

IA krach ?

par Frédéric Lordon, 1er juillet 2026 Blog du « Diplo » la pompe à phynance

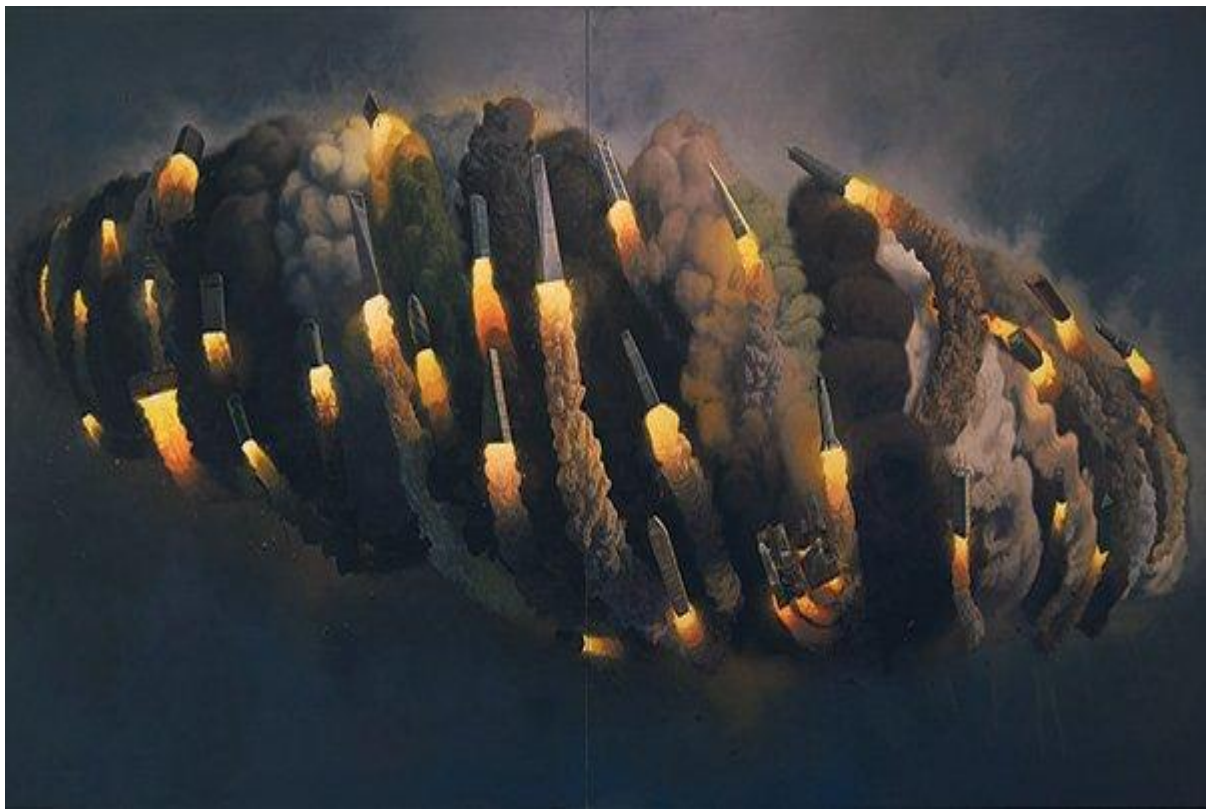


Jean-Baptiste-Siméon Chardin. — « Les billes de savon », 1733-1734

C'est une équation à 5 trillions de dollars, et on commence à se demander si elle a une solution. En fait à redouter qu'elle n'en ait pas.

Qu'est-ce qu'une bulle ? C'est une croyance collective. Qu'est-ce qu'un krach ? C'est l'effondrement de la croyance qui fit la bulle. Avec l'Intelligence artificielle (IA), nous sommes servis : nous avons deux bulles pour le prix d'une. Une bulle de valorisation boursière — on attend pour les deux joueurs les plus en vue, OpenAI et Anthropic, des introductions en Bourse annonciatrices de capitalisations faramineuses (autour de 1 trillion de dollars). Une bulle de valorisation boursière donc, mais suivie de près (en fait précédée) d'une bulle de crédit, elle plus préoccupante encore : les krachs proprement boursiers sont souvent plus spectaculaires que méchants — ils ne sèment que des pertes patrimoniales —, les bulles

de crédit, quand elles crèvent, propagent des défauts en cascade au travers du système financier.



Lire aussi Félix Tréguer, « [La bonne conscience de la Silicon Valley](#) », *Le Monde diplomatique*, mai 2026.

Deux bulles, l'une et l'autre conformes au concept où elles se ramènent : de la croyance collective. C'est peu dire qu'il en faut pour soutenir une mobilisation de capitaux dont il est déjà acquis [qu'elle est sans précédent](#) dans l'histoire du capitalisme. Admettons qu'en matière de production d'épopée — c'est-à-dire de croyance, précisément —, les capitalistes étasuniens savent y faire. En l'occurrence, ils ne pleurent pas la légende et nous régaler d'horizons grandioses, fut-ce sous une forme inhabituelle, légèrement paradoxale d'ailleurs, qui consiste à convaincre l'humanité du risque terrible, quasiment annihilateur, qu'elle encourt à plonger dans l'IA. Dario Amodei, le patron d'Anthropic, est passé maître en ce registre rhétorique, qui sous couleur de contrition, livre en fait un sous-texte aux intérêts bien compris : 1) L'IA est un très grand péril = c'est un outil d'une puissance inouïe, ce qui devrait vous intéresser (beaucoup) ; 2) J'ai enfanté un monstre mais je le dis, partant ma conscience éthique est sans tâche — achetez donc chez moi pour avoir de la vertu en plus de l'arme fatale ; 3) Le gouvernement du monde libre est désormais informé qu'un tel outil ne doit pas tomber dans toutes les mains — les imagine-t-on chinoises ? Horreur, malheur — or les miennes, disais-je, sont tout à fait pures, par ailleurs si jamais les choses économiques et financières tournaient mal, je recommande de ne pas nous laisser tomber comme un vulgaire Lehman Brothers. Soit la légende parfaite : des super-pouvoirs, des méchants qui ne doivent pas mettre la main dessus, des hérauts du bien — et un filet de sécurité parce qu'on ne sait jamais.

Perspectives grandioses



Lire aussi Pierre Rimbert, « [Tout le monde déteste l'IA](#) », *Le Monde diplomatique*, juillet 2026.

Évidemment, une légende ne fait pas un business model. C'est là qu'est l'os. Jusqu'à présent, elle suffisait à l'enchantement — ah ça, elle a bien enchanté : depuis 2020, les cinq gros (Microsoft, Google, Oracle, Meta, Amazon) ont balancé [1,9 trillions de dollars dans le chaudron magique](#) (1). Maintenant, il s'agirait que ça rende — plus exactement, parce qu'on a quand même compris que ça ne serait pas dans l'immédiat, que ça *finisse* par rendre. À la hauteur. Les sceptiques, les questionneurs, sont d'abord passés pour ce qu'ils étaient : des grincheux incapables d'éprouver les frissons du merveilleux, d'envisager la grande aventure du siècle. La finance nomme *contrarians* les minoritaires qui s'opposent à la croyance où tout le marché s'est coagulé. La question devient donc : combien de temps la croyance peut-elle résister aux énoncés infirmateurs. La réponse est : longtemps, mais pas éternellement. Surtout quand se multiplient les indications qui lui sont contraires. Or : nous y sommes. Le travail de sape est engagé. Il n'est pas exclu que nous assistions en ce moment au commencement d'effritement de la croyance qui, passé un seuil critique, tournera à l'effondrement. Et à des révisions financières aussi brutales que l'emballement les ayant précédées aura été forcené — soit l'histoire de toutes les crises financières, à propos desquelles Marvin Minsky parlait très justement d'« *aveuglement au désastre* ».

Ed Zitron, un *contrarian*, mais du genre bien énervé, pose la question à cent sous : la question des anticipations de chiffre d'affaires capable d'être à la hauteur de dépenses en capital (*capex* — pour *capital expenditures*) aussi astronomiques. Tout le monde y est suspendu : les hyperscalaires (les usines à collecter-héberger-concasser de la donnée : AWS, Google, Microsoft, Oracle, Meta). Les *AI labs* tout autant, qui se sont engagés à consommer de la puce et du temps de calcul pour des montants des mêmes ordres de grandeur : [Anthropic a promis 330 milliards](#) à Google, AWS et Microsoft d'ici 2029, [OpenAI 852 milliards](#), dont 770 pour AWS, CoreWeave, Cerebras, Oracle et Microsoft à fin 2030. « Promis » ou « laissé entrevoir » ? Le mot en usage pour qualifier ces « perspectives » est *commitments*. Dont la

traduction française est « engagements ». Mais dont le statut juridique et [le traitement comptable](#) n'en sont pas moins des plus flous. En réalité, on trouve de tout dans les fameux *commitments*, dont les annonces sont bien faites pour défrayer la chronique et envoyer *urbi et orbi* les signes de l'exceptionnel, du hors-norme, du il-faut-en-être. De tout, c'est-à-dire du contrat en bonne et due forme, exécutoire — de l'engagement ferme, qui ne plaisante pas –, et puis de l'évocation, de la perspective grandiose, de l'horizon intersidéral.

À un moment pourtant, il faudra bien sortir du flou et dire ce qu'il en est, lard ou cochon. Malheureusement, quelle que soit la voie de sortie du flou, il y aura des déconflits. Si c'est du côté « ferme » où les *IA Labs* doivent casquer pour de bon sans que la demande ait suivi, c'est leur ruine. Si c'est du côté opposé « Désolé, on avait vu un peu grand, restons-en là », et que les hyperscalaires se retrouvent bec dans l'eau, ça ne se passera pas bien non plus. C'est qu'ils ont déjà 2 trillions de dollars de *capex* engagés, sans parler de tout ce qu'ils envisagent pour les années qui viennent (on vise les 5,3 sur la période 2025-2030, [dixit Goldman Sachs](#)), il s'agirait donc que les commandes rattrapent, et fissa si possible. Quelle est la part réelle des *commitments* fermes, et de ceux qui le sont moins, nul ne le sait car ni Anthropic ni OpenAI ne sont encore des entreprises cotées, par conséquent, pour l'heure, elles ne sont pas tenues de rendre public leurs états financiers, il faudra donc se contenter de leurs déclarations. [Ce qu'on connaît en revanche](#), ce sont les volumes de leurs levées de fonds récentes : 95 milliards pour Anthropic cette année, 122 milliards pour OpenAI, ce qui laisse quand même un trou de financement béant à combler pour être à la hauteur des annonces 2029-2030 — on ne parle pas de leurs capacités d'auto-financement puisque ces entreprises pour l'heure sont tout ce qu'il y a de déficitaire (20 milliards de pertes pour OpenAI en 2025). Pour alléger la pression, Huang Jensen, le patron de Nvidia, dont il ne faudrait pas oublier qu'il occupe le centre du tableau — c'est lui qui livre les cargaisons de puces qui animent tout ce petit monde —, [a rappelé](#) qu'en chiffrant à 80-100 milliards de dollars le gigawatt (GW) de puissance, les 190 GW de data centers programmés, finiraient, non dans les 5,3 trillions de dollars anticipés de Goldman Sachs mais entre 9,5 et 15 trillions — lui aussi a ses petits problèmes de *capex* à rentabiliser, et n'est pas désireux qu'on révise quoi que ce soit à la baisse.

Nous voilà avec sur les bras une équation à une variable et un paramètre. La variable : la demande. Le paramètre : le financement, qui permettra d'attendre que la variable daigne.

Décollage fantasmé, demande réelle



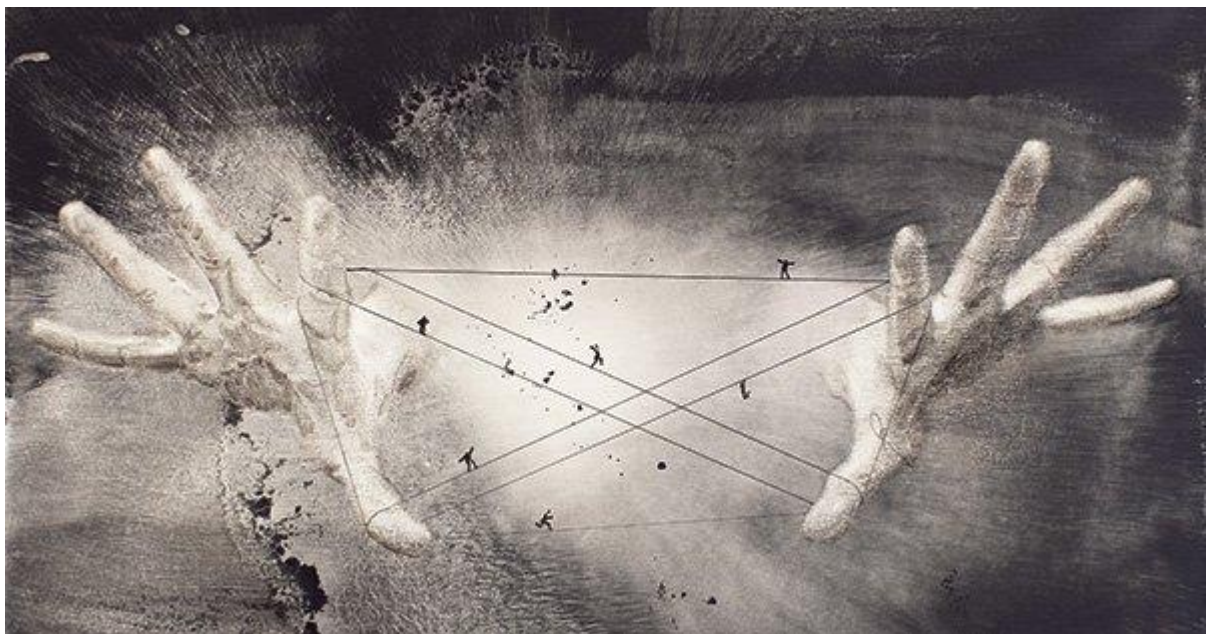
Lire aussi Sébastien Broca, « [Mesurer la gloutonnerie numérique](#) », *Le Monde diplomatique*, juillet 2025.

C'est du côté de la demande que le retournement de croyance commence à s'esquisser. On était parti sur les chapeaux de roues, gais et contents, le monde entier allait être conquis, devrait « s'y » mettre, puisqu'on n'a pas le choix de passer à côté d'une révolution (quand elle est capitaliste) : on doit en être. À ce stade, seule la légende était aux commandes — sans rien de concret derrière. Et puis les premières adoptions sont arrivées, tout en sidérations extatiques à découvrir la puissance de l'outil. Le problème du passage au concret, c'est qu'il donne aussi à penser, mais plus prosaïquement, notamment du côté des directions financières, peu portées au merveilleux si les chiffres ne suivent pas. Or les *IA Labs*, qui avaient d'abord ferré le client avec de l'accès gratuit pour l'impressionner et bien le harponner, ont commencé à facturer les entreprises — sur la base de formules forfaitaires. À ce stade, on savait encore ce qu'on dépensait. La deuxième étape de l'addiction franchise, la formule tarifaire a soudainement changé : non plus au forfait mais aux tokens effectivement consommés — le token est en quelque sorte la brique élémentaire de « signifiant » qui entre dans les LLM (*Large Language Models*, grands modèles de langage), dont le nom même indique bien la nature de traitement et production d'énoncés. Survenu sans crier gare, le changement de la formule tarifaire a saisi d'un coup les directions financières qui ne rigolent pas : car [les coûts de consommation d'IA ont littéralement explosé](#). Le cas rapporté de plus grande notoriété est celui d'Uber qui s'est aperçu que son budget annuel prévisionnel d'IA avait été carbonisé en un trimestre — quelle surprise : la légende, d'abord relayée par les entreprises elles-mêmes, avait bien convaincu les salariés que, pour être de l'époque glorieuse qui s'annonçait, et démultiplier leur productivité personnelle comme il convient, ils avaient intérêt à s'y mettre. S'il fallait les y pousser davantage, on a inventé une nouvelle catégorie — le *tokenmaxxing*, ou l'orgie de tokens (un signe de la vraie foi) —, organisé des palmarès et dressé des tableaux d'honneurs : pour qui aurait le mieux tokkenmaxxé. Alors ils s'y sont mis, et comme il faut. Au point que [les entreprises qui les avaient chauffés à bloc](#), ont fini en catastrophe par tirer le frein d'urgence — ceci jusqu'à Amazon et Meta, on mesure l'énormité du paradoxe. Les consommations seraient plafonnées le temps qu'on y voie plus clair. Notamment du côté des bénéficiaires. Or, de ce côté, précisément, on n'y voit goutte. L'évaluation des dépenses ne se constate qu'ex post et les suppléments de productivité sont entre opaques et inégaux. Les entreprises veulent bien investir dans l'IA mais demandent un minimum de visibilité sur leurs ROI (*Return On Investment*, Retour sur investissement) — pour l'heure limpides comme une flaque de mazout.

La clarification ne risque pas de s'opérer de sitôt, notamment sur le front des prix où tout est d'une remarquable instabilité. Courant juin, le *Wall Street Journal* annonce le désir d'OpenAI de [baisser drastiquement le prix du token](#), évidemment pour disputer de la part de marché à Anthropic. C'est une bonne idée mais un peu problématique sur les bords : Open AI, comme son concurrent a un besoin vital de revenus, toutes choses égales par ailleurs baisser les prix n'y aide pas sauf anticipation qu'il s'en suivra une hausse de demande induite et que le second effet dominera le premier — affaire d'élasticité de la courbe de demande, disent les économistes. Elle peut bien être aussi élastique qu'on veut, il reste que la demande globale, quelle que soit la politique de prix qui l'aura commandée, aura été déterminée du côté des entreprises consommatrices d'IA et que, de ce côté, dans les conditions de ROI indéterminé du moment, on est plutôt sur la réserve — à plafonner.

Au reste, on pourrait se poser également la question de savoir si cette affaire de guerre des prix entre OpenAI et Anthropic est bien sérieuse et, si elle le devenait, ce qui en résulterait. Du dégât assurément, non pas du côté des hyperscalaires — peu leur importe que la demande leur vienne d'un, deux ou N acteurs, pourvu qu'elle soit là et bien là —, mais du côté de tous ceux, créanciers et actionnaires, qui auront financé le perdant.

En matière d'affrontement tarifaire, il y a surtout que celui d'OpenAI et Anthropic ressemble plus à la guerre des boutons qu'à Guadalcanal. Les hostilités sérieuses commenceront bientôt, en réalité elles ont déjà commencé : la concurrence chinoise. Sous double embargo — interne et externe ! — plus ou moins respecté de puces Nvidia, les Chinois, tirant le meilleur de la « contrainte créatrice », ont développé des LLM peut-être moins sophistiqués (voire...) mais plus adaptés aux besoins véritables des consommateurs d'IA, qui n'ont pas tous besoin qu'on leur écrive une thèse sur Lacan (admettons, au passage, que soumettre une IA au « test Lacan » serait une sorte d'ultime épreuve de vérité) ou qu'on leur démontre la conjecture de Riemann. Qu'on y voie clair ou non dans la boîte noire de l'IA chinoise, une chose est bien certaine : l'offre commerciale DeepSeek, de qualité presque équivalente à celle des IA étasuniennes, par ailleurs en Open Source, avantage considérable, le tout à des prix, comme on dit, défiant toute concurrence, a effectivement défié toute concurrence. Au reste, on comprend mieux la différence des prix quand on compare les *capex* respectivement étasunienne et chinoise : [elles sont dans un rapport de 1 à 10](#). 443 milliards de dollars en 2025 pour les premières, 57 pour les secondes ; estimations 2027 : 1000 milliards contre 157. Il semble qu'en Chine, à défaut de trillions de dollars, on réfléchisse.



Lire aussi Gabrielle Chou, « [La Chine entravée dans la bataille de l'intelligence artificielle](#) », *Le Monde diplomatique*, avril 2023.

On a parlé de « coup de tonnerre » au moment où l'offre DeepSeek a été connue (fin mars) — pour oublier aussitôt que la foudre avait frappé, et mieux retourner à la croyance : celle de l'IA *étasunienne*. Les recouvrements du déni ici n'auront pas pu durer longtemps : après un premier pic, aussitôt suivi de relaxation (le temps du déni), [la demande de tokens chinois, mesurée par OpenRouter](#), une plateforme d'accès aux principaux modèles, est partie en fusée (de 5 à 20 trillions de consommation hebdomadaire de tokens en un mois), laissant sur place les modèles étasuniens (à 5 trillions). De l'offre de tokens à prix totalement cassés : il devrait normalement y avoir de quoi réveiller un peu les fidèles car, ici, ça n'est plus ni moins que la totalité d'un *business model* à 5 trillions de dollars qui menace ruine. Goldman Sachs, qui est à peu près l'équivalent de la romaine Congrégation pour la Doctrine de la Foi, peut bien fouetter les ardeurs [en annonçant la généralisation de l'IA](#) non plus simplement « Chat » mais « *agentic* », et que la demande mensuelle de tokens est partie pour exploser depuis 5

quadrillions (millions de milliards) « à peine » aujourd'hui (2) à quasiment 120 quadrillions de tokens d'ici 2030, la question subsidiaire de savoir qui la captera a été curieusement omise.

À l'inverse toutefois de son homologue vaticane, la Congrégation Goldman Sachs n'est pas tout d'une pièce. On y tolère de la diversité — rassurons-nous : moins un signe de vertu que de variété des centres de profit. On se souvient qu'à la haute époque des subprimes, la banque, côté *sales*, fourguait de l'avarié aux clients ordinaires pendant que le *trading* pour compte propre shortait hardiment. Il n'est donc pas contradictoire de l'entendre cette fois faire miroiter les quadrillions de tokens au moment où l'un de ses stratégestes maison, Rich Privorotsky, [s'avise](#) que pour une bonne part ils prendront le chemin de la Chine et du Japon. Comme pour lui donner raison, et sans grande considération pour ses partenariats étasuniens du moment, [Microsoft a benoîtement annoncé](#) le déploiement de DeepSeek à la place des produits OpenAI et Anthropic. Privorotsky demande « *jusqu'où l'élastique peut s'étirer* », suggère qu'il y a quelque part un « *point de rupture* », que « *les grands apporteurs de capitaux sont surexposés au risque* », et que « *la création de valeur pour l'actionnaire serait meilleure en allouant moins de fonds à l'IA* ». Le problème étant que « moins » n'est pas une modalité prévue par l'ensemble du modèle économico-financier de l'IA étasunienne. Point de convergence inattendue, par là d'autant plus frappante, où une voix de Goldman Sachs rejoint Ed Zitron, le *contrarian* énervé. [Zitron](#) : « *L'IA ralentit au moment où elle devrait accélérer* ». Privorotsky : « *Le complexe entier de l'IA est valorisé d'après une hypothèse de capex indéfiniment croissantes* ». Ce que confirme, mais pour s'en féliciter, et sans voir le problème, [une longue étude](#) d'Exponential View, qui observe le monde de l'IA conformément à l'optimisme de la croyance, c'est-à-dire par extrapolation linéaires — quand elles ne sont pas log-linéaires. Or : « *rubber* » (élastique), « *stretch* » (étirer), « *breaking point* » (rompre)...

Finance IA : le sombre et le scabreux

On aura pourtant forcément à y réfléchir de l'« autre » côté de la barrière : non plus celui de la demande mais, donc, celui des apporteurs de capitaux — ceux-là mêmes qui soutiennent le machin d'ensemble à 5 trillions de dollars. C'est toujours une histoire à deux volets : il y a une innovation vendue comme majeure, ses miracles supposés, son économie ; et puis il y a la finance, normalement en position de juger du bien-fondé de la promesse, de ses horizons temporels, et de la soutenabilité du portage qui lui revient. Si l'on autorise une aimable litote, on ne peut pas dire que le discernement ni la rationalité tempérante entrent dans les propriétés de la forme néolibérale de la finance. On l'a déjà vue à l'œuvre avec la « nouvelle économie » (on a déjà oublié cette grotesque appellation) de la bulle « *dotcom* ». Nous y revoilà.

Sur ce front-là, où en sommes-nous ? Visiblement au stade où l'on entre dans le sombre et le scabreux. On a déjà dit ce qu'il fallait espérer en matière d'apports des premiers concernés, OpenAI et Anthropic : rien — chez ces messieurs, on n'a pas encore sécrété un kopeck de profit, on aimerait bien, même, sortir sans trop tarder des pertes ([20 milliards pour OpenAI en 2025](#)). Du côté des hyperscalaires eux-mêmes : pas la grande forme non plus. Le *Financial Times* estime, « *sous les hypothèses les plus généreuses* », qu'à l'exception d'Amazon, [tous les hyperscalaires connaîtront des ROI... négatifs](#) sur leurs investissements de la période 2025-2030, Oracle, à des niveaux décoiffants : -35 %. De fait, pour soutenir le rythme financier, les hyperscalaires se livrent maintenant à des pratiques inattendues, notamment l'arrêt des *buybacks*, ces rachats d'action auxquels ils consacraient des montants phénoménaux (rien n'est trop beau pour complaire aux actionnaires), et commencent à empiler de la dette.

L'essentiel de l'effort financier soutenant l'IA vient d'apports extérieurs. Et l'extérieur va craquer. Les banques commencent à jeter l'éponge : fin 2025, elles en étaient à 450 milliards d'engagements dans le « complexe IA » ([estimation Réserve fédérale de Chicago](#)). « [Les banques étouffent](#) » — *Financial Times*. [Goldman Sachs Research](#) : « *Le financement par les “marchés privés” devrait prendre une importance croissante* » — retour au langage feutré de la Curie. Que peut vouloir dire le quasi-oxymore de « marché privé » (puisque *private*, en anglais de finance, désigne ce qui a été sorti « des marchés ») ? « Les marchés » dont fait sortir le « *private* », ce sont les marchés *réglementés*. On peut donc si l'on veut donner le nom de *private market* à tout ce qui se développe hors-réglementation — on peut aussi l'appeler *shadow* (comme *shadow banking system*).

Voilà en tout cas où en est le « plan de financement » de l'IA : à devoir aller fourrager dans « l'ombre ». Où d'ailleurs on ne rechigne pas pour se porter volontaire — l'absence de réglementation est la meilleure amie de la croyance. [Goldman Sachs s'extasie](#) alors de la diversité des compartiments et des classes d'actifs prêtes à s'engager — déjà à hauteur de 130 milliards de dollars pour 2025 —, le tout sous la bannière pleine d'audace de l'*alternative investment* (gestion alternative). On y trouve tout le monde et son chien : fonds de *private credit*, de *private equity*, d'*infrastructure*, de *real estate* (immobilier, car il y a de sacrées surfaces à acquérir pour les *data centers*), les frontières entre catégories d'*alternative* n'en finissant plus de se brouiller, de même qu'avec les acteurs du système régulé. Car les banques « leviérisent » ces entités, les fonds de pension et les assureurs y investissent une partie de l'épargne-retraite (c'est astucieux), pour certains (assureurs) leur prêtent également, c'est la foire à la ferraille et au jambon. Absolument tous les compartiments de la finance, sombres ou éclairés, sont donc mouillés dans le financement de l'IA, spécialement le *private credit*, [déjà bien installé sur une ligne de faille](#), qui promet une fameuse béchamel si d'aventure les choses tournaient mal.

Et comment pourraient-elles ne pas ? L'équation du *business model* est déjà en soi intordable : l'ensemble de l'investissement repose sur des hypothèses de demande à horizon 2030 des plus fragiles. Le monde financier commence doucement à s'en apercevoir, comme en témoignent quelques prudentes abstentions, celles des banques, ou bien, au contraire, la fuite en avant dans le scabreux, un registre dans lequel la finance néolibérale ne manque ni d'entrain ni d'imagination. [Le montage proposé à Anthropic](#) par Appolo et Blackstone, deux fonds de *private credit*, pour planquer sa dette restera comme un modèle du genre. « Big Sky » : c'est le nom du projet, car on a de la poésie chez ces gens-là. Big Sky propose à Anthropic d'avoir accès aux puces de Broadcom pour un *leasing* de 35 milliards de dollars mais — c'est tout le sel de l'affaire — sortis de son bilan, où ils n'apparaîtront pas comme la dette qu'ils sont en réalité, car nous en sommes à un point où il ne faut plus trop donner des impressions de surchauffe ni effrayer le monde. Voici maintenant l'usine à gaz : 1) Appolo et Blackstone créent ex nihilo une entité ad hoc, un SPV (*Special Purpose Vehicle*, fonds commun de créances) ; 2) Le véhicule est financé à hauteur de 35 milliards, 800 millions en *private equity*, 34 milliards en *private credit* ; 3) Les 34 milliards de dette se décomposent eux-mêmes en : deux tranches dites *senior* (les plus sûres), l'une de 6 milliards notée A1 (Moody's), l'autre de 24 milliards, notée A2, enfin une tranche *junior* de 4 milliards ; 4) le montage prend une tournure franchement exotique quand on découvre que les deux tranches *senior* (6+24) sont garanties par... Broadcom, l'entreprise auprès de laquelle les puces seront louées. Ceci signifie que, si Anthropic (qui paye les intérêts au SPV) venait à faire défaut, c'est Broadcom qui couvrirait ; 4 bis) qui couvrirait en livrant ses propres puces en paiement — mais que vaudront-elles à ce moment-là : l'horizon d'obsolescence des puces est bien plus court que la maturité de la dette ; 5) Là-dessus, Morgan Stanley, qui conseille Broadcom dans cette

aventure, a aussi généreusement proposé ses services en prêtant aux investisseurs désireux de souscrire à ces titres. Qu'est-ce qui pourrait mal se passer ?

L'entrée dans le scabreux est le signe le plus indubitable d'un « cycle de crédit » en train de partir en cacahuète. Le recours à des procédés aussi baroques que ces *chips-backed loans* (prêts adossés à des puces), car « Big Sky » est [loin d'être un cas isolé](#), est l'indice qu'il y a trop à cacher et que ce trop ne peut pas être confié aux procédés usuels. [Morgan Stanley publie des estimations](#) d'engagements hors-bilan des hyperscalaires, cette fois, à faire frémir : entre RPO (*Remaining Performance Obligations*) d'un côté, c'est-à-dire engagements futurs de fournir de la puissance de calcul (à partir de capacités restant à construire), et *commitments* de l'autre, c'est-à-dire engagements d'acquisition (foncier, bâtiments, puces) : 800 milliards + 1000 milliards = 1,8 trillion de dollars. Le tout hors-bilan, donc.

On demande : où va la cacahuète ? Question de plus en plus rhétorique, semble-t-il. Le complexe économique-financier de l'IA est devenu un *Mato Grosso*. En maîtriser toutes les convolutions est une gageure. Mais de tous côtés, on ne voit plus qu'impasses, bizarreries sans nom, aléas qui, de quelque façon qu'ils tournent, auront des effets terribles soit sur les uns, soit sur les autres, soit sur tous ensemble. Et au milieu de tout ça une finance mouillée jusqu'aux sourcils, tous caps du raisonnable allègrement passés, trompétant encore à l'aventure glorieuse en public, passablement préoccupée par devers soi. Et la croyance, qui propulsait et tenait tout jusqu'à présent, en train de s'effriter, s'effriter. Des comportements étranges, soutenus par des agendas tantôt tordus tantôt cachés, se font jour. Dario Amodèi [déclare avec une ingénuité déconcertante](#) que s'il n'atteint pas le trillion de dollars de chiffre d'affaires, il « ne voit pas ce qui l'empêcherait d'aller à la faillite ». On ne fait pas plus rassurant. Sam Altman, son homologue d'OpenAI qui voulait à tout prix son introduction en Bourse au plus vite pour ne pas se retrouver bon dernier dans un marché asséché après les passages de Space X et Anthropic, est désormais d'avis qu'il y a lieu de reconsidérer : de prendre un peu de temps, pour qu'on y voie plus clair, sur les prix, sur la concurrence, sur la demande, et que 2027 viendra bien assez vite.

Et partout des allumettes

Cale bourrée de poudre, on n'attend plus que l'allumette. Et c'est toute une boîte qui se présente.

Il y a d'abord les taux d'intérêt. Ils remontent. Celui des bons du Trésor étasunien par exemple. Poussé par des orientations de politique monétaire pré-positionnée contre une inflation qui résulterait des petits désordres du Golfe. Or avec ceux des *Fed funds* (les taux d'intervention de la banque centrale) autour desquels ils gravitent, les taux des *US T-Bills* ont un caractère de référence qui gouverne toute la structure des taux d'intérêt privés. En matière de hausse de taux d'intérêt il suffit parfois de peu de choses pour ébranler tout un édifice de dette (ou d'engagements levierisés) qui reposaient sur des écarts entre rendement des investissements et coût de la ressource empruntée — le taux d'intérêt — qu'on ne peut pas laisser se fermer, encore moins s'inverser. Une hausse de trop et ces paris passent brutalement dans le rouge, conduisant les spéculateurs à vouloir se retirer au plus vite.

Il y a ensuite ce qui est en train de se passer dans les marchés d'actions. Car la bulle proprement boursière qu'on avait d'abord écartée, il faut y revenir. Notamment parce qu'elle a pour caractéristique d'être massivement nourrie par des fonds empruntés. Le *Wall Street Journal* [attire l'attention](#) avec un zeste d'inquiétude sur la dette qui finance ces achats

d'actions, dite *margin debt*, aimablement fournie par l'intermédiaire financier (*broker*) auprès de qui les ordres sont passés. *Margin debt*, « dette de marge » qui n'a plus rien de marginale puisqu'elle atteint aujourd'hui son plus haut historique à 1,4 trillion de dollars. Que se passera-t-il si d'aventure les marchés d'actions se retournent ? Les investisseurs connaîtront les fameux *margin calls*, ces « appels de marge » dont on fait des films ou des plaisanteries de salle de marché (« Qui est ce gars, Margin, qui n'arrête pas de m'appeler » ?). Les *margin calls* sont les demandes faites par les *brokers* à leurs clients d'élever les sommes mises en collatéraux pour garantir leur dette au moment où les actifs qui en sont normalement la contrepartie sont en train de perdre de leur valeur. Rectifions donc l'énoncé du début : les bulles boursières ne sont pas bien graves *tant qu'elles ne sont pas connectées au canal du crédit*. C'est-à-dire qu'elles n'emportent pas des enjeux potentiels de défaut et de course de détresse à la liquidité pour faire face aux fameux *margin calls*. Le propre d'une course à la liquidité étant qu'elle est toujours à même de se propager latéralement : pour satisfaire les besoins exprimés dans un certain compartiment, on réalise des actifs d'autres compartiments, qui à leur tour connaissent un stress de liquidité, qui conduit à des ventes ailleurs, etc. Et la structure d'ensemble, si elle était déjà en un point critique d'instabilité structurelle, se trouve gentiment conduite vers l'effondrement.

Enfin, il y a le gros accident qui tache. Une introduction en Bourse ratée d'un *IA lab*. Une dégringolade boursière à caractère symbolique (Space X dont l'introduction en fanfare n'a pas empêché que le cours, après une première flambée, amorce son retour sur Terre). Ou encore Oracle. Peut-être en train de sculpter sa postérité indésirée de la faillite qui pourrait tout déclencher. Oracle et son ROI de -35 % (!), sa dette cinq fois supérieure à ses fonds propres, ses plans de licenciement par tranches de 10 000, au nom soit-disant d'un grand bond d'IA-productivité, en fait pour restaurer à toute force un cash flow devenu dramatiquement négatif, et se sauver du défaut de paiement. Oracle dont la chute serait cet événement qu'on retrouve à chaque grande crise financière, où les esprits frappés sont d'un coup dessillés, où la croyance souterrainement attaquée, devenue trop fragile, s'effondre à grand fracas. Et la débâcle est générale.

Frédéric Lordon