

Nuusbrief: Derde Kwartaal 2022

Inleiding

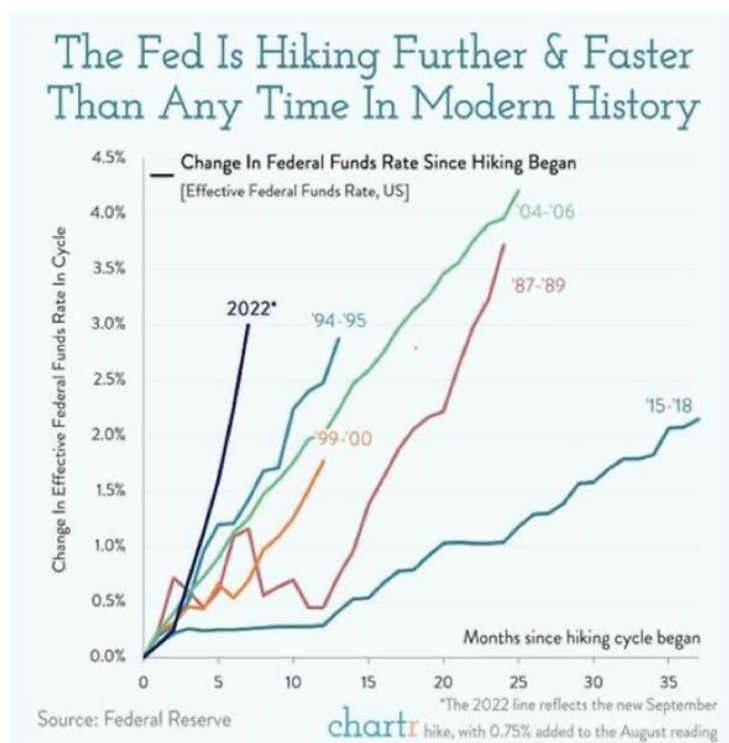
Capicraft waarsku al vir 'n geruime tyd dat markte verhoogde wisselvalligheid gaan ervaar – en ongetwyfeld het die derde kwartaal van 2022 oorgenoeg wisselvalligheid opgelewer! Die kwartaal het met 'n goeie lopies begin, maar in 'n "bloedige" September geëindig toe markte regoor die wêreld met byna 10% getuimel het. Die derde kwartaal van 2022 se telbord lyk maar droewig:

- Die MSCI Wêreldindeks val 6.6% in Dollar terme;
- Die JSE val 2% in Rand terme, maar amper 12% in Dollar terme;
- Die Rand verswak 10% teenoor die Dollar; en
- VSA 10- en 20-jaar staatseffekte verloor 8.8% in Dollar terme.

In vergelyking met bogenoemde treurige resultate het Capicraft se fondse baie goed presteer. Die Capicraft Global Creator het met slegs 2% in Dollar terme gedaal, maar omdat die Dollar teenoor die Rand versterk het, het die Global Creator 7.8% in Rand terme opgelewer. Plaaslik het die Capicraft Compounder met 7% gestyg, terwyl die JSE met 2% gedaal het. Daar is drie belangrike redes vir Capicraft se goeie relatiewe prestasie. Eerstens, ons belê nog steeds nie in "tegnologie"-aandele nie. Tweedens, tans het ons nie blootstelling aan Sjina of Europa nie. Derdens – en dit is die belangrikste rede – ons het nie blootstelling aan staatseffekte nie.

Die prysdalings in VSA effektemarkte is 'n bron van kommer. Gedurende die afgelope paar dekades is VSA staatseffekte as 'n veilige hawe in stormagtige finansiële markte beskou. Tydens die afgelope 30 jaar, wanneer afverkope plaasgevind het, krisisse opgeduik of beermarkte ervaar is, het hierdie staatseffekte in waarde toegeneem terwyl ander bate-klasse waarde verloor het. Maar dit is glad nie wat in 2022 gebeur nie. Gedurende die eerste nege maande van 2022 het VSA langtermyn-staatseffekte verliese van 30% opgelewer, terwyl die VSA se aandelemark met 25% geval het. Gesamentlik vernietig hierdie twee bate-klasse tans meer waarde vir beleggers as wat tydens die dieptes van die Globale Finansiële Krisis in 2008/09 gebeur het.

Die skerp dalings in beide die VSA staatseffektemark én die VSA aandelemark het gevolg ná die Federale Reserwe Bank ("Fed") en ander sentrale bankiers rentekoerse opgestoot het. Van die skerpste rentekoers stygings in die moderne geskiedenis word in 2022 ervaar. Omdat skuldvlakke en hefboom-strukture op rekord hoë vlakke is, kan dit hierdie keer nog meer skade in markte aanrig. Rentekoerse wat van nul tot by 3% opgestoot is – met nóg 1.25% se rentekoersverhogings wat vir die einde van 2022 beplan word – verteenwoordig 'n skerper styging in rentekoerse as wat selfs Capicraft verwag het. Meegaande grafiek spreek boekdele.



’n Jaar gelede het die Fed nog die volgende gesê:

- Rentekoerse gaan laer vir langer wees;
- Rentekoerse sal nie voor 2024 verhoog word nie;
- ’n Resessie is onwaarskynlik;
- Inflasie is verbygaande – bloot tydelik van aard; en
- Inflasie gaan in 2022 daal na 2% toe.

’n Mens kan amper verstaan hoekom die Fed se beleidskommeling die markte so onkant gevang het. Die Fed se monetêre beleid was vir té lank té akkommoderend gewees. Nou probeer die Fed om die foute wat hulle in die verlede gemaak het, reg te stel. Ek is bevrees die Fed en ander sentrale bankiers se keuses is nou beperk tot net ’n paar swak opsies.

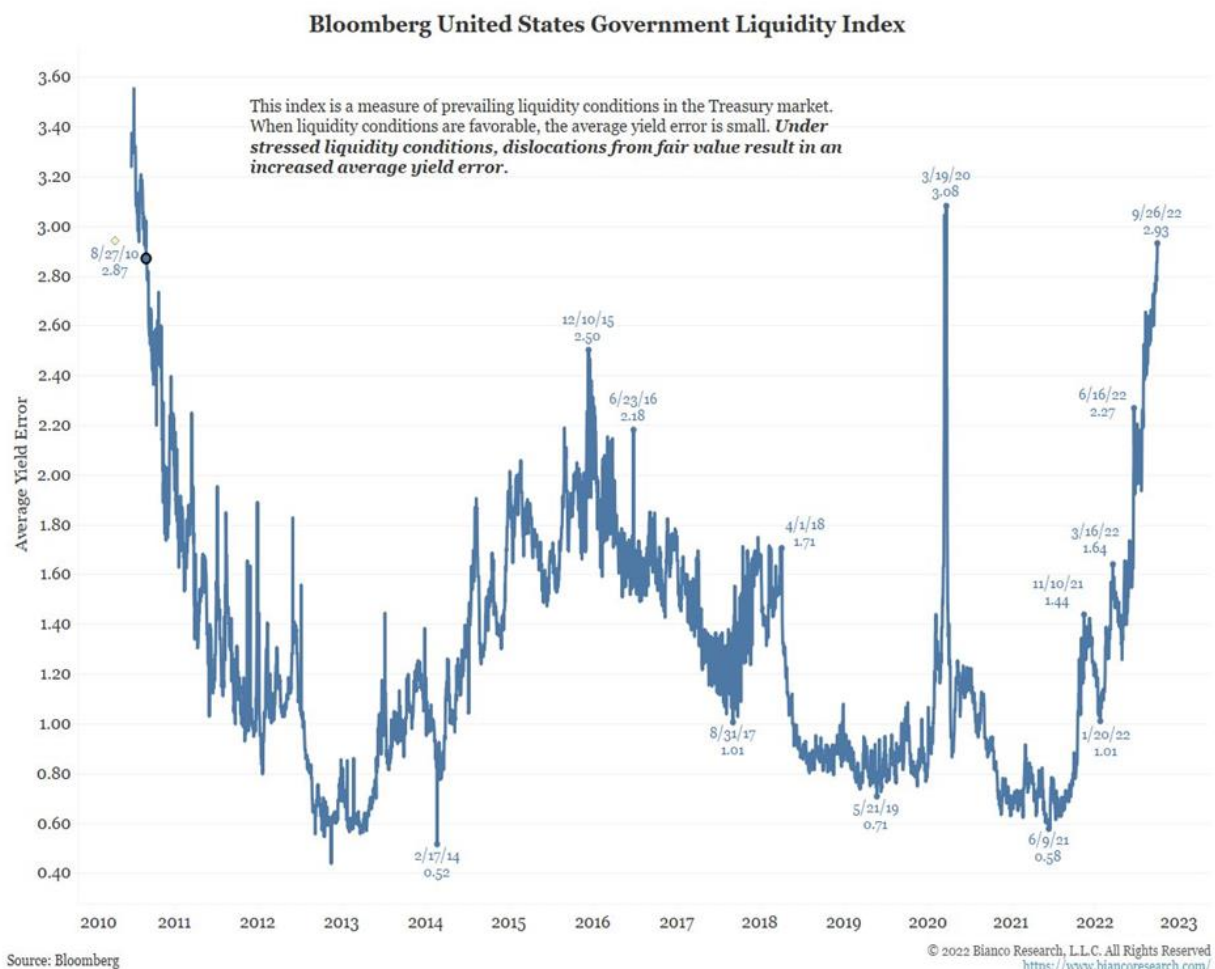
Sistemiese aannames

Die wortel van die Globale Finansiële Krisis in 2008/09 was die aanname dat huis-eiendomme ’n stabiele bate-klas is waar pryse nooit val nie. Die wortel van die huidige mark-onstuimigheid is die aanname dat Westerse staatseffekte ’n stabiele bate-klas is wat altyd beskerming in moeilike tye bied. Dit is ’n aanname wat klein sowel as institusionele beleggers gemaak het; hulle portefeuljes is dienooreenkomstig saamgestel. Maar dit is ’n aanname wat reguleerders, regeringsamptenare, bankiers en sentrale bankiers óók gemaak het. Die stabiliteit van die finansiële sisteem het tot ’n mate afhanklik van hierdie aanname geword. Daar is ook ’n geweldige groot afgeleide-instrumentemark wat hierop gegrond is, en niemand weet hoe groot hierdie mark werklik is nie. Die finansiële industrie, met behulp van reguleerders en regerings, het met ander woorde ’n enorme hefboom onder hierdie aanname ingedruk. Noudat die aanname as vals bewys word, moet die hefboom versigtig verwyder word, anders breek die hele sisteem. Kyk na wat in Brittanje gebeur.

Padtekens na 'n krisis

Teen die einde van September moes die Bank van Engeland ("BOE") vinnig ingryp om te voorkom dat die Britse effektemark inplaf. Toe die nuwe kabinet aangedui het dat Engeland groter-as-verwagte tekorte gaan hê, is Britse staatseffekte vinnig afverkoop. Britse pensioenfondse besit baie afgeleide instrumente en om dié instrumente te finansier moes hulle noodgedwonge likiede kort-termyn staatseffekte verkoop. Dit het 'n reeds-brose effektemark oorweldig en die BOE is genoop om staatseffekte te begin koop – ironies genoeg op dieselfde dag wat hulle van hierdie staatseffekte sou begin verkoop het. 'n Likiditeitskrisis is, vir nou, afgeweer, maar teen 'n prys.

Soos wat veral die Fed en ander sentrale banke rentekoerse verhoog, so word likiditeit onttrek. Dit is net 'n kwessie van tyd voordat 'n volgende krisis iewers manifesteer. Alhoewel hulle die "schoonste vuil hemp" in die kas het, is die VSA geen eiland nie. Verskeie instansies en regerings hou VSA staatseffekte primêr as kollateraal. Wanneer daardie instansie of regering 'n krisis beleef, word die kollateraal "ingeroep". Só spoel 'n krisis in een deel van die wêreld moontlik oor na die VSA. Uiteindelik kan 'n baie groot krisis die Fed noop om presies dieselfde te doen as wat die BOE nou gedoen het en wat die Bank van Japan en die Europese Sentrale Bank in elk geval reeds doen. Volgens Bianco Research (grafiek hieronder) is likiditeitspanning in VSA staatseffekte net so hoog as wat tydens die Covid-ineenstorting en die Globale Finansiële Krisis in 2008/09 die geval was. Hefboom word veels te vinnig verwyder.



Nêrens om weg te kruip nie

Tydens 'n likiditeitskrisis soos dié waarin ons tans is, beweeg alle korrelasies uiteindelik na 1 toe. Dit beteken alles val – alles behalwe kontant en kort posisies. Die natuurlike reaksie is dus om baie kontant te hou, beskerming in markte te koop, of om kort posisies te hê. Dit kan egter nie 'n permanente oplossing wees nie; om sulke bate-allokasies (kontant en kort posisies) oor 'n lang tydperk te handhaaf is byna onverantwoordelik. Kontant verdien immers steeds minder as inflasie, veral op 'n ná-belaste basis. Besluit wat jy wil besit wanneer die Fed tydens 'n groot krisis gedwing gaan word om in te gryp (die sogenaamde “Fed pivot”). As die Fed pivot gebeur, sal dit die einde van rentekoersverhogings wees en die likiditeitsinkrimping sal waarskynlik minder van 'n probleem word. Markte sou dus skerp kon opgaan; op daardie stadium wil jy nie kort wees nie. **Maar meer belangrik, 'n Fed pivot sal vir markte sein dat inflasie nou 'n tweede prioriteit geword het en dat sentrale bankiers die oorlog teen inflasie gaan verloor.** Dit kan egter nog 'n ruk duur voordat ons by daardie punt uitkom. Tot dan is verdere prysdalings moontlik.

Capicraft het dus tydens die afgelope kwartaal aan ons mark-blootstelling geskaaf. In die Global Creator het ons kontant posisies verhoog tot net meer as 20% van die fonds in Dollar kontant. Hierdie kontant posisie is nie soseer om wisselvalligheid te bestuur nie, maar eerder om geleenthede te kan benut sou markte verder afverkoop te midde van 'n krisis. Die Global Creator het ook 'n stewige 5%-blootstelling in goud en 'n 6%-blootstelling in ander edelmetale. Moontlik sal edelmetale die veerkragtigste wees wanneer daar uit 'n diep afverkoping uitbeweeg word. Plaaslik het ons ook heelwat aandele verkoop en hou meer kontant. Ons belê ook in sogenaamde “spesiale geleenthede” en alternatiewe bateklasse om goeie risiko-geweegde opbrengste te genereer al is marktoestande moeilik.

Waar wil jy wees wanneer die stof gaan lê?

Op die oomblik stel die mark net in die besigheidsiklus en die makro-omgewing belang, maar wanneer die stof gaan lê skakel die mark weer vinnig oor na die kapitaalsiklus en mikro-faktore. Dit is dus belangrik om déúr die huidige omgewing te kyk. Fokus op langtermyn opbrengste. **Dit is goed om jou portefeulje só in te rig dat jy gelukkig sou wees as wêreld-markte vir 5 jaar sou sluit.** Vir hierdie en ander redes het ons die Global Creator se posisies van ongeveer 60 na sowat 40 gesny. Die meeste van hierdie 40 maatskappye het konserwatiewe balansstate wat hoër rentekoerse kan verduur. Ons het sterk sieninge oor hierdie 40 maatskappye.

Ware beermarkte (soos dié waarin ons verkeer) is gewoonlik die meganisme om markleierskap te verander. In elke kapitaalsiklus (let wel, nie besigheidsiklus nie) neem een of ander tema of sektor die leiding om markte na nuwe hoogtes te neem. Dit is egter nie dieselfde sektore of aandele as dié van die vorige siklus nie. Dit gaan dus nie noodwendig werk om gedurende die huidige beermark aandele in die glansmaatskappye van die laaste dekade te koop nie. Ná hierdie beermark sal daar weer 'n bulmark wees. Intussen belê Capicraft geduldig en baie versigtig in besighede wat in die kapitaalsiklus van die volgende bulmark die nuwe markleiers gaan wees.

Jou Beleggingsvennoot,

Drikus Combrinck