LETTRE MENSUELLE

—

SAM CLOUD REVOLUTION

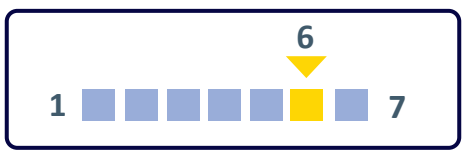
Octobre 2026

Communication à caractère promotionnel

ISIN

PART I : FR0014006JL9
PART M : FR0014006JI5
PART R : FR0014006JN5
PART S : FR00140102D9

ECHELLE DE RISQUE - SRI



SUNNY AM

PERFORMANCE DU MOIS

SUR LE MOIS		
Part I	Part R	Indice de Ref *
-11,29%	-11,38%	+1,01%

YTD		
Part I	Part R	Indice de Ref *
+2,16%	+1,15%	+16,48%

**Indice de reference : Bloomberg Developed Markets Large, Mid & Small Cap Total Return, en euros.*
Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.
La performance est communiquée nette de frais. Données au 30/10/2026.

COMMENTAIRE DE GESTION

Blue wave

Une vague Démocrate a pris le contrôle du Congrès américain et de postes de gouverneur clefs pour l'industrie de l'IA, tels que Texas, Georgie, Nouveau-Mexique et Michigan. L'impact est incertain mais potentiellement majeur : 30 états américains sont désormais entrés en moratoire ou pause administrative de centres de données IA, contre 21 avant les élections du 3 nov (source Bloomberg). L'effet est double et paradoxal : un ralentissement supplémentaire des chantiers de *data centers* va accentuer la pénurie de calcul, et augmenter la rentabilité immédiate de ceux qui existent. Ce ralentissement va aussi, probablement, donner à tous les opérateurs le ralentissement qui les arrange, et ainsi préserver ou redresser leur rentabilité, leurs notations de crédit, et calmer l'urgence inflationniste de leurs investissements. **Ce qui existe est d'autant plus précieux que ce qui reste à construire est retardé. Les grands gagnants sont les *hyperscalers*, surtout Amazon, Microsoft, Meta et Alphabet, aux dépens des *neoclouds* pour qui tout ralentissement creuse les déficits.** Situés au milieu du gué, **Oracle** et **SpaceX** s'empressent de sécuriser leurs financements dans un marché de la dette devenu cher et incertain. Mais l'ampleur du changement est surtout psychologique. Avant les élections US, plus de 30% des chantiers de centres de données étaient en retard pour 2027, et 70% pour 2028; le ralentissement est déjà, en quelque sorte, dans les cours. A la course IA et électricité s'ajoute désormais une course administrative pour les permis de construire, environnementaux et les arrangements fiscaux. Le doute va peser sur toute la thématique, mais l'opportunité économique reste trop précieuse pour les municipalités concernées. L'impératif stratégique lui aussi n'est perdu pour personne, quel que soit le camp politique. Nous pensons que la pause sera de courte durée, même si six mois peuvent changer sensiblement le rapport de force entre les constructeurs et leurs fournisseurs. En attendant, nous renforçons nos investissements dans les *hyperscalers* US qui contrôlent près de 75% des capacités mondiales de calcul IA; nous réduisons notre exposition d'équipementiers, et renforçons le *data layer*.

Credit crunch

Bien avant ces élections, le financement IA traversait une crise de liquidité. Depuis juin 2026, les capex IA dépassent la trésorerie des géants du Cloud, notamment Alphabet, Amazon et Meta, mais aussi très largement chez SpaceX, Oracle et les *neoclouds* tels que CoreWeave et Nebius. Suivant les estimations, en incluant les contrats de leasing associés aux financements de GPUs, les 9 plus gros « constructeurs » de l'IA anticipent un déficit de trésorerie de -$411mds en 2027, puis de -$220mds en 2028, avant un rebond positif de $170mds en 2029 (consensus Bloomberg). Seul Microsoft résiste au rouge, déterminé à ne pas passer sous le seuil de la rentabilité en cash-flow sur la période. N'empêche, tout au long du mois d'octobre, le marché du crédit des *neoclouds*, des *hyperscalers* et de la dette privée qui finance les SPV de GPUs, n'a cessé de se dégrader. Depuis la mi-octobre, le rendement des obligations de CoreWeave cote 15% ; Anthropic, en pleine préparation de son IPO, propose jusqu'à 10% de rendement au SPV qui finance son dernier « leasing » de XPUs de Broadcom ; SpaceX doit payer entre 8,5% et 9% à Apollo pour financer $40mds de GPUs Nvidia ; de leur côté, Broadcom et Nvidia sont de plus en plus sollicités pour garantir jusqu'à 70% de la valeur résiduelle des microprocesseurs qu'ils vendent aux « labos LLM » et aux *hyperscalers,* souvent via des SPVs. A date, ni Anthropic, ni SpaceX n'ont clôturé ces levées. OpenAI quand à lui, n'a levé que $11mds sur les $30mds espérés début octobre. Au 30 octobre, les CDS 5 ans (swaps de protection de crédit) atteignent 1100bp+ sur CoreWeave, 300bp+ sur Oracle et 125bp sur Meta. En cette fin octobre, le marché du financement de l'IA est de plus en plus cher, voire fermé pour les *neoclouds*. Nscale et Fermi ont annulé leurs IPO. Ce *« credit crunch »* est la principale cause de la violente correction du fonds, en particulier les 29-30 octobre lorsque tout le complexe IA a subi une panique sur les financements. La baisse de notre fonds s'est particulièrement concentrée sur ces deux jours d'octobre, et ce malgré une position importante d'options Puts sur le Nasdaq 100.

Le boom des tokens

Quel contraste avec l'adoption de l'IA elle-même! La finance est sous tension, mais les utilisateurs adoptent et consomment en masse. Exprimée en *tokens*, la demande d'IA est impressionnante. **En octobre, OpenRouter, une marketplace IA multi-modèle, a facturé 700 000 milliards de *tokens*, un volume en hausse de 40% sur septembre. Chez Amazon-AWS, premier Cloud mondial, l'inférence IA dépasse désormais 50% des volumes de calcul, et leur capacité est « *sold-out* » pour 2027, 2028 et une partie de 2029** (source : Andy Jassy, CEO Amazon, podcast *a16z*). En dollars, le prix moyen des *tokens* a reculé de 10% en octobre (Silicon Data LLM Token Index), sa quatrième baisse en cinq mois, illustrant une fois de plus le paradoxe de Jevons (plus la production d'une ressource technologique est efficiente, plus sa consommation augmente). Publiées ce mois-ci, les trois premiers *hyperscalers* ont fortement accéléré leurs croissances de Cloud IA : AWS +39 % au T3 contre 37 % au T2, Azure +48 % contre 42 %, et Google Cloud +103 % contre 82 %. Chacun affiche sa plus forte accélération depuis le Covid, et confirme que les dépenses des entreprises en IA bousculent et remplacent une part grandissante des budgets IT. Anthropic a publié ses comptes pré-IPO, confirmant les estimations de 85% de marge brute sur l'inférence, hors coûts d'entraînement, et un cash-flow opérationnel positif de $3,9mds sur le premier semestre. Toute capacité de calcul supplémentaire ajouterait à leur croissance, mais les Clouds IA sont en pénurie d'offre. Les Clouds tels que xAI/SpaceX, qui disposent de capacité sur des contrats de 3 mois, monétisent leurs centres de données jusqu'à 3x leurs coûts de construction. La finance ne suit plus, mais pour combien de temps? Nous pensons que le risque de surcapacité en 2028-29 est largement surestimé, surtout depuis les élections US. Octobre n'a en réalité que prolongé la trajectoire de contraction de crédit de juillet à septembre, culminant avec une violente correction des marchés action. Et contre toute logique, nos sous-performances étaient concentrées dans le *data layer*, avec **Snowflake, Datadog, Palo Alto Networks, CrowdStrike** et **Palantir**, pourtant les seuls capables d'optimiser la rareté du calcul. Le boom des *tokens* est pourtant bien un tsunami d'activité pour le logiciel du *data layer*.

Nos convictions

Dans ce contexte, nous restons fidèles à nos convictions :

- **L'infrastructure IA installée n'a jamais été aussi précieuse.** Les *hyperscalers* Microsoft, Amazon et Alphabet, détiennent l'essentiel des centres de données déjà électrifiés et verront leur coût de financement se détendre à mesure que la pression sur les émissions obligataires diminue. Meta et SpaceX sont plus fragiles financièrement, mais font partie de ce groupe.
- **« Faire plus avec moins » :** si chaque gigawatt de calcul devient plus rare, la valeur se concentre sur ce qui augmente la puissance de calcul par watt, notamment les technologies les plus avancées de semiconducteurs, d'optique et de GPU/XPU. L'avantage revient encore à la gravure avancée (**TSMC, ASML, ASM International**), les puces sur mesure (**Broadcom**), les réseaux et l'optique (**Arista, Coherent, Soitec**).
- **La baisse de prix des *tokens* augmente l'attrait des orchestrateurs multi-modèles, et l'adoption de l'*open-source*.** Les logiciels du data layer, sont au cœur de la création de valeur des entreprises, confirmé par les résultats exceptionnels de **Palantir** et **Cloudflare**; inversement, les sociétés dont la part d'IA n'accélèrent pas suffisamment se voient pénaliser, comme **Datadog.** Nous sommes investis dans les trois.
- **Le SaaS applicatif reste vulnerable** à la déflation du *coding*, tout en pouvant l'intégrer à son tour, plus facilement et moins cher. **SAP** a su afficher une belle croissance de clients en transition Cloud, alors que **ServiceNow** a souffert d'un ralentissement; nous sommes investis dans les deux.

Nos performances

Sur ce mois difficile, nos meilleures contributions viennent de nos couvertures macro via des options Puts sur le Nasdaq 100. SAP, Microsoft et MongoDB ont joué leur rôle de valeur logicielle défensive. Nos contributions négatives reflètent l'inquiétude générale sur les dépenses d'infrastructure et l'électrification IA, avec **Siemens Energy** qui cote désormais 11x EV/Ebida'27, son multiple pré-IA. Dans le même secteur, **Schneider Electric** a aussi été pénalisé par une émission de dette et d'action pour financer son acquisition de PTC, un logiciel industriel US. Toute la chaine de valeur semiconducteurs a été violentée par la panique sur les financements, notamment **ASML, ASM International, Teradyne, Coherent, Micron** et **TSMC**. Dans le logiciel, **ServiceNow** et **Datadog** ont été particulièrement puni pour des déceptions modestes dans leurs activités non-IA. A cela s'ajoute notre plus sévère sous-performance du mois, **Alphabet**, subissant le 29 oct sa plus forte baisse depuis son IPO en 2004. Malgré une activité Cloud en hausse de 103%, le ralentissement de son activité *Search* a semé la panique sur le risque de substitution IA. Nous pensons que le risque existe sur le trafic humain, mais qu'il est largement compensé par le trafic d'IA agentique.

Dans ce contexte extrêmement volatile, notre analyse financière évolue mais notre conviction ne change pas : la révolution industrielle de l'IA transforme l'économie et la société. Nous avons positionné tout le portefeuille en conséquence, équilibré entre le hardware, le logiciel et l'infrastructure. Nous vous remercions de votre patience et restons à votre disposition pour plus de détails.

PRINCIPAUX CONTRIBUTEURS DU MOIS

TITRES	CONTRIBUTION
NASDAQ 100 - OPTIONS PUT	0.90%
SAP SE	0.36%
MICROSOFT CORP	0.08%
MONGODB INC.	0.06%
PALANTIR TECHNOLOGIES INC	0.01%
TERADYNE INC	-0.67%
ASM INTERNATIONAL NV	-0.69%
TWILIO INC	-0.70%
SCHNEIDER ELECTRIC SE	-0.72%
ALPHABET INC	-0.85%

HISTORIQUE DES PERFORMANCES

Année	SAM Cloud Revolution Part I EUR	SAM Cloud Revolution Part R EUR	BVP EMERGING CLOUD** EUR	Indice de reference* EUR
YTD	+2,16%	+1,15%	+32,6%	+17,1%
2025	-14,7%	-15,7%	-17,1%	+7,3%
2024	+16,2%	+14,3%	+14,7%	+26,6%
2023	+45,3%	+46,4%	+35,2%	+19,6%
2022	-51,3%	-52,3%	-48,5%	-12,8%

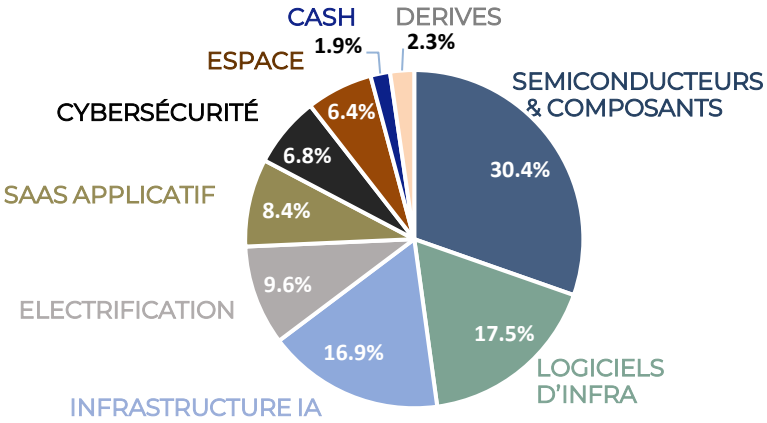
Les chiffres cités ont trait aux années écoulées et les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures

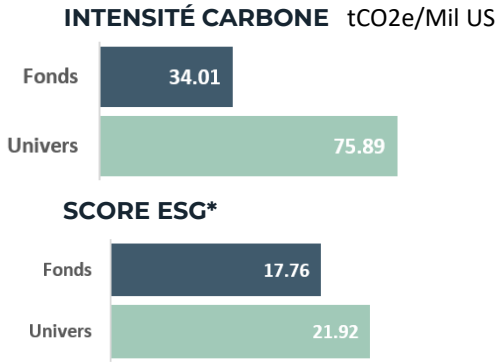
* : Indice de référence avant le 18/06/2025 : MSCI World Net Total Return EUR Index
Indice de référence après le 18/06/2025 : Bloomberg Developed Markets Large, Mid & Small Cap Total Return Index, en euros (DMLST Index)

** : L'indicateur BVP Emerging Cloud Index, en euros est proposé à titre de comparaison pour son exposition sectorielle à forte dominante logicielle. (Source Bloomberg)

NOS TOP POSITIONS au 30/10/2026

SOCIÉTÉ	PAYS	ACTIVITÉ	EXPOSITION
TAIWAN SEMICONDUCTORS	Taiwan	Premier fondeur mondial de puces électroniques de pointe.	5.4%
SIEMENS ENERGY	Allemagne	Leader des équipements de génération d'énergie et de l'électrification	5.4%
SNOWFLAKE	États-Unis	Gestion et analyse des données	5.3%
AMAZON	États-Unis	Leaders du e-commerce, infrastructures Cloud, et IA	5.1%
ALPHABET	États-Unis	Leaders des médias, infrastructures Cloud, et IA	4.5%
BROADCOM	États-Unis	Semiconducteurs et logiciels d'infrastructure	4.4%
PALANTIR	États-Unis	Logiciel d'analyse de données de masse pour des décisions stratégiques	4.0%
DATADOG	États-Unis	Surveillance et analyse des infrastructures Cloud	3.8%
SCHNEIDER ELECTRIC	France	Leader de l'électrification industrielle et data centers	3.8%
SPACE EXPLORATION	États-Unis	Transport spatial, constellation Starlink et exploration interplanétaire	3.6%
ASM INTL.	Pays-Bas	Equipement de fabrication semiconducteurs	3.6%
PALO ALTO NETWORKS	États-Unis	Plateforme de gestion des risques de cybersécurité	3.5%
ASML	Pays-Bas	Leader de la photolithographie pour puces ultra-avancées.	3.5%
SAP	Allemagne	Leader mondial des solutions ERP	3.4%
MICRON	États-Unis	Fabricant de memoires pour PC & Serveurs	3.4%
CROWDSTRIKE	États-Unis	Gestion des risques de cybersécurité	2.9%
SERVICENOW	États-Unis	Gestion des flux du travail numérique	2.8%
MICROSOFT	États-Unis	Leader de logiciels, solutions cloud et services informatiques globalisés	2.7%
CLOUDFLARE	États-Unis	Performance et sécurité du Web	2.7%
MONGODB	États-Unis	Gestion et analyse des données	2.4%
KLAVIYO	États-Unis	Plateforme marketing	2.2%





(*) Score définissant le risque ESG, un résultat faible induit des pratiques solides.

Source : Sustainalytics
Univers d'investissement: WLSTEC Index (Bloomberg World Technology Large, Mid & Small Cap Price Return Index)

CARACTÉRISTIQUES DE LA PART I DE L'OPCVM

Indice de référence Bloomberg Developed Markets Large, Mid & Small Cap Total Return Index (EUR)

Date de lancement Part I : 25 novembre 2021
Part R : 7 juillet 2021

Code ISIN Part I : FR0014006JL9
Part R : FR0014006JN5

Dépositaire / Valorisateur Société Générale Securities Services

Devise Euro
Horizon d'investissement Supérieur à 5 ans

Valorisation Quotidienne
Centralisation Tous les jours avant 12H
Frais de gestion financière Part I 1% ; Part R 2,2%
(cf. prospectus pour retrouver l'intégralité du détail des frais)
Commissions de surperformance 15% au-delà de l'indice
Frais de souscription Néant
Frais de rachat Néant
SFDR Article 8

Le présent document est fourni à titre informatif. Il est le produit de la réflexion des collaborateurs de Sunny AM et ne constitue ni une offre ni un conseil pour acheter ou vendre un Instrument Financier, ou encore souscrire un service de gestion ou de conseil. Les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans cette lettre reflètent l'avis purement subjectif de Sunny AM sur les marchés et leur évolution, compte tenu des données disponibles au jour de la parution. Ils ne sauraient constituer un quelconque engagement de la Société de Gestion. L'OPCVM présenté est de droit français et autorisé à la commercialisation en France. Il vous appartient de vous assurer que la réglementation qui vous est applicable, en fonction de votre statut et de votre pays de résidence, ne vous interdit pas de souscrire les produits présentés. Toute décision d'investissement doit être prise après consultation de la documentation réglementaire en vigueur de l'OPCVM concerné (DIC et prospectus), disponible sur simple demande auprès de Sunny AM ou sur www.sunny-am.com,

Le fonds présente un risque de perte en capital. L'information complète sur les risques figure dans le prospectus et le DIC du fonds, disponibles sur www.sunny-am.com.

Conformément à la réglementation, Sunny AM a mis en place une politique de gestion des conflits d'intérêts, disponible sur notre site : www.sunny-am.com/informationsreglementaires.

Cette lettre vous est envoyée par Sunny Asset Management, société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF sous le n° GP-08000045 le 19/12/2008. Société anonyme au capital de 1 333 333,50 €, immatriculée au RCS de Paris sous le n° 509 296 810, ORIAS n°09 047 168. Siège social : 85, rue Jouffroy d'Abbans, 75017 Paris. Tél. : +33 (0)1 80 27 18 60 www.sunny-am.com Autorité de tutelle : Autorité des marchés fi nanciers (AMF), 17, place de la Bourse, 75082 Paris Cedex 02, www.amf-france.org - Informations réglementaires : www.sunny-am.com/informations-reglementaires