

Perspectives

Edition spéciale IA

Octobre 2026

Editorial

Depuis notre rapport de juin sur l'impact de l'IA sur l'économie et les marchés financiers, beaucoup de choses ont changé. Les capacités des modèles et l'adoption par les entreprises ont encore progressé. La croissance rapide des agents IA, collaborateurs virtuels capables d'exécuter des tâches de manière autonome et de coopérer avec d'autres agents, a nettement accru l'utilité de l'IA et permis des gains de productivité significatifs dans certaines activités.

Les retombées économiques ont été considérables, surtout pour les Etats-Unis et les économies émergentes d'Asie du Nord. Autre conséquence : une forte valorisation des entreprises liées à l'IA entraînant d'importants effets de richesse, comme l'illustrent Damian Künzi et Josipa Markovic dans leur analyse (*page 2*).

Mais les derniers mois ont aussi montré que ces avantages s'accompagnent de coûts élevés et de risques croissants. Les inquiétudes quant à la sécurité, notamment les rapports faisant état de cyberattaques basées sur l'IA, ont rendu les investisseurs plus prudents. Si l'enthousiasme reste élevé, la hausse de la volatilité et des rendements plus faibles des titres liés à l'IA suggèrent que les marchés prennent conscience de ces risques. De plus, le rythme actuel des investissements accroît le risque de surcapacité, ce qui pourrait réduire certains des effets économiques positifs de l'expansion.

En outre, le coût du développement et du déploiement de modèles avancés a fortement augmenté, incitant les clients à rechercher des alternatives moins coûteuses et moins propriétaires. Cela pourrait affecter les évaluations des grandes entreprises d'IA, modifier la chaîne d'approvisionnement et son équilibre géographique, la Chine gagnant du terrain dans les modèles à moindre coût et le développement de processeurs.

Dans son analyse des marchés boursiers (*page 4*), Andreas Homberger examine si les gains de productivité

liés à l'IA sont suffisants pour justifier la hausse rapide de ses coûts. Les bénéfices solides de plusieurs grandes entreprises pourraient soutenir un temps la tendance positive du marché. Mais les valorisations actuelles semblent intégrer des prévisions de bénéfices très optimistes. Si les revenus et rendements des investissements dans l'IA s'avèrent décevants, les investisseurs devront peut-être réévaluer ces valorisations. Diversifier l'exposition à des actions plus défensives pourrait donc s'avérer judicieux.

L'ampleur des investissements dans l'IA et ses infrastructures est telle que même les plus grandes entreprises ne peuvent financer toutes les dépenses prévues avec leurs flux de trésorerie internes. Le recours au crédit sous différentes formes se développe donc rapidement. C'est certes une conséquence naturelle de l'expansion du secteur, mais le rythme et l'ampleur des emprunts, ainsi que l'endettement élevé inhérent à certaines structures de financement, deviennent préoccupants. Comme l'analyse Valeriy Petrov (*page 6*), les investisseurs doivent examiner attentivement la structure ainsi que les garanties, contreparties et risques de refinancement de ces instruments avant d'engager des capitaux.

L'IA remodèle rapidement les économies et marchés, en faisant un thème clé pour les investisseurs. Nous continuerons à suivre cette évolution et à partager nos avis. Nous vous souhaitons une agréable lecture.



José Antonio Blanco

Senior Financial Market Advisor

joseantonio.blanco@swisslife-am.com

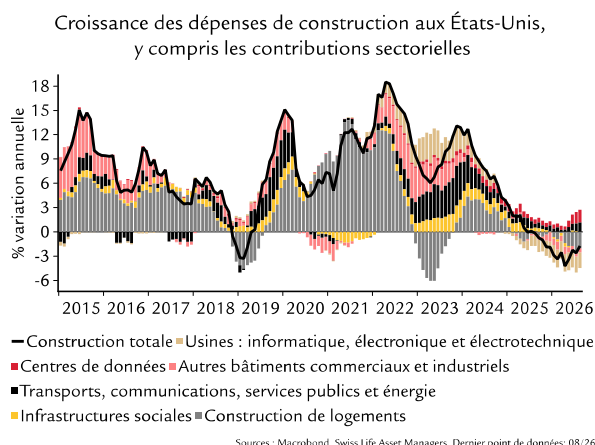
Focus #1 : les effets économiques du développement de l'IA

La construction de centres de données est moins pertinente pour l'économie américaine que ne le suggèrent les investissements massifs annoncés par les hyperscalers. Les marchés émergents sont les principaux bénéficiaires des investissements en matériel informatique, tandis que l'économie américaine profite surtout de ceux dans les logiciels et d'effets de richesse.

Auteurs : Damian Künzi, Head Macroeconomic Research et Josipa Markovic, Economist Emerging Markets

Le logiciel bat le matériel

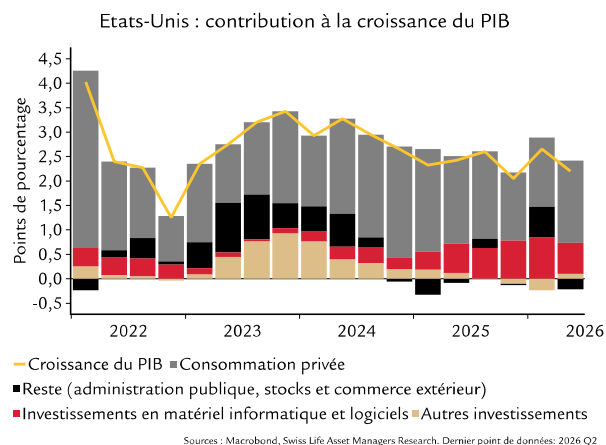
La révolution de l'IA bat son plein et influe déjà directement sur l'économie via les investissements dans les infrastructures nécessaires. Nous nous concentrons ici sur les Etats-Unis et les marchés émergents, sans aborder les conséquences sur la productivité et le marché du travail, déjà traitées dans notre première édition spéciale.



Les Etats-Unis restent un leader dans le développement de modèles commerciaux d'IA et l'expansion des centres de données. Selon les analystes du secteur, ils ont représenté environ 60%, voire davantage, de l'investissement mondial dans la capacité de calcul en 2026. Hormis les projets d'infrastructures classiques, la construction de centres de données est la seule lueur d'espoir pour le secteur américain de la construction, qui souffre des taux d'intérêt élevés et du recul de la construction résidentielle (cf. graphique). Mais les centres de données ne représentent « que » 3,8% des dépenses de construction américaines, bien moins que ne le suggère le débat politique. La véritable valeur réside toutefois moins dans les bâtiments, terrains, systèmes de refroidissement et infrastructures électriques que dans les ressources informatiques (« compute stacks ») : depuis début 2025, les investissements dans le matériel ont représenté 19% de la croissance du PIB américain. Les détails manquent, mais l'équipement des centres de données en constitue vraisemblablement la part du

lion. Toutefois, l'essentiel de ces dépenses fuit à l'étranger, car environ 80% des ressources informatiques seraient importées. Leur contribution effective à la croissance est donc bien inférieure à ce que laisse penser ce chiffre. Les affirmations selon lesquelles l'économie américaine aurait été en récession en 2025 sans les investissements dans l'IA ne sont donc pas recevables selon nous, d'autant que ce boom a engendré d'importants besoins de financement et une hausse des taux à long terme qui a évincé d'autres investissements.

Les investissements dans les logiciels (16% de la hausse du PIB depuis début 2025) étaient plus importants pour la croissance du PIB américain. La forte hausse dans cette catégorie est très liée au développement de modèles d'IA, dont les coûts sont largement capitalisés sous forme d'investissements dans le contexte du PIB.



Les effets de richesse soutiennent la consommation

L'effet principal du boom de l'IA sur la croissance est toutefois indirect : la hausse des actions a porté le patrimoine net des ménages américains de 358% du PIB début 2025 à 404% au T2 2026, proche du pic historique du T2 2021. Cet effet de richesse a incité les ménages à ramener leur taux d'épargne à 4%, malgré le ralentissement des salaires et la hausse du coût de la vie. Le boom de l'IA a ainsi notablement soutenu la consommation et l'économie américaines. Une forte correction des titres de l'IA entraînerait donc d'importants risques de récession aux Etats-Unis.

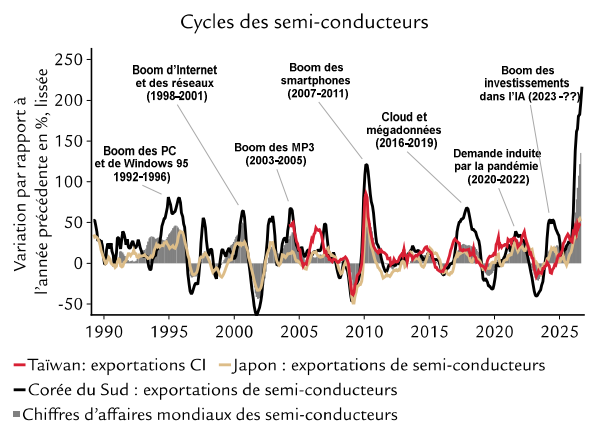
L'Asie émergente, au cœur de la *supply chain* IA

L'Asie du Nord est en passe de devenir l'un des principaux bénéficiaires du boom mondial des investissements dans l'IA. Entre janvier et juillet 2026, les exportations cumulées ont atteint des records en Corée du Sud (595 mia. USD, +50% YoY) et à Taïwan (493 mia. USD, +45% YoY). Cette expansion est largement portée par les semi-conducteurs et d'autres technologies liées à l'IA, dont la part dans les expéditions continue d'augmenter. Les deux économies exportent davantage de puces et gagnent aussi nettement plus sur chaque unité vendue, les contraintes d'approvisionnement soutenant un pouvoir de fixation des prix et des marges exceptionnels. A Taïwan, le PIB réel comme nominal progresse à deux chiffres cette année. En Corée du Sud, le PIB réel affichait +3,7% YoY au S1 2026, contre +21,7% pour le nominal. Les bénéfices accrus se répercutent sur l'investissement des entreprises, les recettes fiscales, les salaires et la demande intérieure, permettant au cycle des semi-conducteurs porté par l'IA de profiter à toute l'économie. Des données récentes indiquent déjà une reprise de l'activité industrielle hors IA et de la consommation privée. Les bénéfices s'étendent aussi à l'ensemble de la chaîne d'approvisionnement. La Malaisie, Singapour, le Vietnam et la Thaïlande profitent d'une demande accrue en fabrication, assemblage, essai et emballage de semi-conducteurs, tandis que le Mexique s'impose comme hub de nearshoring et quatrième exportateur mondial de processeurs.

Pourquoi ce cycle de semi-conducteurs pourrait durer

Tant que la demande de matériel d'IA augmentera, diverses économies émergentes en profiteront. Mais l'évolution actuelle ravive le risque d'un schéma typique de cycle des semi-conducteurs : la demande augmente, les prix flambent, les fabricants surinvestissent, l'offre se met à niveau, les prix chutent et les volumes de production baissent. Sur les 30 dernières années, ces cycles ont duré 2-3 ans du pic au creux (cf. graphique). La question n'est pas de savoir si ce schéma se reproduira. Tout porte à croire qu'il est déjà en cours, les projets d'investissement s'accéléralent pour rattraper la demande. Il s'agit plus de savoir si ce cycle sera plus durable que les précédents et maintiendra son impact sur la croissance plus longtemps. Plusieurs raisons semblent le confirmer. La demande future est plus visible : les hyperscalers ont annoncé des plans d'investissement sur plusieurs années et se sont engagés via plus de contrats à long terme avec les fabricants de semi-conducteurs. L'adoption de l'IA n'est encore qu'à ses débuts, la marge de croissance reste considérable. Contrairement aux cycles précédents principalement

dictés par l'adoption d'appareils (PC, smartphones) ou la mise en place d'infrastructures (dot-com, cloud computing), l'IA ne semble pas avoir de point de saturation clair. Les cycles précédents ont atteint leur maturité une fois que la pénétration des appareils a atteint ses limites, que l'infrastructure Internet a été largement déployée ou qu'une part importante des *workloads* a été migrée vers le cloud. Avec l'IA en revanche, aucun point de saturation clair : les *workloads* IA ne cessent de croître et les modèles, de s'améliorer, tandis que l'intensité de calcul augmente exponentiellement à chaque nouveau modèle frontière. Même si l'offre finit par rattraper la demande et que les prix de la mémoire baissent, le paradoxe de Jevons suggère qu'une baisse des coûts de l'IA pourrait en fait inciter à une adoption et une utilisation accrues. La demande de mémoire et de puces avancées pourrait donc croître encore, rendant tout ralentissement bien moins sévère que lors des cycles précédents.



La prudence reste de mise

Il y a aussi des raisons de rester prudent. L'industrie pourrait retomber dans le schéma typique de surinvestissement, les entreprises produisant en excédent sur la base d'anticipations trop optimistes. La menace concurrentielle de la Chine ne doit pas non plus être sous-estimée. Si des modèles chinois moins chers pourraient, selon le paradoxe de Jevons, stimuler l'adoption de l'IA et la demande de matériel, les efforts de Pékin pour bâtir une industrie avancée des semi-conducteurs représentent également un risque pour les producteurs actuels, dont l'ampleur et le calendrier restent très incertains. Les progrès technologiques pourraient aussi réduire les besoins en mémoire et freiner la demande. Enfin, un coût du capital accru pourrait rendre certains investissements moins attrayants, voire non rentables.

Focus #2 : IA et marchés actions – la monétisation fonctionnera-t-elle?

L'IA reste un puissant moteur des marchés actions, mais la pérennité des attentes actuelles reste à prouver. La monétisation demeure le principal défi : les investissements dépassent toujours les flux de trésorerie et exigent davantage de financements externes. La forte demande et la croissance des bénéfices devraient soutenir les marchés à court terme. Mais l'arrivée de nouvelles capacités et la viabilité des modèles d'affaires seront décisives.

Auteur : Andreas Homberger, Head Quantitative Equities

Évolution des marchés actions

Depuis notre dernière mise à jour, la plupart des titres IA et paniers thématiques ont modestement progressé, avec une nette surperformance des semi-conducteurs asiatiques. La volatilité a toutefois été extrême : le marché coréen a subi près de 10 interruptions intrajournalières. Les titres IA ont fortement rebondi fin juin tandis que les logiciels corrigeaient à la baisse, avant que les investissements sans précédent, les financements circulaires et la hausse de la dette et des émissions d'actions ne provoquent un recul en juillet. Malgré tout, 15 des 20 titres les plus performants cette année sont des entreprises IT, Sandisk en tête avec +700%.

	% depuis début de l'année	% depuis la dernière mise-à-jour	% depuis le lancement de ChatGPT	PER	PER prévisionnel
IA US	24.3	0.9	647	37	27
IA Asie	43.5	7.8	256	34	22
Magnificent 7	6.1	5.0	301	33	25
Nvidia	14.0	6.6	1'158	31	23
Tech US	16.7	9.2	180	37	25
Tech Asie	54.3	11.6	233	44	29
Marché américain	10.7	5.3	87	26	22
Marchés émergents	21.4	6.0	89	16	12
Infrastructure IA US	45.6	-1.2	272	46	22
Productivité IA US	9.2	17.6	n.a.	21	16
Revenus IA US	14.1	36.9	122	69	42

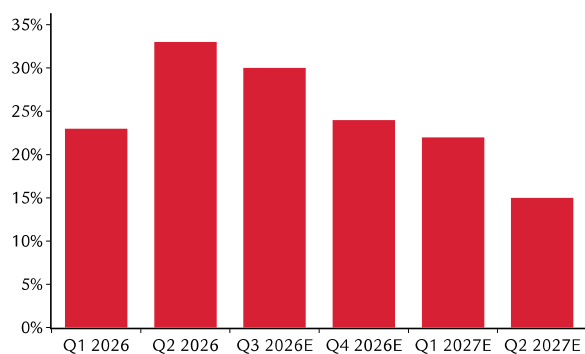
Notes : Données au 15.09.2026. Dernière mise à jour : 30.04.2026. Le PER prévisionnel est fondé sur les prévisions de bénéfices pour 2027. Source : Bloomberg, Swiss Life Asset Managers.

Des marchés actions dépendants de l'IA

Près de 50% du marché actions américain est désormais lié aux titres IA, les semi-conducteurs représentant à eux seuls près de 20% de l'indice. Les hyperscalers et sociétés d'infrastructures IA devraient générer environ 65% de la croissance des bénéfices américains entre 2026 et 2028. Au T2, ceux-ci ont progressé d'environ 50% avec les plus-values sur les entreprises d'IA, contre 30% sans elles. Hors titres IA, leur croissance médiane n'aurait atteint qu'environ 15%. Dans les marchés émergents, la croissance des bénéfices provient presque entièrement des fabricants taiwanais et coréens de semi-conducteurs, dont les bénéfices progressent de 50% à 300% sur un an. Ces chiffres montrent la dépendance croissante des marchés actions mondiaux à l'IA : les investissements se concentrent dans ce secteur, qui génère l'essentiel de la croissance des bénéfices et porte

la hausse des marges grâce à des niveaux exceptionnellement élevés.

Croissance des bénéfices du S&P 500 hors méga-technologies et autres revenus*

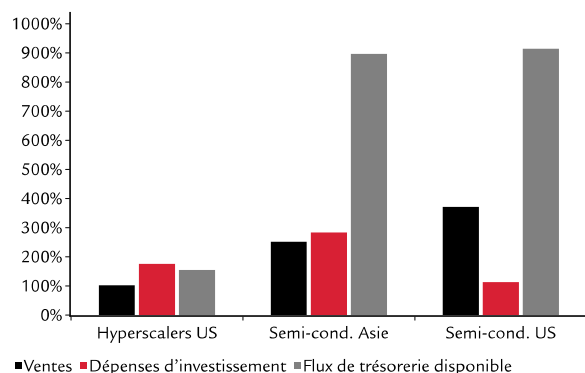


* Les autres revenus renvoient aux gains réalisés sur des participations dans des sociétés d'IA non cotées, telles qu'OpenAI et Anthropic. Sources : Goldman Sachs, Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research. Dernier point de données : 17.09.2026

Valorisations raisonnables, attentes très optimistes

Le principal enjeu n'est pas le niveau actuel des valorisations, mais les prévisions de chiffre d'affaires, de bénéfices, de flux de trésorerie et de marges. Les seuls flux de trésorerie opérationnels ne suffisent plus à financer l'IA, d'où l'essor des introductions en bourse, émissions d'actions et emprunts. Le marché américain devrait ainsi enregistrer son premier solde net positif d'émissions en 20 ans et certaines des plus grandes introductions en bourse de l'histoire.

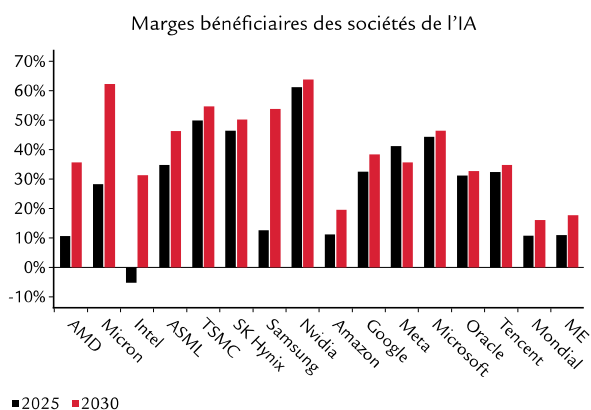
Croissance des hyperscalers américains (2025-2030)



Notes : Toutes les données sont fondées sur les estimations du consensus Bloomberg. Sources : Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research. Dernier point de données : 26.08.2026

Entre 2025 et 2030, les hyperscalers américains, tous parmi les dix plus grandes sociétés cotées mondiales, devraient doubler leurs revenus, tripler leurs investissements et multiplier leurs flux de trésorerie disponibles par 2,5.

Les marges des titres IA devraient encore augmenter ces cinq prochaines années, bien qu'elles dépassent déjà de deux à quatre fois celles du marché mondial, elles-mêmes proches de records. Celles des fabricants américains de semi-conducteurs atteignent près du double de leur moyenne historique d'environ 40%.



Historiquement, les plus grandes entreprises ont rarement maintenu une telle croissance et des marges très supérieures au marché. Pour répondre aux attentes, les grands laboratoires d'IA américains doivent préserver, voire accroître, leurs parts de marché et devenir bientôt rentables. Sinon, hyperscalers et fabricants de semi-conducteurs peineront à rentabiliser leurs investissements, et les prévisions de revenus, flux de trésorerie et marges seront trop optimistes. Un échec de la monétisation pourrait provoquer une forte correction des marchés actions mondiaux et accroître le risque de récession.

Les financements circulaires, l'endettement élevé, les obligations de performance restantes (RPO) et les carnets de commandes amplifient ce risque. La dette au bilan et hors bilan des hyperscalers atteint près de 500 mia. USD et 1,6 bio. USD, auxquels s'ajoutent 2,0 à 2,5 bio. USD de RPO et de commandes contractuelles.

OpenAI, Anthropic et Nvidia

Une question clé concerne les capacités de calcul et de centres de données attendues en 2027 et 2028. Hyperscalers et Nvidia comptabilisent déjà les revenus futurs de ces investissements précontractuels, alors

qu'OpenAI et Anthropic ne paient pas encore l'essentiel des capacités et que les actifs ne sont pas amortis. Leurs futurs flux de trésorerie et financements pourraient ne pas couvrir ces engagements. Leurs revenus combinés devraient atteindre environ 100 mia. USD en 2026 et 200 mia. USD en 2027, mais les deux sociétés resteront déficitaires. OpenAI devrait consommer environ 280 mia. USD de liquidités d'ici 2030 et s'est engagée, avec Anthropic, à utiliser des centaines de milliards de dollars de capacité de calcul. Toutes deux restent donc dépendantes des financements externes, malgré le report de leurs introductions en bourse pour des raisons de sécurité et de modèle d'affaires.

Nvidia est devenue la « banque centrale » de l'écosystème IA, sans pouvoir créer de liquidité. Elle a investi plus de 100 mia. USD dans des entreprises d'IA et soutient indirectement des engagements bien supérieurs liés à son matériel, renforçant les interconnexions. Une défaillance d'OpenAI ou d'Anthropic aurait donc de lourdes conséquences pour Nvidia, les hyperscalers et le secteur. Nvidia table sur 600 mia. USD de revenus cumulés d'OpenAI d'ici 2030. OpenAI génère environ 70% des revenus IA de Microsoft. Au T2 2026, près de 40% des bénéfices des hyperscalers provenaient de participations dans des laboratoires frontières. Le fournisseur de neocloud CoreWeave tire plus de 80% de ses revenus de trois clients : Microsoft, OpenAI et Meta.

Perspectives et alternatives aux titres de l'IA

Selon nous, le rebond porté par l'IA peut se poursuivre avant que ces risques ne deviennent critiques. La demande est réelle, les entreprises ont souvent largement dépassé des attentes élevées et la croissance des bénéfices soutiendra encore les marchés ces prochains trimestres. Les risques liés aux investissements massifs dans le calcul et aux ressources limitées des laboratoires frontières ne devraient se matérialiser qu'au second semestre 2027, avec l'augmentation des capacités. Les modèles chinois moins chers mettront du temps à gagner la confiance mondiale, et les nouvelles capacités de semi-conducteurs à couvrir la demande. Si l'IA évolue comme prévu, la croissance des bénéfices devrait soutenir une nouvelle hausse des marchés.

Face à ce potentiel élevé mais plus risqué, nous compléterions l'exposition à l'IA par des allocations défensives, notamment en actions européennes et à dividendes.

Focus #3 : principales dépendances du financement de l'IA par la dette

La fragmentation des marchés du crédit permet aux entreprises de l'IA d'arbitrer entre sources de financement. Chaque opération peut sembler solide isolément, mais seule une analyse globale révèle les risques interconnectés dans l'ensemble de la structure du capital.

Auteur : Valeriy Petrov, Co-Head Portfolio Strategy

L'avalanche de dette ne fait que commencer

Jusqu'au T3 2025, l'IA était principalement financée par des fonds propres et préoccupait peu les investisseurs obligataires. La situation a changé en septembre et octobre 2025, lorsque les hyperscalers américains ont largement fait appel au marché des obligations investment grade (IG), certains d'entre eux pour la première fois. Un an plus tard, environ 1 000 mia. USD de dette liée à l'IA avaient afflué sur le marché du crédit, dont 388 mia. USD sur le marché obligataire IG mondial.¹ Après le marché en dollars, les hyperscalers américains se sont tournés vers ceux en AUD, CAD, CHF, EUR, GBP et JPY, tandis que des acteurs asiatiques ont aussi émis en HKD et SGD. Les émissions obligataires IG mondiales liées à l'IA des 18 derniers mois représentent 2,6% du marché mondial des obligations d'entreprise IG.

D'autres marchés ont été bien plus exposés au financement de l'IA. Le financement structuré a levé 180 mia. USD, soit 18% du marché mondial, sous forme de titres adossés à des actifs de centres de données (ABS) et à des créances hypothécaires commerciales (CMBS). Le prêt direct, y compris le financement d'infrastructures, a fourni 235 mia. USD, soit 12% de l'encours mondial.² Pour diversifier ses sources, la dette liée à l'IA a aussi fait appel aux obligations à haut rendement et convertibles ainsi qu'aux prêts à effet de levier, sous forme de dette d'entreprise garantie ou non et de dette adossée à des actifs ou à des projets, instruments rares sur ces marchés publics.

Les crédits bancaires constituent une autre source de financement importante mais peu commentée.

Des échos de la bulle Internet

Le cycle actuel d'investissement dans l'IA rappelle l'essor des télécommunications de la fin des années 1990. Le scénario de croissance à long terme pourrait se confirmer, mais une expansion rapide peut nourrir un optimisme excessif et des défaillances. Avec le recul, nombre de risques transparaissent déjà dans les hypothèses d'investissement. Pour les investisseurs obligataires, l'essentiel consiste souvent moins à repérer les gagnants qu'à éviter les perdants.

Boom de l'IA : convictions communes et vulnérabilités

La thèse centrale sur l'IA repose sur une demande de puissance de calcul toujours croissante à mesure que son adoption gagne de nouveaux secteurs. L'infrastructure des centres de données constitue l'équivalent actuel des pelles lors de la ruée vers l'or. Le financement de cet écosystème s'est toutefois fragmenté en multiples segments, des bâtiments et infrastructures électriques aux serveurs, processeurs graphiques et raccordements au réseau, chacun présentant ses propres risques, sa structure de capital et ses possibilités de financement par la dette.

Le marché considère les processeurs graphiques comme le segment le plus risqué. Les conditions semblent favorables aux créanciers : échéance courte, amortissement intégral à maturité et client souvent noté investment grade, engagé à payer un prix fixe pendant toute la durée du prêt. Malgré ces protections et une notation généralement égale ou supérieure à BB, le marché exige des primes correspondant à des signatures bien plus fragiles.

L'effet de levier est élevé, les fonds propres ne couvrant que 15% à 20% du financement. Les garanties valent aujourd'hui beaucoup, mais vieillissent vite et sont exposées à l'obsolescence technologique ainsi qu'aux défaillances dues à l'usage intensif ou à des défauts de fabrication. Nvidia étudierait une assurance contre l'obsolescence des puces, signe que ces risques restent difficiles à absorber.

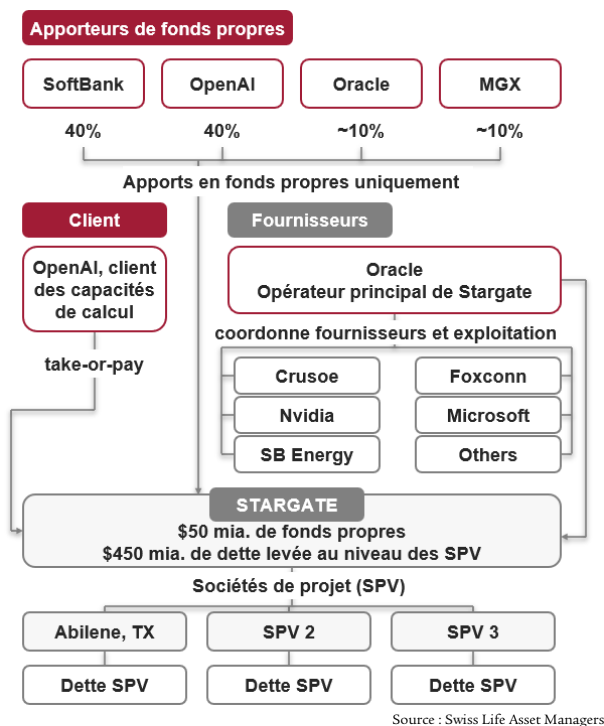
Les bâtiments de centres de données s'apparentent à des investissements immobiliers spécialisés, exposés notamment aux risques de développement, d'accès à l'électricité et de latence du signal selon la distance aux utilisateurs finaux. Les contrats à long terme avec des locataires notés IG soutiennent la notation, mais concentrent le risque du portefeuille. Les clauses de résiliation, rarement publiques, ajoutent une source d'incertitude. Il faut donc évaluer chaque risque au niveau de l'opération et sa concentration dans le portefeuille.

Dix-huit mois après les premières grandes émissions obligataires des hyperscalers, l'effet de levier touche tous les niveaux de la chaîne de valeur de l'IA. Les opérations traitent souvent les contreparties comme des signatures investment grade indépendantes, alors que

beaucoup sont étroitement interconnectées. Cette concentration crée des points de défaillance potentiels probablement sous-estimés par les investisseurs.

Un enchevêtrement de risques

Nvidia est au cœur du financement des puces. Elle fournit des processeurs graphiques, mais en achète aussi via des véhicules ad hoc « indépendants », puis vend la capacité de calcul obtenue. Elle devient ainsi un fabricant de biens d'équipement finançant ses ventes, sans que les informations publiées distinguent clairement ventes de produits et activités de financement. Nvidia a aussi pris d'importantes participations dans des laboratoires d'IA, des exploitants de centres de données et des sociétés de financement de puces dépendant de son matériel et de ses services de calcul. Ces investissements peuvent soutenir l'écosystème, mais renforcent aussi les interconnexions dans la chaîne de valeur de l'IA.



Source : Swiss Life Asset Managers

Il est frappant que Nvidia, malgré sa notation AA/Aa1 et des primes de CDS juste inférieures à 90 points de base, recoure souvent à des financements hors bilan assortis de primes d'environ 400 points de base. Ces structures élargissent la base d'investisseurs, mais réduisent la visibilité sur la part des ventes à crédit ou au comptant. Toute réévaluation des perspectives de Nvidia pourrait donc revaloriser le risque de contrepartie des opérations où elle joue un rôle central.

La structure de financement de Stargate (cf. graphique) illustre ces interconnexions. Cette coentreprise, l'une des plus grandes structures de capacités de calcul annoncées, a obtenu un engagement de

47,5 mia. USD en fonds propres. Elle recourt à un véhicule ad hoc par centre de données, chacun financé par une dette de projet substantielle sans recours. Le financement des processeurs graphiques passe par des véhicules distincts. Seul client, OpenAI s'est engagé à acheter 300 mia. USD de puissance de calcul sur cinq ans dès 2027, dont Nvidia a garanti 250 mia. USD. Oracle gère les centres de données et Nvidia fournit les processeurs graphiques. Les dispositions contractuelles ne sont pas entièrement publiques, mais la structure montre la forte interdépendance de l'écosystème : Oracle est exposée à la solvabilité d'OpenAI, tandis que Nvidia apporte une garantie importante. Plus généralement, les infrastructures d'IA sont financées par un nombre croissant de couches de capital combinant dette d'entreprise et effet de levier au niveau des projets. Malgré d'importants engagements en fonds propres, les marchés de la dette devraient encore couvrir une grande partie des besoins futurs.

Les informations sur l'exposition des banques aux projets de centres de données sont parcellaires, mais révélatrices.³ De grandes banques affichent déjà des expositions de plusieurs milliards liées à quelques contreparties seulement. Elles transfèrent activement des risques pour préserver leur capacité de prêt. Une grande partie des flux de trésorerie du secteur devant être réinvestie dans la croissance, une part importante de cette dette devra finalement être refinancée sur les marchés publics.

Effet domino

Stargate est peut-être la plus grande structure annoncée, mais beaucoup d'entreprises appliquent le même modèle financier à moindre échelle.

Malgré des modèles d'affaires variés, la plupart ont deux caractéristiques communes : des plans de croissance ambitieux encore non financés et une dépendance à quelques clients. Cette concentration du risque de contrepartie rend l'écosystème de l'IA intrinsèquement vulnérable. Le potentiel de hausse peut être considérable, mais profitera surtout aux actionnaires. Vu sa taille et sa prime de rendement, le crédit lié à l'IA est difficile à ignorer. Nous privilégions néanmoins la sélectivité, même au prix d'une sous-performance temporaire. L'histoire montre que le surinvestissement finit par céder la place à la consolidation, les structures très endettées bénéficiant généralement aux actionnaires au détriment des créanciers.

^{1,2} Source : Bloomberg, recensement des opérations individuelles ; agrégation propre par segment de marché ; tailles de marché fondées sur la valeur de marché des indices publiés par Bloomberg.

³ Par exemple : « Deutsche Bank Hedges Data Center Risk in SRT on €2 Billion Book », Bloomberg, 7 septembre 2026.

Auteurs



Josipa Markovic
Economist Emerging Markets
josipa.markovic@swisslife-am.com
in josipa_markovic



Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
damian.kuenzi@swisslife-am.com
in damian_künzi



Valeriy Petrov
Co-Head Portfolio Strategy
valeriy.petrov@swisslife-am.com
in valeriy_petrov



Andreas Homberger
Head Quantitative Equities
andreas.homberger@swisslife-am.com
in andreas_homberger

Avez-vous des questions ou souhaitez-vous vous abonner à nos publications ?

Envoyez un e-mail à info@swisslife-am.com

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site www.swisslife-am.com/research



Publié et approuvé par le Département Macroeconomic Research, Swiss Life Investment Management Holding SA, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi les recommandations présentées plus haut avant leur publication. Bien que nos prévisions soient basées sur des sources d'information considérées comme fiables, aucune garantie ne saurait être donnée quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations utilisées. Le présent document contient des prévisions portant sur des évolutions futures. Nous ne nous engageons ni à les réviser, ni à les actualiser. Les évolutions effectives peuvent fortement différer de celles anticipées dans nos prévisions.

France : la présente publication est distribuée en France par Swiss Life Asset Managers France, 122 Rue La Boétie, F-75008 Paris à ses clients actuels et potentiels. **Allemagne** : la présente publication est distribuée en Allemagne par Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Köln ; Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Royaume-Uni** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells Street, London W1T 3PT. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zürich. **Norvège** : la présente publication est distribuée en Norvège par Swiss Life Asset Managers Holding AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo. **Italie** : la présente publication est distribuée en Italie par Swiss Life Asset Managers Luxembourg, succursale Italia, Via San Prospero 1, I-20121 Milano. **Danemark** : la présente publication est distribuée au Danemark par Swiss Life Asset Managers Danmark, filial af Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Luxembourg Frederiksgade 11, 1. tv, 1265 København K.