

Hoop op lagere rente stuwt Wall Street

Fed-voorzitter Jerome Powell zet belangrijke koerswijziging in

P33

Niet langer meteen bestraft

Fiscus knijpt oogje dicht bij fout in belastingaangifte, behalve bij kwade trouw

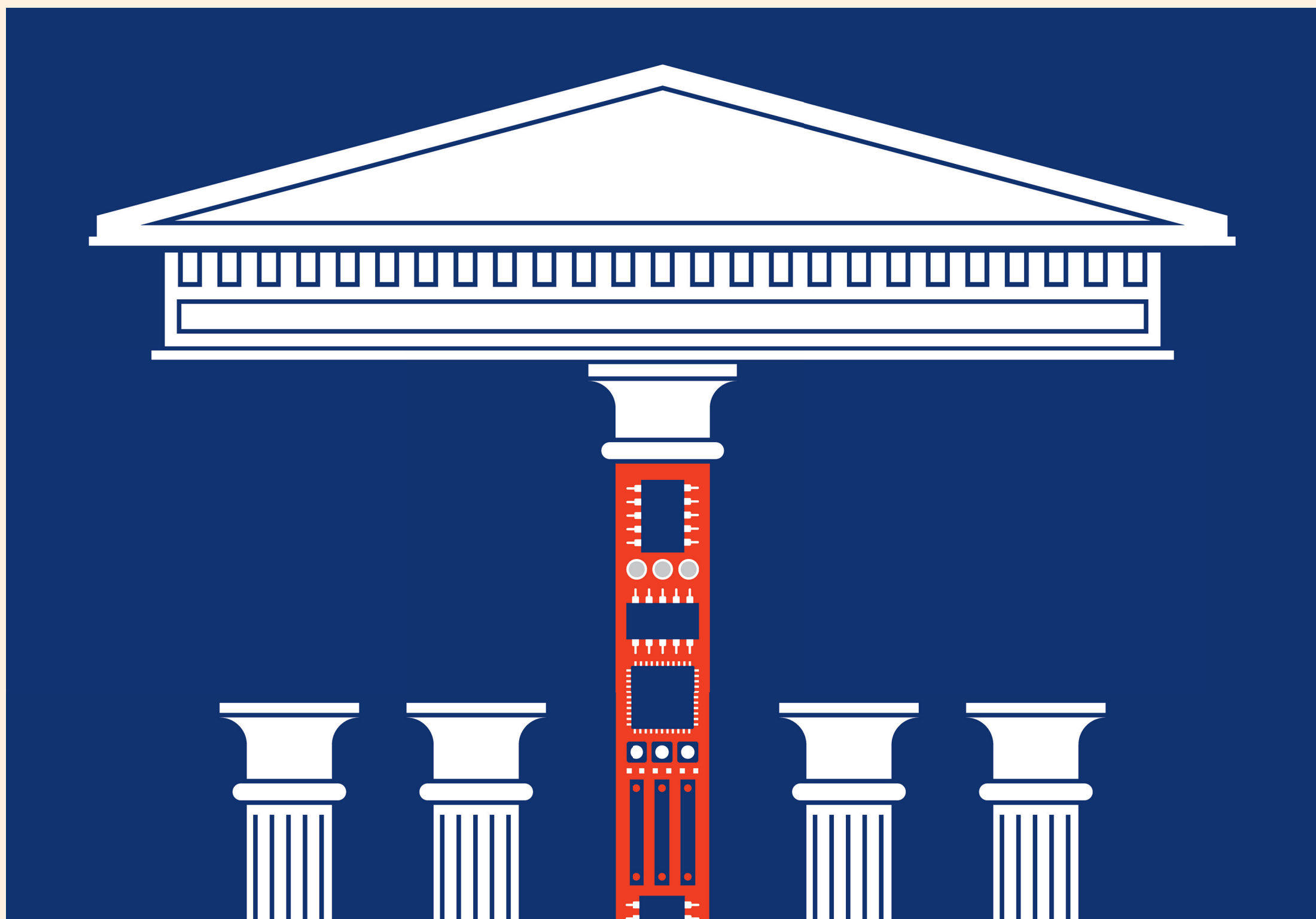
P34

De week van Serge Mampaey

Aan bedrijven met veel echte activa op de balans zult u uw vingers niet verbranden

P40

GELD&BELEGGEN



© FILIP YSENBART

Hoe riskant is de dominantie van big tech voor de beurs?

De beurzen zijn in de ban van het concentratierisico voor de S&P500. Dat een handvol techreuzen steeds zwaarder weegt in de Amerikaanse aandelenindex, doet knipperlichten afgaan over gebrekkige diversificatie, opgelopen waarderingen en zelfs een **nakende beurscorrectie**. **P30-31**

GELD & BELEGGEN

Zeepbelrisico ontlokt discussie over oplopende concentratie S&P500

KRIS VAN HAMME

Na vier zorgeloze maanden waarin de 'Magnificent Seven'-aandelen als vanouds de S&P500 op sleeptouw namen, kwamen er deze week haperingen in de rally. Het schitterende Amerikaanse zevental - Nvidia, Microsoft, Apple, Alphabet (Google), Amazon, Meta en Tesla - verloor als clubje twee dagen op rij meer dan 1 procent beurswaarde. Op zich niet dramatisch, maar zoiets was wel geleden van de beurspaniek begin april, toen president Donald Trump zijn importtarieven wereldwijd uitrolde.

De koersverliezen voor de zeven tech-giganten duwden meteen ook de toonaangevende S&P500-index lager. Dat volstond om een sluimerend debat weer helemaal bovenaan op de beleggersagenda te zetten: hoe kwetsbaar is de S&P500 voor stress bij de Magnificent Seven?

Hun onwaarschijnlijke succes de voorbije jaren was bepalend voor de sterke prestatie van de Amerikaanse beursindex, die de rest van de wereld het nakijken gaf. Maar afgelopen week kwam de keerzijde even in het vizier: de ongemakkelijke 'concentratie' van de S&P500 als gevolg van het spectaculair gegroeide indexgewicht van de zeven. Samen vertegenwoordigen ze liefst een derde van de totale beurswaarde van de S&P500, waarin elk aandeel weegt volgens zijn eigen beurswaarde. De 493 andere aandelen mogen de rest voor hun rekening nemen.

Dat zoveel gewicht op zulke smalle schouders rust, doet vragen rijzen over de risicospreiding van de S&P500. Wie via een tracker in zo'n brede index belegt, zou verwachten een mooie risicodiversificatie te krijgen. Met één muisklik krijgt een (hangmat)belegger toegang tot een portefeuille met de grootste 500 Amerikaanse aandelen, gespreid over alle sectoren. Als elk van die aandelen even groot zou zijn, zouden ze elk 0,2 procent van de index vertegenwoordigen.

In plaats daarvan drukken amper zeven aandelen hun stempel op de S&P500. Het concentratierisico speelt op meerdere niveaus. Er is dat van een klein kransje dominante aandelen, er is dat van één dominante sector (tech), en er is dat van één land - de VS - dat de Amerikaanse sterindex domineert. Driemaal een concentratie die terug te leiden is tot dezelfde zeven bedrijven die het voorbije decennium een fabuleuze waarde-explosie gekend hebben.

AI-revolutie

De recente nervositeit is ingegeven door hoogtevrees na de monsterrally sinds april, waarbij de Magnificent Seven (Mag 7) tot bijna 50 procent wonnen. Vooral de brandstof achter die rally doet beleggers winst nemen: de beloofde AI-revolutie. Microsoft, Amazon, Alphabet en Meta investeren reusachtige bedragen in de uitbouw van datacenters die de rekenkracht voor AI leveren, maar over het verhoopte rendement van die investeringen groeit de twijfel.

Die werd deze week gevoed door een kritisch rapport van de MIT-universiteit. Daaruit blijkt dat 95 procent van de bedrijven die investeerden in de invoering van generatieve AI, die in staat is nieuwe content te creëren, geen meetbare rendementswinsten vaststelt.

Nog een koude douche kwam van niemand minder dan AI-cheerleader Sam

Altman, de CEO van OpenAI. Die zei in een interview dat beleggers 'overenthousiast' zijn over AI en dat 'sommigen waarschijnlijk veel geld zullen verliezen'. Dat ruikt naar een zeepbel, iets waarvoor marktwatchers als Torsten Slok (Apollo) en Michael Hartnett (Bank of America) al even waarschuwden.

AI-winter

Altmans plotse bedaardheid komt er na de teleurstellende uitrol van OpenAI's nieuwste AI-model, GPT-5. Dat langverwachte model maakt volgens critici duidelijk dat superintelligentie nog veraf is. Hier

en daar wordt geopperd dat de aanpak op grenzen begint te botsen en dat mogelijk een AI-winter om de hoek loert.

Het parfum van een AI-zeepbel zet de discussie over de oplopende concentratie op scherp, want beide gaan wel vaker samen. Bij de dotcomzeepbel eind jaren 90 leidde beleggersexuberantie ook al tot een toenemende concentratie. Op de piek namen de grootste tien aandelen van de S&P500 - waaronder Cisco, Intel en Oracle - toen zo'n 27 procent van de index voor hun rekening. Indertijd was dat haast ongezien, vandaag vertegenwoordigt de top 10 een goede 38 procent van index - naast de

Mag 7 gaat het om de holding Berkshire Hathaway, de chipbakker Broadcom en de financiële reus JPMorgan Chase.

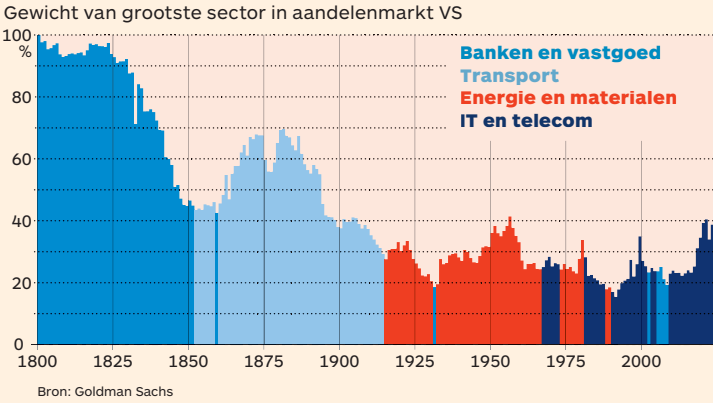
Het uiteenspatten van de dotcomzeepbel in 2000 leidde een pijnlijke berenmarkt in. De S&P500 verloor in goed twee jaar bijna de helft van zijn waarde. De locomotieven van de zeepbel verging het doorgaans nog slechter. Cisco, dat de netwerkapparatuur voor de internetboom leverde, zag 80 procent van zijn waarde verdampen.

Dat de aanjagers van de concentratie typisch de grootste klappen krijgen nadat de piek gepasseerd is, is al meermaals vast-

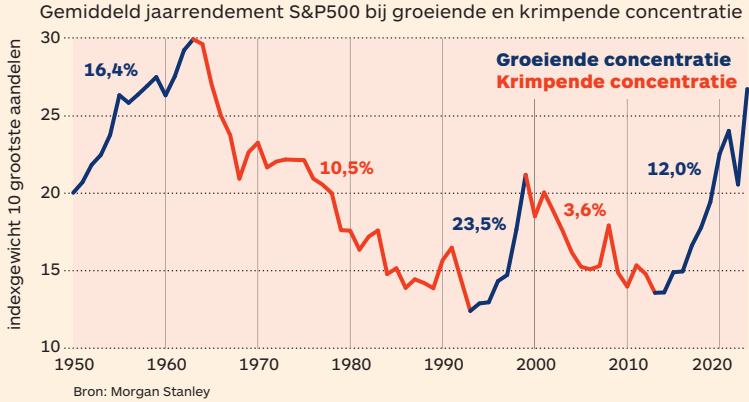
BIG TECH WEEGT STEEDS ZWAARDER...



...MAAR ANDERE SECTOREN WOGEN OOI MEER...



...WAARBIJ EVOLUTIE VAN CONCENTRATIE BEURSRENDEMENT KLEURT



GELD & BELEGGEN

gesteld. Dat hangt samen met hun opgelopen waarderingen, die in het geval van de dotcomzeepbel extreem waren. Cisco bijvoorbeeld zag zijn koers-winstverhouding tot 200 stijgen. Daarmee vergeleken ogen de waarderingen van de Mag 7 vandaag relatief bescheiden, op Tesla na. Dat neemt niet weg dat Nvidia met een koers-winstverhouding van 57 ook stevig geprijsd is, toch als je vergelijkt met het gemiddelde van 25 voor heel de S&P500.

Iets gelijkaardigs gebeurde begin jaren 70, toen de 'Nifty Fifty' stevig van hun pluimen begonnen te laten. Dat kransje steraandelen, geroemd om zijn robuuste winstgroei (IBM, Coca-Cola, McDonald's...), zag de gemiddelde koers-winst-verhouding pieken op 42 eind 1972. Het indexgewicht van het vijftigtal klom boven 40 procent.

Maar de torenhoge waarderingen bleken onhoudbaar. 1973 en 1974 brachten zware beursverliezen, waarbij de Nifty Fifty het nog slechter deden dan de S&P500. Die verloor 26 procent in 1974 (inclusief dividenden), terwijl de voormalige sterren een klap van 38 procent incasseerden.

Beide voorbeelden tonen dat veranderingen in het concentratieniveau gevolgen hebben voor het verwachte beursrendement. In een studie vorig jaar concludeerde het beurshuis Morgan Stanley dat de Amerikaanse beurs typisch bovengemiddelde rendementen neerzet in periodes waarin de concentratie toeneemt, en lager dan gemiddelde rendementen bij afnemende concentratie (zie derde grafiek). Dat laatste kan zelfs tot een 'verloren decennium' leiden, zoals de jaren na de dotcomzeepbel al eens genoemd worden.

Goldman Sachs-aandelenstrateg David Kostin waarschuwde eerder dit jaar voor mogelijk teleurstellende langetermijnrendementen voor de S&P500 als gevolg van de dominantie door big tech. Zijn punt is dat een geconcentreerde index normaal gezien met grotere schommelingen in het rendement komt, net omdat de resultaten van een klein groepje zo doorslaggevend zijn.

Volgens hem worden beleggers onvoldoende gecompenseerd voor dat risico van hogere volatiliteit. De hoge waarderingen van big tech zijn de spelbreker. Kostin gelooft dat het erg moeilijk wordt om die waarderingen waar te maken door jaar na jaar stevige winstgroei te blijven neerzetten. De geschiedenis leert hoe lastig zo iets is. Net zoals de geschiedenis leert dat de leidende bedrijven op de beurs regelmatig plaats moeten ruimen voor disruptieve nieuwkomers.

Geen goed idee

Dat laatste impliceert dat het misschien geen goed idee is om enkel belegd te zijn in de grootste tien bedrijven op elk moment. Goldman Sachs nam in een rapport de proef op de som. Het beurshuis stelde inderdaad vast dat het systematisch kopen van de dominante bedrijven minder goed presteert (over periodes van twee tot tien jaar) dan een belegging in de brede S&P500. Die laatste pikt immers nieuwe, sneller groeiende bedrijven op.

Het is natuurlijk altijd mogelijk dat het 'ditmaal anders is' en dat de geschiedenis zich niet zomaar herhaalt. Daar bestaan argumenten voor. Ten eerste geniet big tech van een uitzonderlijke marktmacht, met platformen die profiteren van netwerkeffecten en hallucinante cashstromen uitspuwen. Die middelen laten toe om nieuwe concurrenten een stapje voor te blijven, desnoods door ze in te lijven. Big

De concentratie van de S&P500 speelt op drie niveaus: er is een klein kransje dominante aandelen, een dominante sector, en alle aandelen komen uit één land.

Veel van de activiteiten van de Magnificent 7 zijn indrukwekkende bedrijven op zich. Mochten die worden verzelfstandigd, dan kunnen 70 tot 100 aparte aandelen gecreëerd worden, stelt Bloomberg Intelligence.

tech kan zo nog lang de beurs domineren, tenzij concurrentiewaakhonden hun voet zetten.

Daarnaast heeft de expansiedrang van big tech geleid tot pseudo-conglomeraten die in diverse domeinen actief zijn, van software over cloudactiviteiten tot filmstudio's en advertenties. Het maakt die bedrijven gediversifieerder dan gedacht en het concentratierisico voor de S&P500 dus kleiner, opperen sommigen.

De analisten van Bloomberg Intelligence verwezen onlangs in een rapport naar de 'Magnificent Seventy' toen ze het over het zevental hadden. 'De zeven hebben meer dan 800 bedrijven overgenomen en zijn uitgewaaierd naar een duizelingwekkend aantal sectoren', klonk het. Veel van die activiteiten binnen de Mag 7 zijn indrukwekkende bedrijven op zich, die als ze verzelfstandigd zouden worden '70 tot 100 aparte aandelen' zouden kunnen creëren. Zoals de videodienst YouTube. Alphabet kocht het bedrijf ooit voor 1,6 miljard dollar, nu zou YouTube 500 miljard dollar waard zijn en in zijn eentje tot de grootste 20 Amerikaanse aandelen behoren.

Zo bekeken valt het concentratierisico mogelijk best mee, al doet het niets af van het risico van opgelopen waarderingen. De huidige concentratie is ook niet uniek, toch niet als het over het gewicht van één sector gaat. Goldman Sachs wijst erop dat de energiesector in de jaren 50 even zwaar op de Amerikaanse aandelenmarkt woog als tech vandaag (zie tweede grafiek). Verder terug in de tijd was de transportsector nog dominantier. De leidende sector op de beurs is typisch de belangrijkste groeimotor van de economie.

Bestaat er een ideale concentratie voor een beursindex? Morgan Stanley boog zich over de vraag, maar moest vaststellen dat 'het heel moeilijk is om het correcte niveau van de concentratie te bepalen'. Het beurshuis wijst erop dat in veel landen de concentratie van de toonaangevende lokale aandelenindex nog aanzienlijk hoger is dan die van de S&P500. En dat er ook fundamentals zijn die een toenemende concentratie kunnen rechtvaardigen, niet het minst de winstgroei die de leidende bedrijven genereren. Bovendien is het eigen aan aandelen dat een erg select groepje historisch gezien alle gecreëerde beurswaarde levert.

Gevaarlijk

Het neemt niet weg dat de ongezien snelle toename van de concentratie sinds 2014 verbaast. Slok, de hoofdconoom van Apollo Management, waarschuwt al even voor parallellen met de dotcomboom en voor een S&P500 die gevaarlijk leunt op de Mag 7. Nvidia op kop, dat op zichzelf liefst 8 procent van de index uitmaakt. Dat is het hoogste percentage voor één aandeel sinds data die teruggaan tot 1981, schrijft hij, en een aanfluiting van het diversificatie-idee. Extra riskant is dat het lot van Nvidia helemaal met AI verbonden is, waarvoor het de krachtige chips levert. Bij de andere Mag 7-aandelen is dat minder het geval.

Of deze week een keerpunt inluidt, dan wel een hobbeltje is in het verschroeiende beursparcours van de Mag 7, moet nog blijken. Voor wie zich wil indekken tegen het concentratierisico bestaan alvast oplossingen. Zoals een tracker die elk aandeel in de S&P500 eenzelfde gewicht geeft, waardoor de Magnificent Seven terug naar de aarde gebracht worden en evenveel wegen als de 493 meelopers in 's werelds belangrijkste aandelenindex.

5 FAVORIETE AANDELEN

van Guy Sips
(KBC Securities)

DE TERUGBLIK



Met zijn selectie van vorig jaar behaalde Guy Sips, specialist in kleine en middelgrote aandelen bij KBC Securities, een gemiddeld rendement van 1 procent, inclusief dividenden. De Belgian All-Share Index boekte in die periode een rendement van 13,7 procent.



DEME WINDPARKEN EN BAGGERAAR

DEME is een koploper in de bouw van offshore windparken en baggerwerken. De installatie van windparken op zee zal tegen 2030 naar verwachting verviervoudigen, gedreven door de vraag naar schone energie en Europa's streven naar energie-onafhankelijkheid. De windmolentak presteert zeer sterk, maar is volgens sommigen ook een achilleshiel, nu de Verenigde Staten groene energie de rug lijken toe te keren. Als een van de grootste vier baggerbedrijven wereldwijd geniet DEME van hoge toetredingsdrempels, die het voor nieuwkomers moeilijk maken om op de markt te komen. De vroege intrede in groene waterstof en diepzeemijnbouw biedt extra potentieel.

SELECTIE VAN 20 AUG. 2024

Rendement in euro (in %)		
DEME	-15,0%	
EVS	+23,5%	
Kinepolis	-8,3%	
Melexis	-11,0%	
Van de Velde	+15,3%	

Bron: Bloomberg



EVS BEELDTECHNOLOGIE

EVS ontkende een revolutie in live sportuitzendingen dankzij zijn Live Slow Motion-systeem, dat een breed verspreide replay-technologie is geworden over de hele wereld. EVS heeft een breed gamma technologieën die nodig zijn om in te spelen op de boomende vraag naar hard- en software om live-entertainment uit te zenden.

De overname van Axon (uit 2020) was een schot in de roos. Op eenzelfde manier denken dat we dat MOG Technologies, een overname uit 2024, de bestaande toepassingen nog kan verbeteren. Daarnaast heeft EVS een sterke cashflow waarmee het zijn plannen kan waarmaken om de investeringen op de belangrijke Amerikaanse markt op te drijven en er marktaandeel winnen.



LOTUS BAKERIES KOEKJESBAKKER

Om zijn stermerk Biscoff verder te doen groeien focust Lotus Bakeries op de koekjes en de pasta. Voor ijs en chocolade moet de samenwerking met Mondelēz de merkbekendheid wereldwijd vergroten. In de tak Natural Foods blijven innovaties de groei aansturen. Het mooiste nieuws uit het halfjaarverslag was misschien wel dat de Biscoff-fabriek in Thailand voorligt op schema. Het gaat om een derde fabriek, naast die in Lembeke en in Mebane in de Verenigde Staten. Hoewel de impact in 2025 nog beperkt zal zijn, vormt de capaciteitsuitbreiding een stevige basis voor de ambitieuze commerciële plannen in 2026.



KINEPOLIS BIOSCOOPGROEP

Kinepolis heeft zijn financiële kracht teruggewonnen. Uitbreiding en innovaties die de bioscoopervaring naar een hoger niveau tillen en een meerprijs rechtvaardigen, kunnen de resultaten een boost geven. Kinepolis bewijst dat als de topfilms er zijn, de bezoekers volgen. Normaal zijn er 85 à 90 potentiële blockbusters per jaar. Vorig jaar waren er dat door de scenaristenstaking in Hollywood 65, dit jaar zijn het er iets meer.

Ook al trok Kinepolis vorig jaar een derde minder bezoekers dan in 2019, ze consumeerden wel een derde meer. Een herstel van het blockbusteraanbod zal de resultaten een boost geven. Elke extra bezoeker genereert - zodra de vaste kosten gedekt zijn - zo'n 8 euro extra bedrijfskastroom.



MELEXIS CHIPONTWERPER

Melexis is een chipbedrijf zonder eigen fabrieken. Het bedient vooral de autosector, maar richt zich ook op robotica en automatisering. Melexis scoort beter dan de sector, met producten voor zowel elektrische auto's als wagens met een verbrandingsmotor. De best presterende productlijnen zijn die voor veiligheidsfuncties en sfeerverlichting, die almaar meer hun weg vinden naar goedkopere auto's. Vorig kwartaal verbeterden de omzet en de marges, onder meer dankzij groei in China en Europa. Er was een sterke vraag naar chips voor aandrijflijnen en koelventilatoren voor consumentapparaten en datacenters.