



Drikus Combrinck, CFA

NUUSBRIEF: 2de Kwartaal 2020

‘n Paar maande gelede was die wêreld tot stilstand gebring. Letterlik.

Vliegtuie het aanloopbane toegestaan.

Skepe was vol olie gepomp om ekstra stoorspasie te benut – ‘n olieboor kan nie sommerso tot stilstand gebring word nie.

Reg oor die wêreld het mense in slaapklere die nuus dopgehou en gehoop dat die ‘engel van die dood’ hul deure nie sal binnekom nie.

Flitsbeelde van oorvol hospitale in Italië, strate in China wat met wolke van groen ontsmettingsmiddele deur mense in ruimtepakke toegedien word, en stories van individue (veral jonger) wat die jongste slagoffers van die virus was. Vrees was op ‘n uitverkoping.

Die oorspronklike studie vanaf Imperial College in die VK het ook die besluitnemers van die wêreld die vrees op die lyf gejaag. Vir die VSA was daar ‘n dodetal geraam van 2.2 miljoen mense, en dit in ‘n verkiesingsjaar.

Uit die staanspoor uit was dit my indruk - uit die navorsing wat ek onder oë gehad het en uit gesprekke met kundiges in die veldgebied - dat die virus baie meer wydverspreid was as wat die amptelike syfers gewys het. Dit was vir my goeie nuus, dit het beteken dat die virus nie naastenby so gevaarlik was as wat die media en die gesondheidsorganisasies voorgedoen het nie. Vorige (vergelykbare) pandemies soos die Hong Kong Griep in die laat 60's het ook nie ‘n té groot effek op die ekonomie en breë samelewing gehad nie. Met ‘n gesonde 20% kontantposisie op Capicraft se portefeuljes was ons dus nie té gespanne oor die situasie nie. Geskiedenis sou homself egter nie op dieselfde manier herhaal nie.

Die Dow-Jones het einde Februarie begin val en 36% laer gesluit op 23 Maart 2020. Een van die diepste en spoedigste mark-afverkopings van alle tye, en teregtelik so - besluitnemers het die ekonomie in ‘n baksteenmuur laat vasry en onsekerheid het hoogty gevier.

Hierdie onsekerheid is natuurlik 3 vlakke diep:

1. Onsekerheid rondom die progressie van die virus.
2. Onsekerheid rondom hoe politici, verbruikers, besighede EN sentrale banke gaan reageer.
3. Onsekerheid rondom hoe markte gaan reageer.

Die val in wêreldmarkte is gearresteer deur sentrale banke wat rekord hoeveelhede likiditeit in die finansiële sisteem ingepomp het. 'n Onstuitbare krag (sentrale banke) het 'n onbeweegbare voorwerp (die ekonomie) getref. Die markte sou begin herstel sodra die onbeweegbare voorwerp meer beweeglik raak. In die laaste 3 maande is die wêreld-ekonomie se deure inderdaad, maar versigtig, oopgemaak en markte het goed reageer en van baie van die verliese herstel.

Geen herstel gebeur egter in 'n reguit lyn nie en internasionale markte het begin modder trap sedert 'n interim hoogtepunt op 8 Junie 2020.

Die ekonomiese herstel het aanhou verras tydens Junie, maar intussen het 'n sogenaamde "tweede golf" van die virus in die suidelike state van die VSA begin ontstaan. Die infeksiekoerse styg sterk in hierdie state en gevolglik kan burgermeesters en goewerneurs hierdie state se heropening staak of selfs terugrol.

Die "tweede golf" is egter nie mooi vergelykbaar met die eerste nie. Meer mense word getoets, en dit lei outomaties na meer infeksies wat deel maak van amptelike syfers. In die aanvanklike golf was daar nie naastenby so baie en so wyd getoets nie. Daar was nie naastenby soveel "gesonder" jonger mense getoets nie. Nietemin die hospitalisasiekoerse styg en baie is van mening dat die doodsyfer kort op die hakke is van die hospitalisasiesyfer.

Dit mag dalk so wees dat die doodsyfer weer gaan styg, maar nie naastenby so sterk soos die onlangse styging in die infeksiesyfer nie.

In die laaste paar maande het ons ook 'n paar goed wyser geraak:

- Die virus was baie meer wyd verspreid teen die tyd toe toetse begin neem was, en daarom is die oorspronklike geprojekteerde mortaliteitskoerse heeltemal verkeerd.
- Die virus het byna geen slagoffers onder die ouderdom van 20 nie.
- Mense onder 60 is oor die algemeen baie weerstandig teen die virus.
- Sekere bevolkingsgroepe (bv. Oos-Asië) is meer weerstandig as ander.
- Behandeling van die virus is meer effektief en hospitaalbestuur is verbeter.
- Die algemene weerstandigheid is baie sterker as wat in die oorspronklike modelle projekteer was.

Die laaste punt is veral van belang. Iewers gedurende die laaste paar maande het ek onbewustelik 'n anomalie opgetel wat later deur bekwame wiskundiges bevestig is. Dit is dat die infeksiekoers, of daar inperkings van toepassing is op 'n gebied of nie, baie vinniger afneem as verwag. Dit is nie veronderstel om te gebeur met 'n virus waarvoor daar geen weerstandigheid is nie! In die laaste paar weke is hierdie anomalie verduidelik deur viroloë wat ontdek het dat, alhoewel ons nie sterk teenliggame het vir Covid19 nie, ons wel 'n baie sterk T-sel (wit-bloedsel) reaksie teen die virus het. Daarom wys baie mense wat positief getoets het vir die virus geen simptome nie en is daar in alle waarskynlikheid baie mense wat blootgestel was aan die virus en nooit eers getoets was nie.

Hoekom is dit belangrik? Trop-immuniteit. Die aanvanklike modelle het aanvaar dat die aansteeklikheid van die virus en die gevolglike verspreidingskoers (die sogenaamde R-nul) nie sonder die hulp van sosiale afstand-meganismes en inperkings afgebring kan word nie. In werklikheid, omdat algemene weerstandigheid soveel sterker is, beteken dit die

R-nul van die virus neem vinniger af en die Trop-immuniteitsdrempel is soveel laer as verwag. Die volgende paar weke in die suidelike VSA moet hierdie teorie bevestig, maar dit word reeds in plekke soos Swede, New York en verskeie streke in Europa, wat swaar getref was, bevestig.

In retrospek mag die inperkings een van die grootste beleidsfoute in moderne geskiedenis wees. Omsigtigheid was nodig en daar was tyd nodig om hospitaalinfrastruktuur reg te kry. Maar die vlagpale het heeltyd geskuif en gelei na inperkings wat heeltemal te lank en te drakonies in meeste gedeeltes van die wêreld was. Tweedens lyk dit of inperkings, in die afwesigheid van 'n vaksine, net die infeksiekoers platdruk, maar dan uitgesprei word oor 'n langer tydperiode en nie die totale hoeveelheid infeksies afbring nie.

Dit is alles goeie nuus vir beleggers. Dit beteken dat die virus nie so gevaarlik is om inperkings te regverdig nie. Inperkings werk in elk geval nie noodwendig nie. Dit is dus veilig om die kinders by die skool te gaan aflaai terwyl ouma beskerm word totdat trop-immuniteit bereik is of 'n vaksine gevind is. Die ekonomie kan aanhou herstel en so ook finansiële markte.

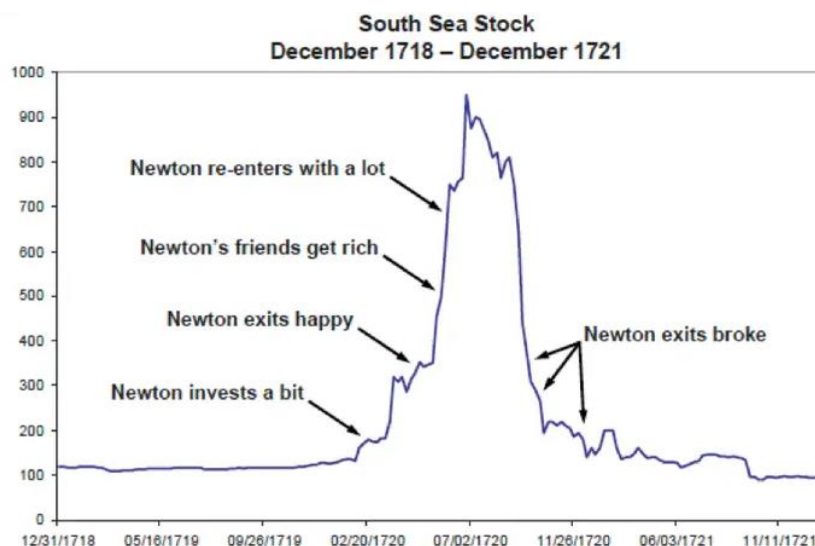
Politici, akademici, die pers en ook die sosiale media maatskappye (wat alternatiewe menings gesensor het) is egter skuldig aan wat vandag 'n histerie is eerder as 'n pandemie. Dit gaan nie maklik wees vir hulle om foute te herken en rasioneel op te tree nie. Daar is te veel reputasies op die spel en dit is nog boonop 'n verkiesingsjaar in die VSA ook.

In die boek *"Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds,"* skryf Charles Mackay:

"Men, it has been well said, think in herds; it will be seen that they go mad in herds, while they only recover their senses slowly, and one by one."

Dit lyk ook of dit die geval hier kan wees. Dit is een ding om die progressie van die virus te peil, dit is egter iets heeltemal anders om te verwag dat die samelewing eweskielik rasioneel gaan optree, veral na so 'n skok. Vertroue is seergemaak en gaan tyd neem om te herstel.

Om Sir Isaac Newton aan te haal: "I can calculate the movement of heavenly bodies, but not the madness of men." Newton het hierdie kwytingeraak nadat hy geld verloor het in die Suid-See borrel van 1720.



Newton sou sekerlik ook sy kop geskud het as jy hom moes vertel wat alles in 2020 sou gebeur en dat ten spyte van alles, dat die S&P500 slegs 7% (op datum van skrywe) laer sou wees vanaf die Februarie hoogtepunte. Baie beleggers skud juis kop daaroor. Daar is geldige, maar louwarm verduidelikings hiervoor:

1. Sentrale banke het vinnger en sterker opgetree as ooit van te vore en die slegste scenario, 'n krediet krisis, is vermy.
2. Markte kan nou verby die skok periode kyk en meer klem plaas op toekomstige kontantvloei.
3. Laer rentekoerse en duur staatseffekte beteken dat aandele en hul toekomstige kontantvloei soveel meer werd is.

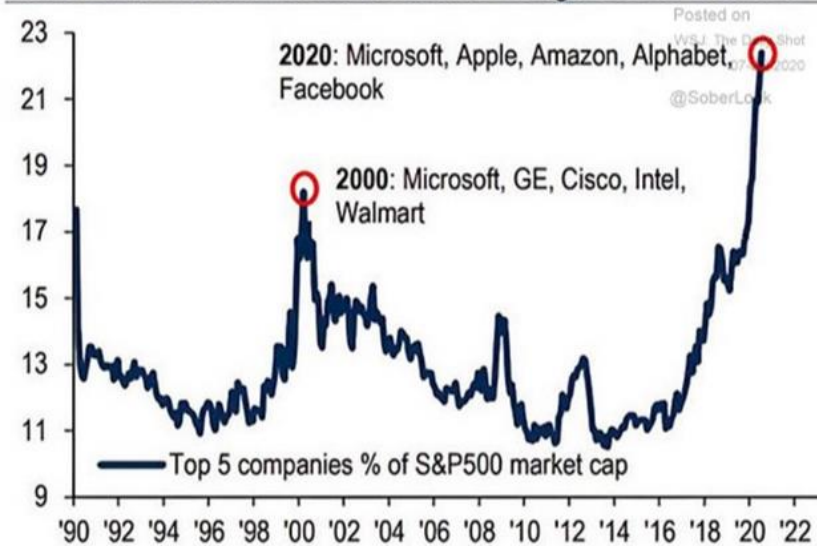
Die werklike rede is egter eers sigbaar wanneer mens die motorkap van die mark oopmaak:



Eers wanneer mens die samestelling van die beurs vandag verstaan, dan raak dit duidelik dat ekonomiese sensitiewe (of eerder Covid19-sensitiewe) sektore 'n baie klein gedeelte van die beurs opmaak. Dit was egter nie altyd so gewees nie - intendeel dra hierdie sektore die kleinste gewig tot die S&P500 by in geskiedenis.

In terme van individuele maatskappye vertoon die S&P500 ook rekord konsentrasievlakke. Die 5 grootste maatskappye verteenwoordig amper 23% van die totale indeks.

Chart 7: S&P500 more concentrated in the 5 largest stocks than ever



Source: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg

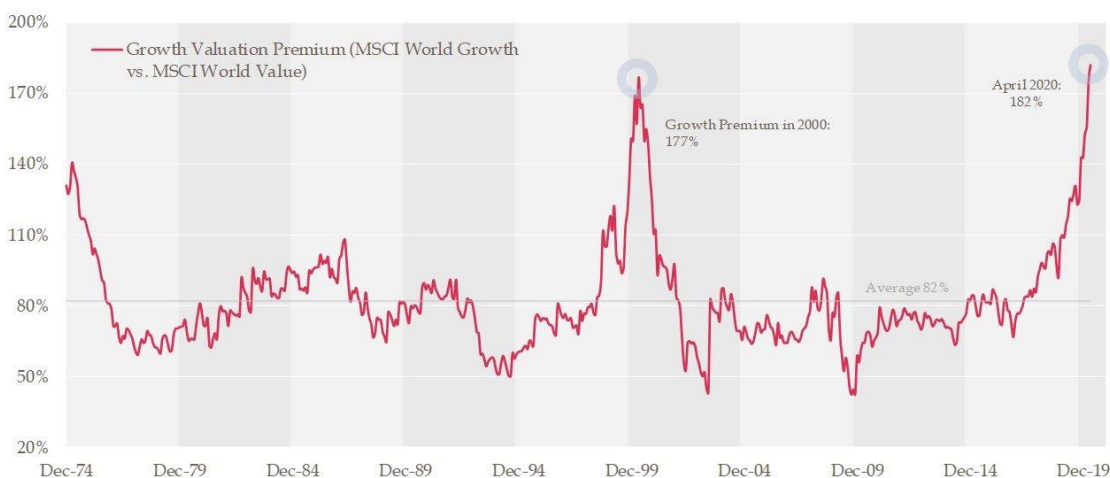
Dit maak natuurlik sin dat sektore soos Tegnologie se verteenwoordigheid moes groei oor die laaste paar jaar, maar op huidige vlakke is dit geensins verteenwoordigend van die algehele ekonomie nie.

Die komposisie word ook natuurlik beïnvloed deur waardasies. Alphabet (Google) verhandel 5.5 keer sy 2019 omset, terwyl Wells Fargo (een van die groot VSA banke) teen 1.5 keer sy omset verhandel. Weereens sou mens verwag dat daar 'n waardasie verskil moet wees, maar die waardasie verskille is ook op rekord vlakke.

StarCapital Research

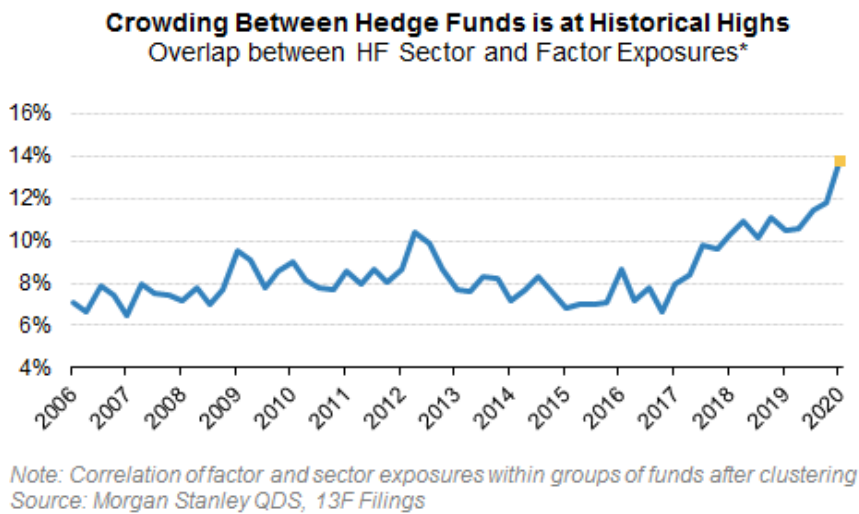
Relative overvaluation Growth vs. Value exceeds New Economy levels!

MSCI World Growth premium since 1974 in uncharted waters



This chart shows the overvaluation of the MSCI World Growth Index compared to the MSCI World Value index since 1974. The overvaluation is measured by a composite factor of PE, PC, PB and Dividend Yield. Source: StarCapital, Thomson Reuters Datastream and MSCI as of 30/04/2020.

Dan is daar die posisionering van institusionele fondsbestuurders. Weereens rekord konsentrasievlakke - almal wil dieselfde name besit.



Dit is nie eers om te praat van kleinhandelrekeninge wat oopgemaak is sedert sportswedderye tot 'n stilstand gekom het nie. Geld is goedkoop en almal wil 'n stukkie van die aksie hê.

Maar ons het al vantevore hierdie rolprent gesien.

1. 'n Goeie strukturele groei storie,
2. wat "ge-isoleerd" is van ekonomiese realiteite en
3. 'n wye verskeidenheid beleggers wat teen enige koste wil deel hê daarin.

Sir Isaac Newton se oë sou groot gerek het.

Die maatskappye wat hier ter sprake is, is van hoogstaande kwaliteit - baie van hulle gaan nog aanhou groei in die toekoms. Baie van hulle gaan hul sterk kompeterende posisies beskerm kry en selfs marges groei. Maar is dit genoeg?

Dieselfde kon gesê word vir 'groei' maatskappye in die laat 60's. Die sogenaamde "nifty-fifty" was "besit-teen-enige-prys" aandele danksy hul sterk kompeterende posisie en vooruitsigte. Maar te duur betaal, selfs vir 'n fantastiese maatskappy, beteken dalk dat jy 'n lang ruk (meer as 'n dekade) kan wag om jou kapitaal terug te maak - en oor die langer-termyn 'n relatiewe gemiddelde opbrengs verdien.

"Cheap" Nifty Fifty Stocks

<u>Company</u>	<u>Symbol</u>	<u>Starting P/E</u>	<u>Subsequent Annualized Total Returns</u>			
			<u>10-yr</u>	<u>20-yr</u>	<u>30-yr</u>	<u>40-yr</u>
Philip Morris	MO	25.9	6.85%	18.71%	16.94%	16.53%
Bristol-Myers	BMJ	27.6	5.35%	13.10%	11.76%	10.17%
Pfizer	PFE	29	2.63%	11.41%	14.45%	10.40%
Pepsico	PEP	29.3	2.83%	13.55%	13.63%	11.42%
Procter & Gamble	PG	32	-1.59%	8.57%	10.76%	9.50%
IBM	IBM	37.4	-2.53%	1.95%	6.14%	7.20%
Dow Chemical	DWDP	25.5	-0.85%	8.50%	8.74%	7.22%

"Expensive" Nifty Fifty Stocks

<u>Company</u>	<u>Symbol</u>	<u>Starting P/E</u>	<u>Subsequent Annualized Total Returns</u>			
			<u>10-yr</u>	<u>20-yr</u>	<u>30-yr</u>	<u>40-yr</u>
McDonald's	MCD	85.7	1.75%	12.06%	11.53%	12.17%
Int'l Flavors & Fragrances	IFF	75.8	-5.24%	6.93%	5.50%	5.87%
Walt Disney	DIS	81.6	-3.78%	10.81%	9.40%	9.12%
Johnson & Johnson	JNJ	61.9	1.72%	10.48%	13.38%	10.62%
Coca Cola	KO	47.6	-6.93%	11.83%	11.52%	9.98%
Eli Lilly	LLY	46	-0.72%	8.26%	11.17%	7.99%
Merck	MRK	45.9	-0.23%	14.31%	13.11%	9.75%

Start date 6/1/72

Sources: Brooklyn Investor; Morningstar

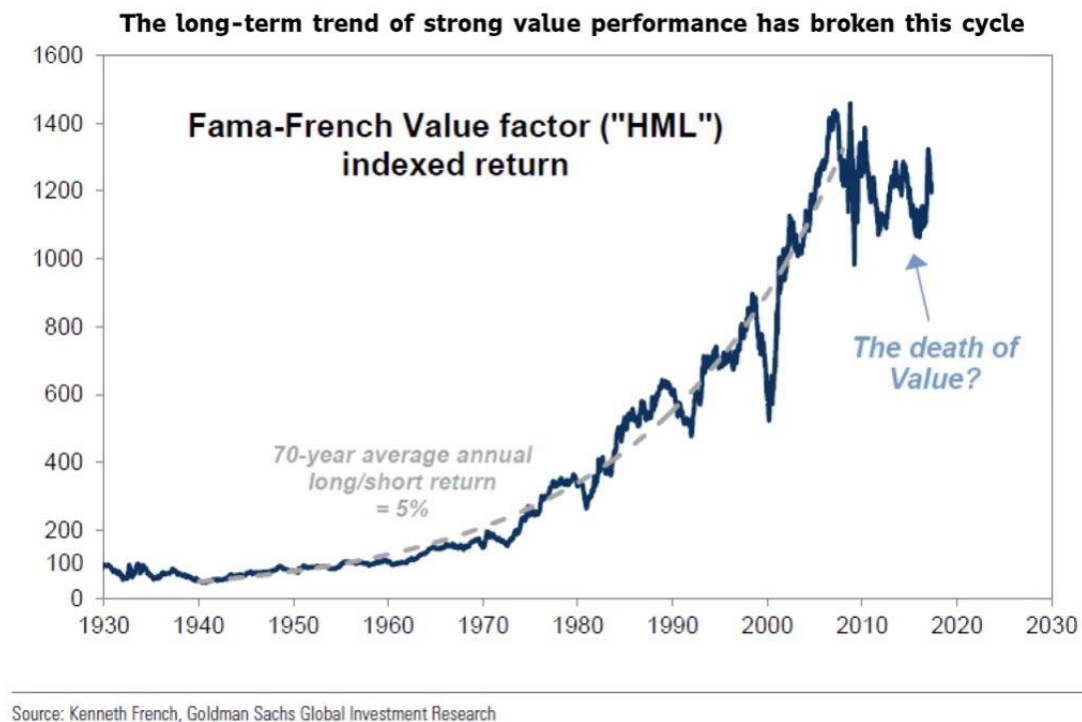
Ander maatskappye verhandel nader aan die IT-borrel se waardasies van 20 jaar gelede. Die vernaamste is Tesla wat onlangs 'n mark-kapitalisasie van \$ 286 biljoen behaal het en Elon Musk ryker gemaak het as Warren Buffet. Tesla vervaardig minder as 'n honderdste van die motors wat Toyota jaarliks vervaardig, maar teen die huidige vlakke is Tesla meer werd as Volkswagen, Daimler, BMW, GM, Ford, FCA, Peugeot en Renault almal tesame. Besluit maar vir jouself of hul tegnologie só waardevol is, want die maatskappy se motorverkope is nie kontantvloei positief nie, terwyl meeste ander motorvervaardigers gesonde kontantvloei handhaaf.

Die duurste 50 aandele op die S&P 500 het die jaar begin op 'n prys-verdiensvlak van 32.7 en staan vandag bokant vlakke van 45. Die goedkoopste 50 maatskappye het die jaar begin op 'n prys-verdiensverhouding van 8.9 en staan nou (na swaar afgraderings) op 'n prys verdiens van 10.7.

Die 'duur' maatskappye is egter nie gespaar van die ekonomiese klimaat nie. Die groepering se winsvooruitskattings is met meer as 20% afgradeer, en ten spyte daarvan staan meeste van hulle op nuwe hoogtepunte.

Die 'vrees om uit te mis' is tasbaar. Die vrees vir die virus en die ekonomiese gevolge woed homself egter net op sekere sektore van die beurs uit. Die sogenaamde 'waarde' strategie – 'n tydllose beginsel om minder vir 'n aandeel te betaal as wat dit werd is - is al vir meer as 'n dekade onderskoot. Covid19 en sentrale bank inspuitings het hierdie strategie se onderprestasië na nuwe vlakke geneem. Die dubbele vrees skep in ons opinie een van die grootste geleenthede in 'waarde' aandele in 'n generasie. Dit is waar die opbrengste van die volgende dekade lê. Dit is waar 'n groot gedeelte

van ons portefeuljes tans posisioneer is. Nou wag ons net vir almal om tot hul sinne te kom, al gebeur dit soos Charles Mackay sal sê: stadig, en een vir een.



Jou Beleggingsvennoot,

Drikus Combrinck