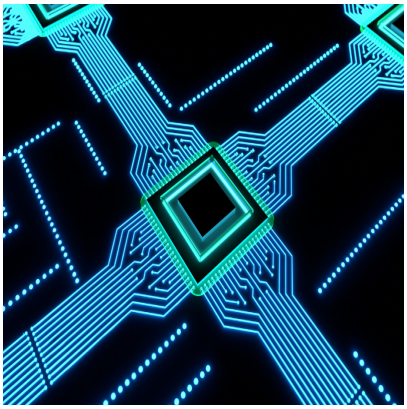

Volg de koers, negeer het lawaai

Beschrijving

Terwijl beleggers discussiÃ«ren over de kans op een recessie en de gevolgen van geopolitieke spanningen, stuurt de markt een heel ander signaal. Koersen blijven stijgen. De Nasdaq voltooide een indrukwekkende reeks van 13 opeenvolgende stijgingsdagen en staat nu ongeveer 20% boven de dieptepunten van maart. Nog opvallender is de kracht in de halfgeleideraandelen, de onbetwiste leiders van de recente stijging. De sector steeg 18 handelsdagen op rij en won bijna 50% vanaf de bodem. Dat is geen normale stijging. Dat is een stevige herwaardering, aangedreven door onderbelegde portefeuilles, gedwongen aankopen en een markt die weigerde om laatkomers te belonen die short zaten.

Chipaandelen op recordniveau

Het hernieuwde optimisme rond kunstmatige intelligentie, dat soms op een hype lijkt, heeft de S&P 500 en de Nasdaq naar recordhoogtes gestuwd. De Nasdaq is 10% gestegen sinds het begin van het conflict met Iran, mede dankzij de historische winstreeks van chipaandelen. De PHLX Semiconductor Index noteerde de langste winstreeks in zijn geschiedenis, die teruggaat tot 1994. De iShares Semiconductor ETF (SOXX) steeg 42% in slechts 17 handelsdagen. In de maand april steeg de SOXX bijna 29%, een van de beste maandprestaties ooit voor het fonds in zijn 25-jarige bestaan. De vorige keer dat halfgeleiders zo hard stegen in Ã©Ã©n maand was in februari 2000, toen de sector 50% won. Intel bereikte voor het eerst sinds 2000 een nieuw slotrecord. Nvidia passeerde de grens van 5 biljoen dollar aan beurswaarde.

De onderliggende reden voor deze rally is niet alleen sentiment. Computecapaciteit blijft structureel schaars. Ondanks de enorme kapitaaluitgaven van de grote techbedrijven (Anthropic heeft toegang tot circa 1,4 gigawatt aan rekencapaciteit, OpenAI tot 1,9 gigawatt) blijven knelpunten de markt bepalen. Het is schaarste, niet overvloed, die de AI-infrastructuur kenmerkt. De vergelijking met de telecombubbel en de ongebruikte glasvezel van destijds gaat niet op. De vraag naar rekenkracht groeit

sneller dan het aanbod kan volgen. De leidende datacenters draaien op hoge bezettingsgraden, waarbij het niet de ruwe rekenkracht is die de capaciteit begrenst, maar systeembottlenecks in de architectuur zelf.

De economie van een token

De kern van de AI-economie is verschoven naar Ã©Ã©n maatstaf: de kosten per token. Een token is de basiseenheid die een taalmodel verwerkt, ruwweg 1.000 tokens voor 750 Engelse woorden. De kosten per miljoen tokens zijn van de Hopper- naar de Blackwell-generatie met een factor 35 gedaald. De volgende generatie, Rubin, belooft nog eens een factor 10 verbetering. In acht jaar tijd is het energieverbruik per inferentie op Nvidia-hardware met een factor 45.000 gedaald.

Die efficiÃ«ntiewinst is geen luxe maar een noodzaak. Redeneermodellen verbranden ruwweg 100 keer meer tokens per vraag dan eenvoudige prompt-en-antwoord-interacties. Zonder de voortdurende daling van de kosten per token zouden de huidige frontiermodellen economisch onhaalbaar zijn. De prijs per token daalt, maar de totale kosten per toepassing stijgen, omdat het gebruik sneller groeit dan de kostendaling. Wie chips maakt die dit ecosysteem aandrijven, bevindt zich in het epicentrum van de waardeketen. Dat verklaart waarom de markt bereid is geweest om halfgeleiders zo agressief te herprijzen.

AI-zorgen zijn nooit ver weg

Toch zijn de zorgen rond kunstmatige intelligentie nooit ver weg. OpenAI miste belangrijke doelen voor omzet en nieuwe gebruikers. Er worden opnieuw vragen gesteld bij de enorme uitgaven aan datacenters tegen de achtergrond van vertragende groei. De gevolgen waren onmiddellijk. SoftBank verloor 10% op Ã©Ã©n dag, het slechtste resultaat in zes maanden, vanwege zijn belang van 11% in OpenAI. Oracle en CoreWeave daalden eveneens.

Er zijn ook structurele zorgen die verder reiken dan kwartaalcijfers. Ze moet tegelijkertijd de snelgroeiende externe vraag naar inferentie bedienen Ã©n blijven investeren in de ontwikkeling van steeds betere modellen. Ook rekencapaciteit is eindig. Elke marginale GPU moet worden verdeeld tussen inferentie voor klanten en interne training en experimenten. In de praktijk betekent dit dat een groeiend deel van de rekenkracht wordt opgeslokt â??binnen de modelfabriekâ?• in plaats van dat die â??buiten in productieâ?• wordt ingezet. De totale omvang voor investeringen (hoe hoog ook) overschatten daarom hoeveel capaciteit daadwerkelijk beschikbaar is voor gebruikers.

Daar komt het fenomeen van modeldistillatie bij. Kleinere modellen worden getraind om het gedrag van grotere frontiermodellen na te bootsen, waardoor geavanceerde capaciteiten met een vertraging van 6 tot 18 maanden beschikbaar komen op goedkopere hardware. Die vertraging wordt bovendien steeds korter. China profiteert hier bijzonder van, dankzij een sterk open-source ecosysteem en minder

beperkingen op elektriciteit. Het concurrentievoordeel verschuift daardoor weg van ruwe modelintelligentie alleen, richting eigen data, integratiediepte bij bedrijven en controle over distributie. De impuls die dit geeft aan Chinese AI-bedrijven wordt door de markt onderschat.

Chinese techaandelen

Terwijl halfgeleiders alle aandacht opeisen, staan Chinese technologie-aandelen in de vorm van de KWEB (het standaard beleggingsinstrument voor Chinese technologie-aandelen) onder druk. Ze staan ongeveer 15% onder de januarihoogtes en meer dan 30% onder de piek van oktober 2025. Over de afgelopen vijf jaar is het verschil tussen SOXX en KWEB buitengewoon groot geworden. De redenen voor de achterblijvende prestatie van KWEB zijn bekend: de regelgevende aanpak die in 2021 begon, geopolitieke ontkoppeling, aanhoudende deflatie in de Chinese economie en een vastgoedcrisis die het consumentenvertrouwen ondermijnde. Maar koersen hebben de neiging om ellende lang voor de stemming omslaat in te prijzen. En er zijn vroege tekenen dat het verhaal rond Chinese technologie aan het verschuiven is.

De AI-capaciteiten van Chinese bedrijven zijn niet meer te negeren. Alibabaâ??s Qwen-taalmodel is met meer dan 700 miljoen downloads het meest gebruikte open-source AI-systeem ter wereld. DeepSeekâ??s R-1 model toonde vergelijkbare prestaties als de beste Amerikaanse modellen tegen een fractie van de trainingskosten. Dit is precies het distillatie-effect in actie: frontierkennis die met vertraging doorsijpelt en vervolgens wordt opgeschaald in een omgeving met lagere kosten en een enorm binnenlands datavolume. Chinaâ??s jaarlijkse datavolume groeide met een samengesteld jaarlijks percentage van 26% tussen 2022 en 2026, het snelste ter wereld. De bedrijven in KWEB (Alibaba, Tencent, PDD, Meituan, JD.com) zijn niet alleen e-commerceplatforms. Ze zijn de data-infrastructuur waarop Chinese AI-modellen worden getraind.

Trump-Xi top in Peking

Op 14 en 15 mei reist president Trump naar Peking voor een langverwachte top met president Xi. De ontmoeting, oorspronkelijk gepland voor eind maart, werd uitgesteld vanwege het conflict met Iran. Het feit dat beide partijen snel nieuwe data vastlegden, is op zichzelf veelzeggend. Noch Washington, noch Peking wil de relatie verder laten verslechteren op een moment dat de wereldeconomie worstelt met olieverstoringen, verstoorde aanvoerketens en een onzekere monetaire koers.

De inzet is aanzienlijk. Het 15e Vijfjarenplan van China, dat de periode 2026 tot 2030 bestrijkt, plaatst â??technologische zelfstandigheidâ?• in het centrum. Elk signaal van handelsontspanning, tariefverlichting of zelfs een retorische toenadering tussen beide leiders kan dienen als katalysator voor een snelle herwaardering van Chinese technologie-aandelen. De opzet is als uit het boekje: beleggers zitten onderwogen Chinese aandelen, het sentiment is slecht, de waarderingen zijn laag en er staat een duidelijke gebeurtenis op de kalender. Het zijn dezelfde ingrediÃ«nten die de halfgeleiderrally hebben aangedreven.

Semiconductors eindelijk omarmd door de consensus

De halfgeleiderhandel draagt nu het gewicht van de consensus. Iedereen bezit deze aandelen. Iedereen ziet het AI-verhaal. De SOXX ETF bereikte een recordhoogte na een nooit eerder vertoonde winstreeks. De OpenAI-tegenvaller is een herinnering dat zelfs de sterkste verhalen periodiek moeten worden getoetst aan de realiteit. Wanneer een gehele marktcyclus afhankelijk wordt van Ã©Ã©n thema, is het risico niet dat het thema onjuist blijkt, maar dat de verwachtingen de werkelijkheid voorbijlopen. Beleggers lopen mogelijk te ver vooruit op de muziek.

De techdiscussie over de impact van AI ging tot op heden vooral over software. Software wordt bedreigd door AI, maar tegelijkertijd kan software ook van AI profiteren,. Software die een menselijke werkstroom vastlegt, staat onder druk van AI-disruptie. Software die menselijke capaciteiten versterkt of als platform dient voor autonome AI-agenten, is juist beter gepositioneerd. Het traditionele prijsmodel per gebruiker staat structureel onder druk en maakt plaats voor prijzen op basis van resultaten per voltooide taak, per uitgevoerde workflow. Die verschuiving creÃ«ert winnaars en verliezers.

Maar risicoâ??s en kansen zijn twee kanten van dezelfde medaille. De les van de halfgeleiderrally is niet dat AI het enige waardevolle thema is. De les is dat wanneer de positionering verkeerd staat en er een katalysator opduikt, de herwaardering snel en heftig kan zijn. De 18-daagse winstreeks in halfgeleiders ontstond niet omdat de fundamentele vooruitzichten van de ene op de andere dag veranderden. Het gebeurde omdat de markt de verkeerde kant op leunde toen het sentiment verschoof.

Hetzelfde kan zich voordoen in Chinese technologie. De Trump-Xi top is het soort binaire gebeurtenis dat herpositionering afdwingt. Een constructieve uitkomst (zelfs een bescheiden constructieve) zou botsen met extreem negatieve positionering en lage waarderingen. De AI-infrastructuuruitbouw is reÃ«el en de winstgroeicijfers van de leidende chipbedrijven blijven overtuigen. Maar een portefeuille die zich volledig concentreert in wat al heeft gewerkt, is een portefeuille die negeert wat als volgende zou kunnen werken. Een goed bedrijf is nog geen goed aandeel. De halfgeleidersector is afgelopen maand rijkelijk beloond. De vraag is of de volgende beloning uit dezelfde hoek komt, of uit de vergeten hoek van de markt waar wanhoop kansen heeft gecreÃ«erd.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

Abonneer op deze nieuwsbrief via

www.aureus.eu/nieuwsbrief