AI: hebzucht of angst

Beschrijving

Er is sprake van een merkwaardige spanning op de aandelenmarkt. Beleggers vrezen dat AI zowel disruptief zal zijn Ã©n dat de miljarden aan AI-investeringen niet zullen renderen. Dat is niet logisch. Is er sprake van een zeepbel of van de grootste disruptieve innovatie ooit? Het woord zeepbel (of bubbel) heeft in financiÃ«le markten een specifieke betekenis. Het betekent dat de prijs van bepaalde activa hoger is dan hun werkelijke waarde, zijnde een redelijke inschatting van toekomstige opbrengsten. Een zeepbel veronderstelt dus per definitie een vorm van manie, euforie of irrationaliteit.

Ondanks alle praatjes over zeepbellen is zulke irrationaliteit moeilijk te vinden in de huidige golf van enthousiasme voor kunstmatige intelligentie. Dat betekent niet dat al het kapitaal dat naar de sector stroomt goede rendementen zal opleveren. Maar voorlopig kunnen we AI het beste zien als een disruptieve innovatie in plaats van een zeepbel.

Waarom geen zeepbel?

Wie vreest voor een bubbel heeft genoeg overmoed om naar te wijzen. Nvidia werd kort het eerste bedrijf ter wereld met een waarde van meer dan vijf biljoen dollar. Een enorm deel van de Amerikaanse productie gaat naar technologie-investeringen. AI-startups worden direct gewaardeerd op miljarden dollars. Er wordt meer schuld gebruikt om datacenters te financieren. En er zijn twijfelachtige â??quid-pro-quoâ?? deals zoals de partnerschappen van OpenAI met Nvidia en AMD, waarbij technologieleveranciers investeren in AI-bedrijven die het geld direct gebruiken om producten van diezelfde leverancier te kopen.

Die overmoed betekent niet dat er meteen sprake is van een zeepbel. Het is belangrijk om twee situaties te onderscheiden die op een zeepbel lijken, maar dat niet zijn.

De eerste is over-optimisme. Wanneer een nieuwe technologie zoals AI opkomt, is er grote onzekerheid over de waarde ervan. De kost gaat voor de baat uit. Werkt het Ã¼berhaupt? Wat zijn de toepassingen? Zal het zich blijven verbeteren? Beleggers moeten oordelen met zeer beperkte informatie, en naarmate het nut van de technologie duidelijker wordt, kan blijken dat hun eerste inschattingen verkeerd waren. Dat zal zich uiten als een investeringshausse die omslaat in een neergang, niet als een zeepbel die uiteenspat. Een overschatting van de werkelijke waarde is geen afwijking ervan.

Drie jaar na de lancering van ChatGPT is het uiteindelijke nut van generatieve AI nog steeds onduidelijk. Veel bedrijven hebben ontdekt dat chatbots hen niet veel verder helpen, maar in inmiddels heeft AI wel serieuze toepassingen gevonden, zoals in het programmeren van computers, en de technologie blijft zich snel ontwikkelen. Er zijn nog steeds goede redenen voor optimisme over de waarde ervan.

De tweede situatie is een ander soort vergissing: beleggers schatten de waarde van een nieuwe technologie correct in, maar vergissen zich in de winnaars. EÃ©n van de meest opmerkelijke dingen aan de dotcomzeepbel van de jaren negentig is achteraf gezien hoe rationeel die was. Pas met de introductie van de iPhone bleek hoe goed de markt de toekomst van het (mobiele) internet hadden voorzien. De beleggers van toen hadden gelijk over de enorme waarde van het internet. Ze plaatsten heel logisch vroege weddenschappen en kochten de leidende bedrijven van die tijd:Yahoo, Softbank, Amazon en AOL, maar nog grotere winnaars als Google en Meta waren nog niet beursgenoteerd. Mogelijk dat de winnaars van het AI-tijdperk nog steeds in private handen zijn, maar dat betekent niet dat de technologie veel waard is.

De drijvende kracht

De belangrijkste reden om dit een disruptieve innovatie te noemen in plaats van een zeepbel is echter de drijvende kracht erachter: een kleine groep gevestigde technologiereuzen hebben rationele redenen om honderden miljarden aan AI uit te geven. In Silicon Valley â??Only the Paranoid Surviveâ?•, volgens een boek uit 1996 van wijlen Andy Grove, de topman van Intel. Toen generatieve AI drie jaar geleden doorbrak was dat voor de technologiereuzen reden tot achterdocht. ChatGPT was een directe en duidelijke bedreiging voor internetzoekopdrachten. Algoritmes, filtering en contentcreatie met generatieve AI raken sociale media. Met wat fantasie rond AI-assistenten en spraakinterfaces zou de technologie ook de smartphone en e-commerce kunnen verstoren.

Het beschermen van de waardevolle bedrijven die onderdeel zijn van de Magnificent Seven is een fortuin waard, puur als verzekeringspolis, zelfs als AI uiteindelijk niet veel nieuwe waarde creÃ«ert. Grote IT-bedrijven zijn voordurend bezig om hun positie te beschermen. Daarom kocht Google in het verleden YouTube en Facebook Instagram. Het gaat ze niet alleen om de nieuwe technologie, maar vooral om het beschermen van hun door disruptieve innovatie gecreÃ«erde monopolie. OpenAI, het grootste nieuwe bedrijf dat in dit gebied is opgekomen, bewijst dit punt eerder dan dat het ertegen

spreekt. De meest aannemelijke reden voor een waardering van honderden miljarden is het potentieel om zijn meer dan 800 miljoen wekelijkse gebruikers te gelde te maken ten koste van de bestaande technologiereuzen.

Als iemand honderden miljarden per jaar uitgeeft aan AI, ondersteunt dat veel investeringen in datacenters en worden veel Nvidia-chips verkocht, ongeacht hoe goed de technologie uiteindelijk uitpakt. Met Meta en Alphabet die verhandeld worden tegen 25 tot 30 keer de winst, zien hun waarderingen er optimistisch uit, maar niet euforisch. Microsoft is op minder dan 25 keer de winst inmiddels het laagst gewaardeerde aandeel in de Magnificent Seven

De spanning in de markt

Dit brengt ons terug bij de merkwaardige spanning in de markt. Beleggers vrezen dat AI hele sectoren op zijn kop zal zetten en miljoenen banen overbodig zal maken. Tegelijkertijd twijfelen ze of de miljarden aan AI-investeringen wel zullen renderen. Maar als kunstmatige intelligentie werkelijk zo ingrijpend wordt als velen vrezen, dan ondersteunt dat juist de investment case voor de infrastructuurbouwers. De hyperscalers, chipmakers en datacenterontwikkelaars bouwen de fundamenten waarop die omwenteling rust. Als AI inderdaad leidt tot banenverlies, volgt er eerst een fase waarin natuurlijk verloop niet wordt vervangen, de productiviteit stijgt en marges stijgen. Dat is wat we de afgelopen jaren in IT-sector hebben gezien. De winsten stijgen explosief, maar het aantal medewerkers daalt. Goed voor de aandeelhouders.

Scepsis tijdens grote investeringscycli is overigens niets nieuws. Ook tijdens de dotcom-hausse twijfelden markten regelmatig aan het tempo van kapitaaluitgaven. Wat deze cyclus onderscheidt, is de macro-economische context: we bevinden ons in een vroeg-cyclische fase met herstellende winsten en een Amerikaanse president die aanstuurt op het oververhitten van de economie. Kapitaal dat wegstroomt uit mogelijke AI-verliezers, vindt niet alleen zijn weg naar structurele winnaars, maar ook naar cyclische bedrijven. Dat verklaart waarom bijvoorbeeld small caps en de gelijkgewogen S&P 500 beter presteren de laatste tijd.

De vermeende slachtoffers van AI-verstoring worden hard afgestraft. Softwarebedrijven, met name Software-as-a-service (SAAS) worden door beleggers inmiddels zwaar onderwogen en zijn historisch goedkoop. Beleggers verkopen rijp en groen en hebben nu eenmaal de neiging te overdrijven. Markten hebben de neiging om bij grote overgangen het slechtste scenario volledig in te prijzen, om vervolgens te ontdekken dat de werkelijkheid genuanceerder is.

De winnaar zijn de zogeheten HALO-aandelen: hard assets, long only, een categorie die verwijst naar langlopende posities in tastbare, fysieke activa. Daaronder vallen infrastructuur, vastgoed, grondstoffen en nutsbedrijven.. Deze sectoren presteren al maanden sterk, niet alleen omdat ze â??AI-bestendigâ?•

zouden zijn, maar om drie redenen. Ten eerste de cyclus: er is sprake van een nieuwe conjunctuurgolf, met een verbreding van kapitaalinvesteringen. De gemiddelde investeringsgroei ligt op 10 procent, het hoogste niveau sinds 2023. Ten tweede de structurele datacenterbouw rond AI. En ten derde het beleid: fiscale prikkels voor kapitaalinvesteringen en de Amerikaanse overheid die de economie wil herbalanceren (deglobalisering).

Markten zijn niet consistent, ze prijzen tegelijkertijd het beste en het slechtste scenario in, afhankelijk van welk deel van de markt je bekijkt. Software en zakelijke dienstverlening zijn nu historisch goedkoop. IndustriÃ«le bedrijven profiteren van de investeringsgolf. En de Magnificent Seven? Die zijn sinds 2023 niet meer in waarde gestegen, terwijl hun fundamentele verhaal alleen maar sterker is geworden. Beleggers worstelen met het werkelijke potentieel van deze nieuwe technologie, het is te gemakkelijk om het af te doen als een zeepbel.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

Abonneer op deze nieuwsbrief via

www.aureus.eu/nieuwsbrief