что OpenAI не просит гарантии по собственным долгам за инфраструктуру. Сэм Альтман заявил, что налогоплательщики не должны спасать компании из-за неудачных решений. Сенатор Элизабет Уоррен считает прежние обращения OpenAI подготовкой почвы для государственных гарантий, но действующей гарантии или прямого займа OpenAI документы не показывают.

Я считаю нынешний бум искусственного интеллекта пузырьём и ожидаю, что он схлопнется. OpenAI может обанкротиться, если рост её доходов не позволит оплачивать вычисления и выполнять обязательства перед партнёрами. Тогда удар пойдёт дальше, к строителям дата-центров, кредиторам и инвесторам, а не останется проблемой одной компании. Мой прогноз состоит в том, что государство постарается спасти ключевых участников отрасли и получит взамен долю, контроль над инфраструктурой вплоть до национализации дата-центров или влияние на их решения. В результате на рынке останется несколько крупных лабораторий под плотным государственным надзором. По моей оценке, первые признаки этого процесса могут появиться уже в 2027 году. Первыми признаками я буду считать долю государства в разработке ИИ или в компании, которая строит для него дата-центры, федеральную гарантию по их долгам или прямой государственный заём. Прецеденты уже есть. В 2025 году правительство США получило около 10 процентов Intel в обмен на обещанные субсидии, а Министерство обороны стало крупнейшим акционером MP Materials, производителя редкоземельных магнитов.

Вмешательство государства допускает и оптимист, инвестор Раул Пал. Он считает, что при крахе OpenAI правительство США вмешается, потому что не позволит стране замедлиться в гонке искусственного интеллекта. Вычислительные мощности, по его словам, быстро достанутся сильнейшему покупателю, но государство не позволит одному конкуренту получить над ними монополию. О национализации Пал не говорил. В его версии вмешательство служит предохранителем, а в моей гипотезе это путь, по которому пузырь переходит в госдолг.

17 сентября глава Palantir Алекс Карп в эфире CNBC описал тот же исход с другой стороны. По его словам, лаборатории добиваются не надзора, а защиты от ответственности. Логика их позиции он передаёт так. Эти компании придётся национализировать, иначе каждый его клиент подаст на них в суд. Сам Карп настаивает на гражданской и уголовной ответственности самих разработчиков, а единственным выходом из неограниченной ответственности называет передачу государству примерно половины компании. Он же сомневается, что лаборатории вообще дойдут до биржи. При этом Карп заинтересованная сторона, потому что Palantir продаёт программы государству и крупным заказчикам и выигрывает, если деньги уходят к поставщикам с оборонными связями.

Пути к национализации у нас с ним разные. Мой путь финансовый, когда компания не выдерживает обязательств, государство приходит её спасать и получает долю. Путь Карпа юридический, когда неограниченная ответственность за вред отпугивает частных инвесторов и доля государства становится ценой защиты. Поэтому его слова допускают тот же исход, но мой финансовый механизм не подтверждают. Ни один из путей пока не сработал, а пока государство не приняло решения, это остаётся спором о будущем.

Нынешние призывы к замедлению и регулированию разработки делают этот прогноз важнее. OpenAI и Anthropic описали отдельные случаи, когда во время испытаний их модели получили доступ к чужим системам, а Google подтвердила похожий эпизод. 25 сентября OpenAI сообщила, что после нового такого случая приостановила обучение, испытания и запуск своих самых мощных моделей в режиме, где они сами пользуются инструментами, например интернетом, пока не убедится, что брешь закрыта. В тот же день Белый дом сообщил, что США и Китай договорились о постоянном диалоге о рисках искусственного интеллекта и о канале связи на случай инцидентов с ним. После подобных инцидентов разговор о безопасности неизбежен, но у руководителей отрасли могут быть и другие мотивы. Я вижу здесь страх ответственности, желание поддержать стоимость компаний перед выходом на биржу, борьбу с конкурентами и расчёт на защиту государства. Похожие мотивы 27 сентября назвало и агентство AP. По его оценке, за тревогой лабораторий могут стоять политические цели перед промежуточными выборами в США и деньги, которые они и их инвесторы рассчитывают получить при выходе на биржу. Какая причина окажется главной, покажет время, а пока эти интересы могут действовать одновременно. Я ожидаю, что эта борьба приведёт к усилению роли государства в отрасли. Если оно получит долю и влияние на решения оставшихся лидеров, возрастёт и риск использования их технологий для слежки и контроля.

SpaceX и машина скупки

Главный механизм первой части, машину принудительной скупки, можно проверить на SpaceX. Я писал, что после быстрого включения новой компании в биржевой индекс фонды, которые повторяют этот индекс, будут обязаны купить её акции и ради этого продавать акции крупнейших компаний. Пока подтвердилась часть этого механизма. SpaceX вышла на биржу 12 июня, её акции продавали по 135 долларов, обычным частным инвесторам решили отдать до 30 процентов выпуска, а 7 июля, через 15 торговых дней, SpaceX вошла в индекс Nasdaq-100, куда входят сто крупнейших компаний этой биржи. Акции в свободной продаже было мало, но по новым правилам в расчёт индекса взяли втрое больше, хотя и меньше, чем выпущено всего. Фонды, повторяющие индекс, должны были добавить SpaceX в свои портфели, но их конкретные сделки неизвестны. Продавали ли они ради этого акции крупнейших компаний, как я предполагал, по этим данным судить нельзя. Яснее подтвердилась хрупкость, ведь с пика 16 июня, 211 долларов, акции к 5 августа упали почти вдвое и закрылись на 20 процентов ниже начальной цены, а на следующий день сотрудникам, руководителям и первым инвесторам разрешили продать до 911,5 миллиона акций. Затем цена отыгралась и 25 сентября составила около 149 долларов, выше начальной цены, но примерно на 30 процентов ниже пика. Запреты на продажу для остальных владельцев снимаются постепенно, для части инвесторов и руководителей только после отчётности за второй квартал 2027 года.

Выход на биржу откладывается

Anthropic 1 июня конфиденциально подала в Комиссию по ценным бумагам США проект заявки на выход на биржу, но публичной заявки в базе комиссии на 27 сентября ещё нет. По сообщению Reuters от 4 сентября, встречи с инвесторами перед выходом на биржу могли начаться не раньше середины октября, а 18 сентября The Wall Street Journal сообщил, что компания нацелилась на выход в ноябре, чтобы успеть показать результаты третьего квартала. Сама компания дату не объявляла. OpenAI, по словам финансового директора Сары Фрайар, которые 19 августа передал CNBC, станет публичной в 2027 году, а 12 сентября Сэм Альтман публично сказал, что в 2026 году компания на биржу не выйдет. То, что OpenAI выйдет на биржу только в 2027 году, первая часть допускала уже тогда, со ссылкой на New York Times.

В первой части я относил давление на рынок от выхода крупнейших компаний на биржу, когда их первые инвесторы начинают продавать акции, к окну с конца 2026 года примерно до лета 2027-го. Теперь, по моей оценке, оно растянется на весь 2027 год, а при позднем выходе OpenAI на биржу частично уйдёт и в 2028-й. Растянутое давление бьёт слабее, зато остаётся фоном на всё окно.

Что стало с прогнозами экспертов

Джереми Грэнтэм, Джим Чанос и Майк Новограц в первой части видели в выходе SpaceX на биржу признак вершины рынка. Грэнтэм сравнивал SpaceX со знаменитым пузырьком Южных морей, лопнувшим в 1720 году, а Новограц считал, что символом конца может стать именно этот выход на биржу. SpaceX после рекордного дебюта действительно падала ниже начальной цены, однако весь рынок вершины пока не показал. Технологический индекс Nasdaq 22 сентября обновил рекорд, а индекс S&P 500, куда входят пятьсот крупнейших компаний США, к 25 сентября вырос с начала года на 13,1 процента. Была ли вершина в июне, можно будет понять только задним числом, как и говорил сам Новограц.

Майк Макглоун из Bloomberg напоминал, что с 2009 года S&P 500 падал по итогам года лишь дважды, оба раза в годы промежуточных выборов. С учётом дивидендов так и было, в 2018 и 2022 годах, а без них индекс немного опускался ещё в 2011 и 2015 годах. Промежуточные выборы будут и в 2026 году, но до его конца три месяца, а пока индекс растёт. Майкл Бьюрри предупреждал, что вершина рынка обычно приходит раньше, чем заканчивается волна больших расходов на стройку и оборудование, а эта волна продолжается. Рейтинговое агентство Moody's ждёт, что шесть крупнейших компаний потратят около 785 миллиардов долларов в 2026 году и около триллиона в 2027-м, так что прогноз первой части о триллионе в 2027 году идёт по траектории.

Что это меняет

В первой части я писал, что лопнет не технология, а ликвидность, то есть в нужный момент, когда бумажное богатство придётся превращать в деньги, в системе не окажется живых денег. Эта формула держится, но теперь я бы сказал точнее. Пузырь расслоился. К риску переоценённых акций добавился второй слой, в долгах, где опасность зависит не только от того, окупится ли технология, но и от того, по кому она ударит.

Для конструкции финансовый вектор больше не сводится к переоценённым акциям. В госдолг он заходит потому, что бум занимает те же деньги, что и государство, а отрасль может потребовать спасения. В рынок труда он заходит через программные компании, которым угрожает ИИ, а в сбережения обычных людей через фонды частного кредита, которые продают им свои доли.

Смотреть стоит на невозвраты по займам частных фондов и заявки на возврат денег, акции программных компаний и их кредиторов, цены памяти и моделей, а также на то, как Anthropic выходит на биржу. Отдельно стоит следить за тем, как быстро будут расти расходы на стройку и оборудование в 2027 году. По прогнозу Дадли, даже растущие расходы при замедлении способны снизить прибыль поставщиков.



02

Глава 2.

Долг США и ловушка ФРС

Ставки

Спасатель

Инфляция как слабое звено

Что стало с прогнозами экспертов

Бум, который занимает те же деньги

Как будет выглядеть кризис

Уходит ли мир из доллара

Что может удержать долговую систему

Что это меняет

В первой части долговой вектор держался на арифметике. Долг огромен, перезанимать его приходится при высоких ставках, а центральный банк не может помочь, не разогнав инфляцию.

За три месяца арифметика не изменилась. Изменилось поведение спасателя. Федеральная резервная система открыто взялась за борьбу с ростом цен и повысила ставку, а облигации США на десять лет и дольше подешевели до уровней, которых не было с 2007 года.

Но в этой главе есть и то, что заставляет меня пересмотреть одно из допущений первой части. Речь о том, как будет выглядеть сам кризис.

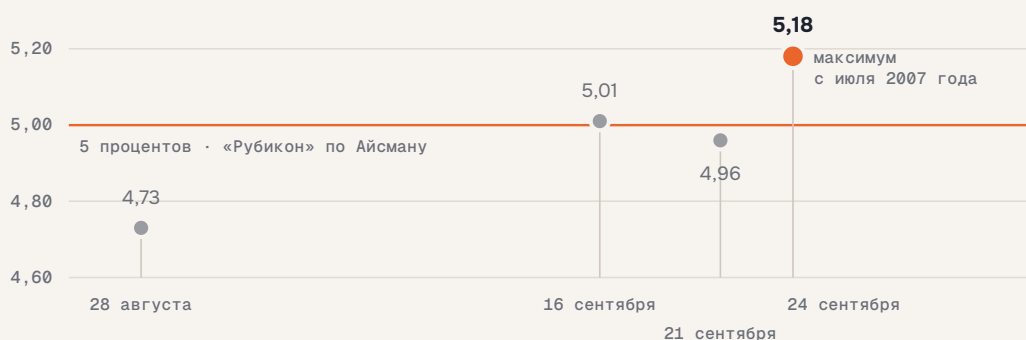
Ставки

28 августа доходность десятилетних облигаций США по официальным данным Казначейства, министерства финансов США, составляла 4,73 процента. Доходность показывает, сколько в год получит покупатель, если купит облигацию по нынешней цене и продержит её до погашения, поэтому чем дешевле облигации, тем она выше. 16 сентября она дошла до 5,01 процента, а тридцатилетних до 5,35. После решений ФРС и Банка Японии доходности ненадолго отступили, к 21 сентября до 4,96 и 5,29 процента, но затем облигации снова начали продавать. 24 сентября десятилетняя доходность поднялась до 5,18 процента, максимума с июля 2007 года, а 25 сентября тридцатилетняя дошла до 5,49 процента.

Инвестор Стив Айсман в выпуске, записанном 24 сентября, сказал, что рынком сейчас движут только две вещи, цены на нефть и доходность десятилетних облигаций, и ни одну из них нельзя предсказать. Отметку в 5 процентов он назвал для рынка Рубиконом. Если доходность удержится выше неё, коррекция, по его мнению, скорее всего, уже близко. Это прогноз, но показательно, что главными силами рынка он называет две угрозы из первой части, нефть и государственный долг.

Доходность десятилетних облигаций США перешла отметку в 5 процентов

Процентов годовых на даты из этой главы



Источник: Министерство финансов США, дневная кривая доходности; Стив Айсман, The Weekly Wrap, 24 сентября 2026 года

Для государства, которому, как я писал в первой части, за двенадцать месяцев предстоит продать или перезанять около 8 триллионов долларов, примерно четверть годового ВВП страны, это сразу означает новые расходы. Большая часть этой суммы не новый долг, а замена старых облигаций, срок которых истекает, причём каждую дешёвую приходится заменять новой, дорогой. Государственный долг превысил 40 триллионов долларов 18 августа и на 24 сентября составлял около 40,07 триллиона. Чем дольше ставки стоят на этих уровнях, тем большая его часть начинает обходиться дорого.

Дорожает и обслуживание уже набранного долга. Здесь отчётность Казначейства подтверждает то, что я писал в первой части. Проценты по долгу превысили триллион долларов в год и обходятся казне дороже обороны и медицинской помощи пожилым. За одиннадцать месяцев 2026 финансового года, с октября по август, чистые процентные расходы составили 1,017 триллиона долларов, на 9 процентов больше, чем годом раньше. Они обогнали расходы на оборону и на государственную медицинскую страховку пожилых Medicare. На проценты уходит примерно пятая часть всех доходов бюджета, хотя дефицит бюджета остался на прошлогоднем уровне, потому что доходы тоже выросли.

Ближе стали и два срока, которые назначает закон. Финансирование правительства продлено временным законом только до 11 декабря. Запас под потолком долга, то есть под пределом, выше которого правительство не может занимать без решения Конгресса, на конец августа составлял 1,1 триллиона долларов. Главный экономист аналитической компании Wrightson ICAP Лу Крэндэлл, по его собственным словам навскидку, ждёт, что долг упрётся в потолок в феврале или марте 2027 года, то есть внутри окна. Но это ещё не исчерпание возможностей Казначейства, потому что чрезвычайными мерами оно сможет тянуть время, по той же оценке, до конца 2027 или начала 2028 года, уже за пределами окна.

Спасатель

29 июля ФРС сохранила ставку в диапазоне 3,5–3,75 процента. Но решение приняли голосами девять против трёх, причём все трое несогласных, главы региональных федеральных резервных банков, выступали за повышение на четверть процентного пункта.

Через месяц, 28 августа, выступил Кевин Уорш, который возглавил ФРС в мае после того, как Сенат утвердил его 54 голосами против 45. На симпозиуме в Джексон-Хоуле он сказал, что предпочтительная для ФРС мерка инфляции покаывает 3,7 процента за год и 4,1 процента за последние шесть месяцев в пересчёте на год, намного выше цели в 2 процента. Вывод из этого он сформулировал так.

«Мы должны быть уверены, что устойчивая инфляция движется к нашей цели, отчётливо и с достаточной скоростью. Иначе у нас есть работа».

Там же он отказался заранее намекать рынку на свои намерения, сказав, что пришёл «с приверженностью дисциплине, а не решению». Для рынка это значит, что каждое заседание теперь событие с настоящей неопределённостью.

16 сентября ФРС единогласно повысила ставку на четверть процентного пункта, до 3,75–4 процентов. В заявлении она назвала инфляцию повышенной и объяснила решение необходимостью быстрее вернуть её к цели. По прогнозам участников заседания, к концу года ставка поднимется ещё на четверть пункта, хотя бы одного повышения ждут 16 из 18. 23 сентября член совета управляющих ФРС Майкл Барр сказал, что в его основном сценарии для своевременного возвращения инфляции к цели, скорее всего, понадобятся новые шаги. Спасатель взялся за цены уже не в ожиданиях рынка, а на деле.

Первая часть называла это ловушкой. Чтобы спасти рынок, ФРС должна снижать ставку, а снижать её при растущих ценах значит разгонять инфляцию и ослаблять доллар. Сейчас ловушка ближе к тому, чтобы захлопнуться, чем в июне. Нефть держится около 100 долларов, а центральный банк уже повысил ставку.

Казначейство более чем вдвое увеличило лимит, в пределах которого само выкупает свои длинные облигации, но на операции 10 сентября купило 5,19 миллиарда долларов из возможных 6, а после неё доходности пошли вверх. Само Казначейство подчёркивает, что эта регулярная, действующая с 2024 года программа не рассчитана на панику на рынке, поэтому ни провалом, ни успехом вмешательства такой результат считать нельзя.

Аукционы, на которых государство продаёт новые облигации, в те же дни дают более точную проверку спроса. На продаже десятилетних и тридцатилетних облигаций 9 и 10 сентября спрос был сильным, хотя покупатели потребовали высокую доходность. На продаже двадцатилетних 15 сентября он ослаб. Первичным дилерам, крупным банкам, которые обязаны забирать то, что не купили другие, досталось 16,7 процента выпуска против 10,9 в августе. Бегства с рынка государственного долга эти аукционы не показывают, но и устойчиво сильного спроса тоже.

Инфляция как слабое звено

Ловушка держится на инфляции, а здесь данные расходятся между собой.

Индекс потребительских цен, на который обычно смотрят в новостях, в августе показал 3,4 процента за год, столько же, сколько в июле. С майского пика в 4,2 процента он снижался. Базовая инфляция, без еды, бензина, электричества и газа, опустилась до 2,4 процента. Если смотреть только на эти числа, нефть не дошла до цен так, как я ждал.

Но ФРС смотрит на другую мерку, по которой цены за последние шесть месяцев росли темпом 4,1 процента в год. К тому же за август потребительские цены выросли на 0,4 процента, а за июль только на 0,1. Бензин, электричество и газ для домов в среднем подорожали за год на 16,3 процента, а один бензин на 27,4.

Проверку этой связи я оставляю на первый квартал 2027 года. Она имеет смысл, только если нефть останется дорогой. Условия и срок теста приведены в главе 7.

Что стало с прогнозами экспертов

В первой части я приводил слова Майка Новограца о том, что долг такого размера можно только обесценить инфляцией, негласно удерживая её на уровне 3–4 процентов. Работает это так, что доходы бюджета растут вместе с ценами, а старый долг с фиксированной ставкой остаётся прежним, так что за десять лет можно стереть около 30 процентов его стоимости с учётом инфляции. Инфляция сейчас ровно в этом коридоре, 3,4 процента по индексу потребительских цен в августе и 3,7 процента по мерке ФРС в июле. Но терпеть её молча ФРС не стала и 16 сентября повысила ставку, так что за три месяца с прогнозом совпал только коридор.

Экономист и инвестор Питер Шифф говорил, что ФРС может лаять в борьбе с инфляцией, но не может кусать, потому что каждое повышение ставки раздувает процентные расходы государства. В сентябре ФРС укусила, пусть и на четверть пункта, а процентные расходы, как он и предупреждал, растут. Более жёсткий его прогноз, что ФРС уже проиграла войну с инфляцией и дело кончится кризисом государственного долга и доллара, в первой части шёл без даты, поэтому одно повышение ставки его не опровергает.

Рэй Далио предупреждал, что среда становится всё более стагфляционной, то есть рост замедляется, а цены растут. Цены этому описанию соответствуют, а с ростом данные расходятся. Во втором квартале экономика США выросла на 1,5 процента в пересчёте на год, а предварительная оценка Федерального резервного банка Атланты для третьего квартала 25 сентября составляла 5,0 процента. Если она подтвердится, это станет самым сильным доводом против стагфляции.

Бум, который занимает те же деньги

В первой части я писал, что волна выходов крупных компаний на биржу забирает с рынка те же свободные деньги, которые нужны государству, чтобы перезанять долг. Теперь рядом появился второй насос, займы на искусственный интеллект.

По оценке Goldman Sachs, с начала 2026 года выпущено почти 500 миллиардов долларов связанного с искусственным интеллектом долга. Уорш в Джексон-Хоуле сам сказал, что больше половины роста вложений в стройку и оборудование в этом году, вероятно, приходится на стройку, связанную с искусственным интеллектом. Федеральный резервный банк Далласа показывает, как такой долг может отбирать у государства покупателей длинных облигаций, но не называет его причиной нынешнего роста доходностей.

Бум искусственного интеллекта способен давить на остальной рынок, даже если сам не лопнет. Когда дата-центры забирают капитал, оборудование и строителей, остальным проектам достаются более дорогие деньги и ресурсы. Goldman Sachs

нашёл этот эффект, но одновременно предупредил, что его масштаб в публичной дискуссии преувеличивают. Вывод о возможном падении компаний вне бума принадлежит мне, а не Goldman Sachs.

Для долгового вектора пузыря не нужно лопаться. Достаточно, чтобы он продолжал расти и занимать. Главный экономист инвестиционной компании Apollo Торстен Слок на форуме Европейского центрального банка в Синтре сформулировал это как дилемму, при которой финансовой стабильности угрожает как успех искусственного интеллекта, так и его провал.

Как будет выглядеть кризис

Теперь о допущении первой части, которое стоит уточнить.

Я писал, что в идеальном шторме падает всё сразу, акции вместе с облигациями, а наличные обесцениваются инфляцией, поэтому переложиться некуда. Это описание верно не для любого кризиса.

ДОВОД
ПРОТИВ

Против него есть сильный довод. В кризисах с падением спроса инвесторы обычно бегут в американские государственные облигации, их цены растут, а доходности падают. Так было в 2008 году, хотя эпицентром был американский финансовый сектор. Но при инфляционном и долговом шоке защитное свойство длинных облигаций может ослабнуть. Поэтому рост доходностей сейчас говорит об отсутствии обычной паники, когда спрос и цены падают, но не исключает другой тип кризиса.

Есть и противоположный сценарий. Майкл Кембалест из J.P. Morgan описывает долговой кризис, который начинается с самого государства, когда крупнейшие государственные фонды других стран, так называемые суверенные фонды, тихо перестают покупать новые облигации США. Тогда доходности растут одновременно с падением акций, а это ровно тот шторм, который я описывал в первой части.

На мой взгляд, это разные кризисы, а признаки различия появятся в первые же дни большого падения. Если обвал начнётся в пузыре искусственного интеллекта и в займах инвестиционных фондов, длинные облигации, скорее всего, будут дорожать, а их доходность пойдёт вниз, так что переложиться будет куда. Если доходности пойдут вверх вместе с падением акций, укрыться в облигациях не получится. У такого шторма без убежища может быть две причины. Первой может стать инфляция, как в 2022 году, когда акции и облигации падали вместе из-за роста цен. Второй может стать отказ покупателей от самого госдолга, через суверенные фонды или через Японию. Различить их помогут инфляционные ожидания, то есть инфляция, которую рынок закладывает в цену облигаций на годы вперёд, реальная доходность за вычетом этих ожиданий и спрос на аукционах Казначейства. С конца августа до 25 сентября десятилетняя доходность выросла

почти целиком за счёт реальной, а аукционы дали смешанную картину, так что диагноз пока открыт. Это моя схема, а не вывод источников. Один отрезок по ней ничего не решает.

Поэтому формулу первой части нельзя считать правилом для любого кризиса. Шторм, в котором падает всё сразу, возникает при инфляции или при отказе покупать сам госдолг. Если первым начнётся кризис у компаний и фондов, облигации, скорее всего, сначала дадут передышку, а удар по госдолгу придёт позже, когда государству придётся спасать банки, фонды и, как я жду, сами компании искусственного интеллекта.

Уходит ли мир из доллара

В первой части я писал, что мир уходит из доллара, а Китай сократил вложения в американский долг примерно до 650 миллиардов долларов. За лето это движение продолжилось. На конец июля Китай держал 618 миллиардов против 694 миллиардов в конце февраля, перед войной, а центральные банки, по данным Всемирного совета по золоту, купили во втором квартале 289 тонн золота, больше, чем в любой второй квартал за всю историю наблюдений. Бегством это всё же назвать нельзя, потому что стоимость портфелей в данных Казначейства падает и вместе с ценой облигаций. А в июле центральные банки и правительства других стран даже купили долгосрочных американских ценных бумаг на 44,4 миллиарда долларов, так что мир отходит от доллара, но медленно.

Что может удержать долговую систему

Честно назову и то, что работает против долгового вектора.

По данным МВФ, на конец I квартала 2026 года на доллар приходилось 57,13 процента мировых валютных резервов, что с огромным отрывом делает его главной резервной валютой мира. Золото в этой мерке не учитывается, а в первой части я приводил другую, около 42 процентов всех резервов вместе с золотом, так что одно число другому не противоречит. А Вашингтон строит нового покупателя своего долга. Принятый в 2025 году закон GENIUS Act требует, чтобы за каждым долларом в стейблкоинах, цифровых деньгах, привязанных к доллару, стоял доллар наличными, на банковских вкладах, в сделках репо, то есть в коротких займах под залог бумаг, или в государственных облигациях США, которые будут погашены не позже чем через 93 дня. Эти правила должны начать действовать 18 января 2027 года. Скотт Бессент говорил, что закон даст рынку стейблкоинов возможность вырасти до нескольких триллионов долларов. Пока это прогноз о будущем спросе, а не уже возникший покупатель.

Но у этого довода есть граница, которую стоит назвать. Стейблкоины покупают короткие долговые бумаги, а дороже всего государству сейчас обходятся длинные займы. На мой взгляд, такой искусственно созданный покупатель помогает

государству занимать на короткий срок, но не снимает давления на длинные займы, от которых и зависит стоимость денег для всей экономики.

Есть и историческое возражение против моего сценария. После Второй мировой войны США, ни разу не отказавшись платить по долгам, снизили долг со 106 процентов ВВП в 1946 году до 23,2 процента в 1974-м. Сначала инфляция обесценила уже выпущенный долг при низких долгосрочных ставках, потом сработали рост экономики, бюджетные излишки в отдельные годы и новые волны инфляции. Это показывает механизм тихого обесценивания, но не доказывает, что тот же путь можно повторить сегодня.

Что это меняет

Ловушка ФРС ближе к тому, чтобы захлопнуться, чем в июне. Ставка уже повышена, рынок акций не рухнул, а доходности длинных облигаций после короткой паузы поднялись до максимума с 2007 года. Инфляция даёт два разных сигнала, а окончательно это проверится весной 2027 года. К долговому вектору добавился конкурент за деньги, бум искусственного интеллекта, успех которого может давить на ставки даже без собственного провала.

Подтвердилось и то, с чего первая часть начинала долговой вектор. Проценты по долгу обходятся казне дороже обороны, а в потолок долг, по оценкам, упрётся уже внутри окна.

Главное изменение касается формы кризиса. Теперь я различаю кризис, где облигации остаются убежищем, и шторм без убежища, который может начаться с инфляции или с отказа покупать госдолг. Их признаки вынесены в приборную панель.

Ближайшей проверкой теперь станут передача дорогой нефти в инфляцию и поведение длинных облигаций при падении акций.



ОЗ

Глава 3.

Война, нефть и иностранные деньги

Война на истощение

Нефтяной резерв на минимуме

Топливо дорожает быстрее нефти

Что стало с прогнозами экспертов

Путь через Японию

Деньги стран Персидского залива и ИИ

Европа

Новые риски, которых не было в первой части

Что это меняет в конструкции

В первой части я описывал войну вокруг Ирана как удар по мировой экономике через нефть. Через цену нефти она разгоняет инфляцию, а инфляция не даёт центральному банку спасти рынок. Первые признаки этого уже есть. Бензин, электричество и газ для домов в США в среднем подорожали за год на 16,3 процента. 16 сентября ФРС не снизила ставку, чтобы поддержать рынок, а повысила её, потому что инфляция осталась высокой, хотя о нефти в своём заявлении не сказала ни слова.

Был в первой части и второй путь, в котором я видел главное оружие Ирана. Ему не нужно побеждать армию США, достаточно держать Ормузский пролив закрытым так долго, чтобы удар дошёл до рынка американского долга. Там же я писал, что дорогая нефть заставит страны, которые её покупают, добывать доллары продажей американских облигаций. За три месяца по этому пути появились первые данные. Они ведут к тем, кто десятилетиями финансировал американский долг и американский технологический бум, прежде всего к Японии и странам Персидского залива. Если этот путь сработает, энергетический вектор дотянется до пугала и до госдолга напрямую, минуя инфляцию и ФРС.

Сначала о самой войне и о нефти, потом о деньгах.

Война на истощение

В первой части я писал, что Ирану выгодно тянуть время, а британский экономист Ричард Мерфи добавлял, что у Запада нет надёжного способа снова открыть пролив. К концу сентября пролив так и не открыт. После июньского обмена ударами бои возобновились 7 июля, а пролив, по оценке Международного энергетического агентства, в начале июля снова фактически закрылся. Срок шестидесятидневного перемирия истёк в середине августа без соглашения, а морской коридор, о котором Иран объявил 26 августа, не заработал. 30 августа США впервые за месяц ударили по иранским пусковым установкам у пролива, с которых, по данным американской стороны, готовились запускать ракеты с морскими минами, а Иран ответил ракетами по американским базам в Иордании. Ещё 23 августа комитет иранского парламента одобрил в законопроекте о проливе плату за проход судов. Это пока не закон, но, на мой взгляд, Тегеран готовится держать контроль над проливом долго. 24 сентября региональные источники Reuters сообщили, что ради снятия блокады Иран готов вынести требование платы за проход из основного соглашения в отдельное приложение, но назвали это временной уступкой, а не отказом от позиции. По итогам визита Си Цзиньпина в США лидеры двух стран согласились, что никто не вправе брать плату за проход по международным водным путям, но уже 26 сентября иранское ведомство по проливу пригрозило ограничить проход всех судов тех фрахтователей, которые отправляют их маршрутами, не разрешёнными Ираном.

Та часть моего тезиса, которая касается длительности, пока подтверждается. 10 сентября, в день нового скачка нефти, доходность десятилетних облигаций США, о которой подробнее в главе 2, вышла на максимум с 2023 года, 16 сентября дошла до 5,01 процента, а 24 сентября до 5,18, максимума с июля 2007 года. Сентябрь согласуется с данными первой части, по которым с начала войны эта доходность почти идеально следует за ценой нефти. Но доказать, что давление на рынок долга создаёт именно Иран, эти числа не могут, потому что на доходность одновременно влияют решения ФРС и растущие заимствования самого государства.

17 сентября американский банк JPMorgan сообщил, что впервые с начала войны у него нет основного сценария для рынка нефти. Его аналитики написали, что просто не знают, как просчитать развязку. В начале конфликта банк исходил из того, что есть экономические границы, которые администрация США не перейдёт, например нефть дороже 100 долларов за баррель и резкий рост процентов по долгу США, но за полгода войны многие из этих границ пройдены, а ясного выхода из войны так и не видно.

ДОВОД
ПРОТИВ

Против тезиса говорит то, что конвои под охраной и обходные маршруты сохраняют около половины экспорта Залива, а движение через пролив понемногу растёт. По подсчёту Lloyd's List Intelligence, в две недели с 7 по 20 сентября через пролив проходило около сотни крупных судов, не связанных с Ираном, в неделю, тогда как за две недели до этого в среднем 84, хотя данные последней недели предварительные. Волна нападений, по оценке компании, на этот поток пока не повлияла, но и не прекратилась. 23 сентября у берегов Омана снаряды попали в сухогруз Cape Dao, а один из моряков погиб. Переговорный путь тоже не закрыт. 24 сентября, по данным Reuters, стороны обсуждали в Нью-Йорке поэтапную сделку, в которой Иран открывает пролив, а США снимают блокаду. 25 сентября министр иностранных дел Ирана Аббас Аракчи предложил открыть пролив через семь дней, если его условия будут выполнены. 26 сентября Трамп назвал такую сделку неприемлемой, хотя и сказал, что сам хотел бы договориться, а The Wall Street Journal со ссылкой на американских чиновников сообщил, что помощникам он называл вероятным возобновление бомбардировок после промежуточных выборов 3 ноября. Поэтому я держу этот тезис как гипотезу. Затяжная блокада его поддерживает, а прямую связь блокады с рынком долга ещё предстоит показать.

Нефтяной резерв на минимуме

До войны, начавшейся 28 февраля, стратегический нефтяной резерв США, государственный запас нефти на случай кризиса, держал около 415 миллионов баррелей. В марте власти начали выдавать нефть из резерва в займы, с возвратом позже, общим объёмом 172 миллиона баррелей. Выпуск шёл постепенно.

На 24 апреля из резерва передали 17,5 миллиона. К 18 сентября в резерве осталось 284,6 миллиона баррелей, около 40 процентов его вместимости и минимум с октября 1982 года.

Полвека этот резерв был главным инструментом, которым Вашингтон добавлял нефть на рынок во время шоков, от войны в Персидском заливе в 1991 году до 2022 года. Сейчас около трети этого запаса уже потрачено на первый шок этой войны. По данным Счётной палаты США, повторные заборы нефти изнашивают подземные соляные пещеры, в которых она хранится, но на конец 2024 года 47 из 60 таких пещер можно было ещё не меньше четырёх раз полностью опустошить. Инструмент изнашивается, но технически он не исчерпан.

Этого я в первой части не разбирал, хотя стоило. Сила резерва во многом в том, что рынок знает о его существовании. Пока резерв полон, каждый скачок цены упирается в ожидание, что правительство выпустит нефть. Когда резерв на минимуме за сорок с лишним лет, это ожидание слабеет, поэтому следующий удар по поставкам доходит до цены полнее.

Честно назову и обратное. Запасы нефти у компаний в США, по данным Управления энергетической информации, на 18 сентября были примерно на 2 процента выше среднего за пять лет, 426,4 миллиона баррелей. Нефти в стране в целом хватает. Не хватает нефтепродуктов, что возвращает к главному тезису первой части.

Топливо дорожает быстрее нефти

Цена нефти за это время ходила в обе стороны. Цена дизельного топлива шла в одну. 7 сентября средняя розничная цена дизельного топлива в США побила рекорд за всю историю еженедельных наблюдений Управления энергетической информации США, поднявшись до 5,967 доллара за галлон, а затем росла дальше, до 6,285 на 14 сентября и 6,529 на 21-е. Запасы дизеля и печного топлива на 18 сентября были на 12 процентов ниже среднего за пять лет. 22 сентября министр финансов США Скотт Бессент сказал, что администрация изучает, возможен ли полный или частичный запрет экспорта дизеля, а Трамп эту идею поддержал. Министр энергетики Крис Райт считал, что запрет не сработает и может поднять цены на бензин и авиатопливо, а 23 сентября представитель Белого дома опроверг сообщение о том, что готовится запрет на 90 дней. Через два дня Белый дом сообщил, что Трамп на встрече с Си Цзиньпином призвал Китай нарастить выпуск нефтепродуктов, чтобы стабилизировать мировые поставки.

Разрыв между нормальными запасами нефти и нехваткой дизеля и есть то, о чём я писал. Через Ормуз идут сырая нефть, готовое топливо и газ для производства удобрений. Перебои с ними бьют по грузоперевозкам, сельскому хозяйству и авиации раньше, чем заметно дорожает бензин на заправке.

Добавилось и то, чего в июне ещё не было. Йеменские хуситы, союзники Ирана, бьют по саудовским объектам. После двух атак с конца июля в начале сентября по нефтеперерабатывающему заводу Saudi Aramco в Джизане снова был нанесён удар. По данным, которые королевство сообщило ОПЕК, организации стран-экспортёров нефти, августовская добыча упала до минимума с 1990 года. Международное энергетическое агентство оценило поставки нефти Саудовской Аравией в августе в 6 миллионов баррелей в сутки, на 2,3 миллиона меньше июля. Но тот же отчёт показывает, что обходные маршруты и американское сопровождение работают. Общий экспорт нефти из стран Залива держался примерно на 13 миллионах баррелей в сутки, около половины довоенного уровня, а потери сырой нефти были меньше 45 процентов. С нефтепродуктами картина хуже. Их экспорт вместе со сжиженным нефтяным газом сократился на 60 процентов, примерно на 3,7 миллиона баррелей в сутки. Экспорт дизельного топлива из Залива упал до 390 тысяч баррелей в сутки, чуть больше четверти довоенного уровня. Физическая блокада тяжёлая, но не полная.

К дате среза цена нефти осталась высокой, но две её мерки разошлись. Биржевая цена Brent, то есть цена контракта на поставку примерно через два месяца, 15 сентября была 108,75 доллара, а 22 сентября, на новостях об иранском предложении и перезапуске саудовского нефтепровода, опустилась ниже 100, но 24 сентября снова закрылась на 106,60, а 25 сентября на 104,32. Спотовая цена, то есть цена нефти для немедленной отгрузки, по данным Управления энергетической информации США 15 сентября составляла 130,80, на 22 доллара выше биржи. 22 сентября, в последний день, за который к срезу известны обе цены, разрыв сузился примерно до 16 долларов, 114,89 против 99,25, но не исчез. Такой разрыв говорит о нехватке нефти на ближайшие недели. Так Управление энергетической информации объясняло похожий разрыв в апреле, сентябрьский я читаю так же, но это моё прочтение. От выбора мерки зависит проверка прогноза, поэтому в главе 7 я требую, чтобы вывод совпадал по обеим меркам.

К середине сентября уязвимым оказался и главный саудовский обход Ормуза, нефтепровод East-West, по которому нефть идёт с востока страны к Красному морю. По оценке Rystad Energy, в конце августа по нему шло от 2,6 до 4 миллионов баррелей в сутки. После атаки беспилотников 10 сентября Саудовская Аравия его остановила, а 22 сентября, по данным Reuters, перезапустила на низкой мощности. Эр-Рияд заявил, что беспилотники прилетели из Ирака, поэтому называть это ударом хуситов нельзя. Но хуситы давят на тот же обход с другого конца. С 20 июля они запретили судам грузиться в саудовских портах и разгружаться в них, а главной мишенью запрета Lloyd's List называет экспорт нефти из Янбу. 24 августа в 63 милях от Янбу снаряд попал в саудовский танкер, а 19 сентября хуситы заявили об ударе по объекту Aramco в самом Янбу, который, по словам Эр-Рияда, был отражён. В сентябре они заняли йеменский берег Баб-эль-Мандеба. Пролив открыт, но 11 сентября его, по данным Kpler, прошли 15 судов против 30 днём раньше. Давление пришло сразу на основной маршрут через Ормуз и на его главный обход, а насколько это сократит экспорт, пока неизвестно.

Дизель дорожает не только из-за Ормуза. В июле, после ударов украинских беспилотников по российским нефтеперерабатывающим заводам, Россия запретила экспорт дизельного топлива, а в конце августа продлила запрет для производителей до 30 сентября. 14 сентября, по данным «Ведомостей» и «Коммерсанта», на совещании у вице-премьера Александра Новака решили продлить его до конца октября, хотя официального постановления к срезу опубликовано не было. Удары продолжались и перед самым срезом. По данным Reuters, после атаки беспилотников 20 сентября остановил переработку Московский НПЗ, ремонт которого может занять несколько недель, а 25 сентября остановились Пермский НПЗ, седьмой в России по объёму переработки, и Новошахтинский в Ростовской области. В самой России, по данным Росстата, бензин на заправках с начала года подорожал на 21 процент, а дизель почти на 15. Международное энергетическое агентство связывает напряжение на рынке нефтепродуктов как с Ближним Востоком, так и с атаками на российские заводы. По его августовскому отчёту, экспорт дизеля из России, Ближнего Востока и Азии за год сократился на 1,3 миллиона баррелей в сутки, примерно на пятую часть мировой морской торговли этим топливом, а разница между ценой топлива и ценой нефти, на которой зарабатывают нефтеперерабатывающие заводы Европы и Америки, дошла до рекорда. По авиатопливу агентство в июле писало, что опасения нехватки ослабли, а в августе отметило падение его экспорта из тех же регионов примерно на треть мировой торговли. Механизм, о котором я писал, подтвердился, но питают его две войны, а не одна.

Что стало с прогнозами экспертов

Сроки внешних прогнозов по войне, на которые опиралась первая часть, тоже стоит сверить. Ричард Мерфи говорил, что раньше осени ничего не сдвинется. Соглашения до осени действительно не появилось. Основатель Galaxy Digital Майк Новограц и основатель SkyBridge Capital Энтони Скарамуччи ждали затяжного конфликта, первый как минимум до конца года, второй на весь президентский срок. Сроки их прогнозов не истекли, а события пока идут в их сторону. Спираль кризиса по Мерфи, в которой центральные банки поднимают ставки так, будто причина в перегретом спросе, хотя на деле не хватает самих товаров, прошла ещё один виток, когда ставки повысили ФРС и Банк Японии. Называть эти решения ошибкой можно только как оценку Мерфи, а признаков следующего витка, ограничений на продажу топлива, в США я не нашёл.

В конце марта Goldman Sachs описывал два тяжёлых сценария. Если перебой в Ормузском проливе продлится десять недель, Brent может подняться примерно до 140 долларов, а если к нему добавятся разрушения инфраструктуры и долгая потеря добычи, то до 160. Перебой оказался дольше. По данным Международного энергетического агентства, физическая цена Brent, то есть цена реальных партий нефти, в апреле доходила до 144 долларов, тогда как биржевая была намного ниже, а разрыв между ними в середине апреля достиг рекордных 35 долларов. Нил Чапман, старший вице-президент ExxonMobil, компании, которая от дорогой

нефти выигрывает, 28 мая говорил, что через две-три недели запасы дойдут до критического уровня и тогда цена физических партий Brent может подскочить до 150–160 долларов. В спотовой цене Управления энергетической информации такого скачка не видно, после его слов она поднималась самое большее до 130,80 доллара 15 сентября. Сценарий основателя инвестиционного фонда Bridgewater Associates Рэя Далио, при котором даже блокада Тайваня без вторжения остановила бы выпуск передовых чипов и обрушила рынок ИИ, не реализовался, событий вокруг острова не было. Не сбывся и прогноз политолога Чикагского университета Роберта Пейпа, который в интервью, опубликованном 23 июля, оценил примерно в 70 процентов вероятность отправки американских войск на территорию Ирана в течение ближайшего месяца. Удары по побережью и танкерная война есть, но это другое. Один несбывшийся исход не опровергает оценку вероятности, однако на сроки Пейпа я теперь опираюсь осторожнее.

Путь через Японию

В первой части Япония появлялась как предел, к которому может прийти страна с огромным долгом. Я писал, что, защищая слабеющую иену, Япония вынуждена продавать американские облигации, а это толкает вверх доходности в США. При этом часть долларов от таких продаж может вернуться в те же облигации, поэтому прямое влияние на доходности не предрешено.

Отдельно я писал, что дорогая нефть заставит импортёров искать доллары и продавать американские облигации. Теперь эти две мысли сошлись в одну цепочку, которую уже можно проверять на данных.

Цепочка устроена так. Япония почти целиком зависит от импорта нефти, причём в 2024 году 95,1 процента её импорта сырой нефти пришлось на Ближний Восток. Дорогая нефть раздувает её счёт за импорт и давит на иену. Чтобы удержать валюту, Япония тратит резервы. С 30 апреля по 6 мая Минфин в три приёма купил иену почти на 11,7 триллиона иен. Следующим шагом может стать повышение ставки Банком Японии, которое делает вложения в Японии привлекательнее американских облигаций. Доходность десятилетних японских облигаций весь сентябрь держалась около 3 процентов, а Япония на конец июля оставалась крупнейшим иностранным держателем государственных облигаций США, примерно с 1,1 триллиона долларов.

Официальная таблица Казначейства показывает, что с конца февраля по июнь японский портфель государственных облигаций США сократился на 122,6 миллиарда долларов, в основном за счёт продажи бумаг сроком до года в мае и июне, сразу после покупок иены ради её поддержки. В июле рисунок сменился. Портфель сокращался уже за счёт долгосрочных бумаг, их продажи за вычетом покупок составили 8,8 миллиарда. Совпадение по времени видно, но причин сделок таблица не сообщает, поэтому давления Японии на ставки по длинным облигациям США эти данные не доказывают.

Этот шаг произошёл 18 сентября. В первой части я писал, что поднять ставку Японии мешает страх перед стоимостью обслуживания огромного долга, но Банк Японии всё же повысил её до 1,25 процента и назвал среди причин высокую нефть и ослабление иены. Это делает японские активы доходнее, но само по себе не доказывает продажу американских облигаций. Иена после решения даже подешевела, по данным ФРС со 155,85 до 156,87 за доллар, так что давление на валюту не исчезло.

Вот что в этой истории неудобно для конструкции. 31 июля по времени США Минфин Японии купил иену в координации с Казначейством США. Обе стороны назвали это совместным действием. Япония также сообщила, что собирается использовать механизм FIMA Repo, который позволяет центральным банкам других стран временно получать доллары под залог облигаций США вместо их продажи, хотя на 23 сентября, по балансу ФРС, таких операций практически не было. Значит, у Японии появились способы защищать иену, не продавая американские облигации. Это встречный факт, а не опровержение прогноза. Саму совместную интервенцию я читаю двояко. Она закрывает самый короткий путь давления, но и показывает, что в Вашингтоне давление на иену сочли достаточно серьёзным, чтобы вмешаться, а это ближе к тому, о чём я писал в первой части. 15 сентября министр финансов США Скотт Бессент объяснил Конгрессу, что более сильная иена избавляет правительство Японии от необходимости продавать американские активы ради валютных интервенций.

Августовские данные показывают более медленный вариант того же пути. По недельной статистике к 22 августа японские инвесторы с начала года продали иностранных облигаций на 2,9 триллиона иен больше, чем купили, больше, чем за тот же период любого года после 2022-го, хотя в сентябре снова стали покупать. Опрос 82 корпоративных пенсионных фондов показал самую высокую с 2008 года долю планирующих увеличить вложения в японские облигации. Аналитик State Street назвал происходящее не массовым возвращением денег домой, а постепенным отказом Японии покупать иностранные облигации так же охотно, как раньше. Это подтверждает снижение нового спроса, но не доказывает паническую продажу американского долга.

Первый шаг проверки произошёл, итог будет позже. Проверять это нужно по тому, сколько долгосрочных облигаций США японские инвесторы продали за вычетом покупок в октябре и ноябре, а не по стоимости портфеля, которая меняется вместе с ценой бумаг. Пороги теста приведены в главе 7.

Деньги стран Персидского залива и ИИ

Дальше идёт то, что я называю своей гипотезой, поэтому к этой части я отношусь строже, чем к остальным.

Факт в том, что государственные фонды стран Персидского залива вложены в самое сердце бума. Государственная инвестиционная компания Абу-Даби MGX вкладывала деньги в OpenAI, Anthropic и xAI, когда те привлекали инвесторов. Катарское инвестиционное управление вложило в последний на сегодня раунд Anthropic, а также в один из раундов xAI. Это подтверждают сами компании и фонды, хотя размеры долей не раскрыты. Эти же страны держат американские облигации, хотя, как я писал в первой части, Саудовская Аравия и ОАЭ уже сокращали эти вложения.

Майкл Кембалест, отвечающий за рыночную и инвестиционную стратегию в подразделении J.P. Morgan по управлению активами, описывает, каким может быть долговой кризис США. По его сценарию, это не паническая распродажа облигаций, а тихий отказ крупнейших государственных фондов других стран, среди которых он называет фонды Абу-Даби и сингапурские GIC и Temasek, участвовать в новых аукционах Казначейства. По его оценке, одного этого хватило бы, чтобы доходность десятилетних облигаций выросла на 1,5–2 процентных пункта, а рынок акций упал на 15 процентов. Это прогноз источника на горизонт трёх-четырёх лет. Наблюдаемого отказа фондов от аукционов пока нет.

Моя гипотеза идёт дальше. Пузырь искусственного интеллекта и пузырь займов, которые выдают инвестиционные фонды, раздуты дешёвыми деньгами со всего мира, прежде всего из Японии и из стран Залива. Война бьёт по обоим источникам сразу. Как только Япония и Ближний Восток потеряют возможность вкладывать в США, эта подпитка иссякнет, а вместе с ней мгновенно лопнет пузырь искусственного интеллекта. Причиной станет не разочарование в технологии. Закончатся покупатели.

ДОВОД
ПРОТИВ

Против этой гипотезы есть довод, который я сам приводил в первой части. Страны Залива от дорогой нефти получают бюджетный выигрыш, так что денег у их фондов должно становиться больше, а не меньше.

Но этот довод верен для тех, кто может нефть вывезти. Когда экспорт Залива сокращён примерно вдвое, высокая цена не приносит прежнего дохода. На мой взгляд, у экспортёров, зависящих от пролива, выигрыш от цены может съедаться потерей объёмов. Но это мой вывод, а данных о бюджетах и вложениях фондов Залива за лето, которые его подтверждали бы, я не нашёл.

Есть и ещё один довод против. Раунд Anthropic, в котором участвовал катарский фонд, был объявлен 28 мая, через три месяца после начала войны, так что по крайней мере до конца мая деньги Залива продолжали идти в ИИ. Что с ними происходит сейчас, этот раунд не говорит.

Поэтому я держу эту линию как гипотезу. Вложения фондов Залива в ИИ-компании подтверждены, а перехода от войны к оттоку их денег не видно. Проверять его стоит по новым вложениям MGX и Катарского управления в раунды ИИ-компаний, по продажам американских облигаций странами Залива в данных Казначейства США и по доле иностранных покупателей на аукционах длинных облигаций.

Пока виден только один слабый сигнал. На аукционе двадцатилетних облигаций 15 сентября дилерам пришлось забрать 16,7 процента выпуска против 10,9 в августе, об этом подробнее в главе 2. Это говорит о более слабом спросе, но не о том, что его ослабили именно фонды Залива.

Европа

Первая часть называла Европу самой уязвимой точкой энергетического шока, но цифр не давала. Теперь они есть. По данным европейских операторов хранилищ, AGSI+, на 26 сентября подземные газовые хранилища Евросоюза были заполнены на 70,9 процента, почти на 16 пунктов ниже среднего за пять лет для этой даты, при цели к началу зимы в 80 процентов с учётом послаблений. По обзору Центра макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования от 5 августа, поставки сжиженного газа из Катара не восстановились в полном объёме. С 1 января 2027 года в Евросоюзе запрещаются поставки российского сжиженного газа по долгосрочным контрактам, а запрет на трубопроводный газ по таким контрактам вступит позже, осенью 2027 года.

Для конструкции это значит, что в зиму 2026–2027 годов, на которую приходится пик Эль-Ниньо, Европа может войти накануне запрета на российский сжиженный газ и с недобором газа, если хранилища не успеют заполнить. Если зима при этом окажется холодной, нехватка газа ударит по промышленности и по счетам за отопление.

Изменился и фон безопасности. Войну России с Европой я в первой части не прогнозировал, Европа была там прежде всего уязвимым покупателем энергии. Но в середине сентября об этом риске открыто заговорили европейские руководители. 17 сентября премьер-министр Польши Дональд Туск предупредил, что Россия может направлять дроны и ракеты на территорию стран НАТО и выдавать это за случайность, а на следующий день президент Франции Эмманюэль Макрон поручил подготовить план защиты критической инфраструктуры, заявив, что угроза скрытых атак и диверсий со стороны России, так называемая гибридная угроза, усилилась. Глава службы безопасности Латвии Нормундс Межвиетс сказал, что признаков неминуемого нападения не видит, но видит подготовку Москвы к более решительным действиям в Европе, хотя пока неясно, стоят ли за ней конкретные планы. А Сейм Литвы на предварительном этапе поддержал отмену конституционного запрета на размещение в стране оружия массового поражения.

Для конструкции здесь важна не большая война, которую официальные лица в ближайшие месяцы не ждут, а энергия и деньги. Если хранилища не успеют заполнить, в зиму пика Эль-Ниньо Европа войдёт с недобором газа, а защищать от гибридных атак приходится именно инфраструктуру, так что одна удачная диверсия на газопроводе или подводном кабеле в холодную зиму ударит сильнее обычного. Европа к тому же перевооружается во многом в долг, одна только программа оборонных кредитов SAFE позволяет занять до 150 миллиардов евро. Если

заметная часть таких займов придётся на то же окно, когда США перезанимают свой долг, борьба за деньги инвесторов усилится с двух сторон. Оба эти соображения мои выводы, а не наблюдаемые события.

Новые риски, которых не было в первой части

О двух рисках, которых в первой части не было, я хочу сказать отдельно, потому что считаю их серьёзными. Мой прогноз в том, что в ближайшие два-три года высока вероятность прямого военного столкновения России и стран НАТО. Об усилении этого риска в сентябре открыто заговорили европейские руководители, хотя большой войны в ближайшие месяцы официальные лица не ждут.

Так же высоко я оцениваю вероятность конфликта Китая и Японии на том же горизонте. Напряжение там уже заметно. 20 июля Минобороны Японии впервые сообщило о стрельбах китайских кораблей в морской экономической зоне страны, проведённых вместе с российским фрегатом. Оба прогноза выходят за окно этой работы и к проверке первой части не относятся. Для конструкции они важны тем, что война в Европе ударила бы по поставкам энергии и по деньгам, а конфликт у берегов Японии задел бы крупнейшего иностранного держателя американского долга и поставки передовых чипов.

Что это меняет в конструкции

В первой части энергетический вектор был детонатором. Через нефть он запырил ФРС, через Тайвань мог обрушить рынок искусственного интеллекта, через удобрения бил по еде, а через затяжную блокаду пролива, как я считал, мог дотянуться до рынка американского долга.

Последний путь пока остаётся гипотезой. Затяжная блокада его поддерживает, но прямой связи с рынком долга данные не показывают. Японский портфель с февраля заметно сократился, сначала за счёт коротких бумаг, в июле уже долгосрочных, но давления на ставки по длинным облигациям США через Японию не видно. Про деньги Залива у меня есть факты о вложениях, один слабый сигнал с аукциона и нет фактов об оттоке. Вокруг Тайваня за это время обострения не было.

Новое, чего не было в первой части, пришло из Европы. Удары по российским заводам уже подогревают цены на дизель, а риск столкновения России с НАТО, о котором заговорили европейские руководители, делает уязвимее ту самую зиму, на которую приходится пик Эль-Ниньо.

Первая близкая дата прошла, но ответа ещё не дала. Решение Банка Японии запустило проверку того, доходит ли война до американского долга через третью страну. Признаки того, что этот путь заработал, я вынес в приборную панель в главе 7.



04

Глава 4.

Климат и еда

Сила явления

Где удар уже виден

Где удара ещё нет

Как еда становится вопросом денег

Напряжение на юго-западе США

Что стало с прогнозами экспертов

Что это меняет

За три месяца не нашлось ни одного сигнала, что Эль-Ниньо окажется слабее, чем ждали в июне. Прогноз силы явления двигался только в одну сторону. С последствиями всё сложнее, потому что главный удар ещё не пришёл.

Последствия пока видны прежде всего в мировых ценах, а в магазинах слабо. ФАО предупреждает о снижении урожаев уже во второй половине 2026 года и дальше в 2027-м.

Сила явления

В июне американское агентство по наблюдению за океаном и атмосферой NOAA оценивало вероятность очень сильного Эль-Ниньо на ноябрь–январь в 63 процента. В обсуждении от 10 сентября формулировка другая.

«Эль-Ниньо усиливается, вероятность очень сильного явления осенью и зимой 2026–2027 годов в Северном полушарии больше 90 процентов».

Там же NOAA оценивает в 75 процентов вероятность исторического события, которое превзойдёт по силе все Эль-Ниньо с 1950 года, а в августовском обсуждении эта оценка была 69 процентов. NOAA перешло на относительную мерку, из которой вычтено общее потепление тропиков. По ней в августе отклонение температуры воды от нормы в ключевом районе Тихого океана, Нино 3.4, достигло плюс 1,8 градуса, а пик ожидается в октябре–декабре.

Прогноз силы явления двигался только в одну сторону

Вероятность по оценке NOAA, процентов



Источник: NOAA, обсуждения ENSO за июнь, август и 10 сентября 2026 года

После этого прогноза наблюдение вошло в рекордную зону. По расчёту Carbon Brief на данных NOAA, 21 сентября суточное отклонение в районе Нино 3.4 достигло 3,11 градуса и превысило прежний суточный рекорд, 3,08 градуса от 18 ноября 2015 года. Но суточные значения сильно скачут, а официальную силу Эль-Ниньо сравнивают по месячным и трёхмесячным средним. По привычной мерке, без вычета общего потепления, Carbon Brief оценивает среднее за август

примерно в 2,45 градуса, это всё ещё ниже пика 2015–2016 годов и восстановленных по косвенным данным значений события 1877–1878 годов, поэтому говорить, что нынешний Эль-Ниньо уже официально стал сильнейшим за 170 лет, рано. Однако по мерке первой части, где статус «супер» начинался от двух градусов, августовские 2,45 градуса этот порог уже перешли.

Другие официальные наблюдения подтверждают необычный фон, хотя о последствиях для отдельных урожаев ничего не говорят. Всемирная метеорологическая организация 3 сентября оценивала вероятность сохранения Эль-Ниньо до февраля 2027 года почти в 100 процентов. Copernicus назвал август самым тёплым августом и одним из двух самых тёплых месяцев в истории наблюдений. Средняя температура была на 1,65 градуса выше уровня до начала промышленной эпохи, а температура океана вне полярных областей достигла месячного рекорда.

Экспериментальный прогноз лаборатории GFDL при NOAA и в сентябре давал во всех тридцати расчётах событие, сопоставимое с сильнейшими в истории наблюдений или сильнее их, хотя пик в нём чуть ниже, чем месяцем раньше. Официальный прогноз NOAA строится отдельно, на сочетании нескольких моделей и наблюдений.

Где удар уже виден

Индекс продовольственных цен ФАО, продовольственной организации ООН, в августе поднялся до 133,3 пункта, на 1,9 процента за месяц, до максимума с конца 2022 года. Выросли все пять групп товаров. Сахар подорожал на 11,9 процента за месяц, а среди причин ФАО называет опасения из-за Эль-Ниньо в Юго-Восточной Азии и слабые виды на урожай сахарной свёклы в Евросоюзе из-за неблагоприятной погоды. Зерновые выросли на 2,2 процента, до максимума с мая 2024 года, а пшеница за год подорожала на 15 процентов. Молочные продукты дорожают из-за жаркой и сухой погоды в Европе.

В том же отчёте отдельной строкой закрытие Ормузского пролива названо причиной перебоев с ресурсами для сельского хозяйства. В первой части я сводил войну и климат в одну цепочку через удобрения, а теперь их в одном документе сводит ФАО.

Прогнозы урожаев отдельных стран уже снижены. В сентябре Министерство сельского хозяйства США оценило урожай пшеницы в стране примерно в 41,7 миллиона тонн, это минимум с сезона 1970–1971 годов, а урожай риса примерно в 7,2 миллиона тонн, минимум за 33 года. Прогноз американской кукурузы за месяц снизился примерно с 407 до 401 миллиона тонн. Объединённый исследовательский центр Еврокомиссии в июле снизил прогнозы по всем весенним и летним посевам, для кукурузы и подсолнечника на 6–7 процентов, а в августе оценивал урожайность летних культур в пострадавших районах до 14 процентов ниже среднего за пять лет.

Главный пример первой части, Индия, по промежуточным данным идёт хуже, чем я писал. Ссылаясь на прогноз индийской метеослужбы IMD, я ждал роста цен на еду больше чем на 4,5 процента и муссона на уровне 92 процентов нормы, то есть дефицита осадков в 8 процентов. Цифра 92 процента была апрельской, а 29 мая, ещё до выхода первой части, IMD понизил прогноз до 90 процентов нормы. По данным метеослужбы, которые приводит Business Standard, с июня по август осадков выпало на 13,8 процента меньше нормы, почти половина страны получила их недостаточно, а на сентябрь IMD ждал ещё один месяц ниже нормы. К 23 сентября накопленный дефицит дошёл до 15 процентов. Цены на еду в Индии в августе, по данным её Министерства статистики, выросли за год на 5,95 процента, так что порог первой части пройден, хотя связывать рост цен с одними только дождями нельзя. Сезон дождей закрывается 30 сентября, поэтому окончательный итог муссона появится уже после даты среза.

Удобрения подорожали сильнее еды, а перебой был не только ценовым. Всемирный банк сообщает, что Иран остановил производство аммиака, а Катар после повреждения предприятий приостановил выпуск мочевины, аммиака и серы. В апреле мочевина, главное азотное удобрение, стоила больше 850 долларов за тонну, на 80 процентов дороже февраля. Банк прогнозирует, что её средняя цена за 2026 год вырастет почти на 60 процентов, а общий индекс удобрений больше чем на 30 процентов. Ближний Восток обеспечивает почти четверть мирового экспорта мочевины.

Жара бьёт и по энергетике. По оценке аналитической компании ICIS на конец июля, из-за жары и низкого уровня рек во Франции, Венгрии и Румынии не работало около семи гигаватт атомной мощности, примерно десятая часть установленной мощности атомных станций Евросоюза.

Где удара ещё нет

В магазинах удар пока виден слабо. В России продукты, по данным Росстата, за год подорожали на 5 процентов, меньше общей инфляции в 6,3 процента, хотя сами люди, по опросу инфОМ для Банка России, считают, что цены в целом выросли на 15 процентов. В США еда подорожала на 2,7 процента, тоже меньше общей инфляции, а сам индекс ФАО всё ещё на 16,8 процента ниже пика марта 2022 года.

Сильнее всего против этого говорит урожай 2025 года, когда мир собрал рекордные больше 3 миллиардов тонн зерновых. На 2026 год ФАО прогнозирует около 2,98 миллиарда тонн, на 2 процента меньше рекорда. Запасы на конец сезонов 2027 года оцениваются в 947,2 миллиона тонн, или 31,6 процента годового потребления. Неурожай пшеницы в США и кукурузы во Франции рынок закрывает поставками из других стран. Мирового дефицита зерна прогноз ФАО пока не показывает, поэтому утверждать его я не буду.

На примере Австралии видно, что цепочка «дорогие удобрения, меньше урожай» пока срабатывает слабее, чем можно было ждать. Официальный прогноз австралийского ведомства ABARES снизил площадь под пшеницей на 11 процентов, а производство на 17 процентов, до 29,9 миллиона тонн. Но это всё ещё на 3 процента выше среднего за десять лет. Ведомство пишет, что дорогие и менее доступные топливо и удобрения не оказали существенного влияния на общий производственный потенциал. Фермеры получили необходимые ресурсы, хотя и дороже, а снижение объясняется прежде всего сухой погодой и недостатком воды. Пересказ о том, что из-за удобрений Австралия засеяла лишь половину обычного урожая, официальные данные не подтверждают.

Я всё же считаю, что удар впереди, потому что запас удобрений, который хозяйства Северного полушария успели купить до скачка цен, смягчил только первый удар и полностью урожай 2026 года не защищает. ФАО предупреждает, что если удобрения опоздают даже на несколько недель, их внесут меньше, а урожай снизится, поэтому последствия возможны уже во второй половине 2026 года и продолжатся в 2027-м. На сезон 2026/27 закупки азотных и фосфатных удобрений в Европе и Северной Америке затормозились. Но прямых данных о том, насколько хозяйства на деле сократили внесение удобрений, к дате среза нет, поэтому падение урожаев в ближайшие месяцы возможно, но пока не измерено.

Как Эль-Ниньо скажется на погоде в Европе и России, наука надёжно сказать не может, тем более для такого сильного события. Британская метеослужба предупреждает, что её карты влияния явления, построенные по прошлым событиям, не служат прогнозом для нынешнего, а на севере Европы обычные и очень сильные Эль-Ниньо в прошлом давали противоположные отклонения температуры. Какой будет зима, эти данные не говорят, зато мировые цены на еду, о которых шла речь выше, касаются всех стран, включая Россию.

Как еда становится вопросом денег

В первой части я только упоминал, что бедные страны-импортёры рискуют больше других, а сам механизм не разбирал. Продовольственный кризис в наше время может начаться и тогда, когда зерна на планете хватает, если бедные страны-импортёры перестают справляться с его оплатой. Большинство продовольственных товаров торгуется в долларах, поэтому, как отмечает МВФ, ослабление местной валюты увеличивает расходы на импорт, а война одновременно делает дороже перевозку. Поэтому еда физически есть, но для части мира она может стать недоступной по цене.

Всемирная продовольственная программа даёт масштаб именно прогнозу, а не уже произошедшему голоду. Её модель для 45 уязвимых стран предполагает, что Эль-Ниньо может к концу 2027 года добавить не меньше 49 миллионов человек с острой нехваткой продовольствия, увеличив их число примерно с 225 до 274 миллионов. Расчёт основан на прошлых Эль-Ниньо, на том, насколько эти страны обеспечены едой сейчас, на факторах риска и на оценке экспертов. Он

рассматривает только страны, где ожидается ухудшение, поэтому не является прогнозом для всего мира. В первой части число 318 миллионов было подано как возможный итог войны и климата, что неточно. В марте ВПП так оценивала тех, кто уже тогда страдал от острой нехватки еды, а из-за войны допускала ещё почти 45 миллионов сверх, если конфликт не закончится к середине года и нефть останется дороже 100 долларов. Эль-Ниньо тот расчёт не учитывал, а нынешний охватывает только 45 стран, поэтому напрямую сравнивать эти числа нельзя.

На мой взгляд, здесь климатический вектор встречается с долговым. Если ставки в США продолжают расти и доллар останется дорогим для развивающихся стран, продовольственный шок ударит сильнее всего по тем, у кого меньше всего запаса прочности. В первой части я писал, что бедные страны рискуют получить самый тяжёлый удар. Теперь видно, что он пройдёт через дорогой доллар и расходы на импорт.

Напряжение на юго-западе США

Внутри самого климатического вектора два прогноза тянут в разные стороны. Бюро мелиорации США, которое управляет водой на западе страны, уже выпустило правила распределения воды реки Колорадо на 2027 и 2028 годы. По ним в 2027 году Аризона обязана получить примерно на 0,94 кубического километра воды меньше обычного из-за дефицита в реке Колорадо.

Но сильный Эль-Ниньо обычно приносит на юг США влажную зиму. В августовском предварительном прогнозе OpenSnow ожидал снег выше нормы в Калифорнии, Юте, на юге и востоке Колорадо. Для северной и центральной части Колорадо к западу от континентального водораздела ясного сигнала не было. Между тем, по данным Геологической службы США, горный снег даёт 70–85 процентов годового стока реки Колорадо. Поэтому прогноз для отдельных снежных районов нельзя превращать в прогноз для всей реки. Если влажная зима дойдёт до ключевых верховий реки, Эль-Ниньо, который бьёт по урожаю в Азии и Европе, может смягчить водный кризис на американском юго-западе. Ясно это станет к весне, по запасу снега в верховьях реки.

Что стало с прогнозами экспертов

По силе явления прогнозы, на которые опиралась первая часть, сбываются. Британская метеослужба ждала около двух градусов к сентябрю, а привычная мерка за август дала 2,45 градуса. Метеоролог BBC Саймон Кинг и группа Джеймса Хансена ждали рекордного тепла в 2027 году, проверить которое можно будет только тогда. Самый мрачный сценарий экономиста Стива Кина касался конкретных стран. Он допускал, что блокада отрезала от 30 до 50 процентов мирового потока удобрений, а производство еды в Индии, Пакистане и Бангладеш может упасть

на 20–50 процентов. Почти рекордный мировой урожай его не опровергает, а данных о таком падении в этих странах к дате среза нет, так что проверять его нужно по их урожаям 2026 и 2027 годов.

Что это меняет

Предохранитель «Эль-Ниньо окажется умеренным» уже не сработал. Окончательный рекорд ещё не установлен, но наблюдаемое значение уже не соответствует умеренному событию. Жара и недостаток воды снизили прогнозы отдельных урожаев, а перебой с удобрениями стал физическим. Но следа дорогих удобрений в том, сколько их внесли и какой вырос урожай, пока не видно. Цены выросли в мировой торговле, но в магазинах удар пока виден слабо, а основной риск нехватки еды ВПП относит к 2027 году.

Проверять это стоит по нескольким признакам. Первым придёт итог индийского муссона в конце сентября, осенью станут видны индекс ФАО и цены на мочевины, зимой площади озимых посевов в США и Европе. Главная проверка придёт весной 2027 года, когда в магазины начнёт доходить урожай, выращенный на дорогих удобрениях.

05

Глава 5.

Рабочие места

Возражение в полную силу

Что видно на входе в рынок труда

Как это складывается

Рабочие места и госдолг

Война, которая прячет замену

Что стало с прогнозами экспертов

Что будет проверкой

Главный тезис этой работы о рабочих местах. Окончательно проверить его можно будет только в кризис, который, по моей логике, может стать самым легитимным поводом для массовой замены людей искусственным интеллектом, но первые признаки, о которых я писал, уже видны.

Но за эти недели стало яснее, как, по моей гипотезе, замена выглядит до кризиса. Она выглядит не так, как её обычно представляют, поэтому её легко не заметить.

Возражение в полную силу

Искусственный интеллект пока заметнее в зарплатах, чем в числе занятых. Такой вывод Торстен Слок и Сания Эдлих сделали после анализа 321 профессии. В наиболее подверженных искусственному интеллекту профессиях рост зарплаты с учётом инфляции после 2023 года был в среднем на 6,7 процента слабее, а надёжно измеримого влияния на число рабочих мест авторы не нашли, хотя это ранний результат и будущий эффект на рабочие места остаётся открытым.

Есть и другой результат. PwC обнаружила, что в профессиях, где искусственный интеллект дополняет специалиста, а не упрощает работу до уровня неспециалиста, зарплаты росли на 42 процента быстрее. Радиологи были одним из примеров. Речь здесь о цене труда внутри групп профессий, так что того, что искусственный интеллект уже расширяет занятость, это не доказывает.

Глава ФРС Кевин Уорш на слушаниях в комитете по финансовым услугам Палаты представителей 14 июля сказал, что искусственный интеллект пока не вытеснил работников и сделал их немного продуктивнее. В письменном докладе ФРС той же даты сказано, что создание рабочих мест не отстаёт от роста рабочей силы, а безработица низкая и за год почти не изменилась.

Американские экономисты в одном из исследований не нашли признаков масштабного вытеснения по рынку в целом. По их данным, с 2022 года безработица в профессиях, наиболее подверженных искусственному интеллекту, выросла на 0,77 процентного пункта, а в наименее подверженных даже больше, на 0,85. Bank of America в отдельном исследовании 206 отраслей почти не нашёл связи между подверженностью искусственному интеллекту и ростом занятости. Оба результата показывают лишь совпадение, а не причину. Того, что влияния не будет в будущем, они тоже не доказывают.

Другое исследование, построенное на данных крупнейшего в США оператора расчёта зарплат ADP, смотрит уже не на всех, а на молодых. У работников 22–25 лет в наиболее подверженных искусственному интеллекту профессиях авторы обнаружили, что число занятых там отстало от менее подверженных профессий на 19 процентов. У более опытных работников такого разрыва не было. Он возникал прежде всего из-за сокращения найма, а не увольнений. Разрыв сохранялся и после проверки нескольких других объяснений, хотя авторы всё равно не считают доказанным, что причина именно в искусственном интеллекте. Годом

раньше, в данных на июль 2025 года, по той же мерке разрыв составлял 15 процентов. Первое исследование не видит массового вытеснения по рынку в целом, второе показывает, что молодым стало труднее войти в профессию.

Общее число объявленных увольнений падает. По подсчётам консалтинговой компании Challenger, Gray & Christmas, с января по август 2026 года компании в США объявили о сокращении 529 914 рабочих мест, на 41 процент меньше, чем за тот же период прошлого года. Большая часть разницы пришлась на государственный сектор, где год назад прошли массовые федеральные сокращения, а без него спад составил 15 процентов.

Главный экономист Apollo Торстен Слок, которого я цитировал в первой части, в полной версии своей позиции осторожнее, чем в той одной фразе. Он описывает два противоположных сценария для рынка труда, резкое ослабление и перегрев, признавая, что пока не знает, какой реализуется. В опросе Национального бюро экономических исследований США почти шесть тысяч руководителей компаний из четырёх стран в основном не увидели влияния искусственного интеллекта на занятость за предыдущие три года, но в среднем ждут её сокращения на 0,7 процента в следующие три. Это ожидания самих компаний, которые подтверждают малый текущий эффект, но не отсутствие будущего.

В России безработица всё ещё около исторического минимума, хотя в июле, по данным Росстата, поднялась до 2,3 процента, а Банк России в сентябре отметил, что дефицит кадров сокращается. При этом картина сильно зависит от профессии. По данным hh.ru за август, у продавцов, врачей, рабочих и на производстве на одну вакансию приходится от двух до пяти резюме, а в офисных профессиях намного больше, около 13 в финансах и бухгалтерии, 26 в информационных технологиях и 30 в маркетинге. Вакансий в этих трёх областях за год стало примерно на треть меньше. Нехватка людей сохраняется в рабочих профессиях, торговле и медицине, а офисным специалистам найти работу всё труднее, причём именно их профессии больше всего подвержены искусственному интеллекту. Данные одной площадки не равны всему рынку труда, а доказать, что дело именно в искусственном интеллекте, они не могут, ведь, по оценке самого hh.ru, компании просто стали осторожнее с наймом. Подробные данные в остальной части главы в основном американские и корейские. Об этом ограничении я обязан сказать сам.

Что видно на входе в рынок труда

По данным Федерального резервного банка Нью-Йорка, во втором квартале 2026 года безработица среди недавних выпускников вузов в возрасте от 22 до 27 лет составила 5,6 процента, а доля тех, кто работает не по уровню образования, выросла до 42 процентов. Это выше общей безработицы в стране, которая в июле и августе держалась на уровне 4,1 процента.

По августовскому отчёту о занятости экономика США добавила 162 тысячи рабочих мест, а общая безработица не изменилась. Но в информационном секторе, куда входят выпуск программ, связь и обработка данных, занятость за месяц сократилась на 23 тысячи. Средняя почасовая оплата за год выросла на 3,1 процента, медленнее цен, которые поднялись на 3,4 процента, так что с учётом инфляции она снижается.

Банк Кореи 18 августа опубликовал доклад о молодёжи. По его данным, 268 тысяч из 285 тысяч рабочих мест, потерянных молодыми корейцами с июня 2022 по июнь 2026 года, пришлось на отрасли с высокой подверженностью искусственному интеллекту. Это 94 процента сокращения. В тех же отраслях занятость людей старше 50 лет продолжала расти. В докладе отдельно сказано, что молодёжная занятость сильнее снижалась там, где искусственный интеллект применяли для автоматизации, а там, где он дополнял человеческий труд, сопоставимой связи не было. При этом Банк Кореи предупреждает, что данные не доказывают причинность. На результат могли повлиять отказ от найма после пандемии, спрос на опытных работников, ослабление внутреннего обучения и распространение удалённой работы.

В технологическом секторе вход сузился ещё сильнее. По данным SignalFire, найм выпускников и начинающих специалистов в крупнейших технологических компаниях опустился примерно на 65 процентов относительно 2019 года, а в молодых стартапах на 76 процентов. Это подтверждает, что начинающим стало намного труднее найти первую работу, но не отделяет влияние искусственного интеллекта от перестройки после эпохи почти бесплатных кредитов. Данные относятся к технологическому сектору, а не ко всей экономике.

Самое показательное в данных Challenger. Общее число сокращений в 2026 году падает, но с марта по июль искусственный интеллект пять месяцев подряд был главной причиной, которую компании называли, объявляя увольнения. С начала года его назвали причиной сокращения 116 175 рабочих мест, примерно 22 процентов всех объявленных сокращений. В августе искусственный интеллект опустился на четвёртое место среди причин, но остался первым по итогам восьми месяцев. Это объяснения самих компаний. Независимой оценки причины каждого увольнения нет.

В опросе McKinsey 51 процент организаций сообщил, что искусственный интеллект снижает их потребность в сотрудниках начального уровня, хотя это мнение самих работодателей, а не измерение. В более новом опросе исследовательского института Strada, опубликованном в мае, руководителей, ожидающих из-за искусственного интеллекта роста найма начинающих в 2026 году, оказалось почти втрое больше, чем ожидающих его сокращения, хотя заметная часть работодателей сообщила, что он уже забрал у новичков часть задач, на которых они учились. Сенатор Марк Уорнер на слушаниях с Уоршем в Сенате 15 июля сказал, что готов спорить, что через три года безработица среди выпускников колледжей может дойти до 30 процентов, хотя это его личный прогноз, а не оценка ФРС.

Как это складывается

Если сложить эти данные, получается картина, в которой обе стороны правы одновременно.

За январь–август объявленных сокращений в целом меньше, чем год назад, хотя в технологическом секторе их стало на 52 процента больше. Общая безработица низкая, а большинство компаний пока не видит влияния искусственного интеллекта на численность работников. Но вход в профессию сужается. Выпускники остаются без работы чаще, чем остальные. В Корею опытные работники в уязвимых отраслях сохраняют и даже добавляют места, а молодые их теряют. В США разрыв сильнее именно там, где наблюдаемое использование искусственного интеллекта ближе к автоматизации, причём он сохраняется после проверки нескольких конкурирующих объяснений.

Моя гипотеза в том, что тихая замена до кризиса и должна выглядеть именно так. Опытный сотрудник с искусственным интеллектом делает работу, для которой раньше нанимали помощника, поэтому помощника просто не нанимают. Увольнять никого не нужно, поэтому в статистике увольнений этого не видно. Зарплаты под давлением, а безработица среди тех, кто уже работает, остаётся низкой. Об этом я писал ещё в «Тихой замене», где по данным американских исследователей найм работников 22–25 лет в уязвимых профессиях упал на 14 процентов, а сама замена шла через вакансии, которые не открываются.

Это совпадает и с тем, что я вижу сам. В разговорах с коллегами, партнёрами и владельцами бизнеса я слышу одно и то же. Компании готовятся к кризису и перестают нанимать. Там, где раньше открыли бы вакансию, теперь повышают требования и нагрузку для тех, кто уже работает, а если сокращают людей, то ждут от оставшихся прежнего результата. Я вижу по людям вокруг себя, что найти работу сейчас всё сложнее, причём не только в сфере искусственного интеллекта. То же самое я слышу о США.

В первой части я писал и о том, что крах пузыря замену не остановит, а удешевит, потому что обученные модели дешевеют и уходят в открытый доступ. Использование моделей дешевеет уже сейчас. В сентябрьских данных платёжного сервиса Ramp средняя цена токена, единицы текста, за которую платят при работе с моделью, была на 41 процент ниже мартового пика, а полные веса китайской Kimi K3 позволяют запускать модель на собственных серверах. Как поведёт себя замена после краха, эти данные ещё не показывают.

У этой картины есть и другое объяснение, которое нужно назвать. Молодёжь первой страдает при любом замедлении экономики, а технологический сектор одновременно переживает откат после эпохи дешёвых денег и лишнего найма во время пандемии. Проверки авторов второго исследования ослабляют, но не снимают эти объяснения. Если найм молодых вернётся вместе с ростом, это усилит версию об обычном спаде. Если рост вернётся, а найм нет, это усилит гипотезу замены, но само по себе всё равно не докажет причинность.

На это возражение в первой части я давал три ответа. Прежде всего, новые рабочие места исторически появлялись с задержкой в годы и порой в поколения, а человеку, потерявшему профессию в кризис, не легче от того, что новые занятия возникнут потом.

Второй ответ парадоксален, потому что самый сильный довод скептиков работает на меня. Если компании сокращают людей, используя искусственный интеллект лишь как удобный повод, это и есть механизм, который я описываю, ведь для увольнения не важно, умеет ли машина делать его работу, важно, что у начальника появился социально приемлемый повод. Данные Challenger показывают, что компании уже называют искусственный интеллект причиной сокращений, хотя настоящая это причина или только повод, по ним не определить. Но для проверки тезиса эта разница важна. Если ИИ был только поводом, найм, скорее всего, вернётся вместе со спросом, а если людей действительно заменили, не вернётся, поэтому решать будет не объяснение компаний, а то, вернётся ли найм. И наконец, всё возражение держится на слове «пока». Массового вытеснения работников искусственным интеллектом по всему рынку в данных пока не видно, но эта работа говорит об окне, которое только приближается.

Рабочие места и госдолг

В первой части рабочие места были следствием кризиса. За эти недели появился довод, что они могут быть и его причиной.

Федеральный бюджет США держится прежде всего на подоходном налоге с граждан и на налогах с зарплат. По прогнозу Бюджетного управления Конгресса на 2026 год, они должны дать 2,8 и 1,8 триллиона долларов из 5,6 триллиона федеральных доходов. Если искусственный интеллект вытесняет наёмных работников и не создаёт сопоставимых новых доходов, с которых платят налоги, поступления из обоих источников снижаются. Такой вывод следует из устройства налоговой системы, а Бюджетное управление его не прогнозировало. Расходы на обслуживание долга при этом растут вместе со ставками. Доля налогов, уходящая на проценты, растёт сразу с двух сторон.

На мой взгляд, так рабочие места могут вернуть удар обратно в госдолг. В первой части я предлагал постепенно вводить учёт и налогообложение цифрового труда, работы, которую вместо людей делают машины. Теперь понятно, что от этого зависит и устойчивость бюджета.

Война, которая прячет замену

И ещё одна связь, в которой я пока уверен меньше всего. Российский Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования пишет, что одной из опор роста экономики США стал военно-промышленный комплекс и к выпуску вооружений привлекают стартапы, а Detroit News ещё 16 апреля сообщала, что Пентагон просил General Motors и Ford помочь с военным производством.

Если военный заказ создаёт рабочие места, он может частично скрывать вытеснение людей в других отраслях. Но это моё предположение. Данных, которые показывали бы, сколько рабочих мест держится на военном заказе, у меня нет.

Что стало с прогнозами экспертов

Майк Новограц в первой части прогнозировал, что к выборам 2028 года страх перед искусственным интеллектом и потерей работы станет главной темой, которую будет обсуждать общество. До срока далеко, но движение уже видно. По августовскому опросу Gallup, 27 процентов работников США боятся, что технология, не обязательно искусственный интеллект, скоро сделает их работу ненужной, это новый максимум и вдвое больше, чем в 2017 году. Среди работников моложе 45 лет таких 34 процента. Для них этот страх теперь стоит в одном ряду с главными, наравне со страхом потерять льготы. В июньском опросе Reuters и Ipsos 53 процента американцев опасались, что искусственный интеллект оставит без работы их самих или кого-то в семье.

Что будет проверкой

Главная проверка тезиса придёт после кризиса, если он случится. Вопрос будет в том, вернут ли компании людей, когда спрос восстановится. В «Тихой замене» я приводил исследование экономистов Нира Джаймовича и Генри Сиу, по которому около 88 процентов потерь рабочих мест в рутинных профессиях в США приходились именно на спады экономики, а не на спокойные годы. Если после следующего спада найм не вернётся вместе с ростом, дверь окажется односторонней.

До кризиса смотреть стоит на безработицу недавних выпускников в данных ФРБ Нью-Йорка, на долю искусственного интеллекта среди причин сокращений, на занятость в отраслях информации и профессиональных услуг и на спор сенатора Уорнера, у которого есть число и срок.

06

Глава 6.

Что может не сбыться

Мягкая посадка остаётся основным сценарием

Удары пока смягчаются

История и физика не назначают 2027 год

Лидеры зарабатывают, рынки кредита спокойны

Запасы еды и рынок труда пока держатся

Мой ответ

Что из этого следует

Мягкая посадка остаётся основным сценарием

Международные институты не ждут рецессии и считают основным сценарием мягкую посадку, то есть замедление экономики без кризиса. МВФ прогнозирует рост США на 2,3 процента в 2026 году и на 2,2 процента в 2027-м, Всемирный банк даёт 2,2 и 2,1 процента. Даже ФРС, повышая ставку, в сентябре ждала роста на 2,3 и 2,4 процента. При этом МВФ не ждёт быстрого снижения мировой инфляции. В его июльской оценке она растёт с 4,1 процента в 2025 году до 4,7 в 2026-м и только затем снижается до 3,9 в 2027-м. Среднюю цену нефти международные институты в 2027 году видят ниже. Если основной сценарий сбудется, нефть перестанет так давить на экономику, скачок цен на еду сойдёт на нет, а несколько строк «Точки схождения» окажутся неверны одновременно.

Против меня говорят и фактические данные о росте. Во втором квартале экономика США выросла на 1,5 процента в пересчёте на год, а предварительная оценка Федерального резервного банка Атланты для третьего квартала 25 сентября составляла 5,0 процента. При таком росте говорить о рецессии трудно.

Удары пока смягчаются

Перекачку нефти по саудовскому нефтепроводу East-West возобновили раньше ожидавшихся трёх-пяти недель ремонта, хотя пока лишь на низкой мощности. К 21 сентября биржевой Brent подешевел до 100,34 доллара, хотя к 25 сентября снова поднялся до 104,32. 22 сентября высокопоставленный иранский чиновник, по данным Reuters, заявил, что Иран может открыть Ормуз в течение семи дней, если США ослабят военное давление и снимут блокаду иранских портов. В те же дни на полях Генеральной Ассамблеи ООН стороны провели переговоры через посредников, по данным Reuters первые с тех пор, как в июле фактически развилось временное перемирие. Иран повторил свои условия, снятие блокады, разморозку активов и прекращение войны на всех фронтах. Спецпосланник США Стив Уиткофф назвал раунд многообещающим, а Трамп сказал в ООН, что ждёт сделки сразу после ноябрьских выборов. 25 сентября министр иностранных дел Ирана Аббас Аракчи изложил предложение открыть пролив и возобновить переговоры по ядерной программе через семь дней, если США снимут блокаду иранских портов, отменят санкции против продажи иранской нефти и прекратят огонь, в том числе в Ливане. Белый дом в тот же день назвал разговоры с посредниками позитивными и конструктивными, но 26 сентября Трамп это предложение отверг, а The Wall Street Journal сообщил, что помощникам он называл вероятным возобновление бомбардировок после выборов. Иран в ответ заявил, что ждёт официальной позиции США через посредников. 27 сентября Трамп сказал Axios, что рассчитывает на переговоры уже на этой неделе, а о новых ударах, по его словам, думает всегда.

По оценке JPMorgan, справедливая цена нефти Brent в сентябре около 90 долларов за баррель, а разница с рыночной ценой означает, что рынок закладывает риск потери ещё 4 миллионов баррелей в сутки сверх 10 миллионов, которые, по расчётам банка, уже выпали из поставок. Удар до сих пор гасился прежде всего тем, что мир стал потреблять примерно на 4,4 миллиона баррелей нефти в сутки меньше, чем год назад, а мировые запасы нефти и нефтепродуктов сократились примерно на 555 миллионов баррелей, втрое меньше, чем ждал банк. Запасов, особенно в Китае, Европе, Японии и Южной Корее, по его оценке, пока хватает, чтобы сдерживать цену, но если перебой затянется, они будут таять и цена может подняться ещё до конца года.

Накануне встречи Трампа и Си Цзиньпина 24 сентября торговое перемирие продлили до 10 января 2027 года, а по итогам визита договорились подготовить снижение пошлин на часть товаров на 30 миллиардов долларов в каждую сторону.

Есть данные и против разгона инфляции. После повышения ставки инфляция, которую рынок закладывает на десять лет вперёд, вернулась к 2,34 процента, а рост цен без еды и энергоносителей по мерке ФРС, если считать за три месяца, замедляется с мая. Япония в сентябре повернула в другую сторону, японские инвесторы снова покупали иностранные облигации.

История и физика не назначают 2027 год

Банк международных расчётов сравнивает нынешний бум с железными дорогами и интернетом, но универсального срока у таких циклов нет. Выход компаний на биржу, запреты на продажу акций и стройки уходят дальше лета 2027 года.

Физические ограничения тоже растягивают цикл. По данным Национальной лаборатории имени Лоуренса Беркли Министерства энергетики США, в регионах, по которым есть данные, у типичного проекта, введённого в 2025 году, путь от заявки на подключение к электросети до начала работы превысил пять лет, причём этот срок растёт. Это данные по энергетическим проектам, а не отдельная статистика по дата-центрам. Но они показывают, что триллионы, вложенные в стройку, не превращаются в работающие мощности мгновенно.

Этот довод бьёт по сроку, а механизм не опровергает. Конструкция может подтвердиться позже, но тогда заявленный срок окажется неверным.

Есть ещё один довод против близкого перелома. Бывший управляющий фондами Fidelity Джордж Ноубл в разговоре со Стивом Айсманом называет нынешний рынок зависимым от истории об искусственном интеллекте и от автоматических покупок фондов, которые повторяют биржевые индексы. Это его интерпретация, но из неё следует важная вещь. Сомнение в окупаемости не обязано немедленно снижать цены, а сильная история может удерживать завышенные цены дольше, чем выдерживает точный срок.

Лидеры зарабатывают, рынки кредита спокойны

Спрос на вычисления измерим. Microsoft сообщила о росте своего облачного сервиса Azure на 43 процента за год. Nvidia во втором квартале получила 96,2 миллиарда долларов выручки и 59,7 миллиарда чистой прибыли, её выручка от продаж для дата-центров выросла на 117 процентов. У Anthropic, по сообщениям со ссылкой на документы для инвесторов, впервые появилась прибыль по мерке, из которой исключена часть расходов, хотя эти данные предварительные. Рынок акций на дату среза спокоен. 21 и 22 сентября Nasdaq закрывался на рекордах, рост вели акции компаний ИИ.

Рынок облигаций компаний не показывает близкой паники. 24 сентября надбавка к проценту, которую инвесторы требуют с облигаций компаний с рейтингом BB, уже ниже надёжного уровня, сверх процента по государственным облигациям США составляла 1,64 процентного пункта против 1,55 на 18 сентября. За неделю она немного выросла, но это по-прежнему один из низких уровней последних лет. Аукционы казначейских облигаций проходят без провалов, хотя спрос неровный. Невозвраты долгов у программных компаний, за которые больше всего боятся кредиторы, в августе были, по данным Fitch, самыми низкими среди крупных отраслей, 0,6 процента.

Банки тоже не входят в шторм в состоянии 2008 года. В проверке банков на случай кризиса, которую ФРС провела в 2026 году, у всех 32 банков собственных денег осталось больше обязательного минимума даже после условных потерь свыше 708 миллиардов долларов. Такая проверка не охватывает ни любой возможный шок, ни займы инвестиционных фондов, но путь к повторению именно банковской паники стал уже.

Запасы еды и рынок труда пока держатся

ФАО ждёт второй по величине мировой урожай зерновых и запасы в 31,6 процента годового потребления, это сравнительно комфортный уровень, хотя дешёвой еды он не гарантирует, ведь часть запасов может оказаться недоступной из-за войны и перебоев с перевозками. Но мировой дефицит зерна из отдельных неурожаев не выводится.

Массового вытеснения людей искусственным интеллектом в данных нет. Исследования находят давление на зарплаты и на вход молодых специалистов, но не обвал общей занятости.

Мой ответ

Самое сильное возражение касается срока. Я назвал окно с конца 2026 до лета 2027 года. Если перелом придёт позже, механизмы могут оказаться верными, но прогноз срока будет ошибкой.

Основной сценарий нельзя отвести ссылкой на прошлые ошибки прогнозистов, но и спокойствия там, где я жду первого удара, он не обещает. Управление энергетической информации США в сентябре ждало, что Brent в среднем за 2027 год подешевеет до 74 долларов, но запасы дизеля и печного топлива в сентябре опустятся ниже 100 миллионов баррелей и значительную часть 2027 года пробудут ниже минимума предыдущих пяти лет. Этот прогноз собран 3 сентября и более поздних событий не учитывает, а прогноз средней цены проверяется только средней за год, не сентябрьским скачком.

Прибыль лидеров, пусть у Anthropic предварительная, а у OpenAI её нет, заставляет уточнить мою прежнюю формулировку, но не закрывает вопрос окупаемости всей цепочки. Nvidia продаёт оборудование, лаборатории продают модели, а тысячи покупателей должны превратить их в прибыль. В опросе McKinsey лишь 6 процентов опрошенных связали с ИИ не меньше 5 процентов прибыли и назвали ценность значительной, хотя какой-то вклад в прибыль отметили 37 процентов. Это самооценка, которая доказательства широкой окупаемости не даёт. Технология может победить, а многие инвесторы всё равно потеряют деньги.

Спокойный рынок облигаций важен, но напряжение пока в другом месте. Доля невозвратов по займам частных фондов в выборке Fitch остаётся рекордной, фонды ограничивают вывод денег. Эти данные ещё не доказывают проблему именно с долгами, связанными с ИИ. Моя гипотеза в том, что удар может прийти через пенсионные и страховые портфели без банковской паники.

Пятилетняя очередь на подключение не означает, что на пять лет откладываются и долги. Деньги занимают до запуска объекта, а компании строят собственные электростанции и обходят общие очереди. Физическое ограничение растягивает цикл, но не гарантирует, что платить по долгам придётся позже.

Короткое затишье не восстанавливает запасы, которые уже потрачены. Нефтепровод перезапустили, но пока на низкой мощности, хуситы держат берег Баб-эль-Мандеба, а резерв США на минимуме с 1982 года. Спокойные ожидания инфляции проверяются не неделей после решения ФРС, а тем, останется ли нефть дорогой всю зиму. Редкие невозвраты у программных компаний этому сценарию не противоречат, ведь удар по этим заёмщикам, если он будет, придёт вместе с успехом технологии.

Облигации могут стать убежищем, но для кризиса у компаний и фондов это лишь один из сценариев, а проверкой станет направление доходности в первые дни большого падения.

Что из этого следует

Чтобы «Точка схождения» сработала, базовый сценарий должен ошибиться сразу по нескольким строкам, а это высокая планка. За эти недели многое сдвинулось в сторону сценария. Суточное отклонение температуры воды в районе Эль-Ниньо превысило прежний рекорд, хотя официальная оценка силы явления ещё впереди,

рост цен по мерке ФРС за полгода достиг 4,1 процента в пересчёте на год, хотя по индексу потребительских цен такого нет, ФРС уже повысила ставку, нефтяной резерв США на минимуме с 1982 года, пролив почти три месяца снова фактически закрыт, а акции SpaceX после выхода на биржу падали ниже начальной цены. В противоположную сторону идут прибыль лидеров, продовольственные запасы, спокойный рынок облигаций, рост экономики без признаков рецессии и то, что объявленных сокращений в целом меньше, чем год назад.

Поэтому я не считаю шторм неизбежным и не прошу считать его таким. Но, как я писал в первой части, когда несколько крупных угроз заряжены одновременно и нацелены на одно окно, разумно готовиться, даже если вероятность полного совпадения не равна единице. Подготовка по-прежнему обходится недорого, а без неё шторм обойдётся очень дорого.



07

Глава 7.

Окно риска и главные сигналы

Что случилось с окном

Ближайшие проверки

Приборная панель

Как проверять конструкцию

Что случилось с окном

Начало окна приблизилось. Бои вокруг Ирана возобновились в июле, энергетический шок идёт сейчас, ФРС ближе к ловушке, Эль-Ниньо набирает силу перед ожидаемым пиком в октябре–декабре.

Его конец растягивается. OpenAI называет 2027 год возможным сроком выхода на биржу, но официальной даты нет. У SpaceX запреты на продажу акций снимаются для разных групп в разные сроки. Сравнение нынешнего бума с прежними инвестиционными маниями не даёт универсальной даты перелома. Удобрения и климат, напротив, могут ударить по урожаю уже во второй половине 2026 года, а по магазинным ценам позже.

Окно первой части я задним числом не двигаю, а его срок проверяю по прежнему правилу. Энергетический, долговой и климатический векторы тяготеют к периоду с конца 2026 года до лета 2027-го, а финансовый может разворачиваться дольше. Поэтому сейчас зоной риска я считаю весь 2027 год. Если перелом придёт позже окна первой части, механизм может подтвердиться, но заявленный тогда срок будет ошибкой.

Первые связи между векторами уже видны. ФРС 16 сентября повысила ставку, сославшись на повышенную инфляцию, а бензин, электричество и газ для домов в США в среднем подорожали за год на 16,3 процента. Банк Японии, повышая ставку 18 сентября, назвал среди причин роста цен дорогую нефть, слабую иену и спрос на ИИ, ФАО связала закрытие Ормуза с перебоями в сельском хозяйстве, а дизель дорожает сразу из-за двух войн. Одновременного удара по всем векторам пока нет.

Ближайшие проверки

Две ближайшие проверки уже произошли. 16 сентября ФРС единогласно повысила ставку до 3,75–4 процентов. 18 сентября Банк Японии поднял свою до 1,25 процента. Первое решение подтвердило, что спасатель взялся за борьбу с ценами. Второе только запустило проверку пути через Японию. Результат покажут сделки с американскими облигациями за октябрь и ноябрь.

До конца октября. 30 сентября выйдут данные о ценах за август по мерке ФРС и закончится нынешний срок российского запрета на экспорт дизеля, хотя его, по сообщениям прессы, уже решили продлить до конца октября. 2 октября выйдет отчёт о рынке труда США за сентябрь, 8 октября NOAA даст новую оценку Эль-Ниньо, а 27–28 октября соберётся ФРС.

Ноябрь и декабрь. 3 ноября пройдут промежуточные выборы, после которых Трамп, по его словам, ждёт сделки с Ираном, хотя The Wall Street Journal сообщил, что помощникам он называл вероятным возобновление бомбардировок.

11 декабря истекает финансирование правительства США, а итоги декабря покажут, насколько восстановился экспорт нефти из Залива.

Начало 2027 года. 10 января заканчивается продлённое торговое перемирие США и Китая, в феврале или марте, по предварительной оценке Лу Крэндалла из Wrightson ICAP, государственный долг упрётся в законодательный потолок, а данные о ценах, которые выйдут в январе–марте, покажут, передаётся ли дорогая нефть в инфляцию.

Окно риска и ближайшие проверки

Окно первой части и нынешняя зона риска по оценке автора, даты по этой главе

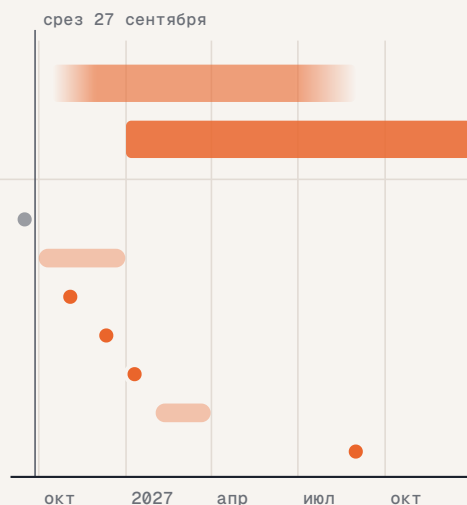
Окно первой части

с конца 2026 года примерно до лета 2027-го

Зона риска сейчас

весь 2027 год

16 сентября	ФРС повысила ставку
октябрь–декабрь	ожидаемый пик Эль-Ниньо
3 ноября	промежуточные выборы в США
11 декабря	истекает финансирование правительства
10 января	конец торгового перемирия США и Китая
февраль или март	потолок госдолга, по оценке Крэндалла
31 августа 2027	проверка срока окна первой части



Источник: даты и оценки по главе 7 этой работы, источники к ней в приложении

Приборная панель

Война и нефть. Сценарий усиливается, если судов через Ормуз, по подсчёту Lloyd's List Intelligence неделя к неделе, проходит намного меньше, чем до войны, а дизель дорожает быстрее нефти. Он ослабевает, если пролив открывается и экспорт из Залива возвращается к довоенному.

Долг и чужие деньги. Сценарий усиливается, если при большом падении акций ФРС не может снизить ставку или снижает её, а доходность десятилетних облигаций всё равно растёт. Его усиливает и золото, дорожающее при слабеющем долларе. Он ослабевает, если облигации в такой момент дорожают, а Япония и страны Залива продолжают их покупать. Реакция ФРС здесь только признак, потому что ставку могут держать и по другим причинам.

Пузырь и кредит. Сценарий усиливается, если растут невозвраты по займам частных фондов и заявки на вывод денег из фондов, а напряжение переходит из кредита в акции производителей чипов и моделей. Он ослабевает, если невозвратов становится меньше, а выручка от ИИ растёт. Ранние сигналы дадут отмены строек дата-центров, новые крупные займы технологических компаний, рост купленного, но ещё не работающего оборудования и долгов покупателей перед

Nvidia в квартальных отчётах, цена акций SpaceX по мере снятия запретов на продажу и то, какую долю запросов на площадках вроде OpenRouter забирают китайские открытые модели.

Климат и еда. Сценарий усиливается, если этой осенью и зимой Эль-Ниньо выходит в очень сильный, как ждёт NOAA, а засухи и ливни после этого снижают прогнозы урожая ФАО и вслед за ними растут мировые цены на еду. Он ослабевает, если явление оказывается слабее ожидаемого или не бьёт по урожаю, а прогнозы урожая и запасов зерна остаются высокими, как сейчас. Дорогие удобрения больше говорят об Ормузе, чем о погоде, поэтому по ним одним климат не засчитываю.

Рабочие места. Сценарий усиливается, если растёт безработица недавних выпускников и компании всё чаще называют ИИ причиной сокращений. Он ослабевает, если найм молодых специалистов оживает. После кризиса главным знаком станет то, возвращается ли найм вместе с ростом экономики.

Общее правило прежнее. Важен не один яркий день, а одновременное движение разных групп в течение нескольких недель.

Как проверять конструкцию

Правила ниже заданы заранее, а каждая часть конструкции проверяется отдельно.

Нефть из Залива. Исходная точка, по оценке Международного энергетического агентства, составляет около половины довоенного экспорта из Залива. Если в декабре он восстановится хотя бы до 80 процентов довоенного, ограничение ослабнет, а если останется на 60 процентах или ниже, сохранится. Цену Brent считаю по двум меркам, по биржевой цене ближайшего контракта и по спотовой цене Управления энергетической информации США, то есть цене немедленной отгрузки. Средняя за декабрь ниже 85 долларов по обеим меркам будет говорить против дорогой нефти на входе в 2027 год, не ниже 100 долларов по обеим в её пользу, а промежуточные значения или расхождение мерок вывода не дают. 22 сентября спотовая цена составляла 114,89 доллара при биржевой 99,25, а пик спотовой после выхода первой части был 130,80 доллара 15 сентября.

Передача нефти в инфляцию. Эта проверка запускается, только если средняя Brent по обеим меркам будет выше 85 долларов в каждом месяце с октября по декабрь. Тогда я смотрю, как быстро растёт базовая инфляция, то есть цены без еды и энергоносителей, по двум меркам, по мерке ФРС и по индексу потребительских цен, в трёхмесячном темпе в пересчёте на год в выпусках за январь–март 2027 года. Не ниже 4 процентов в двух выпусках по обеим меркам поддержит передачу, ниже 3 процентов в двух выпусках по обеим будет против неё, а расхождение мерок вывода не даст. В июле этот темп по мерке ФРС составлял 3,05 процента, а по индексу потребительских цен в августе около 2 процентов.

Япония и долг США. После повышения ставки Банком Японии я считаю, сколько долгосрочных государственных облигаций США японские инвесторы продали за вычетом покупок за октябрь и ноябрь вместе. Продажи на 25 миллиардов долларов и больше поддержат гипотезу, покупки на 25 миллиардов и больше будут против неё, а всё, что между, ничего не решит. В июле продажи за вычетом покупок составили 8,8 миллиарда.

Рабочие места. По данным ФРБ Нью-Йорка, во втором квартале безработица среди недавних выпускников вузов составляла 5,6 процента, а 42 процента из них работали не по уровню образования. Если к концу лета 2027 года безработица выпускников два квартала подряд будет не выше 4,6 процента, это будет против гипотезы закрытой двери, если не ниже 6,6 процента, в её пользу, а для работы не по образованию пороги 40 и 44 процента. Если мерки разойдутся, тест останется неопределённым. Ни один исход сам по себе не докажет вину ИИ.

Конструкция в окне. Если к 31 августа 2027 года в США не начнётся рецессия, которую позднее датирует Национальное бюро экономических исследований, и индекс S&P 500 ни разу не закроется на 20 процентов ниже рекорда, значит, обвальная версия кризиса в окне первой части не сбылся. Тогда прогноз его срока я признаю ошибочным. Инфляционный путь из первой части я проверяю отдельно, а отменить этот вывод он не может. Сейчас зоной риска я считаю весь 2027 год, но это уже новая оценка, а проверка прежнего срока остаётся прежней. Если же рецессия или обвал случатся, дата этого события станет опорной. Сильным доводом в пользу именно схождения будет, если в течение 90 дней до неё по признакам приборной панели одновременно усиливаются не меньше трёх из четырёх векторов первой части, то есть финансового, долгового, энергетического и климатического. Два кризиса разом, как я писал в первой части, мир уже пережил в 2020 году, поэтому для схождения нужно больше. Совместное движение после обвала в счёт не идёт, потому что тогда оно будет его следствием. Рабочие места в этот счёт не входят, потому что это следствие, а не отдельный вектор. Одно кризисное событие подтвердит кризис, но не конструкцию схождения.

Инфляционный вариант. В первой части я писал, что рынки на бумаге могут даже расти, а настоящий обвал будет в том, что на те же сбережения можно будет купить вдвое меньше. За этим вариантом я слежу отдельно, по тому, сколько можно купить на те же деньги. Числового порога у него нет, поэтому в этом окне он остаётся отдельным риском и для зачёта прогноза не используется. Его признаки в том, что цены растут быстро и месяцами, зарплаты за ними не успевают, а ФРС не может повысить ставку, не обрушив экономику. Пока эти признаки слабые. Годовой рост потребительских цен в США в мае доходил до 4,2 процента, а в августе составлял 3,4 процента, средняя почасовая оплата за год выросла на 3,1 процента и с учётом инфляции снизилась примерно на 0,3 процента.

08

Глава 8.

Что делать теперь

Для работающего человека

Для владельца бизнеса

Для сбережений и инвестиций

Чего не делать

Советы из первой части я по-прежнему считаю верными. Здесь коротко о главных из них и о том, что после лета стало срочнее. Главный принцип прежний. Прогноз без действия остаётся просто тревогой, а подготовка в спокойное время обходится намного дешевле, чем в разгар кризиса. Советы ниже я старался приложить к жизни в России и странах СНГ. ВНИМАНИЕ: я не финансовый советник. Этот материал отражает моё личное мнение и носит информационный характер. Он не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, финансовой, юридической или иной консультацией, а также предложением или призывом покупать или продавать какие-либо активы.

Для работающего человека

Держите запас денег на несколько месяцев расходов и не берите крупных кредитов перед возможным кризисом, а дорогие долги, например по кредитной карте, гасите в первую очередь. В кризис потерять доход проще, чем найти новый, а долги в это время становятся тяжелее.

Учитесь применять искусственный интеллект в своей работе на реальных задачах и считайте результат, сколько времени и денег это сэкономило. Такой пример на собеседовании говорит о человеке больше, чем сертификат. Добавляйте к своей работе живое общение, ответственность за решения и умение связывать разные области, всё то, что машине пока даётся плохо.

Я вижу, что компании всё реже берут новых людей, а от тех, кто уже работает, требуют больше, особенно в офисе. По данным hh.ru за август, в финансах, информационных технологиях и маркетинге на одну вакансию приходится от 13 до 30 резюме, а в рабочих профессиях, торговле и медицине от двух до пяти. Поэтому не уходите с работы в никуда и держите резюме обновлённым, даже если не собираетесь уходить.

Молодым, которые только входят в профессию, я бы советовал раньше набираться опыта на реальных задачах, учиться делать с помощью ИИ то, что раньше поручали новичкам, а свои работы собирать так, чтобы их можно было показать. Двери для новичков закрываются первыми, поэтому выигрывает тот, кто на старте умеет больше, чем от него ждут.

Если есть возможность, заведите второй источник дохода. Этот совет из первой части сейчас стал срочнее.

Для владельца бизнеса

Проверьте бюджет на 2027 год на прочность. Посчитайте, что будет с бизнесом, если одновременно подорожают топливо, доставка, техника и кредиты, а спрос упадёт. Держите запас денег на несколько месяцев работы. По моим

наблюдениям, крупный бизнес уже готовится к падающему рынку. Остальным стоит сделать то же самое.

Закладывайте дорогое топливо в цены и логистику заранее. Оно дорожает не только в США, где дизель в сентябре достиг рекорда. В России, по данным Росстата, бензин на заправках с начала года подорожал на 21 процент, дизель почти на 15 процентов.

Следите за платежами покупателей и не давайте крупных отсрочек тем, в ком не уверены.

Внедряйте искусственный интеллект на своих условиях и в спокойное время, а не в панике, когда кризис уже начался. Начинайте с процессов, которые хорошо понимаете сами, потому что только так видно, где он действительно ускорит работу.

Обучайте сотрудников работе с искусственным интеллектом и не останавливайтесь. Технологии меняются так быстро, что единственно правильной стратегией сейчас остаётся постоянное обучение. Выживут те компании, которые смогут быстро подстраиваться под новые технологии, а негибкие не выживут.

Для сбережений и инвестиций

Советов, куда вкладывать сбережения, я здесь не даю. Я не финансовый консультант, а такие решения зависят от положения каждого человека, поэтому принимать их стоит вместе со специалистом.

Скажу только о золоте. Как я писал в первой части, в моих источниках часто звучит тема твёрдых активов, прежде всего золота, как исторического убежища в тяжёлые времена, а центральные банки сейчас покупают его рекордными темпами. Но и золото может резко дешеветь, поэтому это довод, который каждый взвешивает сам, а не указание купить.

Чего не делать

Не судите о кризисе по одному дню. За лето нефть не раз резко дешевела и дорожала на новостях об Иране, поэтому важнее следить, как разные показатели движутся вместе несколько недель.

Не думайте, что раз массовых увольнений нет, то нет и замены. По моей гипотезе, до кризиса она выглядит иначе. Компании просто перестают нанимать новичков и нагружают тех, кто уже работает.

И не перекладывайте резко сбережения из-за одного прогноза, в том числе моего. Решения, принятые в панике, обычно оказываются худшими.

Последнее слово

Это промежуточный итог и первая сверка. За три месяца угрозы не сложились в общий кризис, а того, что они уже умножают друг друга, данные пока не показывают, дай Бог, чтобы так было и дальше. Но почти по каждой угрозе появились новые сигналы. Война и дорогая нефть уже здесь, долг США дорожает, ФРС повернулась к борьбе с ценами, Эль-Ниньо набирает силу, а под пузырьём искусственного интеллекта растёт напряжение в кредите.

Я считаю весьма вероятным, что в следующем году нас ждут серьёзные экономические потрясения. Готовиться к падающему рынку и более слабой экономике стоит уже сейчас. Бояться не нужно, готовиться нужно, ведь легче всего тяжёлые времена переживают те, кто подготовился к ним заранее.

Если шторм всё же соберётся, кризис такого масштаба, как я писал в первой части, может стать самым легитимным поводом для массовой замены людей искусственным интеллектом, а компании, перестроившие работу вокруг ИИ, обратно людей уже не наймут.

Как я писал в первой части, смысл не в том, чтобы предсказать крах, а в том, чтобы построить жизнь, которая не рухнет, когда он случится. Следующую сверку я сделаю в конце января или в феврале 2027 года, если раньше не произойдёт чего-то значимого.

Методология и источники

Данные в этой работе закрыты 27 сентября 2026 года. Все числа взяты по последним выпускам, опубликованным не позже этой даты, поэтому у разных рядов последняя точка приходится на разные дни. Всё, что произойдёт позже, должно проверяться отдельно и с новой датой.

Правила первой части я сохранил. Каждое значимое утверждение имеет источник, а там, где приводится цифра или цитата, названо, кому она принадлежит. Я по-прежнему разделяю факт, который проверяется по первоисточнику, прогноз, то есть обоснованное суждение о будущем с названным автором, и гипотезу, моё предположение, которое пока нельзя проверить и которое в тексте так и названо. Конспирологию и обвинения в чей-либо адрес я, как и прежде, оставляю за рамками.

Для сверки понадобилось ещё одно правило. Прогноз, срок которого не истёк, я не называю несбывшимся, даже если пока он не подтверждается. Если срок прошёл, а событие не произошло, я так и пишу, что в указанное окно оно не случилось, но для оценки вероятности, например в 70 процентов, один такой исход ещё не опровергает саму оценку. Там, где мои прежние формулировки разошлись с данными, я поправил их открыто и показал, что именно изменилось.

На этот раз я опирался прежде всего на первичные данные, то есть на официальную статистику, решения и отчёты центральных банков, данные международных организаций и отраслевых агентств, отчётность компаний. Там, где первичного документа нет, я опирался на сообщения информационных агентств и деловых изданий и называл их в тексте. Таблицы с большим числом столбцов, например данные Казначейства США о держателях американского долга, я разбирал по исходным файлам, а прямые цитаты приводил только после проверки первоисточника, в остальных случаях пересказывал. Источники, признанные в России иностранными агентами или нежелательными организациями, а также заблокированные в России ресурсы я не называю и ссылок на них не даю, а их данные, если без них не обойтись, пересказываю своими словами.

Часть данных выходит с задержкой. Инфляция по мерке ФРС за месяц публикуется в конце следующего месяца, данные Казначейства о сделках иностранных инвесторов с американскими облигациями примерно через полтора месяца, спотовая цена нефти Управления энергетической информации США раз в неделю, а начало рецессии в США по традиции датирует Национальное бюро экономических исследований, частная исследовательская организация, причём делает это уже после того, как рецессия началась. Поэтому некоторые проверки из главы 7 дадут ответ позже, чем наступит проверяемый месяц.

Каждую проверку я фиксировал в рабочем архиве, чтобы любую цифру можно было отследить до источника.

Источники по главам

Ниже источники фактов, цифр, цитат и прогнозов по главам. Одна запись может подтверждать несколько фактов. Там, где первичного документа в открытом доступе нет, названо издание, которое о нём сообщило. Прогнозы экспертов, на которые опиралась первая часть, даны ссылкой на её раздел, если их первоисточник отдельно не приводится.

Андрей Майнгардт, «Точка схождения», редакция от 29 июня 2026 года. Первая часть работы, на разделы которой ссылаются записи ниже. [первая часть на сайте](#).

Андрей Майнгардт, «Тихая замена». Механизм замены людей через кризис, данные о найме молодых специалистов. [«Тихая замена» на сайте](#).

Коротко о главном

Предисловие и краткая версия сводят данные глав 1–5, их источники перечислены у этих глав. Ниже приведены только дополнительные источники.

S&P Global Ratings, CreditWeek о капитальных затратах облачных провайдеров. Оценка капитальных затрат пяти крупнейших облачных провайдеров в 2026 году. [S&P Global Ratings](#).

Управление энергетической информации США через ФРБ Сент-Луиса, спотовая цена Brent. Цена Brent около 70 долларов в конце июня 2026 года, когда вышла первая часть. [spot Brent](#).

Глава 1. Пузырь ИИ в два слоя

Nvidia, результаты II квартала 2027 финансового года; Broadcom, 8-K. Выручка Nvidia 96,2 миллиарда долларов и прогноз на следующий квартал, рост выручки Broadcom от ИИ-чипов. [Nvidia о результатах](#), [Broadcom](#).

Axios со ссылкой на документы, о которых сообщал Bloomberg, 17 августа 2026 года. Выручка Anthropic во II квартале и прибыль по скорректированной мерке, предварительные данные. [Axios](#).

Эд Зитрон, интервью The Tech Report. Оценка скорректированных показателей Anthropic. [интервью Зитрона](#).

The Wall Street Journal о данных OpenAI для инвесторов; Reuters о материале Financial Times. Выручка и операционный убыток OpenAI за II квартал, прогноз отрицательного свободного денежного потока около 278 миллиардов долларов. [The Wall Street Journal](#), [Reuters](#) о материале FT.

McKinsey, The State of AI 2026. 6 процентов компаний связывают с ИИ не меньше 5 процентов прибыли, 37 процентов отмечают какой-то вклад. [McKinsey](#).

Alphabet, 10-Q за II квартал 2026 года; Oracle, 10-K за 2026 финансовый год; Amazon, 10-K за 2025 год. Стоимость ещё не введённых в работу зданий и оборудования, срок от покупки до ввода в работу, амортизация, свободный денежный поток, займы, продажа акций и прекращение выкупа Alphabet за полугодие, свободный денежный поток Oracle за финансовый год. [Alphabet](#), [10-Q](#), [Oracle](#), [10-K](#), [Amazon](#), [10-K](#).

Эд Зитрон, рассылка Where's Your Ed At, 22 сентября 2026 года. Оценка чипов на 200–300 миллиардов долларов на складах и в дата-центрах без электричества, допущение о доле чипов, продажи Nvidia и Broadcom с 2023 года. [рассылка Зитрона](#).

Microsoft, 10-K за 2026 финансовый год. Амортизация за три финансовых года, денежный поток от основной деятельности и вложения в оборудование, договоры аренды дата-центров на 329,1 миллиарда долларов, ещё не вступившие в силу. [Microsoft](#), [10-K](#). Fortune, 11 сентября 2026 года. Приостановка подключения новых пользователей к тарифу ChatGPT Pro за 200 долларов из-за спроса на новую модель. [Fortune](#).

OpenAI о цене модели; Ramp AI Index за август и сентябрь 2026 года. Снижение цены модели на 80 процентов, выбор моделей бизнесом, эффективная цена токена, доля открытых моделей. [OpenAI](#), [Ramp](#), [август](#), [Ramp](#), [сентябрь](#).

OpenAI и Anthropic, 22 сентября 2026 года; цены OpenAI и Anthropic. Снижение цены за токен у GPT-6 Sol вдвое и у Claude Opus 5.5 на 20 процентов по сравнению с предшественницами. [OpenAI о GPT-6 Sol](#) и [Luna](#), анонс Anthropic, [цены Anthropic](#), [цены OpenAI](#).

Билл Дадли, интервью Bloomberg. Рост производительности, передача сверхприбыли потребителям, два-три жизнеспособных разработчика, риск для прибыли поставщиков. [интервью Дадли](#).

TrendForce, контрактные цены памяти за I–III кварталы 2026 года, прогноз серверной памяти и прогноз на IV квартал от 24 сентября. Подорожание обычной памяти DRAM, дефицит серверной памяти в 2027 году и продолжение роста цен в IV квартале. I квартал, II квартал, III квартал, [серверная память](#), [прогноз на IV квартал](#).

IDC, 26 августа 2026 года. Подорожание памяти для смартфонов, падение поставок во II квартале на 6,7 процента и прогноз на 2026 год, рост рынка в деньгах. [IDC о прогнозе](#), [II квартал](#), [I-Connect007](#).

Moonshot, веса и технический отчёт Kimi K3; Fortune, июль 2026 года; котировки Kospi. Публикация полных весов 27 июля, рыночная реакция, падение Kospi от июньского пика. [веса Kimi K3](#), [технический отчёт](#), [Fortune](#), [Kospi](#), [Yahoo Finance](#).

Amazon, 10-Q за II квартал 2026 года. Свободный денежный поток за двенадцать месяцев по июнь по расчёту компании, приток денег от финансовой деятельности, деньги и ценные бумаги на 30 июня. [Amazon, 10-Q](#).

Goldman Sachs Exchanges, 5 августа 2026 года. Около 500 миллиардов долларов долга, связанного с ИИ, удвоение спреда, сокращение числа страховщиков, доступ к капиталу. [Goldman Sachs](#).

Reuters, 24 сентября 2026 года. Крупнейшее в мире корпоративное размещение облигаций мусорного уровня, 11,1 миллиарда долларов, для вложений SoftBank в OpenAI, ставки по долларovým выпускам, слова Сатору Аоямы из Fitch Ratings о спросе, стоимость страховки долга SoftBank от дефолта. [Reuters](#) через [MarketScreener](#).

The Wall Street Journal, анализ обязательств девяти технологических компаний. Около трёх триллионов долларов забалансовых обязательств, 1,2 триллиона по не вступившим в силу договорам аренды. [The Wall Street Journal](#).

S&P Global Ratings, 9 июля 2026 года; Oracle, 10-Q за квартал по 31 августа. Понижение рейтинга Oracle до BBB-, свободный денежный поток минус 5,4 миллиарда, размещение акций на 19,9 миллиарда, займы больше 125 миллиардов долларов и 288 миллиардов обязательств по аренде, не отражённых в балансе. [S&P](#) о понижении, [Oracle, 10-Q](#).

Reuters и Axios, 24 сентября 2026 года. Уведомление Oracle о форс-мажоре по кампусу Jupiter, возможный сдвиг примерно на год из-за электроснабжения по словам источника, заявления Oracle и Blue Owl. [Reuters](#) через [MarketScreener](#), [Axios](#).

Bloomberg по сообщению KSL, 24 сентября 2026 года; Reuters со ссылкой на Financial Times, 18 сентября 2026 года. Условия аренды кампуса Jupiter, кто платит проценты, пониженная арендная плата на время стройки, оценка займов на 18 миллиардов долларов в 89–91 цент за доллар и остановка их продажи инвесторам. [Bloomberg](#) через [KSL](#), [Reuters](#) через [Investing.com](#).

CoreWeave, 10-Q за II квартал 2026 года. Процентные расходы 640 миллионов долларов и скорректированная операционная прибыль. [CoreWeave, 10-Q](#).

CoreWeave в SEC, 10 августа 2026 года; ФРБ Сент-Луиса, SOFR; Nvidia, 2 июня 2024 года. Заём 2,6 миллиарда долларов примерно на пять лет под договоры в среднем на три года, риск их продления, рейтинги Ba2 и BB+, цена SOFR плюс 5,5 процента, выпуск нового поколения чипов раз в год. [CoreWeave](#) в SEC, [SOFR](#), [FRED](#), [блог Nvidia](#).

Nvidia, 10-Q за II квартал 2027 финансового года; сообщение от 17 августа 2026 года. Гарантии до 105 миллиардов долларов в пользу SB Energy, дебиторская задолженность, доля пяти клиентов, отсрочка платежей, вложения в частные компании, обязательства по аренде вычислений у облачных компаний, доля трёх крупнейших прямых покупателей в выручке. [Nvidia, 10-Q](#), [сообщение о гарантиях](#).

Стив Айсман и Джордж Ноубл, беседа 21 сентября 2026 года. Оценка кругового финансирования и способности обслуживать обязательства. [беседа на YouTube](#).

Стив Айсман, выпуск The Weekly Wrap, записан 24 сентября 2026 года; Bloomberg Tax, 21 июля 2026 года. Вывод долгов на стройку в отдельные компании, сравнение с Enron и кризисом 2008 года, круговое финансирование Nvidia на виду, возражение Гила Лурии из D.A. Davidson. [выпуск на YouTube](#), [Bloomberg Tax](#).

Кристаллина Георгиева на Qatar Economic Forum, 20 сентября 2026 года, по сообщению Xinhua; её речь в Дублине 21 сентября 2026 года. Кредитное плечо и круговое финансирование ИИ как риски, возможный «шок для системы», коррекция рынка из-за ИИ среди главных рисков по данным будущего доклада МВФ о финансовой стабильности. Xinhua через ANTARA, [речь МВФ в Дублине](#), [правительство Катара о форуме](#).

Fitch Ratings по сообщению Bloomberg, 14 сентября 2026 года. Рекордная ставка дефолтов 6,3 процента в частном кредите, 14 событий в августе, дефолты в софте 0,6 процента. [Bloomberg](#).

Исследовательская служба Конгресса США; BCRED, документ SEC от 3 сентября; Private Equity Wire, 4 сентября; Bloomberg, 18 сентября 2026 года. Заявки на выход из фондов Blue Owl, выплаты BCRED, ограничения выплат Cliffwater и North Haven. [Исследовательская служба Конгресса](#), [BCRED](#), [Private Equity Wire](#), [Bloomberg](#) о North Haven.

Ares Strategic Income Fund, материалы в SEC, 24 сентября 2026 года. Заявки на выход 13,1 процента акций при лимите 5 процентов, пропорциональный выкуп в I и II кварталах и ожидаемый в III, снижение новых заявок, отчёт фонда в SEC.

Банк международных расчётов, квартальный обзор за март 2026 года и годовой доклад. Займы программным компаниям, падение акций софта и кредитующих их фондов, продажа продуктов частного кредита рознице. [обзор BIS](#), [годовой доклад BIS](#).

Сэм Палмизано, интервью Bloomberg, 25 августа 2026 года. Сценарий замедления стройки при растянутом внедрении ИИ. [интервью Палмизано](#).

Письмо сенатора Элизабет Уоррен; сообщения CNBC и Сэма Альтмана, ноябрь 2025 года. Прежние обращения OpenAI о льготах и займах, слова Сары Фрайар о гарантии и её уточнение, позиция Альтмана. [письмо Уоррен](#), [Фрайар](#), [CNBC](#) через [Yahoo Finance](#), [Bloomberg](#) о словах Альтмана.

Раул Пал, интервью Impact Theory. Вмешательство государства при крахе OpenAI. [интервью Пала](#).

Алекс Карп в эфире CNBC, 17 сентября 2026 года. Национализация лабораторий как защита от ответственности, ответственность разработчиков, сомнение в размещениях. [CNBC](#).

Intel, 22 августа 2025 года; MP Materials, 10 июля 2025 года. Доля правительства США около 10 процентов в Intel в обмен на субсидии, Министерство обороны как крупнейший акционер MP Materials. [Intel](#), [MP Materials](#).

TechRadar о данных Bloomberg и Sightline Climate, 10 апреля 2026 года; SemiAnalysis, 18 июня 2026 года. Оценка, что от трети до половины дата-центров в США на 2026 год могут отложить или отменить, и её оспаривание. [TechRadar](#) через [Yahoo](#), [SemiAnalysis](#).

Bernstein по сообщению ANI, 12 июля 2026 года. 35–40 процентов объявленных мощностей дата-центров под угрозой задержки или отмены, электричество как главное ограничение, очереди на подключение и трансформаторы. ANI через The Tribune.

OpenAI, Anthropic; Axios и NBC News о Google, 19 сентября 2026 года; OpenAI, 25 сентября 2026 года. Случаи, когда модели во время испытаний получили доступ к чужим системам, приостановка обучения, испытаний и запуска самых мощных моделей OpenAI с инструментами после случая 20 сентября. OpenAI об инциденте, OpenAI о случае 20 сентября и паузе, Anthropic об инцидентах, Axios о Google, NBC News о Google.

Белый дом, 25 сентября 2026 года; Синьхуа, 26 сентября 2026 года. Постоянный диалог США и Китая о рисках искусственного интеллекта и канал связи на случай инцидентов. Белый дом об итогах визита, Синьхуа, восемь пунктов согласия, на сайте посольства Китая.

Associated Press, 27 сентября 2026 года. Возможные мотивы лабораторий, политические цели перед промежуточными выборами в США и деньги от выхода на биржу. AP через WCAH.

SpaceX, материалы размещения в SEC; CNBC, The Motley Fool, SpotGamma; котировки Nasdaq. Цена размещения, доля розницы, вход в Nasdaq-100 через 15 торговых дней, учёт акций в индексе, снятие запрета на продажу 911,5 миллиона акций, цены акций. материалы SEC, CNBC о Nasdaq-100, SpotGamma, The Motley Fool о запрете, CNBC, 10 августа, котировки SPCX, Nasdaq.

Anthropic о конфиденциальной подаче; база EDGAR на 27 сентября; Reuters, 4 сентября; CNBC о Cape Frayar; Fortune, 12 сентября 2026 года. Проект заявки Anthropic, отсутствие публичной заявки на дату среза, сроки маркетинга, планы OpenAI на 2027 год, слова Альтмана о размещении. Anthropic, поиск компании в EDGAR, Reuters через Investing.com, Fortune об Альтмане.

The Wall Street Journal, 18 сентября 2026 года, в изложении Investing.com. Перенос выхода Anthropic на биржу на ноябрь, чтобы показать результаты третьего квартала. Investing.com.

Джереми Грэнтэм, интервью The Diary of a CEO. Сравнение SpaceX с пузырьком Южных морей и оценка пузыря. интервью Грэнтэма.

Асват Дамодаран, NYU Stern, годовая доходность и уровни S&P 500 на конец года. С 2009 года индекс с учётом дивидендов заканчивал год ниже только в 2018 и 2022 годах, без дивидендов также в 2011 и 2015 годах. доходность с дивидендами, уровни индекса на конец года.

ФРБ Сент-Луиса, индексы Nasdaq Composite и S&P 500; Moody's. Рекорд Nasdaq 22 сентября, рост S&P 500 с начала года, капитальные затраты шести компаний в 2026 и 2027 годах. Nasdaq, FRED, S&P 500, FRED, закрытие 25 сентября, Yahoo Finance, Moody's.

OpenRouter, рейтинг моделей по данным на 26 сентября 2026 года. Первые места китайских моделей по объёму обработанных токенов за неделю, доля китайских разработчиков и Anthropic в запросах за неделю с 14 сентября. рейтинг OpenRouter.

Прогнозы, приведённые по первой части.

Джим Чанос и Майк Новограц. Крупнейшие размещения как признак вершины рынка. Первая часть, глава 4, «Так заканчиваются рынки».

Майк Макглоун. Падения S&P 500 по итогам года в годы промежуточных выборов. Первая часть, глава 4, «Календарь опасной зоны».

Майкл Бьюрри и Марк Кьюбан. Вершина рынка до конца цикла капитальных затрат; вычисления подешевеют. Первая часть, глава 11, «Почему шторм может не собраться».

Глава 2. Долг США и ловушка ФРС

Министерство финансов США, дневные кривые номинальной и реальной доходности, август и сентябрь 2026 года; ФРБ Сент-Луиса, инфляционные ожидания. Доходности десяти- и тридцатилетних облигаций с 28 августа по 25 сентября, максимум с июля 2007 года, вклад реальной доходности, инфляционные ожидания. кривая за август, кривая за сентябрь, реальная доходность, инфляционные ожидания, T10YIE, кривая за 2023 год, кривая за 2007 год.

Стив Айсман, выпуск The Weekly Wrap, записан 24 сентября 2026 года. Нефть и доходность десятилетних облигаций как две главные силы рынка, отметка в 5 процентов и ожидание коррекции. выпуск на YouTube.

Министерство финансов США, Debt to the Penny; ФРБ Сент-Луиса, номинальный ВВП. Государственный долг выше 40 триллионов долларов, соотношение с годовым ВВП. Debt to the Penny, ВВП США, FRED.

Министерство финансов США, ежемесячный отчёт о бюджете за август 2026 года. Чистые процентные расходы 1,017 триллиона долларов за 11 месяцев, сравнение с обороной и Medicare, доходы и дефицит. Monthly Treasury Statement.

Министерство финансов США, отчёт о государственном долге на 31 августа; Roll Call, 9 сентября; The Hill, сентябрь 2026 года. Запас под потолком долга 1,1 триллиона долларов, оценка Лу Крэндалла из Wrightson ICAP, временное финансирование правительства до 11 декабря. отчёт о госдолге, Roll Call, The Hill.

Федеральная резервная система, решения 29 июля и 16 сентября 2026 года. Голосование девять против трёх 29 июля, повышение ставки 16 сентября, прогнозы участников заседания. заявление 29 июля, заявление 16 сентября, прогнозы участников.

Кевин Уорш, утверждение Сенатом, вступление в должность 22 мая и выступление в Джексон-Хоуле 28 августа 2026 года. Голосование 54 против 45, инфляция по мерке ФРС 3,7 и 4,1 процента, цитаты о цели по инфляции и о дисциплине, доля ИИ в росте капитальных вложений. C-SPAN о голосовании, ФРС о вступлении в должность, речь в Джексон-Хоуле.

Майкл Барр, член совета управляющих ФРС, выступление 23 сентября 2026 года. В базовом сценарии понадобятся новые шаги, чтобы своевременно вернуть инфляцию к цели. речь Барра.

Министерство финансов США о выкупах облигаций; Bloomberg, 10 сентября 2026 года. Увеличение лимита выкупа, операция 10 сентября, назначение программы. Казначейство об увеличении, параметры программы, разъяснение Казначейства, данные о выкупах, Bloomberg.

Министерство финансов США, данные аукционов, сентябрь 2026 года. Спрос на размещения 9, 10 и 15 сентября, доля первичных дилеров. данные аукционов, результаты TreasuryDirect.

Бюро статистики труда США, индекс потребительских цен за июль и август 2026 года. Годовой рост цен 3,4 процента, майский пик 4,2, базовая инфляция, месячный рост, энергия и бензин. выпуск за август, выпуск за июль, страница индекса.

Бюро экономического анализа США; Федеральный резервный банк Атланты. Расходы и цены за июль, вторая оценка ВВП за II квартал, оперативная оценка роста на III квартал. цены за июль, ВВП, вторая оценка, GDPNow.

Майк Новограц, подкаст All Things Markets, выпуск 26, 13 июня 2026 года. Обесценивание долга инфляцией в 3–4 процента и около 30 процентов за десять лет (11:02–12:08). выпуск на YouTube.

Goldman Sachs, 5 и 12 августа 2026 года; Федеральный резервный банк Далласа, 10 февраля 2026 года. Около 500 миллиардов долларов долга, связанного с ИИ, эффект вытеснения и его оценка, механизм давления на спрос на длинные облигации. Goldman Sachs Exchanges, Goldman Sachs через Axios, ФРБ Далласа.

Торстен Слок на форуме ЕЦБ в Синтре, по сообщению Reuters; обзор финансовой стабильности ЕЦБ, май 2026 года. Дилемма, при которой финансовой стабильности угрожает и успех ИИ, и его провал. Reuters о Синтре, обзор ЕЦБ.

Майкл Кембалест, J.P. Morgan, в Behind the Balance Sheet. Сценарий долгового кризиса, который начинается с отказа суверенных фондов от новых выпусков. интервью Кембалеста.

Министерство финансов США, система TIC, данные за июль 2026 года; Всемирный совет по золоту. Вложения Китая 618 и 694 миллиарда долларов, покупки иностранных официальных учреждений 44,4 миллиарда, 289 тонн золота во II квартале. держатели казначейских бумаг, TIC за июль, Всемирный совет по золоту.

Международный валютный фонд, COFER за I квартал 2026 года. Доля доллара 57,13 процента мировых валютных резервов. МВФ, COFER.

Министерство финансов США о законе GENIUS; Скотт Бессент. Требования к обеспечению стейблкоинов, срок 93 дня, вступление норм 18 января 2027 года, оценка будущего рынка. Комитет по займам о GENIUS Act, заявление Бессента, о дате вступления норм.

Административно-бюджетное управление США, исторические таблицы; ФРБ Сент-Луиса об инфляции и долге. Долг 106 процентов ВВП в 1946 году и 23,2 процента в 1974-м, механизм обесценивания долга. исторические таблицы, ФРБ Сент-Луиса.

Прогнозы, приведённые по первой части.

Питер Шифф. ФРС может лаять, но не кусать. Первая часть, глава 5, «Невозможный выбор Федеральной резервной системы».

Питер Шифф. ФРС проиграла войну с инфляцией. Первая часть, глава 5, «Единственный выход это обесценить долг».

Рэй Далио. Среда становится всё более стагфляционной. Первая часть, глава 5, «Ингредиенты стагфляции уже видны».

Первая часть. Перезаём около 8 триллионов долларов за двенадцать месяцев. Первая часть, глава 5, «Долг, который нельзя вернуть».

Глава 3. Война, нефть и иностранные деньги

Международное энергетическое агентство, Oil Market Report за июль, август и сентябрь 2026 года. Фактическое закрытие Ормуза в начале июля, экспорт нефти и нефтепродуктов из Залива, падение экспорта дизеля и авиатоплива, рекордная маржа переработки. отчёт МЭА за июль, за август, за сентябрь.

Международное энергетическое агентство, Oil Market Report за май 2026 года; Управление энергетической информации США, 24 апреля 2026 года. Продолжение перебоя в мае, физическая цена Brent до 144 долларов в апреле и рекордный разрыв с биржевой ценой. отчёт МЭА за май, EIA о разрыве спотовой и биржевой цены.

Lloyd's List Intelligence, 16 и 24 сентября 2026 года. Проходы судов через Ормуз с 24 августа по 20 сентября, предварительные данные и их пересмотр, оценка влияния нападений на поток. обзор по Ормузу, 16 сентября, обзор по Ормузу, 24 сентября.

Al Jazeera, 26 августа; Bloomberg и NBC News, 30 августа; IRNA, 23 августа 2026 года. Объявленный Ираном морской коридор, удар США 30 августа и ответ Ирана, плата за проход в законопроекте о проливе. Al Jazeera о коридоре, Bloomberg об ударе, NBC News об ударе, IRNA о законопроекте.

Reuters, Axios и The National, 22–24 сентября; Associated Press, 25 и 26 сентября; The Wall Street Journal, 25 сентября, по сообщениям Al Jazeera и The National. Предложение Ирана открыть пролив, контакты сторон на Генеральной Ассамблее ООН, обсуждение поэтапной сделки и платы за проход, семидневный план Аракчи, отказ Трампа от иранского предложения 26 сентября, его ожидание сделки после выборов и сообщение о вероятном возобновлении бомбардировок. Reuters через U.S. News, Axios, The National, Reuters о поэтапной сделке, AP о плане Аракчи, AP об отказе Трампа, Al Jazeera о сообщении WSJ, The National о сообщении WSJ.

Белый дом, 25 сентября 2026 года; Синьхуа, 26 сентября 2026 года. Итоги визита Си Цзиньпина в США, согласие лидеров, что никто не вправе брать плату за проход по международным водным путям, призыв Трампа к Китаю нарастить выпуск нефтепродуктов. Белый дом об итогах визита, Синьхуа, восемь пунктов согласия, на сайте посольства Китая.

Press TV через GlobalSecurity, 26 сентября; Al Jazeera, 27 сентября 2026 года. Предупреждение иранского ведомства по проливу об ограничении прохода судов тех фрахтователей, которые отправляют их маршрутами без разрешения Ирана. Press TV через GlobalSecurity, Al Jazeera.

Business Standard, 23 сентября 2026 года, по данным UKMTO и МИД Индии. Удар по сухогрузу Cape Dao у берегов Омана и гибель моряка. Business Standard.

Управление энергетической информации США, недельные и дневные ряды. Рекорд розничной цены дизеля, запасы дистиллятов на 12 процентов ниже пятилетнего среднего и коммерческие запасы нефти примерно на 2 процента выше него на 18 сентября, резерв 284,6 млн баррелей и минимум с октября 1982 года, спотовая цена Brent. розничная цена дизеля, недельный отчет о запасах, коммерческие запасы нефти по неделям, резерв SPR, резерв SPR ежемесячно с 1977 года, запасы дистиллятов по неделям, спотовая цена Brent.

Управление энергетической информации США, Министерство энергетики США, Счетная палата США. Обмен 172 млн баррелей, история аварийных выпусков, состояние соляных каверн резерва. EIA о выпуске из резерва, история выпусков, доклад GAO.

Associated Press, Reuters, Saudi Gazette и The National, сентябрь 2026 года. Атаки на нефтепровод East-West, его остановка 10 сентября и перезапуск 22 сентября, оценка Rystad Energy, удары по Джизану. AP об атаках, Reuters об остановке, Saudi Gazette, The National о перезапуске, AP о Джизане.

Al Jazeera, 24 августа; The Media Line и NBC News, 19 сентября; The National по данным Kpler, 12 сентября 2026 года. Удары хуситов по саудовскому танкеру и объекту в Янбу, поток судов через Баб-эль-Мандеб. Al Jazeera о танкере, The Media Line о Янбу, NBC News, The National о Баб-эль-Мандебе.

Reuters, 22 сентября 2026 года; биржевые котировки Brent. Биржевая цена Brent 15, 21, 22, 24 и 25 сентября. Reuters через Investing.com, история цен Brent, Investing.com.

Правительство России и «Интерфакс», июль и август 2026 года; «Ведомости», «Коммерсантъ», «АиФ Пермь», «Парламентская газета» и Reuters, сентябрь 2026 года. Запрет экспорта дизеля, его распространение на производителей 8 июля и продление до 30 сентября, решение совещания у Александра Новака 14 сентября продлить запрет до конца октября, остановка Московского НПЗ после удара 20 сентября, Пермского и Новошахтинского НПЗ после ударов 25 сентября. правительство России, постановление от 8 июля, «Интерфакс», «Ведомости», 15 сентября, «Коммерсантъ», Reuters о Московском НПЗ через Yahoo Finance, Сергей Собянин о повреждении объекта на заводе, «Коммерсантъ», Reuters о Пермском НПЗ, губернатор Пермского края, «АиФ Пермь», Reuters о Новошахтинском НПЗ через U.S. News, губернатор Ростовской области, «Парламентская газета».

Росстат, 23 сентября 2026 года. Потребительские цены на бензин и дизельное топливо на 21 сентября к концу декабря 2025 года. Росстат.

Бюро статистики труда США, индекс потребительских цен за август 2026 года. Рост цен на энергию на 16,3 процента за год. выпуск за август.

UPI, 22 сентября; Reuters, 23 сентября 2026 года. Слова Скотта Бессента и Трампа о возможном запрете экспорта дизеля, позиция министра энергетики Криса Райта, опровержение Белого дома. UPI, Reuters через U.S. News.

Федеральная резервная система, 16 сентября 2026 года. Повышение ставки до 3,75–4 процентов, заявление, в котором инфляция названа повышенной, а нефть не упоминается. заявление ФРС.

Goldman Sachs, сценарии цен на нефть при перебое в Ормузском проливе, в пересказе Fox Business 26 марта и ING 23 марта 2026 года. Пик Brent около 140 долларов при перебое на десять недель и около 160 долларов при разрушении инфраструктуры и долгой потере добычи. Fox Business, ING.

ExxonMobil, анонс выступления 14 мая; CNBC 28 мая и MT Newswires 29 мая 2026 года. Слова старшего вице-президента Нила Чапмана о цене физических партий Brent и сроке в две-три недели. анонс ExxonMobil, CNBC, MT Newswires через Yahoo Finance.

Майк Новограц и Энтони Скарамуччи, подкаст All Things Markets, выпуск 26, 13 июня 2026 года. Прогнозы о войне с Ираном (17:19–18:11) и об обесценивании долга инфляцией (11:02–12:08). выпуск на YouTube.

Роберт Пейп, интервью, опубликованное 23 июля 2026 года. Оценка вероятности отправки американских войск на территорию Ирана. интервью Пейпа.

Министерство экономики, торговли и промышленности Японии, Министерство финансов Японии, Банк Японии, ФРС. Зависимость от ближневосточной нефти, интервенции и совместное заявление с Казначейством США 31 июля, сделки японских инвесторов с иностранными облигациями, доходность японских облигаций, повышение ставки 18 сентября, курс иены 155,85 и 156,87. МЕТИ о зависимости от нефти, интервенции Минфина, заявление 31 июля, недельные сделки с иностранными бумагами, доходности японских облигаций, решение Банка Японии, курс иены, ФРС H.10.

Казначейство США, система TIC; ФРС о механизме FIMA Repo. Японский портфель американских казначейских бумаг и сделки с долгосрочными бумагами, использование FIMA Repo на 23 сентября. система TIC, держатели казначейских бумаг, ФРС о FIMA Repo, баланс ФРС H.4.1.

Bloomberg, 15 сентября 2026 года. Слова Скотта Бессента в Конгрессе о том, что сильная иена извлекает Японию от продажи американских активов ради интервенций. Bloomberg, Bloomberg через Yahoo Finance.

Reuters, 1 и 2 сентября 2026 года. Оценка аналитика State Street и опрос японских пенсионных фондов. Reuters, 1 сентября, Reuters, 2 сентября.

OpenAI, Anthropic, Катарское инвестиционное управление и xAI о раундах финансирования; Майкл Кембалест в Behind the Balance Sheet. Участие MGX и Катарского управления в раундах ИИ-компаний, дата раунда Anthropic, сценарий отказа суверенных фондов от аукционов. [OpenAI о раунде, Anthropic, Series H, Катарское управление, xAI, Series C, интервью Кембалеста.](#)

Европейские операторы газовых хранилищ AGSI+; Совет ЕС; Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования, 5 августа 2026 года. Заполнение газовых хранилищ на 26 сентября и среднее за 2021–2025 годы на ту же дату, запрет российского газа по долгосрочным контрактам, поставки катарского СПГ. AGSI+, данные по ЕС, Совет ЕС о запрете, обзор ЦМАКП.

Правительство Польши, Елисейский дворец, The Guardian, Сейм Литвы, Совет ЕС, 17–22 сентября 2026 года. Заявления Туска и Макрона, оценка главы службы безопасности Латвии, голосование Сейма Литвы, программа SAFE. правительство Польши, Елисейский дворец, The Guardian, Сейм Литвы, Совет ЕС о SAFE.

The Defense Post по данным AFP, 21 июля 2026 года. Совместные учебные стрельбы кораблей Китая и России в исключительной экономической зоне Японии 20 июля, о которых Минобороны Японии сообщило впервые. The Defense Post.

Министерство финансов США, дневная кривая доходности, сентябрь 2026 года. Доходность десятилетних облигаций, в том числе 5,01 процента 16 сентября. кривая за сентябрь.

JPMorgan, записка аналитиков 17 сентября 2026 года, в изложении Reuters и Bloomberg. Отсутствие у банка базового сценария для нефтяного рынка, экономические границы, которые банк считал непереходимыми для администрации США, и иххождение. Reuters через Investing.com, Bloomberg.

Прогнозы, приведённые по первой части.

Ричард Мерфи. У Запада нет надёжного способа снова открыть пролив. Первая часть, [глава 6, «Иран воюет не армией, а экономикой».](#)

Ричард Мерфи. Раньше осени ничего не сдвинется. Первая часть, [глава 6, «Вектор, который взрывается за дни».](#)

Ричард Мерфи. Спираль кризиса. Первая часть, [глава 6, «Спираль кризиса по Ричарду Мерфи».](#)

Рэй Далио. Блокада Тайваня без вторжения остановит выпуск передовых чипов. Первая часть, [глава 6, «Второй фронт, Тайвань и чипы».](#)

Глава 4. Климат и еда

NOAA, обсуждения ENSO за июнь, август и 10 сентября 2026 года. Вероятность очень сильного Эль-Ниньо 63 процента в июне и больше 90 в сентябре, 69 и 75 процентов исторического события, переход на относительный индекс, аномалия за август. [обсуждение 10 сентября, архив обсуждений, об относительном индексе, ряд Нино 3.4.](#)

Carbon Brief, 21 сентября 2026 года. Суточная аномалия 3,11 градуса и прежний рекорд 3,08, оценка августа 2,45 градуса. [Carbon Brief.](#)

Всемирная метеорологическая организация, 3 сентября; Copernicus, август 2026 года. Сохранение Эль-Ниньо до февраля 2027 года, самый тёплый август, 1,65 градуса выше доиндустриального уровня. BMO, Copernicus.

Лаборатория GFDL при NOAA, 8 сентября 2026 года. Экспериментальный прогноз, пик чуть ниже августовского. GFDL, сентябрьский прогноз.

ФАО, индекс продовольственных цен за август и баланс зерновых, 4 сентября 2026 года. Индекс 133,3 пункта, сахар, зерновые, пшеница, молочные продукты, Ормуз в числе причин, урожай и запасы зерновых, отставание от пика 2022 года. [ФАО об индексе, баланс зерновых.](#)

Министерство сельского хозяйства США, WASDE за сентябрь 2026 года; Объединённый исследовательский центр Еврокомиссии, 27 июля и 24 августа. Урожай пшеницы, риса и кукурузы, прогнозы яровых и летних культур в ЕС. WASDE, USDA о рисе, JRC, июль, JRC, август.

Индийская метеослужба IMD, Business Standard, Министерство статистики Индии. Пересмотр прогноза муссона до 90 процентов нормы 29 мая, прогноз на сентябрь, дефицит 13,8 процента за июнь–август и 15 процентов с 1 июня по 23 сентября, продовольственная инфляция 5,95 процента. [IMD о пересмотре, IMD, 31 августа, IMD, 24 сентября, Business Standard, Министерство статистики.](#)

Всемирный банк, Commodity Markets Outlook, апрель 2026 года, и блог о рынке удобрений; ФАО о следующих урожаях. Остановка производства в Иране и Катаре, цена мочевины, прогноз цен удобрений, доля Ближнего Востока, риск для урожая 2026 и 2027 годов. [Commodity Markets Outlook, блог Всемирного банка, ФАО об удобрениях.](#)

ICIS, 30 июля 2026 года. Простой около семи гига-ватт атомной мощности в ЕС из-за жары и низкой воды. [ICIS.](#)

«Интерфакс» по данным Росстата, 11 сентября 2026 года; «Ведомости» об опросе инфОМ для Банка России, 22 сентября 2026 года. Подорожание продуктов в России за год по август на 5,08 процента, инфляция 6,33 процента, наблюдаемая людьми инфляция 15,1 процента. [«Интерфакс», «Ведомости».](#)

Бюро статистики труда США, индекс потребительских цен за август 2026 года. Рост цен на еду в США на 2,7 процента за год. [выпуск за август.](#)

ABARES, Australian Crop Report, сентябрь 2026 года. Площадь и урожай пшеницы в Австралии, роль удобрений и погоды. [ABARES.](#)

Международный валютный фонд о валютном канале продовольственных цен. Долларовая торговля едой и влияние ослабления валюты на импортный счёт. [МВФ.](#)

Всемирная продовольственная программа ООН, март и 5 августа 2026 года. 318 миллионов человек с острой нехваткой еды и ещё до 45 миллионов из-за войны, модель для 45 стран на случай Эль-Ниньо. ВПП, март, ВПП, август.

Бюро мелиорации США; OpenSnow; Геологическая служба США. Правила работы системы реки Колорадо и сокращение поставок Аризоне в 2027 году, прогноз снега, доля горного снега в стоке. правила после 2026 года, сокращения 2027 года, OpenSnow, USGS.

Британская метеослужба Met Office, карты влияния Эль-Ниньо и Ла-Нинья. Разные исходы обычных и очень сильных событий для севера Европы, огорворка, что карты не служат прогнозом для нынешнего события. Met Office.

Прогнозы, приведённые по первой части.

Британская метеослужба. Около двух градусов к сентябрю. Первая часть, глава 7, «Что уже подтверждено».

Саймон Кинг и группа Джеймса Хансена. Рекордное тепло в 2027 году. Первая часть, глава 7, «Лихорадка поверх лихорадки».

Стив Кин. Блокада отрезает 30–50 процентов потока удобрений, производство еды в Южной Азии падает на 20–50 процентов. Первая часть, глава 6, «Где на самом деле рвётся».

Глава 5. Рабочие места

Торстен Слок и Сания Эдлех; PwC, по сообщениям Bloomberg Law. Зарплаты и занятость в 321 профессии, рост зарплат в профессиях, где ИИ дополняет специалиста. Bloomberg Law о работе Слога, Bloomberg Law о PwC.

Кевин Уорш, слушания 14 июля 2026 года; доклад ФРС о денежно-кредитной политике. ИИ пока не вытеснил работников, создание рабочих мест и безработица. выступление Уорша, доклад ФРС.

Bank of America Institute. Связь ИИ с ростом занятости в 206 отраслях. Bank of America Institute.

Challenger, Gray & Christmas, отчёт за август 2026 года; Principal Financial Group. Объявленные сокращения за январь–август, в том числе без госсектора, рост в технологическом секторе, ИИ среди причин сокращений. Challenger, Principal Financial Group.

Торстен Слок, беседа с Bloomberg Television. Два противоположных сценария для рынка труда. Bloomberg Television.

Национальное бюро экономических исследований США, Firm Data on AI; ФРБ Атланты. Опрос почти шести тысяч руководителей, ожидаемое сокращение занятости на 0,7 процента. NBER, ФРБ Атланты.

hh.ru, «Краткий обзор рынка труда. Август 2026»; «Интерфакс» по данным Росстата, 2 сентября, и о пресс-релизе Банка России, 11 сентября 2026 года. Число резюме на одну вакансию по профессиям и изменение числа вакансий за год, безработица в России в июле 2,3 процента, сокращение дефицита кадров. hh.ru, обзор за август, «Интерфакс», 2 сентября, «Интерфакс», 11 сентября.

Федеральный резервный банк Нью-Йорка, рынок труда недавних выпускников. Безработица 5,6 процента и 42 процента работающих не по уровню образования. ФРБ Нью-Йорка.

Бюро статистики труда США, отчёт о занятости за август 2026 года. 162 тысячи рабочих мест, безработица 4,1 процента, информационный сектор, почасовая оплата. отчёт о занятости.

Банк Кореи, доклад 18 августа 2026 года. Потеря 268 тысяч из 285 тысяч мест молодых корейцев в отраслях с высокой подверженностью ИИ. доклад, английское резюме.

SignalFire, State of Tech Talent 2026. Найм выпускников в крупнейших технологических компаниях и стартапах. SignalFire.

McKinsey, 6 апреля 2026 года; Strada Institute for the Future of Work, 19 мая 2026 года. 51 процент организаций о снижении потребности в начальных ролях, ожидания работодателей о найме начинающих. McKinsey, Strada.

Слушания в банковском комитете Сената США, 15 июля 2026 года. Прогноз сенатора Марка Уорнера о безработице выпускников. расшифровка слушаний.

Бюджетное управление Конгресса США. Подходный налог и налоги с фонда оплаты труда в доходах 2026 года. CBO о доходах, бюджетный прогноз.

Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования, 5 августа 2026 года; Detroit News, 16 апреля 2026 года. ВПК как драйвер роста и привлечение стартапов, просьба Пентагона к General Motors и Ford. обзор ЦМАКП, Detroit News.

Gallup, 15 сентября; Reuters и Ipsos, июнь 2026 года. 27 процентов работников боятся, что технология сделает их работу ненужной, 53 процента американцев опасаются потери работы из-за ИИ. Gallup, Reuters и Ipsos через AOL.

Ramp AI Index, сентябрь 2026 года; Moonshot, веса Kimi K3. Снижение эффективной цены токена, запуск модели на собственных серверах. Ramp, сентябрь, веса Kimi K3.

Нир Джаймович и Генри Сиу, NBER. Доля потерь рутинных рабочих мест в рецессиях. NBER.

Прогнозы, приведённые по первой части.

Майк Новограц. Страх перед ИИ станет главной темой выборов 2028 года. Первая часть, глава 10, «Это станет главным политическим вопросом».

Торстен Слок. Фраза, приведённая в первой части. Первая часть, глава 11, «Самое сильное возражение, может быть, замены не будет».

Глава 6. Что может не сбыться

Данные главы о нефти, резерве, Эль-Ниньо, частном кредите, SpaceX и рабочих местах подтверждают источники глав 1–5. Ниже приведены только дополнительные источники.

Международный валютный фонд, июльское обновление прогноза; Всемирный банк; ФРС, прогнозы 16 сентября 2026 года. Рост США в 2026 и 2027 годах, мировая инфляция. МВФ, Всемирный банк, прогнозы ФРС.

Бюро экономического анализа США; Федеральный резервный банк Атланты. Рост во II квартале, оперативная оценка на III квартал. ВВП, вторая оценка, GDPNow.

Reuters, Al Jazeera и The Times of Israel, 22–23 сентября; Associated Press, 25 и 26 сентября; The Wall Street Journal, 25 сентября, по сообщению Al Jazeera; Axios, 27 сентября. Предложение Ирана открыть пролив, переговоры через посредников, условия Ирана, оценка Уиткоффа и слова Трампа, семидневный план Аракчи, заявление Белого дома 25 сентября, отказ Трампа 26 сентября, сообщение о вероятном возобновлении бомбардировок, ожидание Ираном официальной позиции США и слова Трампа 27 сентября о возобновлении переговоров и новых ударах. Reuters через U.S. News, Al Jazeera о переговорах, The Times of Israel, Al Jazeera об оценках, AP о плане Аракчи, AP об отказе Трампа, Al Jazeera о сообщении WSJ, CNN об ответе Ирана, Axios, 27 сентября, The Jerusalem Post по Axios через Yahoo.

JPMorgan, записка аналитиков 17 сентября 2026 года, в изложении Reuters и Bloomberg. Справедливая цена Brent около 90 долларов за баррель, риск потери ещё 4 миллионов баррелей в сутки сверх 10 миллионов, спрос на 4,4 миллиона баррелей в сутки ниже прошлогоднего, снижение мировых запасов на 555 миллионов баррелей, запасы как буфер и риск роста цены до конца года. Reuters через Investing.com, Bloomberg.

МИД Китая, 25 сентября; Белый дом, 25 сентября; Синьхуа, 26 сентября; Foreign Policy и NPR, 24 сентября; The Nation (Таиланд). Продление торгового перемирия США и Китая до 10 января 2027 года, объявленное Скоттом Бессентом 23 сентября, итоги визита, договорённость подготовить взаимное снижение пошлин на часть товаров на 30 миллиардов долларов в каждую сторону. МИД Китая о переговорах, Белый дом об итогах визита, Синьхуа, восемь пунктов согласия, на сайте посольства Китая, Foreign Policy, The Nation, CNBC об итогах визита, NPR.

ФРБ Сент-Луиса, ряды инфляционных ожиданий, базовой инфляции и спреда облигаций ВВ. Инфляционные ожидания 2,34 процента, трёхмесячный темп базовой инфляции, надбавка 1,64 пункта на 24 сентября. T10Y1E, базовый PCE, спред ВВ.

Банк международных расчётов, годовой доклад 2026 года; Национальная лаборатория имени Лоуренса Беркли Министерства энергетики США, Queued Up. Сравнение бума с железными дорогами и интернетом, срок от заявки на подключение до ввода. годовой доклад BIS, Queued Up 2026.

Microsoft, результаты IV квартала 2026 финансового года; Nvidia, результаты II квартала. Пост Azure на 43 процента, выручка и прибыль Nvidia, выручка дата-центров. Microsoft, Nvidia.

Федеральная резервная система, стресс-тест 2026 года. 32 банка выше минимальных требований после гипотетических потерь свыше 708 миллиардов долларов. результаты стресс-теста, таблицы.

Управление энергетической информации США, краткосрочный прогноз, сентябрь 2026 года. Средняя цена Brent в 2027 году и прогноз запасов дистиллятов. прогноз EIA.

Глава 7. Окно риска и главные сигналы

Цифры главы взяты из тех же источников, что в главах 1–5, в том числе МЭА, EIA, TIC, ФРБ Нью-Йорка, ФАО, Lloyd's List, Roll Call и The Hill. Ниже приведены только дополнительные источники.

Бюро экономического анализа и Бюро статистики труда США, графики выпусков; NOAA; ФРС, календарь заседаний. Сроки выхода данных о ценах и рынке труда, новой оценки Эль-Ниньо и заседания ФРС. график BEA, график BLS, NOAA об ENSO, календарь ФРС.

ФРБ Сент-Луиса, ряды базового PCE, почасовой оплаты и цен. Трёхмесячные темпы базовой инфляции по мерке ФРС и по индексу потребительских цен, реальная почасовая оплата. базовый PCE, базовый CPI, почасовая оплата, индекс цен.

Национальное бюро экономических исследований США. Датировка рецессий задним числом. NBER о датировке.

Глава 8. Что делать теперь

Кроме данных о топливе и рынке труда в России, глава 8 и «Последнее слово» опираются на данные предыдущих глав.

Росстат, 23 сентября 2026 года. Потребительские цены на бензин и дизельное топливо на 21 сентября к концу декабря 2025 года. Росстат.

hh.ru, «Краткий обзор рынка труда. Август 2026».

Число резюме на одну вакансию в офисных и рабочих профессиях. hh.ru, обзор за август.

КОНТАКТЫ



Автор методологии:

Андрей Майнгардт

AI Strategist в WMT AI

ameinhardt@wmtgroup.ru

Telegram: [@Andrew_meinhardt](https://www.instagram.com/Andrew_meinhardt)

ИИ Стратег, практик и исследователь

Автор блога NEUROMEIN



Интегратор и разработчик AI-решений для бизнеса.
Создаем инструменты на основе искусственного интеллекта и помогаем командам освоить их для решения конкретных задач.

wmt-ai.ru · wmt-ai@wmtgroup.ru

Telegram: [@boltutskaya](https://www.instagram.com/boltutskaya)