KEEL INFRASTRUCTURE

DIGITAL POWER DIGEST

NUMÉRO 7
Du 19 octobre au 1er novembre 2026

RÉDACTEUR
Chris Ruppel
VP principal – Énergie

LA SEMAINE EN REVUE

Le déploiement n'a pas ralenti. C'est le modèle de financement qui a changé.

Le S-1 d'Anthropic est l'un des documents les plus importants des dernières années pour le secteur Digital Power, car il expose l'économie qui se situe au-dessus de la chaîne électrique. Le dépôt fait état d'environ 417 milliards $ d'engagements signés en calcul, en équipement et en centres de données, d'une stratégie visant à agrandir le parc de centres de données propre à Anthropic et de sites prévus qui reposent sur une production dédiée au gaz naturel sur place. Pour les promoteurs de production d'électricité, la leçon n'est pas simplement que les laboratoires de pointe ont besoin de plus de mégawatts. C'est qu'ils sont prêts à réorganiser les structures de propriété, de financement et d'exploitation autour de quiconque peut livrer ces mégawatts en premier.

La valeur implicite du temps est le signal le plus clair. Selon les paramètres économiques de travail utilisés dans ce Digest, un watt de calcul utilisable soutient environ 33 $ à 50 $ de facturation annuelle de calcul, alors que l'électricité qui l'alimente ne coûte qu'environ 0,68 $ par année à 60 $/MWh et à un PUE de 1,3. Un mois de retard met donc en jeu environ 2,75 $ à 4,17 $ de facturation potentielle par watt informatique, en supposant qu'un client soit prêt à prendre la capacité. Une amélioration de 10 $/MWh du prix de l'électricité ne vaut qu'environ 0,11 $ par watt-année. Cela ne signifie pas que le coût de l'électricité est sans importance; cela signifie que la hiérarchie commerciale s'est inversée. Dans un marché où le calcul est rare, la date de mise sous tension peut compter davantage que l'optimisation des derniers dollars par MWh.

Les marchés financiers s'adaptent à la même réalité. Broadcom et Anthropic ont recours à une entité ad hoc (SPV) d'équipement de 63 milliards $; SpaceX a conclu un financement de GPU d'environ 40 milliards $; Crusoe a emprunté 700 millions $ garantis par l'équipement électrique de ses usines d'IA; Barclays étudie une protection d'assurance sur plus de 10 milliards $ de dette d'infrastructure d'IA; et Nvidia discute d'une garantie de valeur résiduelle sur la dette de construction et d'électricité du campus Monarch de Nscale. Les puces, les bâtiments, les turbines, les moteurs et l'infrastructure de réseau sont séparés en bassins de garanties finançables. L'électricité derrière le compteur commence à ressembler moins à un accessoire du centre de données qu'à une catégorie d'actifs d'infrastructure à part entière.

Le deuxième changement structurel est le passage de « l'électricité obtenue » à « la mise sous tension réalisable ». Microsoft finance environ 1,1 GW de nouvelle production et 600 MW de stockage par l'intermédiaire d'une société affiliée de NiSource pour un service en 2028; Kinder Morgan a approuvé un gazoduc interétatique de 4,2 milliards $ ancré par un hyperscalaire; Google et Voltus ont ajouté environ 1,07 GW de capacité flexible dans PJM; et Microsoft a renoncé à un site de Nscale au Royaume-Uni après que l'échéancier du réseau eut glissé au début ou au milieu des années 2030. Un contrat de service électrique (ESA) signé, une place dans la file d'attente ou un CAE sur papier ne suffisent plus. Les investisseurs et les locataires souscrivent désormais la date à laquelle le calcul sous contrat pourra réellement fonctionner.

Les indicateurs de la demande demeurent plus solides que ceux du crédit. Selon UBS et Silicon Data, les prix de location des H100 ont augmenté de 29 % depuis le début de l'année et ceux des B200, de 40 %. SemiAnalysis prévoit la construction d'environ 50 GW de centres de données en 2027, contre 25 à 26 GW en 2026, dont environ 17 GW loués au dernier trimestre. Epoch AI estime que la capacité mondiale de calcul pour l'IA double encore environ tous les neuf mois. Parallèlement, les rendements de l'infrastructure d'IA atteignent les deux chiffres, les CDS s'élargissent et les banques peinent à répartir le risque. Le marché ne dit pas que la demande a disparu. Il sépare les mégawatts finançables des mégawatts spéculatifs.

L'acceptation politique fait désormais partie de la même souscription. La proposition révisée du Reliability Backstop Program (RBP) de PJM imputerait les nouveaux coûts de fiabilité à la croissance des grandes charges fermes; les normes de la NERC sur les charges de calcul passent maintenant à la FERC; la Pennsylvanie a retiré les centres de données du processus accéléré (Fast Track); le Royaume-Uni offre aux sites stratégiques un accès prioritaire au réseau et une production temporaire sur place en échange d'engagements locaux; et des promoteurs de premier plan promettent volontairement de payer les mises à niveau du réseau et de protéger les consommateurs. Le nouveau contrat Digital Power compte quatre contreparties : le calcul, l'électricité, le capital et la collectivité. Les gagnants du développement de projets maîtriseront les quatre.

2,75 $ à 4,17 $/W UN MOIS DE RETARD Économie implicite du calcul selon DPD	50 GW CONSTRUCTION DE CENTRES DE DONNÉES EN 2027 Prévision de SemiAnalysis	63 G$ ANTHROPIC / BROADCOM SPV Financement d'équipement	6 831 MW CIBLE DE DERNIER RECOURS DE PJM Déposée de nouveau le 29 oct.

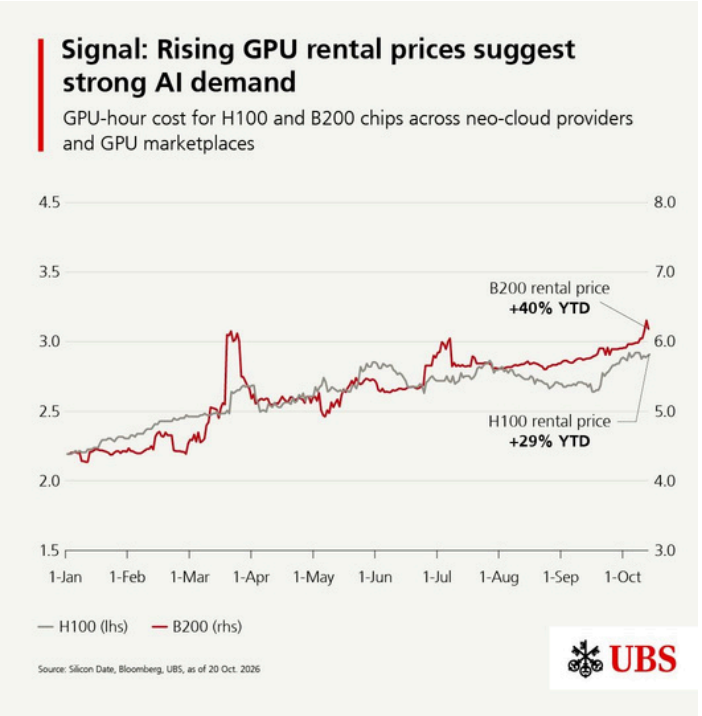
LE POINT DE VUE DPD | CE QUI A CHANGÉ AU COURS DE LA PÉRIODE

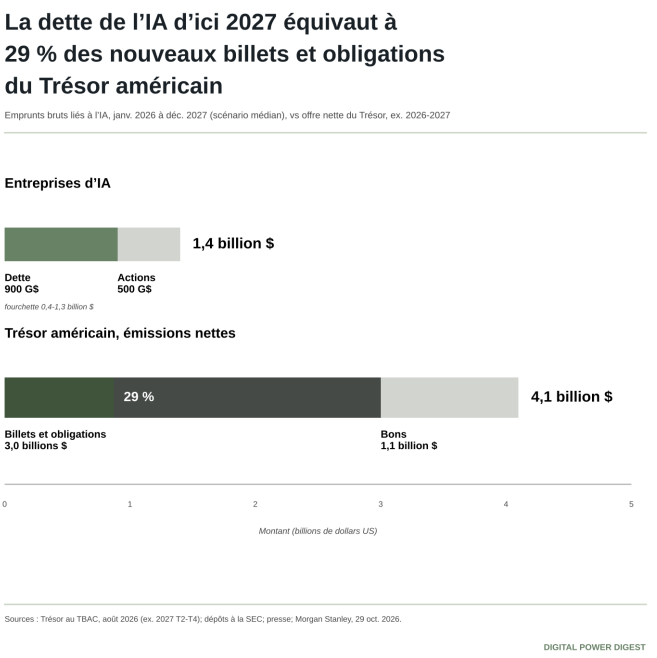
LA RARETÉ REMONTE EN AMONT Le goulot d'étranglement n'est plus seulement le raccordement au réseau. Le transport ferme de gaz, les créneaux de turbines, les transformateurs, les systèmes de commande et le personnel formé en exploitation et maintenance font tous partie de l'échéancier de mise sous tension. Un mégawatt sur papier dont ces dépendances ne sont pas réglées devrait se négocier à escompte.	LE SOUTIEN AU CRÉDIT DESCEND EN AVAL Nvidia, Broadcom, les services publics et les assureurs commencent à soutenir des infrastructures que les banques ne détiendront pas sans rehaussement. Les meilleurs projets seront de plus en plus financés en fonction de garanties précises et d'un rendement contractuel, et non d'une thèse générique sur la croissance de l'IA.	L'ACCEPTABILITÉ SOCIALE ENTRE DANS LE FINANCEMENT La protection des abonnés, l'eau, les émissions, les paiements aux collectivités et les obligations de délestage influent maintenant sur l'échéancier des projets, et donc sur le service de la dette. Le risque réglementaire est devenu assez mesurable pour que les assureurs tentent de le tarifer directement.

LES SIGNAUX À SOUSCRIRE

SIGNAL	LECTURE ACTUELLE	CE QUI CHANGERAIT NOTRE AVIS
Demande	La location de GPU, l'infonuagique à guichets fermés et la location pour 2027 demeurent solides.	Une baisse soutenue des prix de location et l'annulation de baux fermes.
Crédit	Le capital est accessible, mais les écarts et les garanties s'élargissent.	Une dette de projet ordinaire de qualité inférieure placée sans soutien supplémentaire.
Électricité	La production derrière le compteur et les modèles de sociétés affiliées aux services publics se multiplient.	Des dates de mise sous tension par le réseau assez rapprochées pour effacer la prime de rapidité.
Politiques	On demande aux grandes charges de payer davantage et de divulguer davantage.	Des tarifs pour grandes charges et des règles de permis stables qui survivent au cycle électoral.

GRAPHIQUES DE LA SEMAINE | LA DEMANDE ET LE CRÉDIT DIVERGENT





Notre interprétation : la rareté du calcul et la rareté du capital peuvent coexister. La hausse des prix de location des GPU indique que la demande à court terme d'accélérateurs utilisables demeure serrée. La comparaison de la dette de l'IA montre que les besoins de financement prennent une ampleur macroéconomique : le scénario médian de 900 milliards $ d'emprunts liés à l'IA d'ici 2027 équivaut à 29 % des nouveaux billets et obligations nets prévus du Trésor. La question cruciale n'est plus de savoir si le capital existe; c'est de savoir quelles contreparties, quels bassins de garanties et quels échéanciers de livraison peuvent l'attirer à un écart acceptable.

LA COTE | TROIS SIGNAUX DIFFÉRENTS

OBSERVATION	MOUVEMENT RAPPORTÉ / IMPLICITE	CE QUE CELA SIGNIFIE
Prix de location des GPU	H100 +29 % depuis janv.; B200 +40 % depuis janv.	Le calcul disponible et rare se vend toujours plus cher, pas moins.
Construction physique 2027	50 GW contre 25-26 GW en 2026	La majeure partie de la capacité 2027 est vendue et en construction.
Offre de dette de l'IA	0,9 billion $ (scénario médian) d'ici 2027	La capacité de syndication devient une contrainte déterminante.
Protection de crédit	Élargissement des CDS de Meta, Oracle, SpaceX et CoreWeave	Le marché exige des garanties et des sûretés plus solides.

CHIFFRES DE LA SEMAINE | TROIS SIGNAUX DIFFÉRENTS

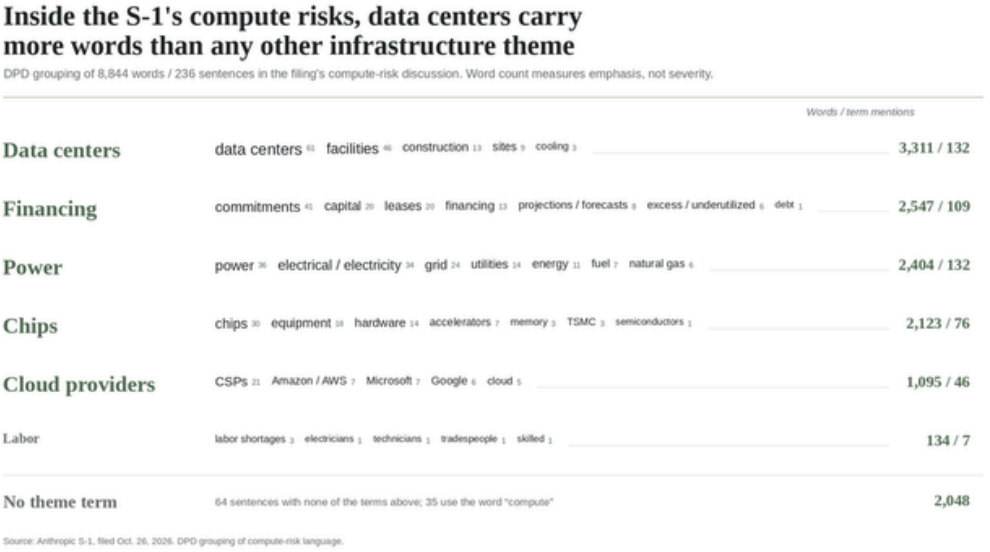
1,07 GW FLEXIBILITÉ GOOGLE / VOLTUS PJM	1,1 GW COMMANDE DE BAKER HUGHES Production sur place	1,72 GW COMMANDES DC 2026 D'INNIO Moteurs alternatifs
700 M$ FACILITÉ ÉLECTRIQUE DE CRUSOE Garantie par l'équipement	920 MW ANTHROPIC / BEACON Pourparlers adossés au gaz	4,2 G$ PERMIAN LINK Gazoduc ancré par un hyperscalaire

Sources : UBS/Silicon Data (graphique) | SemiAnalysis | Bloomberg – dette de l'IA

LECTURE DE L'ANALYSTE La rareté de la demande et la rareté du capital ne sont pas contradictoires. Elles créent un écart de qualité. Le mégawatt marginal rattaché à une date de mise sous tension crédible en 2027-2028 et à un crédit solide peut gagner en valeur au moment même où les actions génériques d'infrastructure d'IA et la dette non garantie des néoclouds sont réévaluées à la baisse.

PLEINS FEUX SUR LE MARCHÉ | LE S-1 D'ANTHROPIC

L'ÉLECTRICITÉ EST BON MARCHÉ PAR RAPPORT AU CALCUL



Le S-1 fait du calcul un enjeu d'infrastructure. Anthropic a divulgué environ 417 milliards $ d'engagements signés en calcul, en équipement et en centres de données. Le document mentionne des baux à long terme, une obligation d'achat d'électricité de 500 millions $ liée à un fournisseur de centres de données et un modèle « Anthropic Direct » dans lequel l'entreprise achète les accélérateurs tandis que ses partenaires obtiennent les terrains et l'électricité. Certains emplacements prévus reposent explicitement sur une production dédiée au gaz naturel sur place.

L'incidence économique explique pourquoi la rapidité d'accès à l'électricité domine désormais la discussion. L'article récent de The Information sur le centre de données de River Bend, en Louisiane (Hut 8-Fluidstack-Anthropic), utilise 330 MW de charge d'installation pour produire 245 MW de calcul utilisable et estime qu'une mise en service un mois plus tôt pourrait générer environ 1,3 milliard $ de revenus supplémentaires. Le chiffre exact dépend du site et de la charge de travail, mais la hiérarchie est solide : le délai de mise sous tension peut éclipser de petits écarts de prix de gros de l'électricité.

Selon la fourchette plus prudente de DPD, soit 33 $ à 50 $ de facturation de calcul par watt informatique-année, un mois de retard met en jeu 2,75 $ à 4,17 $ par watt. À 60 $/MWh et à un PUE de 1,3, l'électricité coûte environ 0,68 $ par watt informatique-année. Une amélioration de 10 $/MWh du prix de l'électricité ne fait économiser qu'environ 0,11 $ par watt-année. Pour un laboratoire de pointe, la question est de plus en plus « À quel moment puis-je monétiser ce mégawatt? » plutôt que « Ai-je optimisé les derniers 5 $/MWh? »

LA VALEUR DU TEMPS ÉCRASE L'OPTIMISATION DU PRIX



Économie implicite selon DPD. La valeur du calcul revient d'abord au fournisseur de modèles, et non automatiquement au bailleur de l'enveloppe alimentée.

INCIDENCE POUR L'INVESTISSEMENT Selon un modèle de récupération du calcul sur un à trois ans, la prime de rareté sur une électricité précoce et réalisable peut être rationnelle même lorsqu'une analyse classique des flux de trésorerie actualisés d'une infrastructure de 20 à 30 ans rejetterait cette même prime. Le promoteur doit toutefois capter cette valeur par contrat; la marge brute du locataire n'est pas celle du bailleur.

Sources : Anthropic S-1 | The Information – économie d'Anthropic | DCD – engagements d'infrastructure du S-1

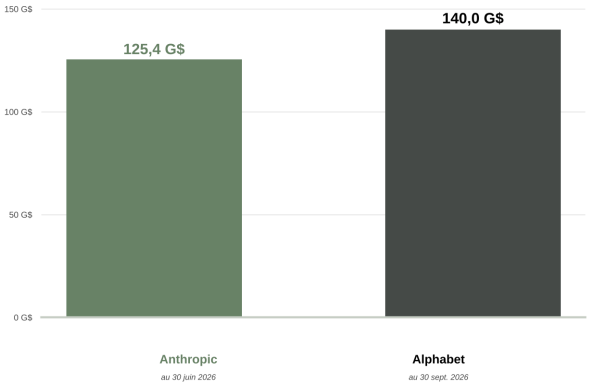
L'EXEMPLE DE RAPIDITÉ D'ACCÈS AU CALCUL DU PROJET DE RIVER BEND (LOUISIANE)

330 MW CHARGE D'INSTALLATION Exemple de Hut 8 en Louisiane	245 MW CALCUL UTILISABLE The Information	1,3 G$ UN MOIS PLUS TÔT Revenus supplémentaires estimés	15+ GW ANTHROPIC 2028 Projection de Measured AI citée

ANTHROPIC | LE BILAN DERRIÈRE LA COURSE À L'ÉLECTRICITÉ

Après dette, Anthropic dispose de 125 G$ d'encaisse. Alphabet, de 140 G$.

Encaisse nette = trésorerie et titres moins la dette. Les baux ne sont pas comptés comme dette.



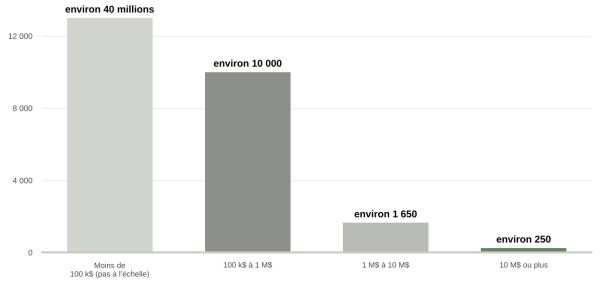
Sources : Anthropic S-1 (30 juin 2026); Alphabet 8-K, pièce 99.1 (28 oct. 2026).

DIGITAL POWER DIGEST

Anthropic : environ 10 000 clients paient de 100 k$ à 1 M$ par an; environ 250 paient 10 M$+.

10 M$ ou plus	Environ 250, selon le S-1
100 k$ à 10 M$	Tranches exclusives, calcul DPD à partir des chiffres cumulatifs du S-1
Moins de 100 k$	Environ 40 millions; un client peut être un particulier ou une organisation

Clients selon les revenus versés à Anthropic sur 12 mois jusqu'au 30 sept. 2026



Calcul DPD : les tranches sont les chiffres cumulatifs du S-1, soustraits (11 900 - 1 900; 1 900 - 250).

Le S-1 indique « plus de » et « environ »; chaque tranche est donc approximative. Aucune tranche au-delà de 10 M$ n'est divulguée.

Clients à 100 k$ ou plus : >950 au 30 sept. 2025; >11 900 au 30 sept. 2026.

Les dépenses des clients du Fortune 500 auprès d'Anthropic représentaient en moyenne moins de 0,1 % de leurs charges totales au T3 2026.

Source : Anthropic S-1, déposé le 26 oct. 2026. Les tranches de clients sont des calculs de DPD.

DIGITAL POWER DIGEST

DE CLIENT INFONUAGIQUE À COMMETTANT EN INFRASTRUCTURE

Le S-1 montre clairement qu'Anthropic ne traite plus le calcul comme un simple poste de services infonuagiques. L'entreprise devient un commettant d'infrastructures de longue durée : elle achète des puces, prend des baux avant la mise en service des installations, constitue des dépôts en main tierce, signe des obligations d'électricité et demande à ses partenaires en centres de données de régler les questions de terrain et de mise sous tension. Cela change l'analyse de crédit pour chaque partie en aval. Un promoteur ne finance plus seulement une enveloppe; il peut financer un ensemble interdépendant de calcul, d'électricité, de construction et de combustible, adossé à un locataire dont le propre programme d'investissement croît à une vitesse extraordinaire. L'analyse du dépôt fournie souligne pourquoi Anthropic peut soutenir cette stratégie aujourd'hui. Elle calcule une encaisse nette d'environ 125,4 milliards $ au 30 juin et montre une clientèle comptant environ 10 000 comptes qui paient de 100 000 $ à 1 million $ par année, environ 1 650 qui paient de 1 à 10 millions $ et environ 250 qui dépassent 10 millions $. Une autre analyse fournie calcule une marge brute de service de 85,4 % au premier semestre 2026, en forte hausse par rapport au premier semestre 2025. Ces chiffres sont des calculs tirés du dépôt plutôt que des marges d'infrastructure définies par l'entreprise, mais ils aident à expliquer l'urgence avec laquelle Anthropic convertit son capital en capacité de calcul.

CE QUE CELA SIGNIFIE POUR LES PROMOTEURS DIGITAL POWER

Premièrement, un laboratoire de pointe peut rationnellement payer pour la rapidité, car les revenus de calcul commencent à s'accumuler dès que l'équipement est utilisable. Deuxièmement, la capacité de financement du client n'élimine pas le risque de financement de projet en aval : les droits d'annulation, les retards de construction, les glissements de raccordement et les pénuries d'équipement peuvent encore laisser la dette en plan au niveau du projet. Troisièmement, la préférence croissante du laboratoire pour un contrôle direct des infrastructures accroît la valeur stratégique des partenaires capables de livrer une pile complète — combustible ferme, production, permis, poste électrique, transition vers le réseau et exploitation et maintenance — plutôt qu'un mégawatt sur papier.

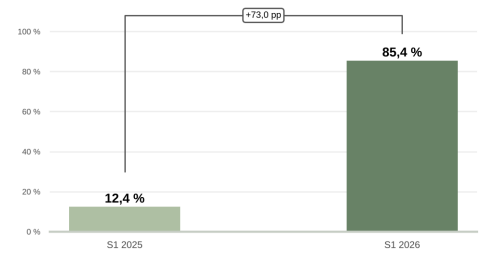
POINT DE VUE DPD : Le S-1 ne dit pas que chaque mégawatt précoce vaut la pleine marge du calcul. Il dit que le bassin économique situé au-dessus de l'électricité est assez grand pour qu'un promoteur cesse d'évaluer la rapidité uniquement sous l'angle du coût d'un service public. La question de la valeur est de savoir quelle part du retard évité par le locataire peut être captée par le loyer, les frais de développement, le contrat de conversion, les paiements de capacité ou la propriété d'infrastructures à long terme.

Sources : Anthropic S-1 | Fortune – stratégie de calcul d'Anthropic | The Information – économie attrayante

SIGNAL DE MARGE | POURQUOI L'URGENCE PEUT ÊTRE ÉCONOMIQUE

La marge brute calculée a atteint 85,4 %

Comparaison S1 : revenus moins coût supplémentaire des revenus, en part des revenus



Source : Anthropic S-1 | calcul DPD

DIGITAL POWER DIGEST

LA MISE EN GARDE IMPORTANTE

Le calcul fondé sur le dépôt montre une forte hausse de la marge brute de service au premier semestre 2026. Ce n'est pas la même chose que la marge brute de l'entreprise, les flux de trésorerie disponibles ou la marge accessible à un bailleur d'électricité. La formation des modèles, la masse salariale, le développement des modèles et les engagements de calcul de longue durée se situent en dehors de ce simple calcul de service. La conclusion juste pour un promoteur est plus étroite : une économie d'inférence élevée peut soutenir une prime de rapidité appréciable, mais le projet doit la capter par la structure contractuelle plutôt que de la tenir pour acquise.

APPROVISIONNEMENT EN ÉLECTRICITÉ | SEULE LA DATE DE MISE SOUS TENSION COMPTE

TROIS TRANSACTIONS MONTRENT COMMENT LES ACHETEURS ACHÈTENT DU TEMPS

TRANSACTION	CE QUI EST ACHETÉ	LIVRAISON	À RETENIR
Microsoft / NiSource	1,1 GW de nouvelle production + 600 MW de stockage; Microsoft finance la production et le transport	Service en 2028	La propriété par une société affiliée et le financement par le client protègent les abonnés tout en fixant une date.
Kinder Morgan	Gazoduc Permian Link de 434 milles et 2,8 Gpi³/j; contrat d'achat ferme de 20 ans adossé à la production d'un hyperscalaire noté A	MES au T3 2030	Les infrastructures de combustible sont approuvées sur la base de la charge des centres de données, et non de prévisions de demande génériques.
Google / Voltus	Expansion de 1,07 GW de batteries distribuées, de thermostats et d'effacement industriel dans PJM	Flexibilité disponible	L'adéquation de la capacité peut provenir d'une charge flexible agrégée, et pas seulement de nouvelles installations.

Le contrôle négatif est l'expérience de Nscale au Royaume-Uni. Microsoft s'est retirée du projet de Loughton après qu'UK Power Networks eut indiqué que l'électricité ne pourrait pas être livrée avant le début ou le milieu des années 2030. Nscale a dit étudier d'autres sources d'électricité. Le message est simple : l'engagement d'un client ne se monétise pas tant que le chemin électrique n'est pas assez crédible pour respecter la date butoir du client.

Cela change la façon d'évaluer les terrains alimentés. Une place dans la file d'attente est une option. Un ESA signé est plus solide, mais demeure soumis aux mises à niveau, aux tarifs, à la répartition des coûts, à la politique et à la construction. Un programme de production soutenu par un service public, avec combustible, permis et date de mise en service définie, est encore plus solide. Le marché commence à évaluer ces étapes séparément, et l'écart entre elles se creuse à mesure que l'économie du calcul rend les retards plus coûteux.

LA PILE COMMERCIALE

2028 SERVICE DE MICROSOFT NiSource / La Porte	20 ANS DURÉE POUR MICROSOFT Infrastructure financée par le client	4,2 G$ PERMIAN LINK Ancré par un hyperscalaire	1,07 GW GOOGLE / VOLTUS Flexibilité distribuée

POURQUOI LA STRUCTURE MICROSOFT / NISOURCE EST IMPORTANTE

La structure de La Porte sépare l'obligation de service de détail de l'investissement en production. Microsoft finance la production et le transport nécessaires à sa charge, tandis qu'une GenCo de NiSource détient environ 1,1 GW de nouvel approvisionnement et 600 MW de stockage en vertu d'un contrat de conversion à long terme. NiSource affirme que l'ensemble permettra environ 1,75 milliard $ d'économies pour les abonnés. La validité de cette estimation se vérifiera avec le temps, mais c'est l'architecture qui compte : l'hyperscalaire achète une date, la société affiliée du service public détient la centrale, et on ne demande pas à la clientèle réglementée de financer l'ensemble de la construction.

Comparez cela à un ESA classique qui dépend de mises à niveau du réseau, d'ajouts futurs de production et d'un tarif encore exposé à un examen politique. Le modèle de Microsoft transforme certaines de ces dépendances externes en obligations contractuelles de projet. Kinder Morgan fait la même chose un échelon plus en amont en adossant un contrat d'achat ferme de 20 ans à un nouveau gazoduc interétatique. Google / Voltus s'attaque au problème par l'autre bout en réduisant le fardeau de capacité au moyen d'une charge flexible. Trois structures, un seul objectif : éliminer l'incertitude entourant la date de mise sous tension.

CONTRÔLE NÉGATIF | NSCALE MONTRE COMMENT UNE DATE BUTOIR DÉTRUIT LA VALEUR

FIN DES ANNÉES 2020 Fenêtre de mise sous tension prévue à l'origine	DÉBUT OU MILIEU DES ANNÉES 2030 Délai de livraison rapporté plus tard par le service public	MICROSOFT SE RETIRE Le client se retire du site
La prémisse commerciale	L'échéancier dérape	Le retard d'électricité devient un risque contractuel

L'épisode de Nscale explique pourquoi les prêteurs s'intéressent aux droits de résiliation pour retard de construction. Dès que la date butoir du client précède la nouvelle date de raccordement au réseau, le bail cesse d'être un rehaussement de crédit et peut devenir le mécanisme qui laisse le projet en plan. C'est le lien entre la « rapidité d'accès à l'électricité » et la réévaluation du marché du crédit observée ailleurs dans ce numéro.

EN RÉSUMÉ : La date financièrement pertinente n'est ni celle de l'achèvement de l'enveloppe, ni celle de la livraison de l'équipement, ni même celle d'une convention de raccordement. C'est la date à laquelle le calcul sous contrat peut fonctionner grâce à un chemin d'alimentation qui résiste à la vérification diligente réglementaire, de combustible, de construction et de crédit.

Sources : Microsoft / NiSource | Kinder Morgan / Bloomberg | Google / Voltus | Nscale / retard d'électricité au R.-U.

1 | PLACE DANS LA FILE	2 | ESA / DEMANDE DE SERVICE	3 | APPROVISIONNEMENT FINANCÉ	4 | SOUS TENSION + ACCEPTÉ
Chemin potentiel sur le réseau; la livraison et le coût restent ouverts.	Intention contractuelle plus ferme; encore exposée aux mises à niveau, aux tarifs et à l'échéancier.	Les obligations de production, de combustible et de transport sont cantonnées à la charge.	Le calcul peut fonctionner et la date butoir du client a été respectée.

DEMANDE ET ÉCONOMIE | PLUS GROS NE VEUT PAS DIRE PLUS SÛR

LA STRUCTURE DU CAPITAL SORT DU CENTRE DE DONNÉES

PUCES / ACCÉLÉRATEURS	ÉQUIPEMENT ÉLECTRIQUE	CONSTRUCTION / ENVELOPPE	TRANSFERT DE RISQUE
SPV Anthropic/Broadcom de 63 G$ Location de GPU de SpaceX de 40 G$	Facilité de Crusoe de 700 M$ Prêt-relais turbines d'Atlas de 424 M$	Pourparlers de garantie Nvidia / Nscale Placement privé de QTS	Barclays : demande d'assurance > 10 G$ Services publics avec contrats IG

Le récit de la rareté n'explique que la moitié des raisons pour lesquelles l'électricité derrière le compteur attire des capitaux dédiés. Les files d'attente du réseau sont longues, les transformateurs arrivent en retard et les grandes turbines sont vendues. Le facteur plus discret est qu'un ESA signé avec un service public comporte aujourd'hui plus de risques réglementaires et politiques qu'il y a deux ans. Un promoteur peut détenir un droit sur papier au service du réseau et faire tout de même face à un nouveau tarif, à une nouvelle répartition des coûts, à un nouveau cadre de délestage, à une contestation locale ou à un nouvel échéancier de mises à niveau avant de toucher le moindre revenu.

Le financement réagit en séparant la pile. La facilité de 700 millions $ de Crusoe auprès de Neuberger est explicitement garantie par l'infrastructure électrique qui alimente ses usines d'IA. Atlas Energy a financé de l'équipement de production d'électricité et d'auxiliaires au moyen d'un prêt-relais à tirage différé destiné à être converti en financement à terme au niveau du projet. Nvidia envisagerait une garantie sur la dette de construction et d'électricité du campus Monarch de Nscale. Barclays vérifie si des assureurs peuvent absorber plus de la moitié du risque de certaines installations liées à l'IA afin que les bilans bancaires puissent recommencer à prêter.

Les services publics sont l'autre nouvelle source de capital. Un client titulaire d'un contrat de catégorie investissement peut soutenir une production et un transport réglementés ou détenus par une société affiliée sans demander au promoteur du centre de données de financer toute la pile. Les fabricants de semi-conducteurs jouent un rôle semblable pour les contreparties de calcul de qualité inférieure. Il en résulte une nouvelle hiérarchie de financement : le capital le moins cher s'attache à un crédit solide combiné à une électricité réalisable; un crédit plus faible ne survit qu'avec des garanties matérielles, des cautionnements, des paiements anticipés ou des écarts plus élevés.

QUI ASSUME LE RISQUE MAINTENANT?

FOURNISSEUR DE CAPITAL	RISQUE ABSORBÉ	POURQUOI C'EST IMPORTANT
Garantie de fabricant de puces	Valeur résiduelle de l'équipement / crédit du locataire	Rend le calcul de qualité inférieure finançable pour un plus large éventail de prêteurs.
Assurance / crédit privé	Risque de syndication et de construction	Libère de la capacité dans les bilans bancaires, mais à un nouveau prix.
Service public / GenCo	Investissements en production et en transport	Transforme un contrat de charge de centre de données en infrastructure électrique de longue durée.

LES FLUX DE TRÉSORERIE SE DÉPLACENT VERS LES FOURNISSEURS



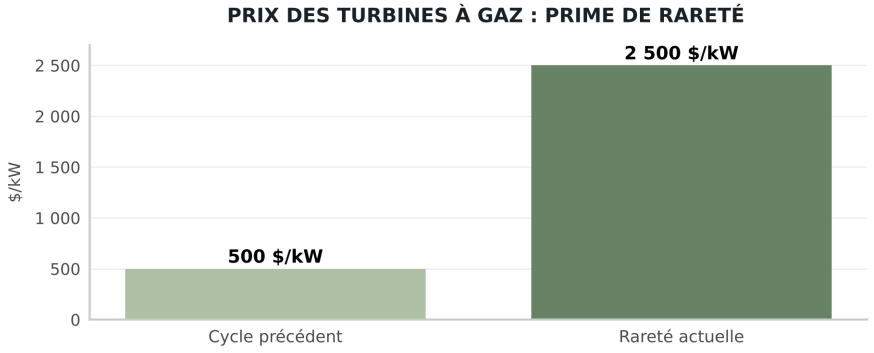
Comité de placement de BofA Research : les flux de trésorerie disponibles prévus sur 12 mois se déplacent des hyperscalaires vers les fabricants de semi-conducteurs. Les laboratoires de pointe ne figurent pas dans le graphique (libellés d'origine en anglais).

INCIDENCE POUR L'INVESTISSEMENT : L'électricité derrière le compteur devrait de plus en plus être souscrite comme une infrastructure dotée de ses propres garanties, de flux de trésorerie contractuels, d'un risque d'exploitation et d'une valeur résiduelle, et non simplement comme une composante du loyer de l'enveloppe alimentée. Cela peut alléger le fardeau en capital du promoteur, mais expose aussi le projet à la disponibilité de l'équipement, au transport du combustible, aux permis environnementaux et au rendement d'exploitation et de maintenance qu'un simple ESA avec le réseau reportait traditionnellement sur le service public.

Sources : Crusoe / Dealroom | Financement de Broadcom | Nvidia / Nscale | Barclays / Bloomberg

DERRIÈRE LE COMPTEUR | LE GAZ EST UNE PASSERELLE, PAS UNE OPTION GRATUITE

LA COURSE À L'ÉQUIPEMENT EST DÉSORMAIS UN TEST D'EXPLOITATION



SIGNAUX DERRIÈRE LE COMPTEUR CHOISIS

Baker Hughes 1,1 GW
34 Frame 5 + 9 NovaLT16 pour un grand client technologique américain

INNIO 1,72 GW
Commandes de centres de données en 2026 après une commande de 450 MW de Liberty + 620 MW supplémentaires

Switch / Nexus 510 MW
Centrale au gaz privée déposée pour des centres de données de Tahoe-Reno

Eco DC Solutions 2,1 GW
30 unités Dongfang G50 commandées pour des projets canadiens

Anthropic / Beacon 920 MW
Campus albertain adossé au gaz, en discussion de location

La prime de rareté est visible dans l'économie de l'équipement. L'analyse du marché des turbines de Latitude Media situe le passage d'environ 500 $/kW plus tôt dans le cycle à près de 2 500 $/kW aujourd'hui, tandis que GE Vernova, Mitsubishi et Siemens demeurent pratiquement à guichets fermés au-delà de 2030. Ce signal de prix explique pourquoi les moteurs alternatifs, les turbines aérodérivées, les unités mobiles, les piles à combustible, les transformateurs à semi-conducteurs et les fournisseurs de turbines non traditionnels entrent tous dans la pile des centres de données.

Mais l'électricité derrière le compteur n'est pas un service public prêt à l'emploi. Latitude fait état par ailleurs de défaillances mécaniques dans des centrales sur place, de fissures de turbines, de problèmes de refroidissement, d'une exposition au prix du combustible et de pénuries d'exploitants et de techniciens. Les charges de travail d'IA peuvent provoquer des fluctuations de l'ordre du mégawatt en quelques millisecondes, ce qui exige du stockage, des ASI et des systèmes de commande pour éviter que la charge de calcul déstabilise la centrale. Plus un promoteur de centres de données se rapproche de la propriété de la production, plus il devient un producteur indépendant et une entreprise d'exploitation et de maintenance, qu'il emploie ou non ce terme.

La prime stratégique revient donc à la capacité intégrée : transport ferme de gaz, créneaux d'équipement, permis d'émissions atmosphériques, systèmes de commande, stockage, exploitation et maintenance, et transition crédible vers le service du réseau. La plateforme derrière le compteur la plus précieuse n'est pas celle qui affiche le plus de mégawatts nominaux. C'est celle qui peut démontrer sa disponibilité, la fermeté de son combustible et un échéancier que le locataire de calcul acceptera de financer.

LA PILE D'EXPLOITATION | OÙ L'ÉLECTRICITÉ DERRIÈRE LE COMPTEUR PEUT FAILLIR

RISQUE	MODE DE DÉFAILLANCE	QUESTION DE SOUSCRIPTION
Équipement	Fissures, arrêt forcé, pièces à long délai	Qui garantit la disponibilité et assume le coût de remplacement?
Combustible	Transport interruptible, envolée de l'écart de base, retard du branchement latéral	Le gaz est-il ferme pendant toute la période de transition, et à quel écart de base?
Dynamique électrique	Les variations de charge de l'IA sollicitent la production et la distribution	Le stockage, les ASI et les commandes sont-ils dimensionnés pour la charge de travail plutôt que pour les MW moyens?
Permis / E et M	Permis atmosphériques, bruit, eau, rareté des techniciens	La centrale peut-elle fonctionner légalement et être réparée selon l'ENS du locataire?

La réservation par Vantage de plus de 1 GW de transformateurs à semi-conducteurs illustre la prochaine étape de la solution : le chemin électrique du réseau à la baie est repensé en même temps que la production. Les charges d'IA à plus forte densité exigent moins d'étapes de conversion, ainsi qu'un stockage et des commandes intégrés capables d'absorber les variations de puissance. La centrale et la salle informatique deviennent un seul système conçu comme un tout, plutôt que deux actifs reliés par un compteur.

PROCHAIN GOULOT D'ÉTRANGLEMENT | DU RÉSEAU À LA BAIE

> 1 GW VANTAGE / HERON Réservation de transformateurs à semi-conducteurs	800 V c.c. ARCHITECTURE DE BAIE CIBLE Moyenne tension jusqu'à la baie	> 98,5 % EFFICACITÉ DU HERON LINK Cible de l'entreprise	110 GW GAZ SUR PLACE EN DÉVELOPPEMENT Estimation de Cleanview, oct. 2026

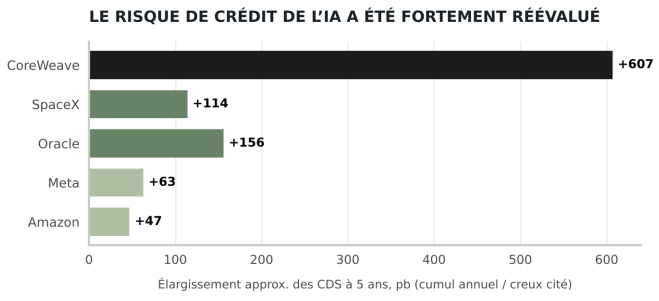
POINT DE VUE DPD : Le gaz derrière le compteur l'emporte parce qu'il achète du temps. Son économie se détériore rapidement si l'équipement arrive en retard, si le branchement latéral est interruptible, si le permis atmosphérique tarde ou si la centrale ne peut pas assurer la fiabilité exigée par un centre de données. La rapidité d'accès à l'électricité et la qualité d'exploitation sont désormais une seule et même question de souscription.

Sources : Latitude – marché des turbines | Latitude – fissures d'exploitation | Commande de Baker Hughes | INNIO T3

CE QUE LA PRIME DE RAPIDITÉ DOIT FINANCER

PRIME DE CAPITAL	PRIME D'EXPLOITATION	PRIME DE TRANSITION
La rareté des turbines et l'approvisionnement accéléré en équipement font grimper le coût en $/kW avant la première mise à feu.	Le transport ferme, les pièces de rechange, les techniciens, les commandes et les garanties de disponibilité transforment le matériel en électricité fiable pour le calcul.	La passerelle n'a de valeur que si les permis et la transition vers le réseau ne laissent pas en plan la centrale temporaire ou ne dédoublent pas des investissements de longue durée.

RISQUE D'EXÉCUTION | LE CRÉDIT ET L'ACCEPTABILITÉ SOCIALE CONDITIONNENT LE PROCHAIN MÉGAWATT



LE CRÉDIT TARIFE LA DATE BUTOIR

Bloomberg constate que les rendements de la dette d'infrastructure d'IA atteignent les deux chiffres et que les banques peinent à transférer le risque à des assureurs et à des gestionnaires de fonds.

La souscription porte de plus en plus sur la porte de sortie du bail : certains clients de calcul peuvent résilier après trois à six mois de retard de construction.

L'échéancier de mise sous tension, les droits de remédiation, les garanties et les cautionnements forment donc un seul ensemble. Un locataire de renom n'élimine pas le risque d'échéancier au niveau du projet.

RÉGLEMENTATION | RÈGLES DIFFÉRENTES, MÊME QUESTION COMMERCIALE

VOIE	CE QUI A CHANGÉ	CE QU'IL FAUT RETENIR
RBP de PJM	Cible de 6 831 MW; appel d'offres en mars 2027; contrats d'au plus 15 ans; coûts de zone liés à la croissance des grandes charges fermes.	La croissance des grandes charges pourrait financer directement une nouvelle capacité de fiabilité.
NERC	Le conseil a approuvé les normes sur les charges de calcul; portée proposée de 50 MW et plus et de 100 kV et plus.	La modélisation, les communications et la protection deviennent des exigences de conception.
Pennsylvanie	Shapiro a retiré les centres de données du processus accéléré et imposé de nouvelles conditions.	La certitude des permis est désormais une variable politique.
Royaume-Uni	Les sites stratégiques peuvent obtenir un accès prioritaire au réseau et une production temporaire sur place.	L'investissement dans la collectivité devient une contrepartie de la rapidité.
Espagne	La règle d'appariement horaire des énergies renouvelables sera introduite plus lentement après les protestations de l'industrie.	Les politiques peuvent faire bouger l'économie des projets dans les deux sens.
États-Unis / local	Trump a prôné l'autoapprovisionnement; la poursuite pour pollution contre xAI va de l'avant; les moratoires se poursuivent.	L'acceptabilité sociale, les permis atmosphériques et la protection des abonnés sont désormais des enjeux financiers.

L'ACCEPTABILITÉ SOCIALE EST DÉSORMAIS UNE VARIABLE FINANCIÈRE

LE RISQUE RÉGLEMENTAIRE PEUT ÊTRE ASSURÉ

Arbol a lancé une couverture contre les moratoires imposés par les gouvernements après que Data Center Watch eut recensé au moins 106 projets américains représentant environ 198 G$ d'investissements bloqués ou retardés au S1 2026. Le produit lui-même est le signal : les investisseurs considèrent désormais les retards politiques locaux comme un risque de financement de projet transférable.

LES PROMOTEURS RÉDIGENT LEURS PROPRES RÈGLES

QTS, Vantage, Compass et Digital Realty se sont engagés à divulguer leur consommation d'électricité et d'eau, à payer les mises à niveau du réseau, à soutenir des structures tarifaires qui protègent les consommateurs et à participer au délestage d'urgence. Les normes volontaires deviennent une réponse préventive à la grogne entourant les permis.

LES CHIFFRES DE LA REDÉFINITION DE L'ACCEPTABILITÉ SOCIALE

106 PROJETS AMÉRICAINS BLOQUÉS / RETARDÉS Data Center Watch, S1 2026	198 G$ INVESTISSEMENTS EN CAUSE Data Center Watch	45 PROJETS BLOQUÉS / RETARDÉS États-Unis, T2, selon Bloomberg	74 % OPPOSITION LOCALE EN PENNSYLVANIE Sondage cité par Technical.ly

EN RÉSUMÉ : La prochaine tranche de capacité Digital Power sera sélectionnée deux fois : d'abord par le client et le prêteur, puis par les autorités de réglementation et les collectivités. Un projet qui ne règle que le problème d'ingénierie électrique n'est plus entièrement réalisable.

Sources : Bloomberg – dette de l'IA | PJM – dernier recours | NERC / Utility Dive | Pennsylvanie – processus accéléré | R.-U. / Bloomberg

L'ACCEPTABILITÉ SOCIALE EST DÉSORMAIS UNE VARIABLE FINANCIÈRE

CRÉDIT	EXÉCUTION	ACCEPTABILITÉ SOCIALE
Un locataire solide et un soutien exécutoire qui résistent au risque de construction et de date butoir.	Un échéancier d'alimentation adossé au combustible, à l'équipement, aux permis, au transport et aux droits de remédiation plutôt qu'aux seuls jalons.	Protection des abonnés, eau, émissions et conditions communautaires réglées assez tôt pour protéger le calendrier de financement.

BILAN HEBDOMADAIRE | CAPITAUX, PROJETS ET PLATEFORMES

• **Amazon** a divulgué une facilité de financement fournisseur garantie pouvant atteindre environ 80 G$, utilisable en 2027-2028 et garantie par les actifs achetés, alors que ses dépenses d'investissement en espèces approchent 220 G$. Même les hyperscalaires passent d'une expansion financée en espèces à une ingénierie de bilan adossée à des actifs. 24/7 Wall St
• **Microsoft** a placé 25 G$ d'obligations de premier rang non garanties — sa première émission en dollars américains depuis 2017 — dont le produit peut servir aux investissements, alors que les dépenses trimestrielles d'infrastructure dépassent 50 G$. Le marché obligataire sert à convertir les flux de trésorerie futurs de l'IA en capacité de construction actuelle. 24/7 Wall St
• **Meta** a lancé un programme de 35 G$ en actions et en titres obligatoirement convertibles tout en maintenant ses prévisions d'investissement 2026 entre 135 et 145 G$; le capital externe fait désormais partie de la construction des hyperscalaires. La distinction est importante : les actions des hyperscalaires peuvent financer des campus que les marchés de la dette des néoclouds rejettent maintenant. Quartz
• **QTS** offre environ 800 M$ de billets en placement privé assortis d'échéances de 7 à 15 ans, en partie pour refinancer et en partie comme capital de croissance pour l'IA. L'infrastructure soutenue par Blackstone a encore accès aux acheteurs à long terme, mais les écarts comptent désormais. Briefs
• **Brookfield** prévoit une AssetCo qui investira jusqu'à 9 G$ dans des GPU et des centres de données pour Naver, avec une cible de 200 MW d'ici 2028, étendant ainsi le modèle de SPV d'équipement à l'Asie. Brookfield sépare de fait la propriété de l'équipement d'IA de son utilisateur, un modèle qui pourrait s'étendre aux actifs électriques. Korea Herald
• **Galaxy** affirme que la phase II de Helios (260 MW de TI) est entièrement financée par 3,5 G$ de billets garantis de premier rang et qu'elle privilégie désormais des locataires au crédit rehaussé pour les livraisons de 2028. Galaxy refuse explicitement un crédit locataire faible malgré une demande énorme — un signal direct pour la souscription d'enveloppes alimentées. Transcription
• **Nebius** affirme que les marchés des TAA et de la dette sont temporairement fermés; elle prévoit financer son premier GW en partie au moyen de paiements anticipés de clients et de sa facilité de 3,5 G$ auprès de Citi. Les paiements anticipés deviennent une quasi-équité lorsque les fenêtres de titrisation traditionnelles se ferment. 24/7 Wall St

• **Atlas Energy** a obtenu un prêt-relais de 424 M$ de Goldman / Barclays pour acheter de l'équipement de production d'électricité et d'auxiliaires destiné à deux projets de centres de données visant une première mise sous tension à la fin de 2027. Le prêt est garanti par de l'équipement électrique réel et n'est prolongé que si des contrats d'approvisionnement en énergie sont signés — exactement la discipline dont l'électricité derrière le compteur a besoin. Business Wire
• **SB Energy** envisage de reporter son PAPE après la faiblesse des marchés publics; elle cherchait 5 à 7 G$ pour aider à financer le campus d'OpenAI en Ohio et une expansion plus large. La fenêtre des PAPE devient un goulot de financement pour les promoteurs dont la valeur repose sur une capacité future mise sous tension plutôt que sur des revenus actuels. The Information
• **SK Hyper** cherche des partenaires pour un déploiement de 15 GW en Corée du Sud d'ici 2035; la direction estime que la première phase de 5 GW pourrait nécessiter environ 350 G$, équipement compris. L'ampleur montre à quelle vitesse les déploiements souverains d'IA peuvent dépasser les réseaux électriques locaux et la capacité classique de financement de projets. Bloomberg
• **Anthropic** négocie un campus Beacon en Alberta adossé à une centrale au gaz de 920 MW, dont la construction est visée pour le T4 2026 et la mise en service pour le T4 2027. L'attrait réside dans l'échéancier : l'Alberta peut combiner gaz, terrains et un cadre de permis plus favorable avec un locataire issu d'un laboratoire de pointe. Globe and Mail
• **Google** a obtenu l'approbation locale d'un campus d'environ 500 MW à Hermantown, au Minnesota, après avoir renoncé à une demande d'allègement fiscal de 80 M$ et accepté une garantie de démantèlement de 210 M$. Cette garantie et la demande fiscale abandonnée montrent que les collectivités exigent davantage de protection avant d'accorder leur aval politique. MPR
• **TerraVolt** a pris une option sur 1 077 acres en Idaho pour un campus au gaz de 240 MW indépendant du réseau, doté d'un approvisionnement ferme de 55 000 MMBtu/j; aucun client ni financement n'a été divulgué. Le gaz ferme est un facteur de différenciation, mais l'absence de locataire et de financement maintient le projet au stade de la valeur d'option. GlobeNewswire
• **Switch** est désignée comme acheteuse prévue et propriétaire ultime d'une centrale au gaz privée proposée de 510 MW au Tahoe-Reno Industrial Center. La production privée passe du secours à l'approvisionnement principal, mais les permis atmosphériques et la capacité des gazoducs demeurent des conditions déterminantes. NevBex

• **Eco DC Solutions** a porté sa commande de Dongfang G50 à 30 unités — environ 2,1 GW en configuration à cycle combiné — pour alimenter des centres de données canadiens. L'arrivée de turbines chinoises en Amérique du Nord est un symptôme de la pénurie chez les fabricants d'origine, et non encore la preuve d'une exécution finançable. AccessNewswire
• **TerraWatt** propose jusqu'à 1 GW sur l'ancien site de l'aciérie Alton Steel, en Illinois, avec des blocs de 200 MW raccordés au réseau et une première capacité entre la fin de 2027 et le début de 2029. Les friches industrielles proches du transport demeurent l'une des rares façons reproductibles de comprimer l'échéancier de raccordement. DCD
• **The Nuclear Company** a obtenu la maîtrise d'un site dans le comté de Lewis, au Kentucky, pour un maximum de six AP1000 (6,6 GW), les travaux de caractérisation et de raccordement commençant maintenant. Le projet est stratégiquement vaste, mais n'a toujours ni acheteur ni financement — un rappel qu'il faut distinguer le choix d'un site d'une demande réalisable. PR Newswire
• **Meta** indique que la première phase de son campus Prometheus à New Albany, en Ohio, est en service et que le site progresse vers environ 1 GW, soit environ un million de GPU. Meta utilise des bâtiments existants et des structures à déploiement rapide pour convertir des infrastructures existantes en délai de mise en marché. DCD
• **TikTok US** chercherait jusqu'à 4 GW de calcul pour le début des années 2030, ajoutant un autre locataire de plusieurs gigawatts à la file d'attente électrique américaine. Oracle demeure le principal fournisseur infonuagique; aucun site ni contrat d'électricité n'a été divulgué, de sorte que les 4 GW constituent un signal de demande plutôt qu'une charge garantie. CNBC
• **DayOne** envisage un PAPE américain plus modeste ou reporté après la volatilité des centres de données; une levée de 2,5 à 3 G$ représenterait environ la moitié de la taille envisagée auparavant. Le débat sur un PAPE réduit est un autre signe que les marchés publics exigent désormais des flux de trésorerie actuels ou des points d'entrée à escompte pour une capacité à long terme. Bloomberg

CHIFFRES DE LA SEMAINE | LE CAPITAL DES HYPERSCALAIRES

80 G$ FACILITÉ GARANTIE D'AMAZON Capacité de financement fournisseur	25 G$ ÉMISSION OBLIGATAIRE DE MICROSOFT Bilan de catégorie investissement	35 G$ ACTIONS / CONVERTIBLES DE META Capitaux propres externes	9 G$ NAVER / BROOKFIELD Engagement de l'AssetCo

CATÉGORIE INVESTISSEMENT / GARANTI Les bilans des hyperscalaires, les garanties des fabricants de puces et l'équipement sous contrat attirent toujours le capital à grande échelle. Le marché différencie les structures; il ne se ferme pas complètement à l'infrastructure d'IA.	ADOSSÉ À DES ACTIFS Les SPV de GPU, les prêts-relais de turbines et les facilités d'équipement électrique séparent les garanties finançables du risque d'entreprise. Les actifs matériels jumelés à une utilisation sous contrat deviennent la passerelle privilégiée.	ACTIONS SPÉCULATIVES Les fenêtres de PAPE et la dette des néoclouds sans rehaussement sont les plus fortement réévaluées. La pénalité est la plus lourde lorsque les revenus sont reportés, que la mise sous tension est incertaine ou que les droits d'annulation des clients demeurent larges.

BILAN HEBDOMADAIRE | CAPITAUX, PROJETS ET PLATEFORMES

• **QTS, Vantage, Compass et Digital Realty** ont lancé Infrastructure for America et se sont engagées à divulguer leurs besoins en électricité et en eau, à payer les mises à niveau du réseau et à soutenir des tarifs qui protègent les consommateurs. L'industrie tente de transformer les engagements d'acceptabilité sociale en coût normalisé des affaires avant que les législateurs ne le fassent à sa place. Bloomberg

• **Arbol** a lancé une assurance contre les moratoires sur les centres de données imposés par les gouvernements, après que Data Center Watch eut recensé 106 projets (198 G$) bloqués ou retardés au S1 2026. Une assurance contre les retards politiques ne réparera pas un mauvais parcours de permis, mais elle peut modifier les hypothèses de recouvrement des prêteurs et les modalités de financement. Bloomberg

• **La NERC** a adopté des normes sur les charges de calcul couvrant la modélisation, les communications, la coordination des protections et la surveillance des perturbations; les propositions passent maintenant à la FERC. L'effet concret commence à l'ingénierie : les grandes charges de calcul deviennent des participants au réseau modélisés et pilotables plutôt que des clients passifs. Utility Dive

• **PJM** a déposé de nouveau un approvisionnement de dernier recours pour la fiabilité de 6 831 MW, avec une fenêtre d'appel d'offres en mars 2027, des contrats d'au plus 15 ans et une répartition des coûts liée à la croissance des grandes charges fermes. Si la FERC accepte cette répartition, PJM créera un précédent pour facturer à long terme la croissance de charge liée aux centres de données pour une nouvelle capacité. mgrid

• **Le Royaume-Uni** accordera aux centres de données d'importance stratégique un accès prioritaire au réseau et leur permettra une production temporaire sur place pendant l'attente, en échange d'investissements et de protections locales. L'échange est explicite : une électricité plus rapide contre des avantages pour la collectivité et des protections pour les abonnés. Bloomberg

• **L'Espagne** a assoupli les règles proposées d'appariement horaire des énergies renouvelables après les protestations de l'industrie, en faisant passer l'exigence de 60 % à 70 %, puis à 80 %. Cet assouplissement montre que les politiques sont négociables lorsque les gouvernements concluent que la règle initiale menace l'investissement ou l'économie du réseau. Bloomberg

• **La Pennsylvanie** a retiré les centres de données de son processus accéléré de permis (Permit Fast Track) face à la montée de l'opposition des électeurs; les projets auparavant accélérés n'ont pas adhéré aux nouvelles normes du gouverneur. Pour les promoteurs, la perte de ce processus transforme l'échéancier d'obtention des droits en un chantier plus coûteux et moins prévisible. Technical.ly

• **Le président Trump** a déclaré que les nouveaux grands centres de données devraient produire leur propre électricité et a suggéré des dividendes pour les collectivités d'accueil; les modalités d'application demeurent floues. La déclaration est politique plutôt qu'une règle détaillée, mais elle s'aligne sur l'évolution du marché vers l'autoapprovisionnement et le cantonnement des coûts. WSJ

• **Un juge fédéral** a permis à la poursuite de la NAACP et du SELC fondée sur la Clean Air Act contre **xAI** d'aller de l'avant, rejetant l'argument voulant que ses turbines sur place soient des sources mobiles exemptées. L'exposition aux poursuites citoyennes fait de la production de transition sans permis un risque de financement, et non seulement un enjeu de conformité environnementale. TechCrunch

• **Vantage** a réservé plus de 1 GW de transformateurs à semi-conducteurs de Heron Power, visant une conversion directe de la moyenne tension à 800 V c.c. avec stockage intégré. L'architecture du réseau à la baie est repensée en même temps que la production, ce qui montre que le goulot électrique s'étend à l'intérieur de la clôture. Vantage

• **NextEra** affirme que plus de 20 GW de projets de grandes charges ont progressé, dont trois ententes définitives de carrefours fédéraux totalisant environ 16,5 GW au Texas et en Pennsylvanie. Plus de 18 GW de ce portefeuille avancé sont au gaz, ce qui conforte le gaz jumelé au stockage comme option par défaut à court terme pour les grandes charges. Transcription

• **Alliant** prévoit signer environ 1 GW de contrats supplémentaires de centres de données d'ici six mois en Iowa et au Wisconsin. Les portefeuilles de contrats des services publics sont désormais un indicateur avancé de l'endroit où se concentreront les prochains investissements en transport et en production. Reuters / Daily Guardian

• **Amazon** a retiré une demande visant quatre bâtiments à Ashburn, sur l'ancien site de GWU, un recul concret alors que le comté de Loudoun resserre ses règles d'aménagement. La valeur d'un site peut disparaître lorsque le zonage et les règles locales évoluent plus vite que la thèse de développement initiale. DCD

• **Homer City** fait l'objet d'un examen au sujet d'une modification proposée de son permis NPDES autorisant jusqu'à 6,8 millions de gallons par jour de rejets d'eau chaude, ce qui montre que l'eau peut devenir le permis déterminant même sur une friche industrielle riche en électricité. L'eau, la température des rejets et l'opposition à l'échelle du bassin versant peuvent être aussi contraignantes que le raccordement sur les sites de production en friche.

• **CoreWeave** : ses obligations se sont négociées à des rendements d'environ 15 à 16 % et ses CDS se sont élargis alors que le capital des néoclouds était réévalué; le récit de la capacité alimentée reste intact, mais le capital externe n'est plus indifférent au levier. Le marché tarife l'écart entre la demande et le service de la dette : les contrats gardent leur valeur, mais le levier et les dates butoirs déterminent la survie. CNBC

• **BofA** estime les dépenses mondiales en centres de données à environ 1 billion $ en 2026 et à plus de 2,1 billions $ d'ici 2028, avec une économie tout compris d'environ 49 M$/MW, et davantage pour les néoclouds. À cette échelle, la capacité de financement devient une contrainte presque aussi importante que les transformateurs, les turbines et les postes électriques. Reuters / Investing

• **AWS** affirme que sa capacité est en grande partie vendue jusqu'en 2027 et pour une bonne partie de 2028, ce qui confirme que la contrainte à court terme demeure la livraison plutôt que l'intérêt des clients. Une capacité infonuagique à guichets fermés est le contrepoids, du côté de la demande, au recul du crédit; les deux peuvent être vrais en même temps. Reuters / Yahoo

• **Google** affirme qu'il serait extrêmement difficile d'accueillir de nouveaux clients pour la capacité de 2027; la direction indique que le calcul d'aujourd'hui reflète des décisions d'infrastructure prises en 2024. Les décisions de planification prises deux ans plus tôt déterminent aujourd'hui qui dispose de la rare capacité de 2027 — l'essence même de la thèse de la rapidité d'accès à l'électricité. Benzinga

• **Le programme PATER de la PUC de Pennsylvanie** a réduit une liste de 76 centrales retirées à 21 friches candidates représentant environ 9 GW de transport existant — l'État institutionnalise la thèse des sites de centrales retirées. PATER pourrait créer un ensemble de concurrents parrainés par l'État pour chaque promoteur privé de friches en Pennsylvanie. Allegheny Front

• **Fingrid** prévoit une hausse de la demande d'électricité finlandaise pouvant atteindre 40 % en cinq ans, plus de 5 GW de projets de centres de données détenant déjà des raccordements au réseau. La Finlande illustre la même rareté à l'échelle internationale : les raccordements signés de centres de données dépassent désormais la production du parc nucléaire du pays. Bloomberg

CHIFFRES DE LA REDÉFINITION DE L'ACCEPTABILITÉ SOCIALE

6 831 MW CIBLE DE DERNIER RECOURS DE PJM Test de répartition des grandes charges	106 PROJETS AMÉRICAINS BLOQUÉS / RETARDÉS Data Center Watch, S1 2026	> 5 GW RACCORDEMENTS DC EN FINLANDE Déjà signés	≥ 50 MW SEUIL DE CALCUL DE LA NERC À ≥ 100 kV

LE FIL CONDUCTEUR : L'électricité n'est plus souscrite comme un simple achat de marchandise. La capacité, la date de livraison, la protection des abonnés, les permis, le combustible, l'équipement et le crédit du client convergent en un seul produit : l'électricité réalisable. Voilà pourquoi les mégawatts livrés peuvent prendre de la valeur alors même que les multiples génériques de l'infrastructure d'IA se compriment.

LE PROCHAIN TEST

Surveiller les clôtures de financement plutôt que les modalités indicatives; la décision de la FERC sur le mécanisme de dernier recours de PJM plutôt que le seul dépôt; la livraison réelle des turbines et des transformateurs plutôt que les annonces de commandes; et la mise sous tension et l'acceptation plutôt que l'achèvement de l'enveloppe. Le signal positif le plus clair serait un plus grand volume de capitaux engagés sur la base d'une électricité livrée, sans garanties toujours plus lourdes. Le signal négatif le plus clair serait que les dates butoirs des clients avancent plus vite que l'échéancier électrique physique ne peut rattraper.

À PROPOS DE DIGITAL POWER DIGEST

Digital Power Digest est la note d'information institutionnelle de Keel Infrastructure, une société d'infrastructures numériques et énergétiques qui développe et possède des centres de données et des infrastructures énergétiques destinés aux charges de travail de calcul haute performance, y compris l'IA. Elle couvre le point de rencontre entre les marchés de l'électricité et les infrastructures numériques — raccordement, production, approvisionnement en gaz, marchés financiers, équipement, réglementation et chaîne physique de l'IA — et est dirigée par Chris Ruppel, vice-président principal, Énergie. L'analyse reflète l'information publique et le jugement du rédacteur à la date de publication. À titre informatif seulement; ne constitue pas un conseil en placement.