

Capicraft Nuusbrief: Vierde Kwartaal 2023

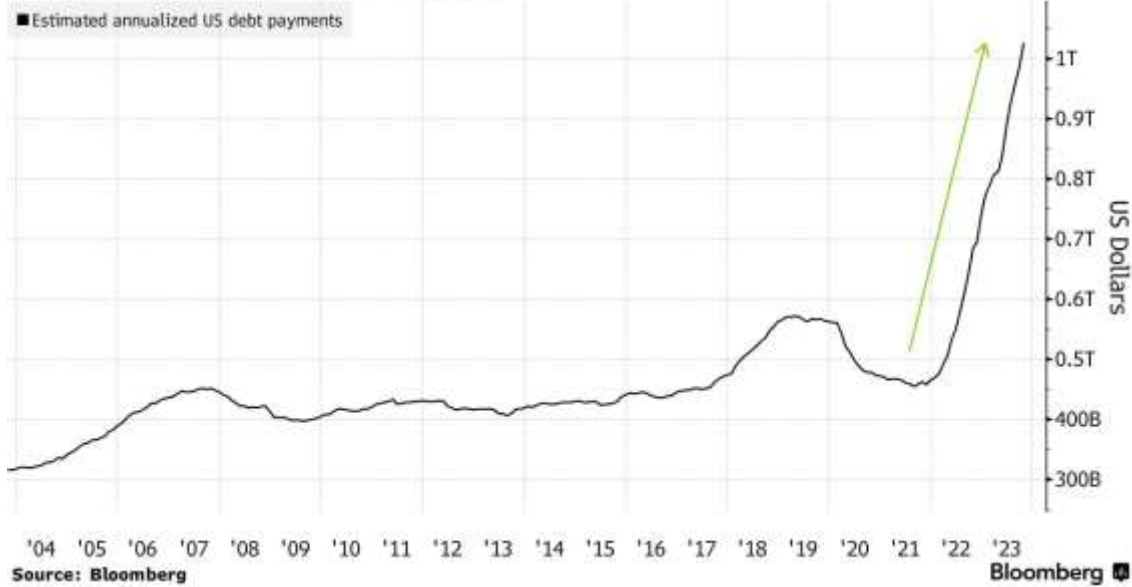
Op 1 Mei 2003, net ses weke ná die VSA Irak ingeval het, staan George W. Bush op die USS Abraham Lincoln en lewer (in 'n regstreekse uitsending) die sogenaamde “Mission Accomplished” toespraak. Die oorlog was natuurlik alles behalwe klaar gewees. Agt jaar, biljoene dollars en duisende lewens later, was VSA soldate nog steeds in Irak gestasioneer gewees.



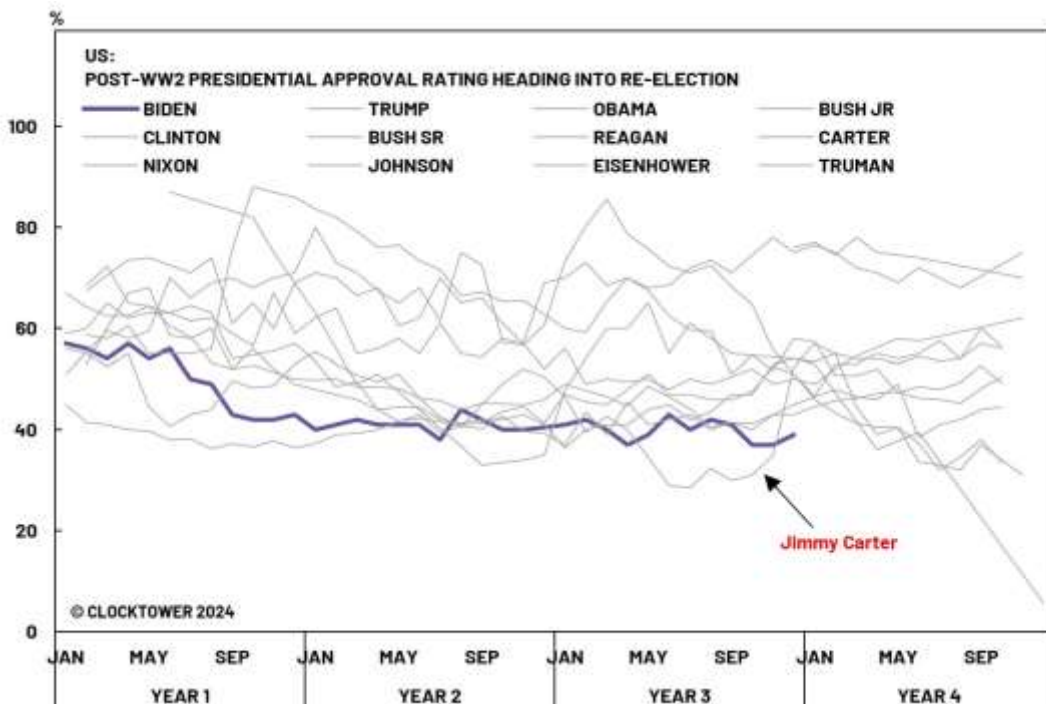
Op Vrydag 5 Januarie 2023 verklaar Janet Yellen, die VSA se Sekretaris van die Tesourie en voormalige voorsitter van die Federale Reserwe Bank (“FRB”), in ‘n onderhoud op CNN dat die VSA ekonomie ‘n “sagte landing tot stand gebring” het. So ‘n “sagte landing” is ‘n ekonomiese verskynsel waar inflasie vanaf hoë vlakke onder beheer gebring is sonder om die ekonomie (en veral die arbeidsmark) té seer te maak. Dit strook met die FRB se beleidstoespraak op 13 Desember 2023 toe ‘n sagte landing geskets was tesame met ‘n scenario waar inflasie aan die verlangsaam is en soveel as drie rentekoers verlaging vir 2024 op die tafel geplaas is. Die voorsitter van die FRB, Jerome Powell, was minder oortuig as sy kollega by die Tesourie, maar die verandering in sy toon en lyftaal was insiggewend. Skielik was Powell nie meer die groot “inflasie-vegter” nie, maar eerder iemand wat die strydbyl begrawe het.

Sedert 13 Desember 2023 het die mark nie net drie rentekoers verlaging vir 2024 ingeprys nie, maar somer ses van die bestes. In Oktober 2023 het die VSA se 10-jaar staatseffekte teen ‘n koers van 5% verhandel. Sedertdien, en veral in Desember 2023, het hierdie VSA staatseffekte sy lopie voortgesit om teen ‘n opbrengskoers van so laag as 3.8% te verhandel (4.02% ten tyde van hierdie skrywe). Die lopie het begin toe Yellen ‘n verandering in die uitreiking van staatseffekte aangekondig het. Voortaan sou die VSA finansiering bekom deur baie meer geldmark-effekte (bills) uit te reik (en dus minder lang-termyn staatseffekte (bonds) benodig). Die effek hiervan is dat die aanbod van lang-termyn effekte minder is en daarom het lang-termyn rentekoerse begin sak. Yellen, wat in beheer van fiskale beleid is, het vir alle praktiese doeleindes ‘n rentekoers verlaging bewerkstellig. Welkom by die era van “fiskale dominansie”.

Cost of US Debt Pile Surges



Groot hoeveelhede staatskuld noodsaak fiskale dominansie. Dit beteken dat die FRB “inflasie vegtende valke” is – maar net totdat die fiskale werklikhede té groot word (om nie van die politieke werklikheid te praat nie). 2024 is ‘n verkiesingsjaar in die VSA en tans is die meningspeilings nie ten gunste van die huidige beleidsmakers nie. Die Biden administrasie se meningspeilings is die swakste sedert Jimmy Carter in die Withuis was. As ‘n verkiesing môre sou plaasvind, sal Trump byna elke “swing” staat gemaklik wen.



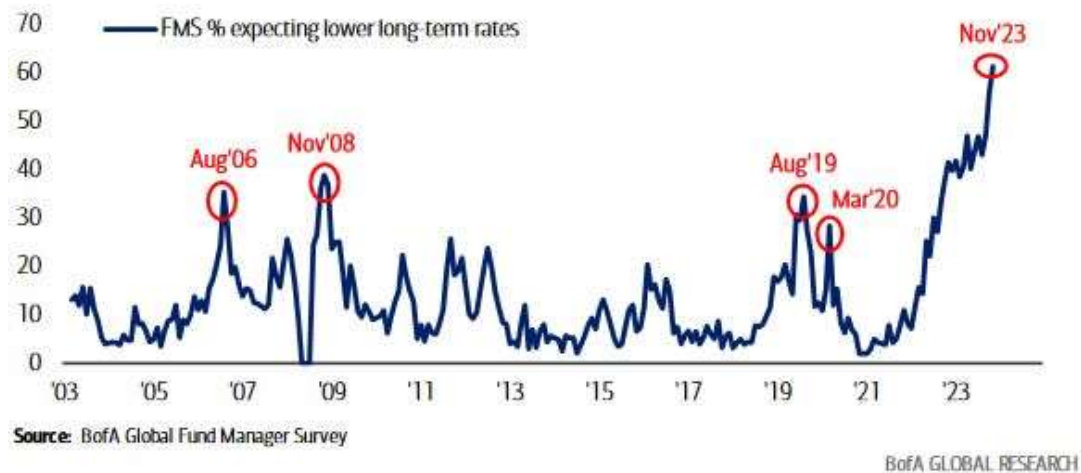
Dit is duidelik dat die Demokratiese Party byna enigiets sal doen om mag te behou. Dit sluit in om miljoene onwettige immigrante die land te laat instroom, om die howe en intelligensie-dienste téén politieke opponente te misbruik– en ook om die kiesstelsel op groot skaal te manipuleer. Daarom kan jy seker wees dat die Demokratiese Party ook kort-

termyn ekonomiese beleidshefbome wat tot hulle beskikking is, sal gebruik om 'n politieke uitkoms in hulle guns te bewerkstellig, al moet die prys daarvoor eers ná die verkiesing betaal word.

Tans koop die markte hierdie sagte landing narratief. Dit is 'n “goue lokkies” ekonomie: nie te warm nie (inflasie), nie te koud nie (resessie), maar net reg. Skynbaar reg vir 'n terugkeer na laer rentekoerse en hoër batepryse soos tydens die dekade vóór Covid. Dit is dan ook hoe baie deelnemers in die mark geposisioneer is:

Chart 1: Big conviction bond yields lower in '24

FMS % expecting lower long-term rates



Is enigiemand vir 'n terugkeer na hoër inflasie geposisioneer?

Chart 1: Most UW Commodities vs Bonds since Mar'09

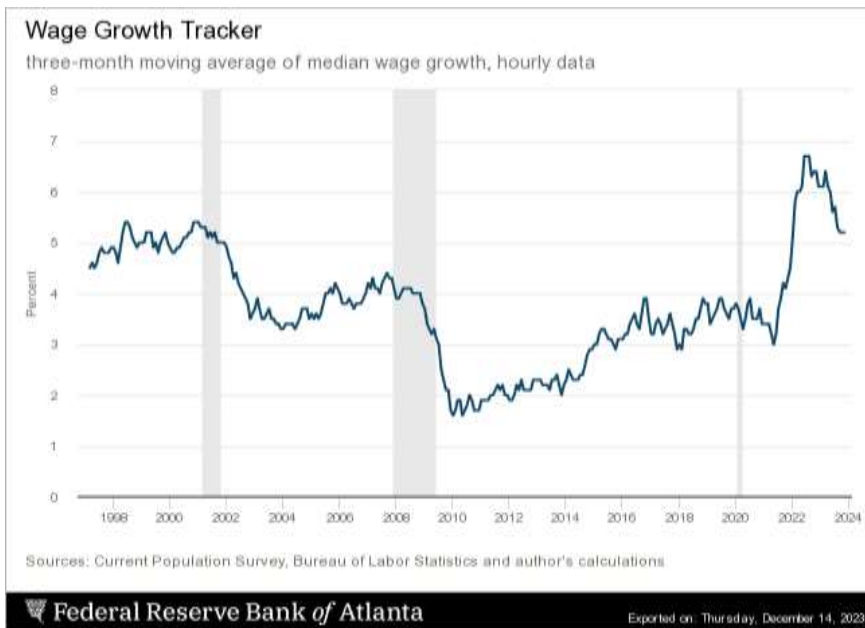
Net % overweight commodities – net % overweight bonds



Inflasie is nog glad nie onder die FRB se teiken van 2% nie. Gedurende die laaste paar maande het hooflyn inflasie beduidend verlangsaam; as jy slegs hierna kyk kan dit rentekoersverlagings regverdig. Kern-inflasie (wat energie- en voedselpryse uitsluit) en super-kern-inflasie (wat ook behuising uitsluit) beweeg egter tans iewers tussen 3% en 4 %. Die Atlanta Fed se “sticky” inflasie-syfers is bokant 4%. Nordea Bank se inflasie tendens model wys dat hooflyn-inflasie na sowat 3.5% kan terugkeer.



Selfs die FRB se vooruitskattings sê dat inflasie bo 2% gaan bly! Soos vantevore in ons nuusbriewe gesê is (en ook deur ander kommentators), die 2% inflasie-teiken was eers 'n plafon, maar nou is dit 'n vloer. En die belangrikste is dat looninflasie bokant 5% is.



Hoe kry jy looninflase nader aan 2% sonder om die arbeidsmark beduidend seer te maak? Dié retoriese vraag plaas die sagte-landing narratief onder verdenking. Maar ek dink nie die VSA wil noodwendig looninflasie te ver afbring nie. Gedurende die laaste vier dekades het looninflasie nie by ekonomiese groei kers vasgehou nie. Dit is dus 'n sosio-ekonomiese probleem omdat die gemiddelde arbeider agtergelaat is ten midde van laer rentekoerse, hoër huispryse en globalisasie. Meeste van hierdie arbeiders is "millennials" wat sukkel om huishoudings te vorm; hulle verteenwoordig 'n baie groot kiesersblok. Daarom is looninflasie ook 'n politieke noodsaaklikheid, want daarsonder gaan jy nie verkiesings wen nie.

Die prys wat vir die ("vervaardigde") sagte-landing betaal gaan word, is waarskynlik stagflasie. Dit is 'n omgewing waar arbeid 'n groter gedeelte van die koek moet eet wat dan weer korporatiewe marges onder druk kan plaas. "Gouelokkies" mag dalk later in 2024 net haar mond brand en daarmee 'n klomp bate-klasse soos effekte en groei-aandele uitspoeg. Daar is egter bate-klasse, sektore en streke wat goed in so 'n omgewing kan presteer en Capicraft is sterk genoeg daarin geposisioneer.

Omdat Capicraft nie vir 'n sagte landing of 'n gouelokkies ekonomie geposisioneer was nie, sou mens dink dat 2023 'n baie teleurstellende jaar vir ons was. Ons portefeulje konstruksie laat egter toe dat ons opbrengste nie te ver agter raak wanneer ons verkeerd is nie. Enkele goeie beleggings het daarvoor gesorg dat ons weer in 2023 waarde kon toevoeg en ons het weer mededingers uitpresteer. Die Capicraft Global Creator fonds het 15.26% in dollar terme bygevoeg, wat sowat 2% beter is as die industrie gemiddeld vir multi-bate buigsame fondse. Ons gemiddelde Rand gedomineerde multi-bate portefeuljes is met 15.5% op teenoor die gemiddelde gebalanseerde fonds se 11.25%.

Ons beleggings in Burford Capital (+90.8%) en Cameco (+89.6%) het ons oor die wenstreep gehelp. Die verkiesing van Javier Milei in Argentinië het ons portefeuljes ook geen skade aangedoen nie. Die gemiddelde Argentynse posisie in ons portefeulje het in 2023 meer as 50% in dollar terme bygevoeg.

Aan die verloor kant, was ons blootstelling aan fossielbrandstowwe. In 2023 was die vraag na olie verbasend sterk gewees en staan nou op 'n nuwe globale hoogtepunt. Ons was egter verras hoe sterk die aanbodkant van die olie-mark was:

1. Rusland het nooit 'n produksie ineenstorting ervaar soos wat sanksies probeer doen het nie.
2. Iran het sowat 1 miljoen olie-vate per dag uitgevoer terwyl die Biden administrasie ander kant toe gekyk het.
3. Brasilië is nie deel van OpuL nie, maar het sowat 600 000 vate olie bygevoeg.
4. Die VSA het 'n paar honderd duisend vate, méér as wat verwag is, bygevoeg.

Bogenoemde toevoegings tot die aanbodkant het OpuL se produksie-inkortings teëgewerk en ook genoeg olie verskaf vir die ekstra vraag gedurende 2023. Behalwe vir Brasilië is die ekstra aanbod van olie wat in 2023 ervaar is, egter besonder kwesbaar en vatbaar vir verandering. Iran se ekstra vate olie kom meestal uit oortollige handelsvoorraad. 'n Nuwe persoon in die Witthuis kan hierdie aanbod van olie waarskynlik stop. Sanksies teen Rusland het nie gewerk nie, maar hulle gaan sukkel om hoë olie produksie te handhaaf sonder gesofistikeerde Westerse tegnisi. Gedurende 2024/25 sal die VSA se vernaamste olievelde afnamekoerse ervaar sodat groei in Amerikaanse olie-produksie kan verlangsam.

Die vooruitskattings vir 2024 is dat die vraag na olie met tussen 1 en 2 miljoen vate per dag gaan groei. Intussen veroorsaak terreur-aanvalle in die Midde-Ooste dat van die vernaamste vragkepe besluit het om die Suez kanaal, en dus die Rooi see, te vermy. Hierdie kepe moet nou om die Kaap van Goeie Hoop vaar. Boonop sukkel Panama met droogtes en die Panama kanaal kan nie byhou nie. Daar is dus meer kepe wat om die Kaap sal moet vaar. Indien hierdie stand van sake voortduur kan die ekstra seemyle sowat 500 000 vate per dag tot die vraag na olie toevoeg. Gedurende 2024 gaan interne en geopolitiese politieke risiko's beslis hoogty vuur. Behalwe vir die VSA is daar 39 ander lande wat ook in 2024 verkiesings gaan hou. Van besondere belang vir ons is natuurlik die verkiesing in Suid-Afrika. Verskeie scenarios is moontlik, maar verwagtinge is só laag en ons portefeuljes so goed verskans dat ek nie slaap hieroor verloor nie. Die aandeelpryse van plaaslike (en veral kleiner) maatskappye op die Johannesburgse Aandelebeurs verdiskonteer lae verwagtinge. Ons dink dit is wys om 'n mandjie van hierdie aandele in 'n portefeulje in te sluit – sien Jaco Scholtz se analise hieronder.

Die ANC kan vir die eerste keer minder as 50% van die stemme kry en sodoende beheer oor sleutel provinsies verloor. Dit sal positief wees, maar beslis nie "mission accomplished" nie. Intussen sal beurtkrag baie beter in 'n verkiesingsjaar bestuur word. Baie publieke dienste is vir alle praktiese doeleindes reeds geprivatiseer. In sommige gevalle is energie opwekking in eie hande geneem. By Transnet is die privaatsektor formeel ingeroep. 'n Ineenstorting van die staat hoef nie 'n ineenstorting van publieke infrastruktuur en dienste te beteken nie. Intendeel, dit lyk soos 'n geleentheid waar provinsies, munisipaliteite, besighede, en siviele organisasies die beheer van verskeie funksies vanuit die sentrale regering se hande kan neem. Die *de facto* afwenteling van mag maak my versigtig optimisties oor die toekoms van hierdie unieke wêreld streek.

Jou Beleggingsvennoot,
Drikus Combrinck CFA®

‘n Mandjie goedkoop Suid-Afrikaanse aandele

Jaco Scholtz, Januarie 2024

Op ‘n netto basis verkoop buitelanders alreeds vir ‘n geruime tyd Suid-Afrikaanse beleggings. Sedert Regulasie 28 op die wetboeke geplaas is, skuif Suid-Afrikaanse pensioenfondse boonop meer kapitaal oorsee, maar in die proses word plaaslike aandele natuurlik verder afverkoop. In Capicraft se September 2023 nuusbrief het ons gesê dat ons in ‘n uitgesoekte mandjie Suid-Afrikaanse aandele geïnteresseerd is. Ons dink ons ken die risiko's (ons woon immers hier!) en is terdeë bewus van wat hier aangaan. Maar party Suid-Afrikaanse besighede kan nou vir ‘n appel en ‘n ei gekoop word.

Onderstaande tabel bevat nege Suid-Afrikaanse aandele wat “groen” op ons beleggingsradar flikker. (Sonder om te oordryf, ek kon sonder veel moeite nog ses of sewe aandele bygevoeg het.)

	A	B	C	D	E	F	G	H	I
Aandeelprys	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Geskatte netto (kontant)/skuld as % van aandeelprys	-42%	-90%	-48%	-91%	-64%	200%	157%	705%	122%
Ondernemingswaarde as % van aandeelprys	58%	10%	52%	9%	36%	300%	257%	805%	222%
OW/WVRBWA (Engels: EV/EBITDA)	1,1	0,4	1,5	0,2	2,7	2,1	3,8	6,1	4,4
OW/Hooflynverdiens	1,7	0,5	2,2	0,5	3,3	7,9	5,1	14,7	7,9
Opbrengs op aandeelhouersekuiteit	19%	10%	29%	13%	8%	39%	26%	17%	29%

Kontant verteenwoordig groot proporsies van maatskappye A tot E se markkapitalisasie. Kontant verminder dié maatskappye se ondernemingswaarde (“OW”) aansienlik, maar trek ook die opbrengs op ekuiteit (“OOE”) bietjie af. Miskien is dit die prys wat jy vir veerkragtigheid in die Wilde Suide van Afrika moet betaal. Nogtans genereer maatskappye A en C billike OOE's (Engels: ROE) vir eienaars. Maar wat betaal jy vir dié besighede? Op 'n OW/hooflynverdiens-grondslag is die prys minder as een of twee keer vir maatskappye A tot E.

As groter skuldvlakke binne ‘n besigheid jou nie totaal en al afsit nie – omdat jy byvoorbeeld glo dat ‘n vermindering van skuld tot (asimmetriese?) hoër opbrengste kan lei – kyk dan gerus na maatskappye F tot I. Groter skuldvlakke bring groter uitdagings, so ons is versigtig. Dit help egter dat F tot I relatief hoë OOE's genereer (soos dit hoort). Sou rentekoerse dalk in 2024 verlaag word, kan hierdie maatskappye disproporsioneel daardeur bevoordeel word.

Vir wat dit werd is, ek is sedert die “vorige millennium” (genugtig!) in die beleggingswêreld betrokke. Ek het nog nooit soveel Suid-Afrikaanse maatskappye gesien wat teen sulke spotgoedkoop vlakke verhandel nie (nie eers in 1998 nie). Ek weet nie wanneer die gaping tussen prys en waarde sal verklein nie, maar dit is nie ‘n rede om nie te belê nie!

Ons werk hard om goeie beleggingsgeleenthede te identifiseer. Capicraft se navorsing is privaat. As jy saam met Capicraft wil belê, kontak ons en maak jou rekening oop. En laat my asseblief toe om iets vir 'n geseënde 2024 by te voeg: Roer jou!