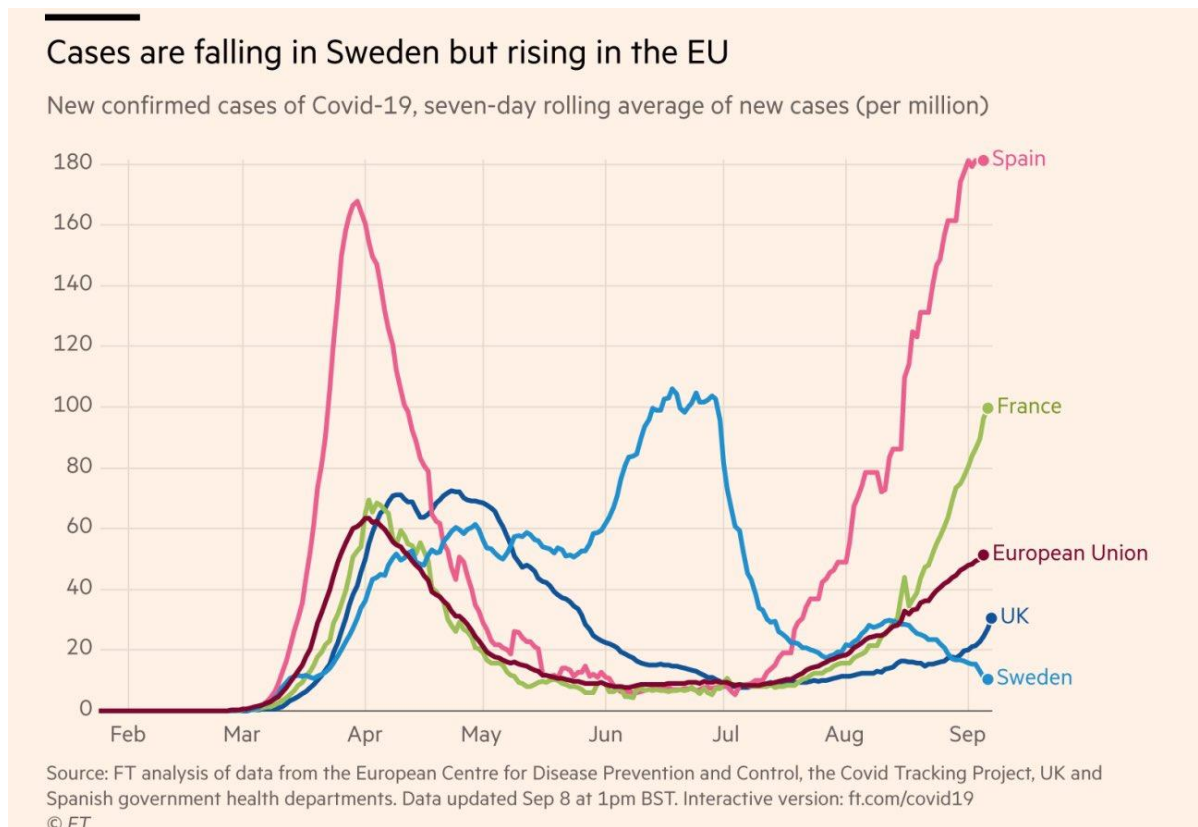




NUUSBRIEF: 3de Kwartaal 2020

Drikus Combrinck, CFA

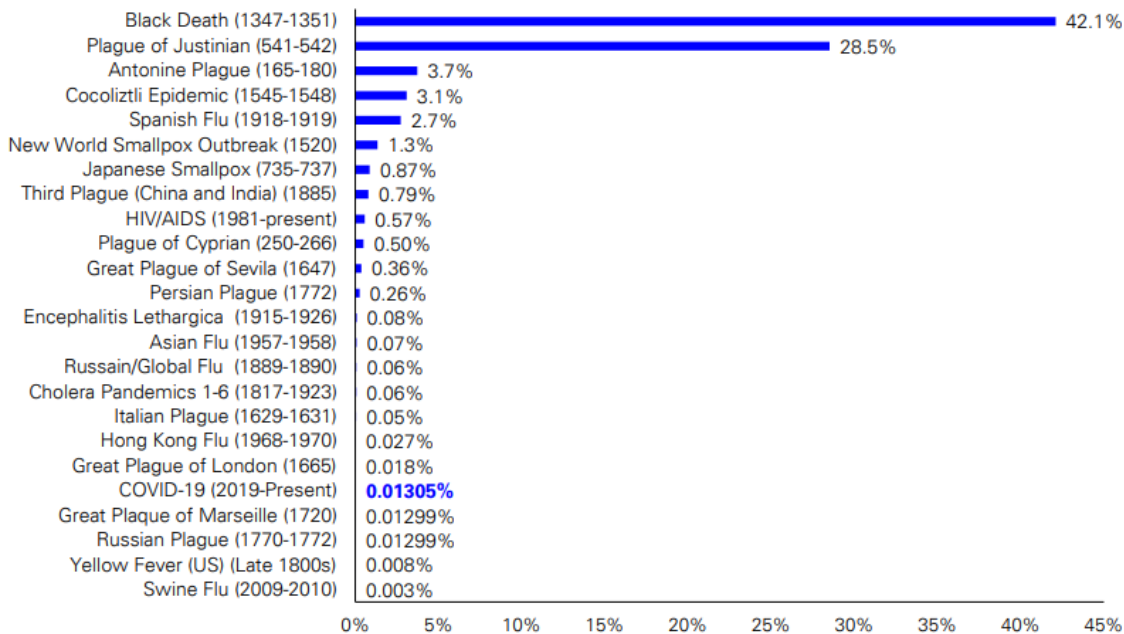
Meeste van Capicraft se portefeuljes het gedurende die 3de Kwartaal hul voor-Covid19 hoogtepunte verbygesteek. Gedurende September het skerp stygings in Covid19-infeksiekoerse in Europa en politieke verwickelinge in die VSA die lopies egter gekniehalter. Dit het beteken dat die kwartaal op 'n bietjie van 'n anti-klimaks gesluit het. Die Rand het ons ook geen guns gedoen nie en met 3.5% versterk gedurende die kwartaal teenoor die VSA Dollar. Nogtans het ons vlagskip portefeulje 5.2% sterker gesluit in Rand terme en 8.9% in Dollar terme.



Die afverkoop in September herinner aan Junie-maand toe die herstel in gedrang was as gevolg van 'n skerp toename in infeksies in sommige state (veral in die suide) van die VSA. In die vorige nuusbrieff het ek redeneer dat die nuwe infeksiesyfers verskil van die infeksiesyfers tydens die uitbreek van die virus in Februarie en Maart, en dat daar nie 'n proporsionele styging in die doodsifer behoort te volg nie. Daar het toe inderdaad nie. Intussen is baie nuwe navorsing publiseer wat bevestig dat Covid19 'n relatiewe lae mortaliteitskoers het, veral vir dié jonger as 60 jaar, en nog navorsing wat wys dat inperkings nie die regte strategie is om te volg nie. Dan is daar ook lande soos Swede wat skerp kritiek oor hul beleid ervaar het vroër die jaar, maar nou waarskynlik reeds "trop-immuniteit" bereik het en nie dieselfde styging in infeksiekoerse het nie.

Dit is dus verregaande dat baie owerhede weer nuwe inperkings beplan en reeds gedeeltelik begin instel het. Dit in weerwil van die Wêreldgesondheidsorganisasie se onlangse erkenning dat die beleid nie effektief is nie, en nooit die oorspronklike bedoeling van inperkings was nie. Die pandemie gaan uitsterf soos wat byna elke ander pandemie in geskiedenis het - dit gaan endemies word. Dit is moontlik dat Covid19 reeds endemies gaan wees teen die einde van die winter in die Noordelike Halfrond. Dit is 'n goeie ding - dit is hoe ons aanbeweeg.

Estimated total deaths by pandemic as a percentage of the global population at the time



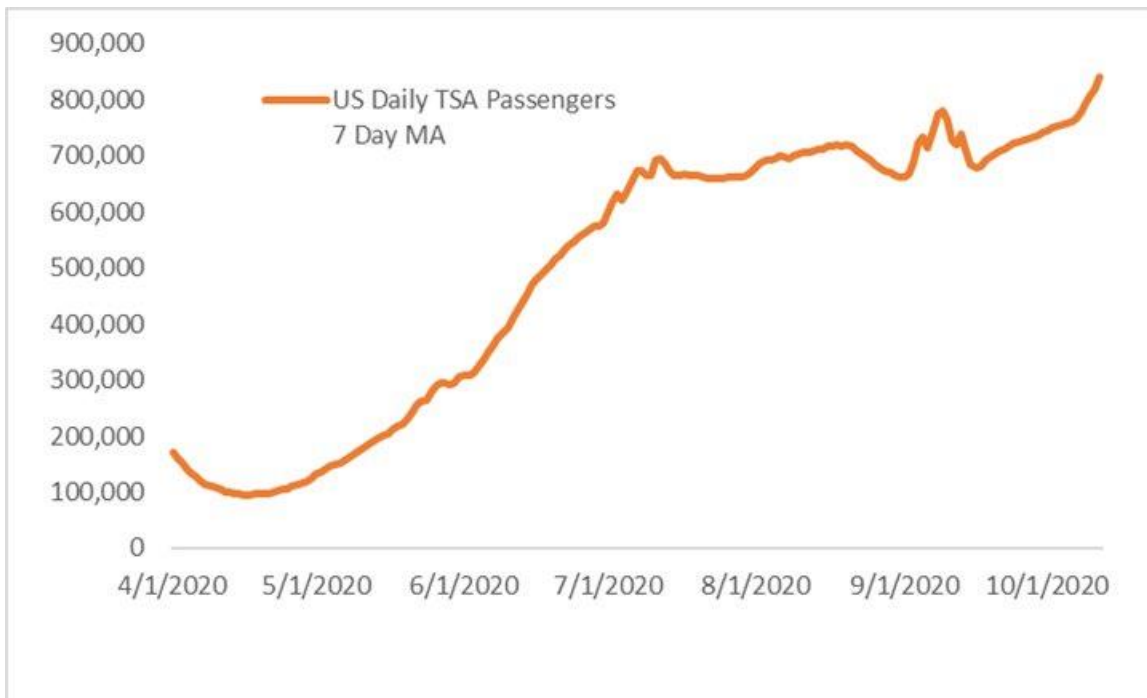
Source : Deutsche Bank, Federal Reserve Bank of San Francisco, wikipedia.org/wiki/List_of_epidemics and various online references within, OurWorldinData
In this analysis we looked at 24 pandemics and epidemics over the last 2000 years where the historical literature suggests at least 100,000 fatalities. We have then calculated this as a proportion of the world's population at the time

We appreciate that the world's population has grown substantially over time and 100,000 was a much higher percentage at the start of this sample period than at the end. Nevertheless, this criterion covered virtually all of the major outbreaks seen in the early years of this analysis partly because these viruses were more deadly back then with more rudimentary healthcare and poorer general health.

Wat wetenskaplikes begin weerlê in navorsingspublikasies, is die publiek besig om intuïtief op te merk en hul gedrag te verander, en dit in weerwil van beleidsmakers se emosionele en bevooroordeelde gedrag. Loer maar gerus na die toename in lugvaartpassasiers in die VSA. Dié was op vlakke van meer as 2 miljoen daaglikse vlugte voor internasionale grense gesluit was, het skerp herstel na die ineenstorting en is in die laaste maand of wat weer aan die groei ten spyte van hoër infeksies wat die rondte doen. “Stadig, en een vir een” soos Charles Mackay gesê het, is gedrag besig om te verander. Ook nie herstel dinge in ‘n reguit lyn nie, eerder in rukke en stote.

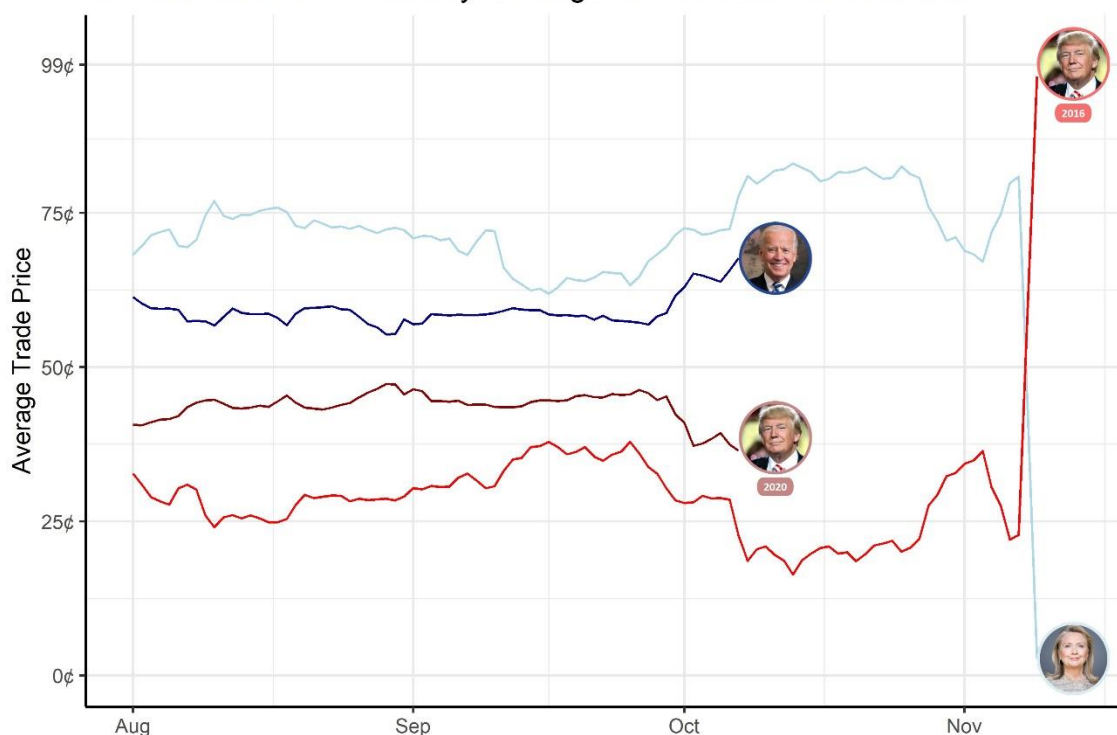
Charles Spurgeon het gesê: “A lie can travel half way around the world while the truth is putting on its shoes.” Die rede hoekom die samelewing so lank neem om tot hul sinne te kom is die sielkundige ongemaklikheid wat “kognitiewe dissonansie” veroorsaak – ‘n interne konflik wat ervaar word wanneer nuwe inligting of ondervindings teenstrydig is met bestaande oortuigings. Hoe dieper die ervaring wat die oorspronklike oortuiging geskep het en hoe groter die gevestigde belange wat baat by daardie oortuigings, hoe groter die ingeboude self-beskermingsmeganismes teen nuwe teenstrydige inligting.

Gegewe die diep vrees wat saam met die Covid19 inperkings ingehammer was, en gegewe die insintiewe in die politiek, media en akademie om die status quo te handhaaf, gaan dit dalk nog ‘n ruk langer neem voordat gedrag soos reis en toerisme na normaal toe terugkeer.



Intussen word ekonomiese vertroue (en daarmee saam meeste bateklasse) ondersteun deur enorme monetêre en fiskale inspuitings. Tradisionele monetêre meganismes het afgestomp geraak en daarom is fiskale inspuitings meer belangrik as in die verlede. Vir 'n groot gedeelte van die derde kwartaal was VSA beleidsmakers besig om 'n addisionele stimuluspakket te beding. Dit lyk egter of dit op 'n dooie punt uitloop en dat 'n stimuluspakket eers na die afloop van die verkiesing 'n werklikheid gaan word. Daar bestaan tans konsensus dat die Biden-administrasie die Withuis gaan neem, maar dit beteken nie veel sonder die Senaat nie. Indien die Senaat in die hande van die Republikeine val sal dit goed wees vir die VSA demokrasie, maar dit kan beteken dat die Senaat fiskale dissipline afdwing en 'n Biden-administrasie se pogings om die ekonomie te stimuleer potjie. Die uitkoms van die verkiesing is egter glad nie seker nie en 'n baie noue oorwinning kan beteken dat die verkiesing se uitkoms betwis word.

Who Will Win the Presidency: Average Trade Prices 2016 vs. 2020

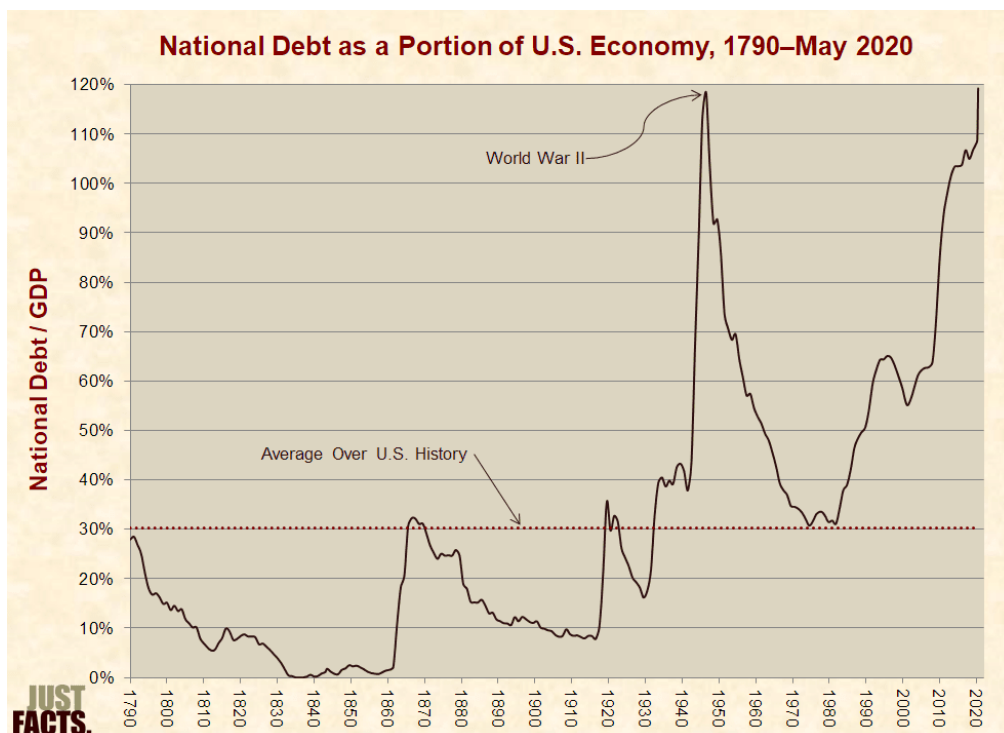


Dit mag 'n spreukwoordelike winter oor die volgende paar maande wees vir die markte te midde van die korttermyn geraas wat tans heers. Intussen is dit belangrik dat dit nie die groter markdrywers uitdoof nie:

1. Daar is steeds 'n sterk ekonomiese herstel vanaf baie lae vlakke. Voorraadvlakke het baie laag geraak gedurende die inperkings. Hierdie voorraadvlakke het nog baie om te herstel om na normale vlakke toe terug te keer, maar dit is waarskynlik dat produsente hoër voorraadvlakke voortaan gaan handhaaf en dit die herstel langer gaan ondersteun.
2. Covid19 het 'n beperkte effektiewe rakleef tyd – al waaroor verskil word is hoe lank daardie leeftyd is. Soos wat Covid19 sneuwel, gaan ander silinders van die ekonomie begin vuur. Mense gaan weer in diens geneem word en maatskappye gaan weer begin belê in die toekoms. Hierdie is die tweede been van die herstel en is grootliks nog afwesig.
3. Sentrale Banke is uiters akkommoderend. Behalwe vir baie lae rentekoerse wat batepryse ondersteun en finansiering meer bekostigbaar maak, is Sentrale Banke vasbeslote om 'n kredietkrisis af te weer deur oortollige krediet in die sisteem in te pomp.

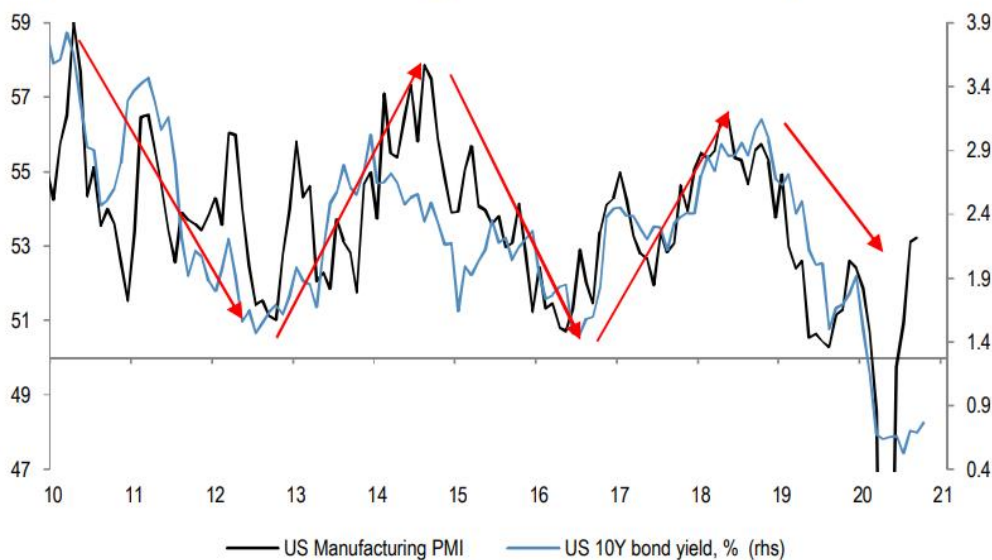
Beleid wat nou die ekonomie ondersteun, het egter altyd onbedoelde gevolge op die langer-termyn. Eerstens is dit besig om kapitaal wanbesteding aan te moedig. Dit onderdruk produktiwiteit oor die langtermyn en skep bateborrels. Tweedens is dit besig om die tafel te dek vir inflasie om pos te vat. Sentrale Banke is besig om diesel eerder as petrol in die ekonomie se enjinkamers in te spuit. Dit vat langer vir onsteking om plaas te vind. Wanneer dit egter eers ontsteek het, vind daar dan spontane verbranding plaas.

Om “verbranding” te verminder moet Sentrale Banke die inspuittings verminder. Vir Sentrale Banke om inflasie te kniehalter moet hulle toelaat dat rentekoerse hoër beweeg. Maar met skuldvlakke wat tans op nuwe rekord-hoogtepunte staan in meeste van die wêreld kan 'n té vinnige styging in rentekoerse tot grootskaalse bankrotskappe lei – insluitend sentrale regerings van prominente ekonomieë. Die “weg van minste weerstand” vir beleidmakers te midde van hierdie probleem was nog altyd om inflasie te laat “warm” hardloop. En dit is reeds wat verskeie Sentrale Banke aangedui het hulle bereid is om te doen.



Daar is ook onmiddellike onbedoelde gevolge vir markte. Die kombinasie van monetêre inspuitings (Sentrale Banke hou koerse kunsmatig laag) en die huidige onsekerhede laat die markte egter in 'n bysiende toestand verkeer. Dit kan duidelik gesien word aan die uiterse lae staatseffekkoerse reg oor die wêreld. Gewoonlik is daar 'n baie sterk korrelasie tussen hoë-frekwensie vervaardigingsdata en staatseffekkoerse. Die VSA-staatseffekte (onder) het egter nog skaars beweeg en prys 'n ernstige verlansaming in die ekonomie in. Dit is inderdaad winter in die Noorde. Die langertermyn-drywers hierbo beteken egter dat hierdie koerse uiteindelik gaan moet opvang met 'n beter ekonomie, of selfs net met 'n meer inflasionêre ekonomie. Die gevolge waarvan verreikend kan wees vir baie konvensionele bate-allokasies. Daar lê dalk 'n lang winter voor vir inkomstefondse en selfs ander gebalanseerde strategieë wat nie hierdie risiko's mitigeer nie.

Figure 13: US Manufacturing PMI and US 10Y bond yield



Source: Markit, Bloomberg

Die tafel is ook gedek vir grootskaalse sektor-rotasie op aandeelmarkte. Op die oomblik is groeiende, dikwels “tegnologie” georiënteerde aandele in hoë aanvraag omdat volhoubare groei skaars is. Ook is die mark bereid om meer vir hierdie maatskappye te betaal omdat die geleentheidskoste (lae rentekoerse) om te wag vir die toekomstige dividende baie laag is.

Verbeel jou vir 'n oomblik 'n ekonomie waar:

1. Meeste industriële se winste meer volhoubaar is (in vergelyke met 'n inperkingseconomie)
2. Omsetgroei meer uit prys-inflasie uit bestaan as in die toename van volume.
3. Die “groei”-maatskappye eweskielik met hoër kostedruk sit en sukkel om volumes te groei omdat 2020 so 'n groot basisjaar was.

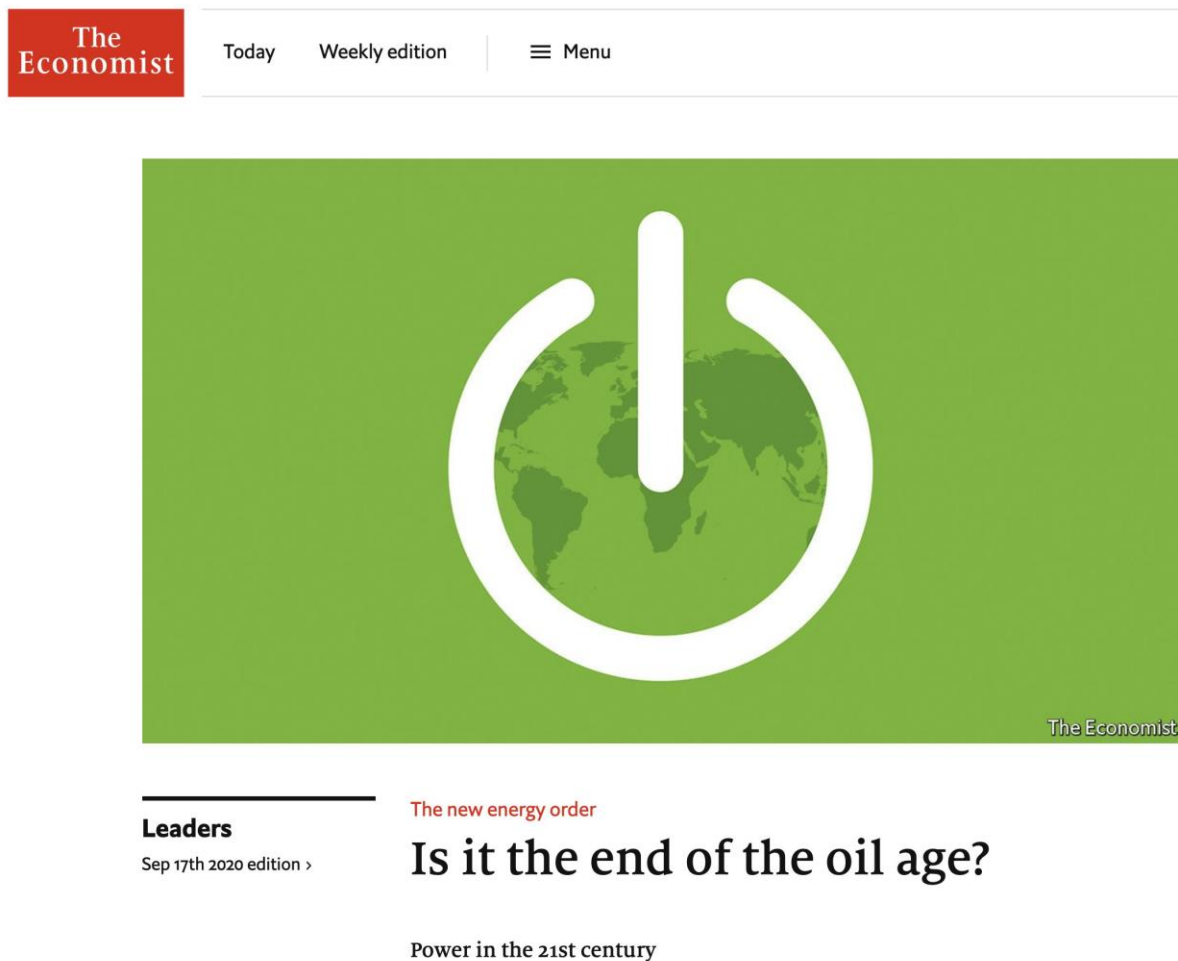
4. Langtermynkoerse hoër verhandel, maar korttermynkoerse laag bly en dit huidige winste meer werd maak as moontlik fiktiewe winste van groei-maatskappye in die verre toekoms. Geleentheidskoste is dus eweskielik weer relevant vir langtermyn bates.
5. Groot skaalse teen-kompetisie hofsake, wetgewings en belasting teen die tegnologiëuse om die fiskus te ondersteun en 'n vuisvoos werkersklas tevrede te stel.

Dit is 'n ekonomie en 'n markomgewing wat heeltemal ander besigheidsmodelle bevoordeel as dié van die laaste 10 jaar. Tog word só 'n markomgewing glad nie ingeprys nie en vind ons baie waarde in maatskappye wat gaan voordeel trek uit 'n verandering in die ekonomiese "regime."

Ek besef hierdie is heeltemal teen die huidige marknarratief wat oor die verloop van meer as 'n dekade gevorm het. Maar narratiewe wat té sterk word is vrugbare grond vir beleggingsgeleenthede. Die beste aanduiding van 'n té sterk narratief is natuurlik om die voorblaaie van hoofstroom tydskrifte dop te hou. In Maart 1999 was olie naby \$10 per vat en "The Economist" het voorspel dat \$5 op die kaarte was. 4 Jaar later, met olie net bo \$20 word die "einde van die olie era" ingehuldig omrede tegnologiese verandering vraag sou vernietig. Oliepryse het egter op \$140 gaan draai slegs 4 jaar later.



En as ek enige twyfel gehad het of huidige narratiewe te sterk geraak het, dan het hierdie opskrif op “The Economist” se tuisblad ‘n paar weke gelede my oortuig:



Jou Beleggingsvennoot,

Drikus Combrinck