De volgende fase

Beschrijving

Een bull-markt ontwikkelt zich niet lineair. Hij kent fases, en de derde fase is de meest explosieve. De eerste fase is de stille fase. Koersen herstellen van een dieptepunt, maar niemand gelooft het nog. Kapitaal stapt voorzichtig in, terwijl de meerderheid nog wacht op een correctie die niet meer komt op het niveau dat ze hopen. Dan komt de fase van erkenning. De economie trekt aan, bedrijfswinsten groeien, en steeds meer mensen accepteren dat het herstel echt is. Dit is de gezondste fase: stijgingen worden gedragen door fundamenten. En dan, ergens in de derde fase, slaat er iets om. Winsten alleen zijn niet meer genoeg om de stijgingen te verklaren. Verhalen nemen het over van cijfers. Termen als â??deze keer is het andersâ?• duiken overal op. Waarderingen die een jaar eerder absurd hadden geleken, worden gerationaliseerd met nieuwe redeneringen waarom de oude regels niet meer gelden.

Party like itâ??s 1999

Wie deze cyclus wil begrijpen, hoeft niet verder te zoeken dan eind jaren negentig. Het internet was een reÃ«el fenomeen met enorme potentie, precies zoals AI dat nu is. Het probleem was nooit de technologie zelf, het probleem was wat de markt ervan maakte. Kapitaal stroomde naar bedrijven met weinig omzet, negatieve kasstromen en bedrijfsmodellen die op een bierviltje geschreven leken. Een ticker met â??.comâ?• erin was genoeg om een koers te laten verdubbelen. Toen de muziek in maart 2000 stopte, verdween een groot deel van die waarde binnen achttien maanden in het niets.

De vraag is of de AI-rally hetzelfde lot wacht. De structurele parallellen tussen de huidige AI-rally en de dotcombubbel zijn niet oppervlakkig, maar mechanisch: de marktconcentratie heeft het niveau van de dotcomtijd ruimschoots overschreden. De gelijkenis is verleidelijk in haar eenvoud: een revolutionaire technologie, een parabolische koersrally van de â??enablersâ?• (destijds Cisco, nu Nvidia), en een wijdverspreid geloof dat traditionele waarderingsmaatstaven niet meer gelden.

Waar de cyclus van 1995 tot 2001 werd gekenmerkt door het financieren van ambitie, met kapitaal dat naar bedrijven stroomde zonder noemenswaardige omzet of bewezen verdienmodel, ontbreekt dat patroon nu grotendeels bij de grootste namen. Nvidia draait wel degelijk torenhoge winsten. Dat is een fundamenteel ander uitgangspunt dan Cisco destijds, waar de koers losraakte van de onderliggende groei.

Waarom de top nog niet is bereikt

Het kenmerkende van de laatste fase is dat ze juist nu, ergens medio 2026, pas goed op stoom lijkt te komen. Waar de dotcomzeepbel zich grotendeels beperkte tot beursgenoteerde aandelen, zien we nu een veel breder front: de gecombineerde infrastructuurinvesteringen van Microsoft, Google, Amazon en Meta lopen in 2026 op richting 700 miljard dollar, het grootste bedrijfsinvesteringsprogramma in de geschiedenis buiten oorlogsmobilisaties om. En de private markt doet niet minder mee met OpenAI, Anthropic en Databricks.

Als de huidige rally inderdaad nog in een vroeg stadium van haar explosieve fase verkeert, met steeds meer geld dat van publieke naar private markten stroomt, met IPOâ??s die nog moeten komen, en met concentratierisico dat al hoger ligt dan in 2000, dan is het denkbaar dat het rendement in de slotfase dat van 2000 kan overtreffen. De combinatie van reÃ«le winstgevendheid bij de marktleiders Ã©n speculatieve euforie aan de randen vormt een potentieel krachtiger mengsel dan de pure luchtbel van destijds. Echte winsten geven beleggers nu langer een excuus om door te gaan, wat de stijging kan verlengen en daarmee uiteindelijk groter kan maken voordat de correctie volgt.

Er zitten ook remmen in het systeem die er in 2000 niet waren. In 2000 kon je overal glasvezel aanleggen, maar in 2026 kun je geen datacenter bouwen als het elektriciteitsbedrijf de stroom niet kan leveren. Dit voorkomt het soort ongeremde overaanbod dat de telecomsector destijds de das omdeed. Tegelijk geldt: als de hyperscalers hun kapitaal niet kunnen inzetten omdat ze geen stroom kunnen vinden, lopen hun groeiverhalen, en daarmee hun waarderingen, tegen een plafond aan. Dat plafond zou de explosieve fase juist kunnen begrenzen in plaats van verlengen.

De psychologie blijft hetzelfde

Of de piek dit keer hoger uitvalt dan in 2000 is daarom geen uitgemaakte zaak, het hangt af van precies dit soort tegengestelde krachten: reÃ«le winstgevendheid en fysieke beperkingen aan de ene kant, speculatieve euforie en kapitaalconcentratie aan de andere kant. Wat wel met grote zekerheid hetzelfde blijft, is de psychologie. De euforie zelf is het signaal. Wanneer voorzichtigheid wordt weggehoond als ouderwets, wanneer zelfs kritische analisten zich verontschuldigen voor hun scepsis, en wanneer een waardering die vorig jaar absurd leek nu als redelijk wordt verkocht, dan beweegt de markt zich typisch richting zijn piek.

Niemand luidt een bel als het feest voorbij is. Dat was niet anders in maart 2000, en het zal nu niet anders zijn. De vraag is niet of je deze fase kunt herkennen. De vraag is of je de discipline hebt om er anders mee om te gaan wanneer je er middenin zit, ook als die fase deze keer groter en explosiever blijkt dan de vorige.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

Abonneer op deze nieuwsbrief via www.aureus.eu/nieuwsbrief