



Asilo Argo -erikoissijoitusrahasto · Salkunhoitajien kvartaalikirje Q2 / 2026

Q2 / 2026: TUESTA NIUKKUUTEEN

JOHDANTO

Huhtikuussa erään maailman suurimman kuluttajateknologiayhtiön teknologiajohtaja myönsi – lähes ohimennen – että yhtiö oli kuluttanut koko vuotuisen tekoälybudjettinsa neljässä kuukaudessa. Ei siksi, että hankkeet olisivat epäonnistuneet, vaan siksi, että ne olivat onnistuneet. Agentit päästettiin valloilleen, ne tuottivat ja ne kuluttivat. Budjettierä, jonka oli määrä riittää kahdeksitoista kuukaudeksi, riitti vain kolmanneksen suunnitellusta.

Palaamme tähän tunnustukseen yhä uudelleen, sillä se on rehellisin kuvaus, joka meillä on siitä, mihin vaiheeseen tekoälytalous tällä neljänneksellä todella siirtyi.

Rajoite siirtyi.

Kahden vuoden ajan tekoälyä sitova rajoite oli ideoiden maailmassa – parempina arkkitehtuureina, parempina koulutusresepteinä, parempina tapoina kytkeä mallit työhön. Näiden järjestelmien ajamisen kustannus oli karkeasti ottaen nolla, koska laboratoriot maksoivat sen puolestamme. Päätelyä (inferenssiä) myytiin alle omakustannushinnan käyttäjien voittamiseksi – samalla kunnianarvoisalla tavalla kuin jokainen alusta, joka halusi ottaa markkinan haltuunsa ennen kuin alkoi laskuttaa siitä. Olemme oppineet tunnistamaan tuon kaavan vuosikymmenen ajan; se on sama kaava, joka rakensi kuluttajainternetin.

Tuo aikakausi päättyi toisella vuosineljänneksellä. Hiljaa, ilman yhtäkään määrittävää otsikkoa, rajoite siirtyi ideoiden maailmasta fysiikan maailmaan – laskentaan, sähköön ja lopulta itse piihin. Älykkyyden hinta lakkasi olemasta jotain, jonka tase voi sulattaa, ja muuttui joksikin, jota talouden on pakko rationoida. Pidämme tätä siirtymää – tukikaudesta niukkuuden kauteen – vuoden 2026 ensimmäisen puoliskon tärkeimpänä kehityskulkuna ja sellaisena, jonka juuri hinnoittelusta vastaavat toimijat todennäköisimmin tulkitsevat väärin. Siksi omistamme suuren osan tästä kirjeestä juuri sille.

Tämä katsaus on Asilo Asset Management Oy:n tuottamaa markkinointimateriaalia. Tämä katsaus ei ole kehoitus merkitä, lunastaa tai vaihtaa rahasto-osuuksia. Sijoittajan tulee sijoituspäätöksiä tehdessään perustaa päätöksensä omaan arvioonsa sekä ottaa huomioon omat tavoitteensa ja taloudellinen tilanteensa. Sijoittajan ei tule perustaa sijoituspäätöstään tähän katsaukseen. Tätä katsausta laadittaessa on pyritty tietojen luotettavuuteen, Asilo Asset Management Oy ei voi taata tämän katsauksen sisältämien tietojen täydellisyyttä tai oikeellisuutta eikä vastaa sen sisältämien tietojen mahdollisista virheistä tai puutteista. Rahastosijoittamiseen liittyy aina taloudellinen riski. Riskit on esitelty tarkemmin rahaston avaintietoasiakirjassa ja rahastoesitteessä. Rahastoon tehdyn sijoituksen arvo voi nousta tai laskea ja sijoitetun pääoman voi menettää osittain tai kokonaan, eikä rahastolle asetettua tavoitetuottoa välttämättä saavuteta. Historiallisen kehityksen perusteella ei voi tehdä luotettavaa arviota tulevista tuotoista. Sijoittajan tulee ennen sijoituspäätöksen tekemistä tutustua huolellisesti rahaston rahastoesitteeseen, avaintietoasiakirjaan ja sääntöihin, jotka ovat saatavissa GRIT Rahastoyhtiö Oy:stä ja/tai Asilo Asset Management Oy:stä. Rahastoa hallinnoi GRIT Rahastoyhtiö Oy.

JEVONSIN TEESI

Intuitio, jonka mukaan laskeva hinta pienentää liikevaihtoa, on niin syvälle juurtunut taloudelliseen ajatteluun, että sitä pidetään terveenä järkenä. Useimpien hyödykkeiden kohdalla se pitää paikkansa. Kun maidon hinta puolittuu, maitotilallinen ansaitsee suunnilleen puolet vähemmän – vaikutusta vaimentaa osittain se marginaalinen lisäkulutus, jota alemmat hinnat houkuttelevat, mutta ei läheskään kumoa sitä.

On kuitenkin olemassa kapeampi hyödykkeiden luokka, johon tämä sääntö ei päde. William Stanley Jevons tunnisti sen 1800-luvulla tutkiessaan hiiltä: kun tiettyjen hyödykkeiden hinta laskee, kokonaiskulutus kasvaa niin räjähdysmäisesti, että tuottajien liikevaihto kasvaa eikä suinkaan laske. Mekanismi ei ole mystinen. Riittävän suuri hinnanlasku tekee hyödykkeestä taloudellisesti kannattavan sovelluksissa, jotka aiemmin olivat epäkäytännöllisiä, ja avaa kokonaan uusia markkinoita, jotka jättävät alkuperäiset varjoonsa. Sähkö on selkein moderni esimerkki. Sähkön reaalihinta Yhdysvalloissa laski noin 80 % vuosien 1913 ja 2024 välillä; samalla ajanjaksolla inflaatiokorjattu kuluttajasähkömarkkina kasvoi yli kolmikymmenkertaiseksi. Selitys ei ole se, että kotitaloudet olisivat alkaneet tuhlailta valaistuksella: laskevat hinnat tekivät sähköstä hyödyllistä tavoilla, joita ei yksinkertaisesti ollut aiemmin olemassa – ensin yläluokan uutuuksena, sitten kotitalouden hyödykkeenä ja lopulta koko teknologisen sivilisaation perustana. Tavallisessa länsimaisessa kodissa on nykyään 60–70 sähkölaitetta. Mitään tästä kysynnästä ei olisi voinut kuvitella 1930-luvun sähköyhtiöanalyytikon näkökulmasta.

Syy, miksi tällä on nyt merkitystä, on se, että tekoälyllä on niiden hyödykkeiden rakenteelliset ominaisuudet, joihin Jevonsin paradoksi pätee – ja tämän lisäksi yleiskäyttötekniikan (General Purpose Technology) ominaisuudet: sen erityisen innovaatioluokan, joka muovaa kokonaisia talouksia eikä vain yhtä toimialaa. Höyrykone, sähkö, polttomoottori ja internet täyttivät kukin kolme määrittävää kriteeriä. Kukin oli laajasti toimialarajat ylittävä. Kukin parani jatkuvasti. Ja kukin synnytti täydentäviä innovaatioita – uusia liiketoimintamalleja, uusia tuotteita, uusia tapoja organisoida työtä – jotka moninkertaistivat sen alkuperäisen vaikutuksen suuruusluokilla. Tekoäly täyttää kaikki kolme. Se on jo integroitu terveydenhuoltoon, rahoitukseen, valmistavaan teollisuuteen, liikenteeseen, viihteeseen, maatalouteen ja koulutukseen – käytännössä jokaiselle alueelle, jolla syntyy dataa tai jolla on tehtävä päätöksiä. Sen kyvyt paranevat riittävän nopeasti, jotta tämän vuoden huippu on ensi vuoden lähtötaso. Ja se toimii alustana, joka nostaa itse innovaation tuottavuutta: kiihdyttää tieteellistä löytämistä, automatisoi rutiininomaista ajattelua ja synnyttää kokonaan uusia tuoteluokkia, jotka puolestaan kuluttavat lisää tekoälyä.

Yleiskäyttöteknologioiden täysi tuottavuusvaikutus saapuu tyypillisesti viiveellä, kun organisaatiot kehittävät niiden hyödyntämiseen tarvittavat täydentävät taidot, liiketoimintamallit ja infrastruktuurin. Sähköltä kesti sukupolven ajan muuttaa tehtaiden organisointi; sähköistämisen tuottavuushyödyt saapuivat voimakkaimmin vasta kauan sen jälkeen, kun johdot oli vedetty. Odotamme tekoälyn leviävän nopeammin – ohjelmistokerros lyhentää monia täydentäviä viiveitä – mutta aiempien yleiskäyttöteknologioiden opetus on, ettei varhaista vaihetta pidä erehtyä luulemaan koko tarinaksi.

Jevonsin linssi ja yleiskäyttötekniikan linssi johtavat samaan päätelmään. Kun älykkyyden hinta laskee, älykkyyden markkina ei supistu – se laajenee, tavoilla ja vauhdilla, joita on rakenteellisesti mahdotonta lukea nykyisestä laitekannasta. Tämä päätelmä muovaa kaiken, mikä tässä kirjeessä seuraa.

PÄÄOMAKUPLA EI OLE LASKENTAKUPLA

Karhuleirillä on siisti tarina, ja se ansaitsee reilun kuulemisen, ennen kuin selitämme, miksi se lukee merkit väärin. Tarina kuuluu, että hyperscalerit toistavat vuoden 1999 virheen. Suurimpien alustojen investoinnit kohoavat tänä vuonna noin 805 miljardiin dollariin – aiemman 765 miljardin sijaan – ja ensi vuoden luku on nostettu kohti 1,1 biljoonaa dollaria. Kenelle tahansa, joka eli läpi edellisen suuren infrastruktuurin yllirakentamisen – tuolloin valokuidun – nämä ovat juuri niitä lukuja, jotka edeltävät tilinteon hetkeä. Rakentakaa vain, kuuluu argumentti – asiakkaat eivät tule.

Tarinan virhe, kun sitä katsoo tarkemmin, on se, että se sekoittaa hiljaa keskenään kaksi eri asiaa. Pääomakupla on rahoitustapahtuma; laskentakupla on fyysinen ilmiö. Raha ilmaantuu nopeasti – niin se on aina tehnyt; pääoma on helppo osa. Fyysinen yllirakentaminen on toinen juttu: laskennan yllirakentaminen edellyttäisi, että fyysisen toimitusketjun jokaisessa yksittäisessä lenkissä olisi samanaikaisesti ylimääräistä kapasiteettia.

- **Pii ja sirut.** Edistyneiden puolijohdevalimoiden kapasiteettivaraukset, jotka lukitaan vuosia etukäteen.
- **Infrastruktuuri.** Sähköverkot, sähköasemat ja se erikoisjäähdytys, josta konesalit ovat riippuvaisia.
- **Logistiikka ja työvoima.** Fyysiset rakennukset ja se erikoisosaava työvoima, jota niiden rakentaminen ja pyörittäminen vaatii.

Koska jokaisella lenkillä on oma erillinen läpimenoaikansa – jonka sanelee fysiikka ja paikallinen lupamenettely eivätkä rahoitussopimusten ehdot – samanaikainen yllirakentaminen kaikkien lenkkien yli on rakenteellisesti estynyt. Näin ei ole käymässä.

Tässä on paljastava merkki. Rahoituskuplassa tilauskirja tyhjenee, kun spekulatiivinen raha palaa loppuun. Sen sijaan tilauskirja täyttyy. Suurimmat alustat käyttivät kuluneen vuoden aikana noin puoli biljoonaa dollaria, kun taas niiden raportoima tilauskanta – kapasiteetti, jonka asiakkaat ovat jo sitoutuneet ostamaan – on lähellä 2 biljoonaa dollaria. Kuilu sen välillä, mitä rakennetaan ja mitä on jo tilattu, ei ole kapenemassa. Se on leventymässä. Tällainen kuvio ei synny kuplasta. Se syntyy pulasta.

WATIT JA PIIKIEKOT

Seuraa ketjua sen kapeimpaan kohtaan, ja päädyt – kuten aina – valimoon. Vuotuisessa yhtiökokouksessaan kesäkuun alussa TSMC:n toimitusjohtaja C.C. Wei oli epätavallisen suorasanainen: kysyntä on niin paljon kapasiteetin edellä, että yhtiö voi tukea kysyntää vain rajallisesti ja se tekee kovasti töitä, ettei siitä tulisi koko toimialan pullonkaulaa. Hän kuvasi pulaa, jonka yhtiö nyt odottaa kestävän vuosia. Amerikkalaiset tehtaot, joiden oli määrä helpottaa sitä, ovat myöhästyneet – luvitus, rakennustyövoiman pula ja se tavanomainen kitka, joka liittyy hyvin vaikeiden asioiden rakentamiseen paikoissa, jotka ovat unohtaneet, kuinka rakennetaan nopeasti.

Jevonsin logiikka pätee tässä yhtä voimallisesti kuin itse tekoälyn kysyntään. Mallien tehokkuusparannukset ja halvemmat tokenit eivät ole keventäneet toimitusketjun painetta; ne ovat moninkertaistaneet sille sysätyn työn ja työntäneet pullonkaulan yhä yhden kerroksen ylävirtaan – kiihdyttimistä niiden vieressä olevaan korkean kaistanleveyden muistiin (HBM), DRAM-muistiin ja alas vaatimattomiin passiivikomponentteihin, niihin monikerroksisiin

keraamisiin kondensaattoreihin (MLCC), joita jokainen tekoälypalvelin nielee kymmeniä tuhansia. Tähän on suuntautunut iso osa omasta tutkimuksestamme tällä neljänneksellä, eikä vuoden 2027 kysyntäkuva ole mielestämme vielä saavuttanut konsensusta.

Selkein tapa hahmottaa koko ongelma yhdellä kertaa on tiivistää tekoälyn seuraava vaihe kahteen fyysiseen panokseen: watteihin ja piikiekkoihin. Watit ovat ajallisesti väistyvä ongelma – sähköpula alkaa helpottaa vuosina 2027 ja 2028, kun uutta tuotantoa tulee verkkoon. Piikiekkot eivät ole. Valimokapasiteetilla ei ole vastaavaa paineenpoistiventtiiliä sillä aikajänteellä, jolla on merkitystä. Watteja voi lisätä; kiekkoja, enimmäkseen, ei voi.

PELKO VS. NÄYTTÖ

Sillä aikaa kun markkina-analyytikot ja kommentaattorit käyttivät neljänneksen siihen, että he vatvoivat uudelleen, oliko tekoäly yllä rakennettu, teimme samoin kuin viime syksyn poistopaniikin aikana: kuuntelimme, mitä rajoitetta lähimpänä olevat ihmiset todella sanoivat.

- **Mallilaboratoriot käyttäytyvät kuin niukan hyödykkeen myyjät.** OpenAI kertoi asiakkailleen suoraan, että maailma olisi "kapasiteettirajoitteinen jonkin aikaa", ja alkoi antaa yrityksille mahdollisuuden maksaa taatusta pääsystä laskentaan – ei sellaisen yhtiön käytöstä, joka jahtaa heikkoa markkinaa.
- **Valtavakaan uusi tarjonta ei juuri hetkauta kokonaisuutta.** Eräs huippulaboratorio varmisti itselleen yli 200 000 grafiikkasuoritinta (GPU) epätavallisella sopimuksella raketinlaukaisuyhtiön kanssa – ja terävin reaktio oli, että sen koulutus- ja päättelytarpeisiin nähden sekään on pisara meressä.
- **Token-strategia on noussut ylimmän johdon pöydälle.** Yritysohjelmistojohtajat kuvaavat sitä nyt kaikkein kuumimmaksi yksittäiseksi aiheeksi Fortune 500 -yhtiöiden tieto- ja talousjohtajien keskuudessa, eikä kukaan ole varma, että hänellä on vastaus.
- **Puolijohdevalimo sanoo niukkuuden ääneen.** TSMC:n oma toimitusjohtaja varoitti, että pula kestää vuosia ja että yhtiö "voi tukea vain tiettyyn rajaan asti".
- **Arvosijoittajat saapuvat rajoitteen äärelle.** Kolmekymmentä vuotta alalla toiminut yleissijoittaja kutsui puolijohteiden, puolijohdelaitteiden ja hyperscalereiden kokonaisuutta houkuttelevimmaksi tarjolla olevaksi sektoriksi – ja sijoitti suurimman osan pääomastaan sinne – arvostuksen, ei narratiivin, perusteella.

Viime syksynä näyttö puhui kuplaa vastaan. Tänä vuonna se puhuu yllä tarjontaa vastaan. Tunnistamamme ajurit eivät ole pelkästään pitäneet – ne ovat kiristyneet, neljännes neljännekseltä.

MISSÄ VÄÄRINYYMMÄRRYS PIILEE

Vakituiset lukijamme tietävät, ettemme jahtaa väärinhinnoittelua. Väärinhinnoittelu on kuilu hinnan ja sellaisen arvon välillä, jonka kaikki jo näkevät; se umpeutuu nopeasti ja kilpailu syö sen pois. Me metsästämme väärinymmärrystä – kuilua hinnan ja sellaisen todellisuuden välillä, jonka markkina on arkistoinut väärän otsikon alle ja joka voi säilyä vuosia, koska sen umpeuttaminen edellyttää, että konsensus muuttaa mielensä siitä, mitä se katsoo.

Tässä esiintyvä väärinymmärrys on se, josta aloitimme: markkina lukee jatkuvasti pääoman runsautta todisteena laskennan runsaudesta ja hinnoittelee siksi rakentamisen kuin

rahoituskuplan, joka odottaa puhkeamistaan. Sama wattien ja piikiekkujen linssi paljastaa absurdiuden, joka kiteyttää sen täsmälleen. Puolijohdelaitteiden valmistajat noteerataan noin neljäänkymmeneen kertaan seuraavan vuosineljänneksen annualisoituun tulokseen nähden; muistiyhtiöt noteerataan yksinumeroisilla kertoimilla. Vain toinen voi olla oikeassa. Ne kuvaavat kahta yhteensopimatonta tulevaisuutta yhdelle toimitusketjulle. Se ei ole kohinaa – se on markkina avoimesti eri mieltä itsensä kanssa siitä, onko rajoite kestävä.

Positiomme nojaa tuon kysymyksen vastaukseen, ja se sijaitsee ylävirrassa. Me omistamme pullonkaulan, emme sovellusta. Positiomme muisti- ja kiihdytinkokonaisuudessa, valimon sitovimmissa panoskerroksissa ja niissä passiivikomponenteissa, jotka skaalautuvat yksi yhteen palvelinyksiköiden kanssa, eivät ole veto siitä, mikä malli voittaa. Ne ovat veto siitä, että älykkyyden – tekee sen kuka tahansa, millä tavalla tahansa – on kuljettava muutaman fyysisen pullonkaulan läpi, joita pääoma ei yksin voi loihkia. Emme tarvitse kuplakeskustelun ratkeamista. Tarvitsemme, että rajoite on todellinen ja kestävä. Neljännes sanoo, että se on molempia.

KYSYNTÄ ON RAKENTEELLISTA, EI SPEKULATIIVISTA

Yksi oikeutettu vastaväite jää jäljelle: ehkä tilauskanta on teatteria – muutama hyvin rahoitettu toimija varaa kapasiteettia toisiltaan kehässä. Otamme sen vakavasti; neljänneksen harkitsevin karhu kurkotti dotcom-aikakauden ohi 1920-luvun sähköistämisen holdingyhtiörakenteisiin, joissa rahoitus oli kerroksittaista ja käteistä kierrätettiin läpinäkymättömien yksiköiden välillä. Se on oikea historiallinen huoli, ja pidämme sen näkyvissä.

Mutta uskomme, että kysyntä on todellista, ja syy on siirtymä avustetusta tekoälystä agenttipohjaiseen tekoälyyn. Kun ihminen syöttää mallille kehotteen ja odottaa, kulutusta rajoittaa ihmisen kärsivällisyys. Kun sama ihminen sen sijaan panee agentit töihin, kulutusta rajoittaa vain tehtävä – ja tehtävät ovat käytännössä rajattomia. Juuri siksi vuoden budjetti katosi neljässä kuukaudessa. Juuri siksi pisimmälle ehtineet organisaatiot eivät enää osta työkaluja vaan rakentavat toimintamallinsa uudelleen agenttijoukkojen ympärille ja painivat niinkin perustavanlaatuisten kysymysten kanssa kuin kuinka montaa agenttia yksi ihminen voi valvoa. Tällainen kysyntä ei ole rahoituksen keinotekoinen seuraus. Se on uusi taloudellisen toiminnan yksikkö, joka vetää tokeneita järjestelmän läpi volyyymeilla, joita subventoidun käytön aikakaudella ei koskaan tarvinnut hinnoitella.

Hiljaisempi seuraus siirtymästä tuesta niukkuuteen näkyy jo siinä, miten älykkyyttä myydään. Tukikaudella kiinteä kuukausitilaus osti jotain lähellä huipputasoa kyvykkyyttä, koska laboratoriot maksoivat päättelylaskun itse voittaakseen markkinan. Kun laskentaa rationoidaan ja lopulta hinnoitellaan, kiinteä kuukausihinta voi ostaa vain rationoidun laatutason älykkyyttä – pienempiä malleja, pienempiä päättelybudjetteja, tiukempia käyttörajoja – samalla kun täysi kyvykkyys siirtyy käyttöperusteisiin yrityssopimuksiin, jotka maksavat jokaisesta kulutetusta tokenista. Kiinteähintainen tilaaja saa yhä useammin halvemmän, heikomman älykkyyden; yritys, joka on valmis maksamaan tokenia kohden, saa huipun. Hyödykettä, jota on yllin kyllin, ei porrasteta. Porrastus on itsessään todiste siitä, että rajoite on todellinen – ja tokenien kulutus, tuon sopimuksen mittari, on muodostumassa puhtaimmaksi mittariksi, joka meillä on sille, kuinka paljon työtä todella tehdään.

Ja sama siirtymä tekee jotain merkittävämpää kuin porrastaa laatua: se nostaa liikevaihdon kattoa. Kiinteä kuukausitilaus rajaa sen, mitä asiakas voi maksaa, riippumatta siitä, kuinka intensiivisesti hän mallia käyttää; käyttöperusteinen hinnoittelu poistaa tuon katon, jolloin liikevaihto skaalautuu kulutuksen mukaan eikä käyttäjäpaikkojen. Kun agenttipohjaiset työkuormat muuttavat yksittäisen käyttäjän token-nälkäisten agenttien joukoksi, monetisoitava

pinta laajenee suuruusluokilla – ja koska tuo kysyntä osuu toimitusketjuun, joka ei josta, lisääntyvä hinnoitteluvoima kertyy sille, joka omistaa pullonkaulan. Tukikausi sosialisoi älykkyyden kustannuksen; niukkuuden kausi hinnoittelee sen, ja hinta ohjautuu pullonkaulan omistajalle.

NIUKKUUDESTA SUVERENITEETTIIN: YHDYSVALTOJEN JA EUROOPAN ERKAANTUMINEN

Tällä neljänneksellä annamme sääntelyn erkaantumista koskevalle teesille oman käsittelynsä, ja juuri niukkuuteen siirtyminen tekee siitä kiireellisen. Fyysisesti rajoitetussa maailmassa ensimmäisen tason kysymystä – mitä voidaan rakentaa – seuraa nopeasti toisen kertaluvun kysymys, joka alkaa hallita tuottoja: kuka saa rakentaa, ja missä pääoma, mallit ja operatiiviset yhtiöt todella sijaitsevat. Vastaus on jokaisella mitattavissa olevalla akselilla yhä useammin "Amerikka".

On syytä olla täsmällinen siitä, miksi tämä ei ole vain yksi suhteellisen arvon näkemys lisää. Useimmat Atlantin ylittävät osakepäätökset tehdään syklien kielellä – valuutta, energialähteiden jakauma, EKP vastaan Fed, arvostuserot – ja ne nojaavat yhteen ainoaan oletukseen: että pelin säännöt ovat vakaat ja vain muuttujat liikkuvat. Tuo oletus on nyt väärä yhdessä tietyssä kohdassa, tekoälyn sääntelyssä, ja koska tekoäly on tämän vuosikymmenen suurin yksittäinen syntyvän osakearvon lähde, sen erehtyminen on sellainen virhe, joka saa kauniisti kalibroidun alueellisen kiertonäkemyksen näyttämään muutaman vuoden päästä vuoden 1971 valuuttamallilta, joka on sovitettu toimintaympäristöön, jota ei enää ole olemassa.

Uutta sääntökirjaa kirjoitetaan vastakkaisiin suuntiin Atlantin kahdella puolella. Washington on päättänyt kohdella tekoälyä kriittisenä infrastruktuurina, ja kaksi amerikkalaista oikeudellista viitekehystä tekee tästä linjasta johdonmukaisen: Section 230 (joka suojaa alustoja vastuulta käyttäjien välittämästä sisällöstä) sekä joukko viimeaikaisia, tekoäly-yhtiöille suotuisia fair use -ratkaisuja tekijänoikeusasioissa, jotka kattavat suurten kielimallien koulutuksen. Eurooppa liikkuu toiseen suuntaan:

- **Sakot, jotka yltyvät 6 prosenttiin globaalista liikevaihdosta.** Digipalvelusäädöksen (DSA) täytäntöönpanorakenne – jota on jo käytetty 120 miljoonan euron seuraamusmaksussa X:ää vastaan joulukuussa 2025 – on hallinnon tulkinnan mukaan pikemminkin malli kuin kertaluonteinen tapaus.
- **Vastuu siitä, mitä malli voi toisintaa.** Münchenissä toimiva tuomioistuin on jo asettanut mallin tarjoajan vastuuseen tekijänoikeudella suojatuista sanoituksista, jotka sen malli oli painanut muistiin, ja uusi tuotevastuudirektiivi – kansallisessa lainsäädännössä joulukuuhun 2026 mennessä – ulottaa EU:n ankaran vastuun järjestelmän ohjelmistoihin ja tekoälyyn.
- **Tekijänoikeus, joka kulkee fair use -periaatetta vastaan.** Euroopan suuntaus koulutusdatan osalta kulkee fair use -periaatetta vastaan, mikä nostaa kustannusta rakentaa huippumalli laillisesti mantereella.

Mihinkään tästä ei tarvita poliittista näkemystä, jotta voi muodostaa sijoitusnäkemystä. Sijoitusnäkemys on yksinkertainen: jos nämä sääntely-ympäristöt kovettuvat, eurooppalaiselle lainkäyttöalueelle sijoittuvan tekoälyliiketoiminnan pyörittämisen kustannus nousee ja yhdysvaltalaiselle lainkäyttöalueelle sijoittuvan laskee suhteellisesti – ei kasvun tai korkojen vuoksi, vaan koska itse sääntökirjaa kirjoitetaan uudelleen niiden alla.

Tässä niukkuusteema ja erkaantumisteesi sulautuvat yhteen. Jos tokenien kulutus on älykkyyden hinnan mittari, se on myös puhtain käytettävissä oleva mittari sille, kuinka paljon kognitiivista työtä talous todella tekee – ja yhä enenevässä määrin sille, kuinka paljon se odottaa tekevänsä. Kun agentit päästetään "kokeilemaan asioita", jokainen kokeilu kuluttaa tokeneita; nouseva kulutus on siksi signaali sekä työn määrästä että siitä hyödystä, jonka organisaatio odottaa saavansa siitä takaisin. Tällä mittarilla erkaantuminen on jo jyrkkä. Yhdysvallat tuottaa noin 340 miljoonalla asukkaallaan yli kaksinkertaisen määrän kielimallitokeneita verrattuna koko Euroopan mantereeseen ja sen 740 miljoonaan – ja Saksa, suurin yksittäinen eurooppalainen lähde, tuottaa vain muutaman prosentin osuuden kaikesta reititetystä käytöstä. Sääntökirja ei muovaa pelkästään marginaaleja; se muovaa sitä, kuka tekee työn.

Huippumalli ei itsessään ole liiketoiminta. Siitä tulee liiketoimintaa kaupallistamiskoneiston kautta: pääoma kapasiteetin rakentamiseen, yrityskanavat sen käyttöönottoon ja sähkö sen ajamiseen. Tällä syklillä juuri tuo koneisto on vallihauta – sillä ensimmäistä kertaa ohjelmistojen historiassa jakelu on pääomavaltaista. Asiakasta ei tavoiteta latauslinkillä, vaan konesalilla. Ja tuon ketjun jokainen lenkki on tänään ylivoimaisesti amerikkalainen – yhtä hollantilaista poikkeusta lukuun ottamatta, johon palaamme alla. Neljä suurinta yhdysvaltalaisista hyperscaleria ohjeistivat yhteensä 725 miljardin dollarin investoinneista vuodelle 2026, joista enemmistö on suunnattu tekoälyinfrastruktuuriin.

Niiden takana seisovat yksityisen pääoman kumppanit – Advent, Bain, Brookfield, TPG, Blackstone, Hellman & Friedman ja Permira – jotka hallinnoivat yhdessä noin 2,7 biljoonan dollarin varoja, joita nyt suunnataan tekoälyn käyttöönottoon yhteisyrityksillä huippulaboratorioiden kanssa. Bezosin johtaman teollisen tekoälyhankkeen kerrotaan keräävän noin 100 miljardia dollaria. Mikään tästä ei ole tutkimusmenoja. Se on kaupallistamisen menoja – koneisto, joka muuttaa mallipainot laskuiksi. Osta tehdas, ota malli käyttöön – siinä on liiketoimintamalli. Amerikkalaista pääomaa, sijoitettuna amerikkalaisiin malleihin, myytyinä amerikkalaisten kanavien kautta, ajettuna amerikkalaisella sähköllä.

Euroopassa tämä kyllä nähdään, ja Eurooppa vastaa niillä keinoilla, jotka sillä on käytössään. Kun Emmanuel Macron nostaa esiin Mistral AI:n tai Ursula von der Leyen kehuu Euroopan maailmanluokan supertietokoneinfrastruktuuria, he harjoittavat eräänlaista kansallista maineenrakentamista – todistetta siitä, että Eurooppa on "mukana kisassa". Kykenemättä vastaamaan amerikkalaisen Big Techin pelkkään mittakaavaan eurooppalaiset johtajat tarttuvat sen sijaan niihin välineisiin, joita he hallitsevat: julkiseen rahoitukseen, väitteeseen avoimen lähdekoodin paremmuudesta ja sääntelykehyyksiin – joista jokainen on valjastettu uudelleen välineeksi kansainvälisen huippuaseman rakentamiseen. Se on johdonmukainen strategia. Mutta kuilu, jota sen on tarkoitus paikata, ei ole narratiivin asia, ja sillä yhdellä luvulla, jolla on eniten merkitystä – todella ansaitulla liikevaihdolla – Euroopan kruununjalokivi ei ole lähelläkään.

Annualisoitu liikevaihdon juoksutahti, 2026

Yhdysvaltain huippulaboratoriot vs. Euroopan johtava laboratorio



Lähde: Epoch AI -seuranta ja yhtiöiden julkistukset (helmi-huhtikuu 2026). Annualisoitu liikevaihto (run-rate).

Ja kuilu kasvaa paljon todennäköisemmin kuin umpeutuu, koska toimiala pyörii nyt vauhtipyörän varassa. Liikevaihdosta tulee pääomaa, pääoma ostaa laskentaa, ja laskenta kouluttaa seuraavan, paremman mallin – joka ansaitsee vielä enemmän liikevaihtoa. Skaalautumislait antavat tuolle silmukalle luonteen, jossa voittaja vie eniten: laboratorio, joka voi käyttää eniten laskentaan, pitää tyypillisesti hallussaan parasta mallia, joka tuo sisään eniten liikevaihtoa käytettäväksi taas. Tuon dynamiikan sisältä on vaikea nähdä, kuinka Mistral kuroo etäisyyttä umpeen. Osaamista saattaa hyvinkin olla; resursseja kilpailla OpenAI:n ja Anthropicin kanssa kierros toisensa jälkeen ei ole. Maine, julkinen rahoitus ja avoimen lähdekoodin asemointi ovat todellisia voimavaroja, mutta ne eivät rahoita vauhtipyörää tuossa mittakaavassa – eikä salkkua voi maksaa maineella.

Mikään tästä ei merkitsisi paljoakaan, ellei erkaantuminen näkyisi jo tuloslaskelmassa. Se näkyy. Selkein elävä osoitus on Palantir, jonka johto on ollut epätavallisen avoin siitä, kummalla puolella erkaantumista kukin sen dollari sijaitsee: Toimitusjohtaja on kuvannut Manner-Eurooppaa 'aneemiseksi' – kasvu oli matalan yksinnumeroista vuonna 2024 ja kääntyi laskuun alkuvuonna 2025 – kun taas Yhdysvaltain liiketoiminta saavutti kolminumeroisen kasvun. 'Yhdysvaltain liiketoimintamme liikevaihto kasvoi 104 % vuodentakaisesta', johto totesi tällä neljänneksellä. Sama tuote, jota sama myyntiorganisaatio myy laajasti samoihin yritysbudjetteihin ja joka kasvaa toisella puolella Atlanttia noin 25 kertaa nopeammin toiseen verrattuna, kahtena vuotena peräkkäin, ei ole enää myyntisyklin ilmiö. Se on sääntökirja, joka ilmenee tuloslaskelmassa.

Palantir: liikevaihdon kasvu vuodentakaisesta, alueittain

Yhdysvallat  **+104 %**

Manner-Eurooppa  **+4 %**

Viimeisin julkistus (Manner-Eurooppa Q4 2024; Yhdysvallat Q1 2026, +104 %).

Lähde: Palantirin Q4 2024 / Q1 2025 / Q1 2026 tulospuhelut (Quartr). Jaksot eivät ole täysin vertailukelpoisia; kuvio havainnollistaa sen alueellisen hajonnan suuruusluokkaa, jonka johto on toistuvasti valinnut julkistaa.

Mikään tästä ei ole yleinen "shorttaa Eurooppaa" -kehotus. Länsi pysyy keskinäisriippuvaisena – ei ole olemassa huipputason yhdysvaltalaisista laskentaa ilman ASML:ää – ja säädös voi pehmetä siihen mennessä, kun se pannaan täytäntöön. Väitteemme on kapeampi: erkaantuminen on todellista, ja se ilmaistaan parhaiten yksittäisten arvopaperien tasolla eikä maatasoisena vetona.

NÄKYMÄT: KILPAJUOKSU JA SEN YMPÄRILLE MUODOSTUVA SÄÄ

Odotamme loppuvuoden 2026 muistuttavan pitkälti sen ensimmäistä puoliskoa: ajoittaisia paniikkeja, kun vanhoja viitekehyksiä pakotetaan uuteen todellisuuteen, ja jokainen niistä on tilaisuus sille, joka on tehnyt kotiläksynsä. Kilpajuoksu laskentakapasiteetista näkyy nyt aivan huipulla – huippulaboratoriot tekevät epätavallisia sopimuksia siruista ja käyttäytyvät vähemmän kuin tuoteyhtiöt ja enemmän kuin niukkaa tarjontaa rationoivat yleishyödylliset laitokset. Hiljaisempikin keskustelu on alkanut siitä, kenen tämä kaikki pitäisi omistaa: ehdotuksia tekoälytokenverosta, yleisölle annettavasta omistusosuudesta tekoäly-yhtiöissä, uudelleen virinnyt väittely tekoälystä ja eriarvoisuudesta. Nämä ovat varhaisia ja yksityiskohdiltaan epämääräisiä, mutta ne ovat sitä ennustettavaa poliittista säätä, joka muodostuu, kun muutama

fyysinen pullonkaula alkaa määrittää suurta osaa tuotannosta – ja taustalla ovat sitkeä inflaatio ja korkosyklin käänne. EKP nosti kesäkuussa korkoja ensimmäistä kertaa sitten vuoden 2023, ja markkinat odottavat lisää nostoja ennen vuodenvaihdetta. Seuraamme tilannetta, mutta se ei ole vielä johtanut muutoksiin salkussa.

MEIDÄN TYÖMME

Tehtävämme ei ole jahdata jokaista pientä väärinhinnoittelua. Se on löytää rakenteelliset väärinymmärrykset – paikat, joissa markkina on arkistoinut oikeat tosiasiat väärän otsikon alle – sillä juuri siellä piilee suurin alfa. Tällä neljänneksellä markkina lukee kahta tällaista otsikkoa väärin yhtä aikaa. Se lukee pääoman runsautta laskennan runsautena ja arkistoi pulan otsikon "kupla" alle. Ja se lukee pelin sääntöjen muutosta syklisenä alueiden välisenä kiertona ja arkistoi regiiimuutoksen otsikon "paluu keskiarvoon" alle. Mielestämme oikeat otsikot ovat "pula" ja "regiiimuutos", ja odotamme tulevien neljännesten olevan epätavallisen anteliaita sijoittajille, jotka osaavat erottaa nämä toisistaan.

Kiitos luottamuksestanne,

Henri Blomster & Ernst Grönblom