



> Les blogs du « Dipo » > **La pompe à phynance** i

IA, le mur

PAR FRÉDÉRIC LONDON, 4 SEPTEMBRE 2026

LE MUR ARRIVE (L'IA COMME LES SUBPRIMES)

LA FINANCE MÜNCHAUSEN (OU LA DÉRIVÉE SECONDE POSITIVE)

LATENCE (DISSIMULER LA DETTE, DISSÉMINER LE RISQUE)

RETOUR VERS LE FUTUR

EN ATTENDANT LE SÉISME

Ils sont là, tous réunis autour de la table du studio de CNBC [<https://www.cnbc.com/2026/08/10/nvidia-wall-street-asset-managers-500-billion-ai-push.html>] : les gros, les grands, les qui comptent – les boss. Du live, du bandeau, de la *breaking news* : tout l'orchestre. Bref de l'actualité exceptionnelle, quasiment l'histoire en train de se faire « sur notre plateau » ce 10 août 2026. On les appellera par leurs raisons sociales : Nvidia, Goldman Sachs, Blackstone, BlackRock, Apollo, KKR. Les autres – les sourceaux –, ont été priés de rester à la maison. Open AI, Anthropic : des Mickeys. Mais Google, Microsoft, Oracle, Amazon ? Mickeys aussi – maison. À quoi se ramène le club des gros ? Au grossium des puces, et à la crème de la finance – entre les deux : rien. Vérité de l'économie « IA ».

On assiste en direct à une opération dont la nature véritable est à révélation différée. Motif officiel de l'antenne chamboulée : le méga-deal, 500 milliards de dollars, annoncé dans l'après-midi. Sans précédent. Ça n'est pas simple de ne pas perdre la boule avec les trillions qui volent en tous sens – en gros il faut être versé soit dans l'astrophysique soit, désormais, dans la finance IA pour ne pas se perdre dans les ordres de grandeur, astronomiques dans les deux cas. Le dernier coup de massue numérique était venu avec un tour de table d'OpenAI à 122 milliards de dollars. Dans les choux. Le *board* informel de l'IA réuni sur le plateau de CNBC monte une super plateforme de financement dimensionnée pour mobiliser 500 milliards, donc, à destination des acteurs de l'IA – les Mickeys. On a beau avoir l'habitude,

on en reste un peu soufflé.

Heureusement, il y a les *contrarians*, les malintentionnés, les schadenfreudistes, et leur méticulosité intéressée pour y aller voir de plus près et lire les petites lignes. La soirée est en cours et Ed Zitron s'égosille [<https://x.com/edzitron/status/2086909272583971277>] déjà sur le réseau X : « *C'est un putain de MOU* ». MOU : *Memorandum Of Understanding*. Et en effet : on lit le communiqué de presse officiel [<https://nvidianews.nvidia.com/news/nvidia-partners-with-apollo-blackrock-blackstone-brookfield-goldman-sachs-and-kr-to-establish-ai-compute-infrastructure-financing-platforms-to-mobilize-over-500-billion-of-third-party-capital>] sur le site de Nvidia : « *Memorandums of understanding signed with six of the world's premier financial institutions ...* ». Qu'est-ce qu'un MOU ? Une *déclaration d'intention*. C'est-à-dire : du flan. Zitron rappelle [<https://x.com/edzitron/status/2086909274916090034>] le dernier roulement de tambour de Nvidia dans le genre : 100 milliards de dollars pour OpenAI. C'était déjà un MOU – de ce qu'il promettait, on n'a jamais vu la couleur.

L'optique change d'un coup. Le cinéma du club des gros prend de tout autres airs : des airs de cinéma, précisément. On n'est pas dans le plan d'investissement : on est dans le plan de com. Et même : dans la *psy op*. Mais pourquoi faut-il « com » et « psy-oper », et surtout comme ça : en balançant 500 milliards en travers de la table du studio de CNBC ? Il faut se rendre à l'évidence : parce que le moral faiblit. La croyance IA, mieux que la dialectique, allait casser les briques, et la voilà qui flanche. Il y a des médisants et des malfaisants, qui trouvent à redire. Jusqu'ici ils étaient une anomalie sans conséquence, voilà qu'on les écoute, qu'on y ajoute foi même. Et le doute commence à s'insinuer : tout ceci – ces trillions en tous sens –, est-ce bien raisonnable ? C'est la question qui ne doit pas être posée. La trajectoire financière de l'IA est tellement folle, hors-norme, sans précédent, qu'elle demande une croyance au carbure de tungstène pour se soutenir. Un fléchissement et ce peut être l'effondrement. Or, ça fléchit. Et « psy-oper » pour resserrer tous les boulons devient une urgence. Alors on « psy-ope » sur CNBC, et on n'y va pas avec le dos de la pelle : que du super-lourd. Lourd par le poids financier, par conséquent, et c'est aussi important, par le poids symbolique. Dans une *psy op*, il faut jeter du grand capital symbolique, frapper les esprits, fouetter les ardeurs. Dans la finance, on fouette avec du nombre. Cinq cents milliards, c'est du nombre. À 500 milliards, prononcés par Nvidia en personne, qui ne serait pas fouetté ? Toute l'opération est montée pour certifier que tout-va-bien – *la preuve* : on augmente les mises.

Comme on sait, les opérations montées pour certifier que tout-va-bien sont des opérations qui n'en finissent plus de trahir que tout va mal. À plus forte raison quand on s'aperçoit qu'en fait de bois, elles envoient du toc – du MOU. Et, en effet, tout ne va pas bien. Il faut prêter attention à la période, on en voit rarement d'intérêt documentaire aussi haut – accessoirement, elle est d'une dangerosité exceptionnelle. Ici nous voyons le grand retournement se produire en temps réel. Celui que toute l'opération Méga-deal/CNBC tente désespérément de conjurer. On le reconnaît à ses signes caractéristiques : exaspération de la fuite en avant (500 milliards), inventivité frénétique pour dépasser les impasses évidentes, retour à l'identique des procédés de l'époque subprime. Ça n'est plus un tableau, c'est l'œuvre au noir.



Lire aussi Evgeny Morozov, « La gauche et l'intelligence artificielle », *Le Monde diplomatique*, août 2026.

Le mur arrive (l'IA comme les subprimes)

Admettons qu'il y a de quoi se faire un peu de mouron. Anthropic a promis 330 milliards de commande à Google, AWS et Microsoft d'ici 2029, OpenAI 852 milliards, dont 770 pour AWS, CoreWeave, Cerebras, Oracle et Microsoft à fin 2030. Au total, les hyperscalaires ont engrangé pour 2,1 trillions de dollars – mais de quoi ? De chiffre d'affaire ? Non : de promesses – on dit *commitments*. La question est donc la suivante : est-il permis d'espérer que ces commandes *promises* se convertiront comme elles se doivent en commandes *honorées* ? On se la pose, et plutôt deux fois qu'une, au moment où il apparaît que *la moitié* des 2,1 trillions espérés repose sur les seuls OpenAI et Anthropic. Aurions-nous affaire à des géants constitués, on s'inquièterait sans doute, mais modérément. Malheur : ça n'est pas tout à fait le cas. OpenAI a clôturé son exercice 2025 avec 13 milliards de chiffre d'affaire et 20 milliards de pertes – ou 39 milliards, c'est selon. Anthropic affiche 4 milliards de chiffre d'affaire pour le même exercice, et des pertes que les uns estiment à 4 milliards, les autres à... 42 milliards. Tout ceci est d'une affolante transparence, notamment du fait que, ces entreprises n'étant pas cotées en Bourse, elles ne sont tenues à aucune publicité de leurs informations financières, que les observateurs extérieurs reconstituent comme ils peuvent – sans qu'on puisse dire que ces contorsions forcées aident à dissiper les doutes.

Et voilà que les *commitments*, qu'on appelle aussi des IOU (pour *I Owe You*), signés par ces deux-là arrivent à échéance. Toutes ces promesses de commandes ont été formalisées dans les termes de contrats qu'on nomme *take-or-pay*, qui signifie que l'acheteur s'engage à payer même si à l'échéance du contrat il découvre qu'il préférerait renoncer à cette transaction car ses propres conditions de marché rendent inutile qu'il se procure (*take*) la marchandise (en l'occurrence du temps de calcul dans un data center opéré par un hyperscalaire).

Il faut entrer dans le détail analytique de cette affaire de *commitments* et de *take-or-pay* pour mesurer la vitesse avec laquelle le mur est en train d'arriver – le mur du *reset*. On doit au site Groundbreaker [<https://www.groundbrkr.com/p/the-teaser-period-why-the-ai-boom>] d'en avoir donné la représentation la plus claire et la plus tranchante, en soulignant l'analogie formelle, mais frappante, entre la dynamique de la crise des subprimes et celle de l'IA. Toute l'« économie » (le *business model*...) des subprimes reposait sur la clause de « *reset* » : on « endettait » de pauvres gens, en réalité incapables de porter un crédit immobilier, appâtés par un taux « d'appel » très faible, qui revenait brutalement à ses niveaux de croisière – beaucoup plus élevés – au bout de deux ans, et pour les vingt-huit années suivantes. On parlait de 2/28 pour résumer en une formule le principe du *reset*. Deux cas de figure se présentaient : ceux qui avaient lu les petites lignes et ceux qui ne les avaient pas lues. Ceux qui ne les avaient pas lues se mangeaient le mur du *reset* sans crier gare au bout des deux ans, sans comprendre pourquoi leurs paiements d'intérêt étaient d'un coup multipliés par 4 ou 5 – se trouvant évidemment hors d'état d'y faire face : faillite personnelle, maison saisie, expulsion. Et puis les finauds – ceux qui « les » avaient lues : eux comptaient bien se tirer des flûtes avant que le *reset* ne frappe et empruntaient à des fins purement spéculatives, comptant bien sur la hausse continue des prix de l'immobilier, soit : revendre et faire la culbute avant que ne frappe le *reset*, éventuellement recommencer. Las, tout finauds qu'ils étaient, le retournement du marché immobilier vint les prendre à contrepied pour les jeter à la faillite tout de même.



Lire aussi Pierre Rimbart, « Tout le monde déteste l'IA », *Le Monde diplomatique*, juillet 2026.

À sa manière, l'IA renoue avec ce même schème. Ici le *reset* s'appelle *commencement* (en anglais de finance même). Des promesses de commande, donc, ont été signées sous le régime du *take-or-pay*. Et, comme pour les subprimes, on signe tout de suite et on paiera plus tard, quand ça « commencera ». Pour l'heure, on fait la fête : les *labs* annoncent des vitesses de *cash burning* dont on fait les légendes, les hyperscalaires annoncent des *perspectives* de chiffre d'affaire sensationnelles – mais l'opinion financière enlève le mot « perspective » et préfère regarder tout ça comme si c'était du chiffre d'affaire *effectif*. Un data center met deux à trois ans pour sortir de terre – autant pour faire durer l'euphorie. C'est alors que le mur — l'autre mur — sort à son tour, et tout d'un coup : le mur du *reset*. Car maintenant les *commitments* arrivent à échéance, et ce sera *take-or-pay*.

Voilà ce qu'on nomme le *commencement*. On était dans les nuages et l'ébriété des déclarations fracassantes, vient le moment de joindre le geste (coûteux) à la parole. Usage, pas usage, on ne veut rien savoir, ça a été signé, maintenant ça doit être payé. L'image du mur est très adéquate car, comme le souligne Groundbreaker, les obligations de payer ne montent pas graduellement mais par tranches – par marches d'escalier, chacune d'une hauteur considérable. Voyons : en 2025 et 2026, les *labs* ont eu à déboursier respectivement 46 et 131 milliards de dollars. Le *reset* tape en 2027 : 412 milliards à sortir. 2028, deuxième marche : 440 milliards. Élaborant jusqu'au bout l'homologie formelle des subprimes et de l'IA, Groundbreaker en donne la caractérisation analytique la plus fine : « *Le contrat (de compute) take-or-pay est l'innovation du présent cycle, de la même manière que le 2/28 fut celle du cycle précédent, et elle est apparue pour la même raison : rendre achetable un actif trop cher pour son acheteur destiné (...)* Dans les deux cas, la solution consistait en un instrument qui casse le temps en deux – une phase bon marché qui permet de signer des deals, une phase coûteuse, mais suffisamment éloignée pour que le marché l'ignore ». Tout est dit. *Commencement. Reset. Mur.*

La collision s'annonce violente. Car les écarts entre les moyens économiques actuels des *labs* et les engagements de commandes auxquels ils ont souscrit sont à donner le vertige. Et c'est tout l'édifice financier de l'IA, ses altitudes à trillions, qui reposent sur ces deux nains financiers devenus méga-clients.

La finance Münchhausen (ou la dérivée seconde positive)

Depuis le début, on peut se poser à bon droit la question de savoir comment des entreprises telles que OpenAI et Anthropic, qui gagnent à peine quelques dizaines de milliards de dollars, en dépensent quelques dizaines de plus, sont donc chroniquement déficitaires, peuvent soutenir des engagements de dépenses futures en investissements qui se chiffrent en centaines de milliards de dollars. La réponse est qu'à défaut de clients, donc de chiffre d'affaire à la hauteur, ce sont les apports de fonds des investisseurs qui font continûment l'appoint. La chose n'est pas complètement anormale dans la phase de lancement d'une entreprise qui, en effet doit d'abord dépenser (investir), avant de rencontrer son marché (donc son chiffre d'affaire), et ne peut le faire qu'avec les fonds apportés par ses investisseurs à elle, créanciers ou actionnaires. La question devient double : le rencontrera-t-elle (son marché) ? ; n'aura-t-elle pas dû se livrer entre temps à trop d'acrobaties financières trop longtemps ? Jusqu'ici la réponse à la première question a toujours paru aller de soi, quant à la deuxième on ne se l'était même pas posée.

Or la voilà qui revient. On a vu ce qu'il en était du côté des *labs* littéralement pris à la gorge par les *take-or-pay* qui déboulent, *reset* oblige. Mais les hyperscalaires eux aussi sont à la peine, qui depuis des

années jettent tout leur abondant cash flow dans la construction des data centers, et que la course au gigantisme (épopée oblige) a fini par rattraper, et puis par dépasser : leur cash flow net est passé dans le rouge. Événement des plus marquants pour de pareilles machines à profit, désormais obligées de s'endetter. Sans doute ces bons géants d'hyperscalaires sont-ils connus favorablement de la finance. Ceci étant, il faut plus que présenter sa bonne mine pour avoir droit de prendre de la dette par trillions. Que peuvent-ils présenter comme gage de leur solvabilité : les trillions de commandes à venir, évidemment. Si on ne prête pas à des gens qui s'apprêtent à empocher 2,1 trillions, à qui donc prêtera-t-on jamais ? Alors la finance, feignant de regarder ailleurs et d'ignorer la différence entre commandes promises et commandes dues, prête. Et tout le monde, ou bien ne voit pas le problème, ou bien croise les doigts. Le baron de Münchhausen pensait se sortir de la boue en tirant lui-même sur les sangles de ses propres bottes (*bootstrap*) – l'IA, pareil.

Quelles sont les chances du *bootstrapping* IA ? Au moment où l'on mesure à quel point toute la soutenabilité de l'usine à gaz reposait sur deux anticipations complémentaires : 1) le décollage vertical du chiffre d'affaire des *AI labs*, 2) la continuité de leur refinancement jusque-là par les investisseurs. La première a pris un retard considérable si elle n'est pas en train de sombrer complètement : la guerre des prix de tokens que se livrent OpenAI et Anthropic leur est déjà préjudiciable à tous deux, quoique n'étant rien encore comparée à la concurrence chinoise qui, pour des produits quasi équivalents, propose, elle, des prix, comment dire, massacrés : cent fois moins chers. L'hypothèse du rattrapage par le chiffre d'affaire prenant de la gîte, ne reste plus que celle de l'appoint par les investisseurs. Habités par la croyance qui fait les bulles, ceux-ci sont partants pour l'épopée. Non sans quelques conditions toutefois. Une, essentiellement : que la valorisation anticipée de leurs poulains n'en finisse pas de croître, justifiant des apports eux-mêmes croissants à mesure que toute cette histoire prend des proportions gargantuesques. La corrélation des anticipations de valorisation et des levées de fonds d'OpenAI est frappante : en 2023, la valorisation anticipée de l'entreprise est de 29 milliards de dollars, elle bondit fin 2024 à 157 milliards – cette même année OpenAI lève 6 milliards de fonds ; en mars 2025, la valorisation est passée à 300 milliards – les levées à 40 milliards ; mars 2026, la valorisation est à... 852 milliards, le tour de table de cette année s'élève à 122 milliards. À défaut du chiffre d'affaires et des profits, tout le reste est bien à décollage vertical. En fait : à décollage *accéléré*. L'accélération : le point décisif. Elle est la promesse que l'avenir n'est pas seulement plus radieux, mais encore plus radieux. Un vélo, pour demeurer en équilibre, ne requiert que la vitesse constante, le vélo financier de l'IA demande lui la vitesse croissante — compassion pour le cycliste. En mathématiques, on parle de dérivée seconde. La dérivée première est la vitesse, la seconde est la vitesse de la vitesse. Et voilà la condition de soutenabilité de tout l'ensemble : du côté de la valorisation anticipée, la dérivée seconde ne doit pas devenir négative. C'est une condition exponentielle. Or dans le monde économique réel, les exponentiels continués, ça n'existe pas.

Où et comment viendra le mur pour le vélo IA à accélération forcée ? Au plus tard avec l'IPO (*Initial Public Offering*), qui en quelque sorte donnera la vérité des prix. On fait grand cas des introductions en Bourse et d'OpenAI et d'Anthropic – à raison. On n'y repère pourtant pas le moindre signe de retour à la santé mentale. Du côté d'Anthropic, la valorisation anticipée a pris un facteur 2 : on attend, on espère, 2 trillions maintenant – comme un spasme terminal de la croyance. Du côté d'OpenAI, on était pied au plancher pour « attraper » 2026, et puis finalement non. On explique qu'il aurait été difficile de passer après les deux introductions « jumbo » de Space X et d'Anthropic. On comprend également que Sam Altman, le patron, voudrait prendre le temps de sécuriser une valorisation d'au moins 1 trillion – les derniers 852 milliards faisant un peu pauvre. Mais mettons : un dernier rush d'euphorie fait aller à l'IPO et sauter les bouchons de champagne. L'important est ce qui vient après. Les entreprises sont cotées, et que fait le cours de Bourse ? Celui de Space X a connu quelques mauvaises fluctuations. Mais pour les

deux *labs* « mal fluctuer » ne sera pas admissible. Il faudra continuer l'envolée car il n'est pas sûr que les 60-70 milliards de levée visés à l'IPO viendront pour solde de tous comptes. Si le décollage du chiffre d'affaire demeure bêtement diagonal, si les *commencements* se mettent à tomber méchamment, si la dérivée seconde devient négative, que le vélo n'accélère plus et que les investisseurs renâclent à « y retourner », alors de colossaux problèmes vont se présenter, et pour tout le monde : *labs* privés des moyens de faire face aux *commitments*, hyperscalaires privés de leur chiffre d'affaire futur, créanciers des hyperscalaires voyant leurs débiteurs dans un fort mauvais cas. Voilà comment tout un château s'effondre.

Latence (dissimuler la dette, disséminer le risque)

En réalité, un vilain pressentiment commence à gagner. L'atmosphère s'est sensiblement assombrie. Nous entrons dans cette phase caractéristique qu'on pourrait appeler la période de latence. Ici il faut en revenir à la définition fondamentale d'une bulle, quelle qu'en soit la nature : une croyance. La période de latence est celle qui voit la croyance encore en place mais irrésistiblement attaquée : partout des indicateurs, des informations qui témoignent que la dynamique antérieure n'est en fait pas soutenable. Et pourtant sans que le krach, qui en serait la conséquence logique, ne s'ensuive encore – latence. On pense à l'arbre grignoté par un castor : de plus en plus entamé mais qui tient toujours. Jusqu'à ce que le grignotage franchisse un seuil critique – et c'est l'effondrement. Dans la période de latence, une conscience se fait, quoique peinant à s'affirmer car en porte-à-faux avec la croyance directrice, non sans la déstabiliser progressivement. Conscience de quoi ? De ce que tout l'édifice de l'IA se présente comme une gigantesque pyramide à l'envers, reposant sur la pointe d'une hypothèse : l'hypothèse de la révision constante et accélérée de la valorisation future des *labs*. C'est cette conscience corrosive qui est en train de faire son chemin dans l'univers de la finance « IA », où les *contrarians*, jadis de pittoresques et négligeables bouffons, commencent à être de plus en plus écoutés. Et c'est cela même que l'opération « 500 milliards » sur CNBC devait endiguer. À l'évidence toute l'atmosphère est en train de changer. L'IA respire la fébrilité, l'énervement et les retours de frénésie dans le scabreux. On voit revenir du sale.

Le symptôme le plus frappant tient sans doute à l'énorme croissance des engagements hors bilan des hyperscalaires. C'est que le travail de sape du doute se manifeste logiquement dans la réticence des banques à leur prêter – à l'image de ce consortium bancaire qui cherche à se dégager des 15 milliards fournis à Anthropic pour un data center opéré par Google. L'un des éléments du délestage a pour nom *Synthetic Risk Transfer* (SRT). Les SRT sont des sortes de contrats d'assurance par lesquels un investisseur consent à se faire porteur du risque au nom d'un prêteur, généralement une banque, qu'elle indemniserait en cas de défaut du créancier. L'époque des subprimes avait connu des instruments de couverture similaires avec les CDS (*Credit Default Swap*), à ceci près que les créances à assurer demeuraient inscrites telles quelles à l'actif bancaire, avec toutes sortes d'inconvénients en termes de niveaux réglementaires de capitaux propres exigés en contrepartie des engagements risqués. Le risque sorti par le SRT, les adossements de fonds propres sont allégés d'autant, et la banque peut recommencer à prêter en l'état. En l'occurrence, cependant, à d'autres que des acteurs de l'IA puisque, désormais, prêter à l'IA, les banques n'en veulent plus. Il s'ensuit en tout cas que ces opérations disséminent du risque partout dans la finance, au milieu d'investisseurs souscripteurs de SRT, intéressés à percevoir les primes d'assurance que le prêteur leur paye, oubliant que les obligations qui viennent avec pourraient se matérialiser si l'édifice IA se mettait à trembler. Au total, le risque n'est plus localisable, plus traçable – comme le grisou au fond d'une mine, il devient diffus et dense.

Ceci d'autant plus que le freinage des banques a ouvert un espace qui n'est pas resté longtemps vacant – aussitôt rempli de pratiques qui ont à peu près les mêmes propriétés. À la fois par nécessité mais sans inquiétude excessive, les agents de l'IA à la recherche de fonds et qui ne trouvaient plus accueil auprès des banques sont allés explorer tous les recoins de la finance hors-réglementation – là où les banques ne pouvaient pas suivre. Naturellement, ils ont trouvé. Le ban et l'arrière-ban du *shadow banking* se sont offerts comme un seul homme : *hedge funds*, *private credit*, *private equity*, véhicules exotiques, la finance IA s'est mise à faire feu de tout bois, grand incendie même. La pratique la plus prisée est désormais celle du SPV, le *Special Purpose Vehicle*, coquille juridique vide, généralement domiciliée aux Caïmans ou au Bahamas, destinée à porter des dettes colossales dont plus personne ne veut qu'elles enlaidissent leur bilan. Par exemple : Beignet [<https://www.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/sourcelid/101651795>]. Beignet est le nom tout en douceur d'un projet de data center à 30 milliards de dollars pour Meta. Meta en joint venture avec Blue Owl, l'un des principaux fonds de *private credit/private equity*, dote le SPV de 3 milliards en fonds propres, pour aussitôt le faire s'endetter de... 27 milliards – du levier de grandes personnes. Le SPV dépense ses 30 milliards en infrastructure (terrain, bâtiments, puces, électricité), dont Meta va louer (leasing) les capacités, pour un prix de service payé à, et par l'intermédiaire du, SPV, qui peut ainsi servir la dette.



Lire aussi Sébastien Broca, « Les noces de l'IA et de l'État », *Le Monde diplomatique*, avril 2026.

On voit alors apparaître la devise aussi bien des *labs* que des hyperscalaires : « C'est pas moi ». « *Les puces (dans le data center), c'est pas moi* » : je ne les possède pas, le les loue (centralité des procédés du *leasing*), ainsi je me protège de leur obsolescence (c'est que les choses passent si vite dans l'univers de la tech...). « *La dette, c'est pas moi non plus* » : c'est juridiquement celle du SPV. C'est que la dette fait des gros pâtés dans un bilan et que je veux le mien sans tache. Bien sûr pour que d'autres investisseurs souscrivent aux 27 milliards d'emprunt, il vaut mieux leur donner quelques garanties. Il y aura d'abord celle du taux d'intérêt avec sa jolie prime de risque. Il y aura surtout la garantie (*backstop*) de Meta lui-même, qui s'engage quoi qu'il arrive à faire passer par le SPV des volumes d'achats de calcul (lease) suffisants pour servir la dette, avec cet avantage qu'un *backstop*, c'est aussi un engagement hors-bilan – invisible.

On n'a plus cessé de voir fleurir des montages de cette sorte. Apollo et Blackstone se sont associés à Anthropic pour un projet à 36 milliards, en vue de louer du calcul à un data center Google. Ici, une agréable nouveauté : c'est le fournisseur des puces, Broadcom, qui prend en charge le *backstop*, et dédommagerait des créanciers victimes de défaut avec... sa marchandise. On n'est pas loin de nous faire croire, *au propre et non plus au figuré*, que les puces, « c'est de l'or » – en tout cas les voilà qui se posent comme un tout nouveau moyen de paiement puisqu'elles revendiquent d'éteindre des dettes. C'est cette logique que généralise le méga-deal Nvidia & alii à 500 milliards. Nvidia n'est plus seulement le boss : c'est le parrain. Ses puces qui-valent-de-l'or sont proposées en *backstop* de tous les deals qui se monteront pour consommer les 500 milliards. On savait la finance créative mais, dans cette histoire d'IA, elle se sera réellement surpassée.

Retour vers le futur

Il faut prendre un peu de recul pour mesurer les conséquences de toute cette « créativité ».

1) La pratique du hors-bilan est devenue non plus incidente mais centrale, généralisée. Les montants de dette sont tellement colossaux qu'on préfère ne plus les voir.

1bis) Les engagements de dépenses (IOU), aussi bien ceux des *AI labs* à l'endroit des hyperscalaires que ceux des hyperscalaires à l'endroit des constructeurs et fournisseurs de puces, relèvent, sous une forme légèrement différente, de la même logique de dissimulation : ce sont formellement parlant des dettes (puisque ce sont des engagements à commander/payer) mais leur nature particulière échappe aux enregistrements de la comptabilité (les GAAP, *Generally Accepted Accounting Principles*), si bien qu'elles non plus n'apparaissent nulle part – sur 1,5 trillions de IOU identifiés, 1 trillion n'est pas reflété dans les états comptables, nous dit Goldman Sachs [<https://www.ft.com/content/a0a07cce-6d19-4b1e-a73b-9855a06ba7b3>].

2) Les *backstops* par les fournisseurs de puces ne manquent pas d'arrogance : on prétend payer (dédommager) en livrant des marchandises à date de péremption notoirement proche – l'inconvénient du progrès technique qui va si merveilleusement vite mais ici un peu trop. Peu importe, Nvidia déclare que son bilan, en effet colossal, peut venir adosser l'édifice des dettes IA dans sa quasi-totalité. Qu'un industriel se pose ainsi en garant d'une pyramide financière aussi gigantesque, c'est du jamais vu.

3) Enfin, et c'est peut-être le pire : retrait bancaire oblige, tout l'univers de la *private finance* (*credit* ou *equity*) est massivement engagé dans ces montages. Mais avec quels fonds ? De plus en plus ceux des grands collecteurs d'épargne institutionnels [<https://www.wsj.com/finance/investing/life-insurers-arent-just-investors-in-private-credit-theyre-major-lenders-too-c64ea527>] : les assurances, les fonds de pension et les fonds mutuels. Les salariés futurs pensionnés, les petits épargnants sont impliqués sans le savoir dans les constructions les plus scabreuses qui soutiennent la pyramide sur la pointe. Laquelle ne manquera pas de les ensevelir en cas de chute. Décidément, c'est une riche idée qu'a eue Arthur Mensch de plaider, devant la commission « Souveraineté numérique » de l'Assemblée nationale, en faveur de la création de fonds de pension, qui nous manquent si cruellement pour financer notre IA à nous.

4) L'implication de l'épargne publique est encore plus large et vicieuse, qui s'étend à tout l'univers du *private credit*, lui-même devenu un acteur-clé de la finance IA. C'est que dans les fonds de *private credit*, rudement mis à l'épreuve depuis début 2026, avec d'une part des taux de défaut en hausse des emprunteurs, et d'autre part des investisseurs inquiets qui demandent à retirer leurs billes, dans ces fonds de *private credit*, donc, on commence à avoir discrètement envie de se délester d'engagements, disons, malodorants. Comment va-t-on s'y prendre ? Mais comme à l'époque héroïque des subprimes, voyons : par la titrisation et la « structuration » [<https://www.bloomberg.com/news/features/2026-07-19/how-wall-street-is-turning-private-credit-into-investment-grade-bonds?srnd=homepage-europe>]. Que les banques aient été priées, après 2008, d'y mettre la pédale douce, c'est une chose, mais les fonds de *private credit* ne se sentent pas concernés. Selon la recette éprouvée, on « fond » ensemble (*pooling*) des créances plus ou moins avariées, puis on découpe l'ensemble en différentes tranches de titres, qui porteront chacune un certain niveau de risque, et la rémunération correspondante, pour les mettre à l'encan. Les investisseurs choisiront ce qui leur sied en fonction de leur appétence pour le risque et leur désir de *yield*.

Mais voilà où la chose devient vraiment vicieuse : les assureurs se sont découvert une passion pour ce jeu. Une passion si grande qu'ils s'y adonnent *de tous les côtés* [<https://www.bloomberg.com/news/features/2026-07-19/how-wall-street-is-turning-private-credit-into-investment-grade-bonds?srnd=homepage-europe>].

[srnd=homepage-europe](#)]. D'abord du côté « investisseurs » puisqu'ils achètent avec entrain ces produits structurés, sans doute en privilégiant les tranches à plus faible risque – mais l'on sait ce qu'il advint de ces tranches dites « senior », réputées AAA, à l'époque des subprimes. Ensuite, et voilà la nouveauté : du côté *backstop*. Car les assureurs ont trouvé juteux de se porter *wrapper* – c'est maintenant l'expression en usage –, c'est-à-dire garant, pour le compte des autres investisseurs, de ces produits qui ne sont pas exactement des placements de père de famille. Si des défauts surviennent, les assureurs viendront dédommager les investisseurs qui se retrouvent « dedans », le calcul d'ensemble consistant à toucher les primes d'assurance en espérant que le fâcheux événement ne se produira pas. À la fois investisseurs et fournisseurs d'« emballage » (*wrap*), les assureurs sont en première ligne pour défrayer la chronique en cas d'effondrement, ils avaient été d'une discrétion de fleurette en 2008, on entendra parler d'eux à l'occasion du krach « *private finance* + Software + IA », et ce ne sera que justice.

En attendant le séisme

De ce krach-là, les signes annonciateurs n'en finissent plus de se multiplier. Il faut d'abord revenir à la bicyclette à accélération forcée : les ennuis commencent, non pas quand les valorisations s'effondrent mais simplement quand elles ralentissent. On sera bientôt fixé à cet égard, sachant que plus grand-chose dans les données du business model d'ensemble de l'IA ne peut plus trop venir produire de la dérivée seconde positive. Il y a aussi le retour des procédés les plus scabreux, ceux-là même qu'on croyait avoir laissés derrière, dans les ruines des subprimes. Les montages de défausse du *private credit*, dont la multiplication est en soi un signe, en témoignent. Mais l'on apprend également que la SEC, l'autorité de surveillance des marchés étasuniens, vient d'autoriser la titrisation des dettes des hyperscalaires [<https://www.bloomberg.com/news/articles/2026-08-10/sec-exempts-data-center-bonds-from-key-securitization-rules>], qui plus est sur la base d'arguments des plus spécieux. Nous voilà donc sanglés dans la DeLorean.

Plus encore qu'on ne croit d'ailleurs. Car dans les nouvelles quasi quotidiennes, toutes en apparence les plus mirifiques, toutes en réalité les plus transpirantes de peur, nous découvrons que la dernière innovation en date, proposée comme il se doit par le Parrain (Jensen Huang, CEO de Nvidia) se propose ni plus ni moins que de transformer le *compute*, c'est-à-dire l'heure de calcul, en actif financier négociable sur des marchés [<https://blogs.nvidia.com/blog/nvidia-ai-factory-compute/>]. Ici, l'arrogance atteint des sommets. D'abord parce que fabriquer des actifs financiers suppose la fongibilité du sous-jacent : quand un investisseur achètera des *futures* [<https://www.cnbc.com/2026/08/11/ai-computing-power-becomes-a-tradable-asset-class-as-cme-starts-futures.html>] sur *compute*, il doit être assuré qu'une heure de calcul ici ou une heure de calcul là, c'est idem. Jensen assure : l'heure de calcul générique sur la base de laquelle se construiront ces produits financiers, ce sera l'heure de GPU – la puce Nvidia. Nvidia dit [<https://blogs.nvidia.com/blog/nvidia-ai-factory-compute/>] : l'heure de *compute* sur *ma* puce est universelle, ni plus ni moins. Par conséquent, la condition de possibilité de la financiarisation du *compute*, la fongibilité, est remplie – par moi. On redemande à Jensen Huang si l'obsolescence des puces n'est pas un peu problème quant à leur qualité en tant qu'actif de garantie. Jensen Huang répond que non [<https://www.ft.com/content/3b522281-0119-47c9-a95a-f2c8d04e6212?syn-25a6b1a6=1>]. Il n'y a pas de problème : parce que ce sont *ses* puces. Et qu'elles défient l'obsolescence. On en a le souffle un peu coupé. Mais pas autant que d'imaginer le cirque spéculatif voué à s'édifier là-dessus, où ne manqueront pas un bouton de guêtre, pas un chapeau claqué : nous aurons droit au barnum de tout ce que la finance fait de pire.

Nous en sommes là. Il n'y a plus qu'à guetter le vélo. Un qui guette, c'est Nicolai Tangen [<https://>

www.reuters.com/business/finance/norway-wealth-fund-ceo-says-funds-entire-value-could-be-lost-future-2026-08-11/?taid=6a7b27721a40190001ef939c], le patron du fonds souverain norvégien – 2 trillions de dollars sous gestion, tout de même, abondés par les formidables recettes du gaz naturel et du pétrole. « *Je veux contribuer à notre préparation mentale d'urgence* », dit Nicolai – on apprécie l'entame. Son propos, au-delà de l'IA, mais avec l'IA, englobe les trois dernières décennies de folie financière et de marchés aveuglément haussiers. Et puis le coup de grâce : « *Notre fonds peut-il disparaître ? La réponse est oui* ».

FRÉDÉRIC LORDON

Mot clés: [Banque](#) [Finance](#) [États-Unis](#) [Technologie](#) [Informatique](#) [Crise financière](#)