NOTE D'ALERTE N° 3 · NOVEMBRE 2026

The Big Short 2027 · Acte III

Deux chemins, une impasse

Pourquoi la France s'appauvrira, quel que soit le scénario, tant qu'elle restera dans la course au volume.

Roland Couture — ingénieur, économiste et systémicien

Les 4 et 5 novembre 2026, les valeurs de l'intelligence artificielle ont connu leur premier véritable choc. Le Nasdaq a cédé 5,5 % en une séance, l'indice des semi-conducteurs 12,3 %, et Nvidia a perdu plus de 440 milliards de dollars de capitalisation. Le rebond du lendemain a rassuré. Il ne devrait pas. Cette note soutient trois thèses. L'élection de mi-mandat américaine n'a été que le déclencheur d'une fragilité plus profonde. Quel que soit le chemin, crise brutale ou lent étranglement, la France va vers un appauvrissement général. Et la cause commune de ces deux chemins est la course au volume, dont seule une économie de la robustesse permet de sortir.

1. Un déclencheur, pas une cause

La vague démocrate a porté au Congrès des centaines d'élus hostiles à la multiplication des data centers. Les marchés y ont vu une menace sur le principal moteur de l'investissement américain. La contagion a été mondiale : Tokyo et Séoul ont perdu 6 %, le DAX 2 %.

Mais les fissures précédaient le vote. Depuis octobre, le crédit envoyait des signaux d'alerte. Les obligations 2032 de CoreWeave rapportaient plus de 16 %, et ses CDS à cinq ans dépassaient 1 200 points de base. Oracle était descendu à BBB-, dernier cran de la catégorie investissement. Le marché obligataire avait vu avant le marché actions.

Un rebond ne prouve rien : en 2000, le Nasdaq a connu plusieurs remontées spectaculaires avant de perdre l'essentiel de sa valeur. Trois rendez-vous trancheront : l'introduction en Bourse d'Anthropic, dont la valorisation est déjà contestée ; la Fed en décembre, que le rapport sur l'emploi d'octobre pousse vers une hausse de taux ; les premières prévisions d'investissement 2027 des hyperscalers, attendues en février. À ce jour, les 1 100 à 1 300 milliards de dollars évoqués pour 2027 ne sont que des estimations d'analystes.

2. La pyramide de dette de l'IA

Une dette qui ne dit pas son nom

L'IA s'est longtemps financée sur fonds propres. Ce n'est plus le cas. Les émissions de dette liées à l'IA atteignaient environ 466 milliards de dollars fin septembre 2026, et Morgan Stanley en attend 570 sur l'année. BofA en prévoit 685 en 2027. En ajoutant le crédit privé et les montages hors bilan, l'encours peut être estimé à environ 1 000 milliards de dollars ; c'est une estimation de l'auteur, aucun chiffre consolidé n'étant publié.

Cette dette coûte cher : environ 6 % pour les hyperscalers bien notés, qui paient déjà une prime de 115 points de base contre 78 pour la moyenne des entreprises de qualité, et 8 à 10 % pour le segment spéculatif. Surtout, une large part reste invisible. Moody's évalue les engagements des cinq grands à 969 milliards de dollars, dont 662 milliards de loyers de data centers qui n'ont pas encore commencé.

La chaîne circulaire

Le cœur du système est OpenAI, qui ne possède presque rien. Elle loue sa puissance de calcul. Ce sont Oracle, CoreWeave ou Microsoft qui s'endettent pour construire les data centers, sur la foi de contrats comme celui d'environ 300 milliards de dollars signé avec Oracle pour cinq ans à partir de 2027. Nvidia, de son côté, investit dans ses clients et garantit leurs engagements : jusqu'à 105 milliards de dollars pour le campus de l'Ohio loué vingt ans à OpenAI, 108,5 milliards de garanties au total, plus 36 milliards d'engagements hors bilan envers les néoclouds.

C'est le modèle de la compagnie aérienne qui loue ses avions : peu de dette apparente, des engagements de loyers considérables. Le risque n'a pas disparu ; il a été déplacé vers ceux qui ont construit.

Qui est fragile ?

Rang	Acteur	Dette	Fragilité
1	CoreWeave et néoclouds	35,6 Md$ (51,6 avec les loyers), ~3 Md$ de fonds propres	Obligations traitées comme de la dette en détresse
2	Oracle	169 Md$, 37 Md$ de trésorerie, flux libre de -24 Md$	Plus de la moitié du carnet dépend d'OpenAI
3	Nvidia	~32 Md$ au bilan, 108,5 Md$ de garanties	Caution du système ; chiffre d'affaires lié au capex des autres
4	Meta	~84 Md$	Utilisateur captif, sans revenus IA externes ; montage Hyperion hors bilan
5	Amazon, Alphabet, Microsoft	40 à 145 Md$	Solides : dépréciations massives, sans menace de faillite

Le point de rupture est OpenAI : environ 50 milliards de dollars de revenus en rythme annuel, une marge brute d'environ 33 %, et 278 milliards de flux de trésorerie négatifs cumulés prévus d'ici 2030. Si OpenAI cesse de pouvoir lever des fonds, Oracle perd la moitié de son carnet, CoreWeave ne rembourse plus et les garanties de Nvidia sont appelées.

Le mur de l'amortissement

Ce mur frappe les propriétaires du matériel, pas ses locataires. Les puces sont amorties comptablement sur cinq à six ans, alors que leur vie économique ne dépasse guère trois ans. Pour couvrir leurs investissements 2026-2027, les hyperscalers auraient besoin d'environ 300 milliards de dollars de revenus IA par an, selon Goldman Sachs ; les revenus réels se situent, selon les estimations, entre 65 et 185 milliards. La dette de l'IA représente ainsi cinq à quinze années de chiffre d'affaires, quand la dette française représente environ deux années de recettes publiques.

L'IA emprunte plus cher que la France, sur des actifs qui s'usent en cinq ans, sans pouvoir lever l'impôt. C'est une dette d'État sans les attributs d'un État.

3. Des actions aux États

Dans un premier temps, un krach de l'IA fait baisser les taux souverains : l'argent fuit les actions vers les obligations d'État. Le 10 ans américain est d'ailleurs tombé à 4,83 % le 5 novembre.

Dans un second temps vient la facture budgétaire, par quatre canaux. La récession d'abord : l'investissement dans l'IA est l'un des premiers moteurs de la croissance américaine, et son arrêt ferait chuter les recettes, notamment sur les plus-values ; le déficit fédéral, déjà proche de 6 % du PIB, pourrait monter vers 9 ou 10 %. Le sauvetage ensuite : si le crédit privé, les assureurs ou les banques subissent de lourdes pertes, la dette privée deviendra publique, comme en 2008. La confiance dans le dollar, troisième canal : l'IA était le grand récit de l'exceptionnalisme américain, et avril 2025 a montré que les actions, les obligations et le dollar peuvent baisser ensemble. La Fed enfin, qui, en monétisant pour éviter la crise, nourrirait les anticipations d'inflation.

Le krach serait donc d'abord déflationniste, par la chute de la demande et les surcapacités, puis stagflationniste, sur fond de droits de douane, de pétrole renchéri par la guerre en Iran, de déficits et de dollar faible. Les capitaux chercheraient refuge dans l'or, le Bund, les petits marchés solides, ou rentreraient au Japon. Aucune alternative n'a toutefois la taille du marché américain : le bon du Trésor resterait la chemise la moins sale du placard. L'enjeu est mondial : la dette mondiale totale atteint environ 305 % du PIB de la planète, soit quelque 353 000 milliards de dollars (Institute of International Finance, Global Debt Monitor, mai 2026).

4. La France, maillon faible

Pays	Dette	Dette / PIB	Taux à 10 ans
Japon	1 347 000 Md¥ (État central)	~199 %	~3,1 %
Italie	3 200 Md€	~138 %	~4,5 %
Chine (périmètre augmenté FMI)	~177 500 Md de yuans	~135 %	~1,6 %
États-Unis	40 250 Md$	~127 %	~4,9 %
France	3 595 Md€	119 %	~4,75 %
Royaume-Uni	3 005 Md£ (net)	94 % (net)	~5,2 %

Sources : Insee, Banque d'Italie, ONS, ministère des Finances du Japon, Trésor américain, FMI ; taux au 6 novembre 2026.

La France n'est pas le pays le plus endetté. Elle est le plus exposé des grands. Elle affiche un déficit primaire et doit donc emprunter chaque année de l'argent neuf aux nouveaux taux, quand l'Italie dégage un excédent primaire. Environ 11 % de sa dette négociable est indexée sur l'inflation. La charge budgétaire de la dette de l'État passerait de 62,6 milliards d'euros en 2026 à 72,9 milliards en 2027, et devrait doubler d'ici 2030 à mesure que la dette ancienne, d'une durée de vie moyenne d'environ huit ans et demi, est refinancée. Le 22 octobre, l'écart de taux avec l'Allemagne a atteint 174 points de base, son plus haut niveau depuis le début des années 2000, non loin du record de 191 points de 2011.

L'objectif n'est pas un déficit de 3 %, mais un excédent primaire, seule condition pour stabiliser la dette, comme le font aujourd'hui l'Italie, l'Espagne et le Portugal.

L'arrivée des fonds spéculatifs. La base des créanciers se transforme. Les non-résidents détiennent 57,5 % de la dette négociable de l'État au premier trimestre 2026 (Banque de France). Selon Maxime Mori, du *Revenu*, qui cite la Banque de France, ils souscriraient désormais les deux tiers des émissions nouvelles, dont la moitié par des hedge funds. Ce chiffre, rapporté oralement, n'a pas pu être recoupé sur une publication de la Banque de France. Les données publiques vont dans ce sens sans le chiffrer pour la France : selon une enquête de la BCE, les hedge funds pèsent plus de la moitié des ordres reçus par les banques chargées de placer la dette lors des adjudications allemandes, françaises, italiennes et espagnoles, et leur part des échanges de dette souveraine de la zone euro est passée de 26 % en 2018 à 56 % en 2023. Leur mode d'action est connu : des achats financés à crédit sur le marché des pensions, à très court terme et avec de forts effets de levier, et des paris sur l'écart avec le Bund. Jean Peyrelevade y voit une « prophétie autoréalisatrice » : en se couvrant contre une hausse des taux, ces fonds contribuent à la provoquer.

Le risque est systémique. Plus la dette française repose sur des fonds à effet de levier financés au jour le jour, plus une crise peut être brutale, par le jeu des appels de marge et des ventes forcées, comme sur le marché du Trésor américain en mars 2020 ou sur celui des gilts britanniques en 2022, et plus la France dépend de la décision de la BCE d'activer, ou non, son instrument anti-fragmentation.

Or le refuge européen est allemand, pas européen. La dette commune de l'Union se négocie au-dessus du Bund, parfois au niveau de l'OAT. Et le filet de la BCE est conditionnel : son instrument anti-fragmentation suppose le respect des règles budgétaires, et son programme d'achats illimités exige un plan d'aide assorti de conditions, autrement dit une forme de troïka. En stagflation, la BCE serait en outre bridée par l'inflation.

5. Deux chemins

Le calendrier du risque

Le 22 octobre, l'OAT à 10 ans a dépassé 5,1 %. Le lendemain, Moody's a maintenu la note de la France à Aa3, avec perspective négative, en prévenant que d'importants efforts seraient nécessaires après la présidentielle. Le calendrier, lui, ne fait pas de sursis : l'État doit emprunter un record de 340 milliards d'euros en 2027, la Banque de France anticipe un mur de refinancement en 2027-2028, et chaque point de taux supplémentaire coûterait 11,3 milliards d'euros dès 2028 et 18,4 milliards en 2030. Quatre fenêtres de risque se dessinent :

1. **Fin 2026** : vote du budget et revue de S&P le 27 novembre ; risque modéré.
2. **Janvier-avril 2027** : l'État lève l'essentiel de son programme annuel en pleine campagne, au moment où les programmes sont chiffrés.
3. **Avril-juin 2027** : présidentielle les 18 avril et 2 mai, puis probablement des législatives ; c'est la fenêtre la plus dangereuse.
4. **Automne 2027** : le premier budget du nouveau pouvoir, où le marché tranchera.

Pondération de l'auteur pour 2027-2028, à ce jour : lent étranglement, probabilité d'environ 60 % ; crise aiguë, environ 20 % ; stabilisation, environ 15 à 20 %. Ces chiffres cachent un aiguillage : un programme de rupture budgétaire maintenu ferait de la crise le scénario central, autour de 50 à 60 % ; des gages donnés au marché nous laisseraient dans l'étranglement, au mieux dans la stabilisation.

Le choc

Un krach stagflationniste de l'IA en 2027 tomberait en pleine élection présidentielle. La France n'aurait pas besoin d'attendre 2029 pour être mûre : elle l'est déjà. La séquence serait connue : écart de taux qui s'envole, dégradation de notation, BCE sous conditions, austérité dans l'urgence.

Ce calendrier n'est pas propre à cette note. Jean Peyrelevade, ancien président du Crédit Lyonnais, le dit sans détour : si, « au lendemain de la prochaine élection présidentielle », un « vrai plan de redressement » n'est pas annoncé « tout de suite », « la dette éclatera dans les six mois qui suivront ». C'est, selon lui, « le seul moyen » d'arrêter l'engrenage, et c'est la troisième voie décrite plus bas (entretien au *Revenu*, octobre 2026).

Le lent étranglement

Sans choc, la hausse progressive des taux évince l'école, l'hôpital et l'investissement public. Les salaires réels stagnent ; une répression financière discrète oriente l'épargne réglementée et l'assurance-vie vers la dette publique. Le bon comparatif n'est pas l'Argentine : la France n'a pas sa monnaie et ne peut éroder seule sa dette par l'inflation. C'est l'Italie de 1995 à 2020, vingt-cinq ans de quasi-stagnation sans crise spectaculaire.

La tentation d'aller plus loin, jusqu'à l'emprunt forcé, n'est pas théorique. Interrogé sur ce risque, Jean Peyrelevade le juge « probable », tout en récusant la solution : ce serait selon lui « emprunter avec un créancier différent », une manière de « gagner du temps », notamment pour que les épargnants français remplacent les créanciers étrangers s'ils se retirent. L'emprunt forcé ne réduit pas la dette ; il en change seulement le détenteur.

L'élection comme aiguillage

Les marchés jugent les programmes et l'attitude envers les institutions, dans les cent premiers jours : premier budget, ministre des Finances, relation avec Bruxelles. L'histoire offre deux trajectoires types. L'alignement, comme Giorgia Meloni en 2022, aidée par près de 200 milliards d'euros du plan de relance européen. La confrontation suivie d'une capitulation coûteuse, comme le tournant de la rigueur de 1983 ou Syriza en 2015. Liz Truss, en 2022, rappelle qu'un parti de gouvernement peut aussi provoquer la crise. Dans l'hypothèse de l'auteur, un gouvernement issu du RN tendrait vers l'alignement, au risque d'une fracture entre ses électorats populaire et libéral ; un gouvernement porté par LFI, attaché à la désobéissance aux règles européennes, tendrait vers la confrontation. Un gouvernement prudent sans majorité produirait l'étranglement ; avec majorité, une austérité dure au risque d'une révolte sociale de type Gilets jaunes.

Tous les chemins mènent à la même contrainte. Ce qui change, c'est le prix payé avant d'y arriver.

Le chemin alternatif : stabiliser, puis basculer

Il existe une troisième voie, positive. Un nouveau gouvernement présente dès son premier budget des mesures de stabilisation claires et chiffrées : un déficit qui baisse réellement, une trajectoire de dette compatible avec les engagements européens, un dialogue apaisé avec Bruxelles. Dans le même plan, il engage un basculement progressif vers l'économie de la robustesse, présenté comme un moteur de croissance et de réduction du déficit extérieur, financé à prélèvements constants. Les marchés ne récompensent pas une orientation, mais des chiffres : la stabilisation doit donc venir d'abord. Dans cet ordre, la robustesse apporte ce qui manque à la France, un récit qui explique comment l'économie peut croître malgré l'effort budgétaire. L'effet serait d'abord défensif, éviter la

crise et contenir l'écart de taux, puis structurel : moins d'importations, moins de dépendance aux prêteurs étrangers, moins de vulnérabilité à l'inflation importée. La probabilité de stabilisation gagnerait alors 5 à 10 points, pris surtout sur l'étranglement, avec des effets visibles après 2028.

6. Une même cause : la course au volume

La crise de l'IA et la crise française ont la même racine. Dans l'IA, c'est la fast fashion du capital : la concurrence se reporte sur l'investissement initial, et un matériel renouvelé à crédit plus vite qu'il ne s'amortit. En France, c'est une économie qui consomme sans produire : la dette a financé une consommation de volumes largement importés, sur fond de désindustrialisation.

Dans les deux cas, la richesse est mesurée en flux de volume plutôt qu'en durée d'usage. Le PIB récompense le renouvellement et punit la qualité. L'appauvrissement qui en résulte sera diffus dans l'étranglement, par les services publics et les salaires réels, concentré dans le choc, par le chômage, le crédit et l'épargne. Il sera général dans les deux cas.

7. L'issue : l'économie de la robustesse

La seule issue est de changer de modèle : passer du capital de transmission au capital d'usage, de la valeur par volume à la valeur par durée (voir la note « L'économie de la robustesse »). Concrètement, trois mesures en dessinent le cœur :

- **favoriser les produits de grande longévité et de qualité**, par les normes et par une fiscalité qui récompense la durée ;
- **faire porter tout le coût de la collecte et du recyclage des produits sur leurs fabricants ou importateurs**, ce qui constitue de fait un malus pour les produits à faible durée de vie et fait de la durabilité un avantage concurrentiel ;
- **basculer le financement de la maladie et de la famille, dont tout le monde bénéficie, des charges sur le travail vers la CSG sur tous les revenus** : à prélèvements constants, le travail coûte moins cher, et réparer redevient plus rentable que racheter.

Le troisième levier corrige une anomalie d'origine : depuis 1945, la protection sociale est financée par les entreprises plutôt que par l'ensemble des revenus. Un point de CSG rapporte de l'ordre de 15 milliards d'euros (153,8 milliards en 2024 pour un taux plein de 9,2 %), ce qui donne la mesure du levier disponible. Ce basculement allège le coût du travail et permet de relever les bas et moyens salaires, ceux des ménages aujourd'hui contraints d'acheter des produits bas de gamme à faible durée de vie, et donc les premiers à pouvoir accéder aux produits durables.

Les effets se renforcent : moins d'importations, donc un déficit extérieur réduit ; plus d'emplois de réparation et de maintenance, peu délocalisables, donc plus de recettes ; une moindre dépendance aux prêteurs étrangers, par lesquels passe le risque de crise brutale ; une moindre exposition à l'inflation importée en cas de stagflation.

Une objection sérieuse peut être faite à cette orientation, et elle doit être traitée de front : moins de volume, c'est moins de PIB mesuré, donc moins de recettes, donc un ratio de dette qui se dégrade pendant la transition. On guérirait la dette par un remède qui l'aggrave d'abord. Quatre réponses. La réparation et la maintenance relocalisent la valeur et réduisent le déficit commercial. La modularité soutient l'innovation au lieu de la ralentir (voir la note « L'économie de la robustesse »). Le risque de dette transitoire se gère par un financement dédié. Et il faut changer d'indicateurs : mesurer la richesse par le stock d'usage, pas seulement par le flux de production. La condition est européenne : une dette commune crédible, pour financer la transition et faire de l'Europe le berceau de ce modèle.

La robustesse ne sauve pas le premier budget ; c'est la stabilisation qui le fait. Mais c'est la robustesse qui détermine si le deuxième, le troisième et les suivants seront encore possibles. Stabilisation d'abord, robustesse ensuite, les deux affichées dans un même plan : c'est la seule séquence que les marchés peuvent soutenir.

Conclusion

La question n'est pas de savoir qui gagnera en 2027, ni si la bulle de l'IA éclatera en 2027 ou en 2028. Quel que soit l'aiguillage, le modèle de volume, mondial et français, conduit à l'appauvrissement. La seule variable que la France contrôle encore est le changement de modèle, à condition de le décider avant que la contrainte financière ne décide à sa place.

Sources principales

- Insee, dette publique au 2e trimestre 2026
- Agence France Trésor, bulletin mensuel de juillet 2026
- Sénat, PLF 2027 : engagements financiers de l'État
- FMI, Fiscal Monitor, octobre 2026
- FMI, Article IV Chine 2025 (dette augmentée)
- CNBC, séance du 5 novembre 2026
- Nvidia, garanties (dépôt SEC)
- CNBC, Nvidia financeur de l'IA
- TIKR, dette d'Oracle
- Capmad, écart OAT-Bund du 22 octobre 2026
- Fpop, hedge funds et dette française
- IIF, Global Debt Monitor (mai 2026), via Pulse
- MoneyVox, rendement de la CSG en 2024
- Jean Peyrelevade, entretien au Revenu, « Dette : ce que prédit l'ex-patron du Crédit Lyonnais pour 2027 », octobre 2026.