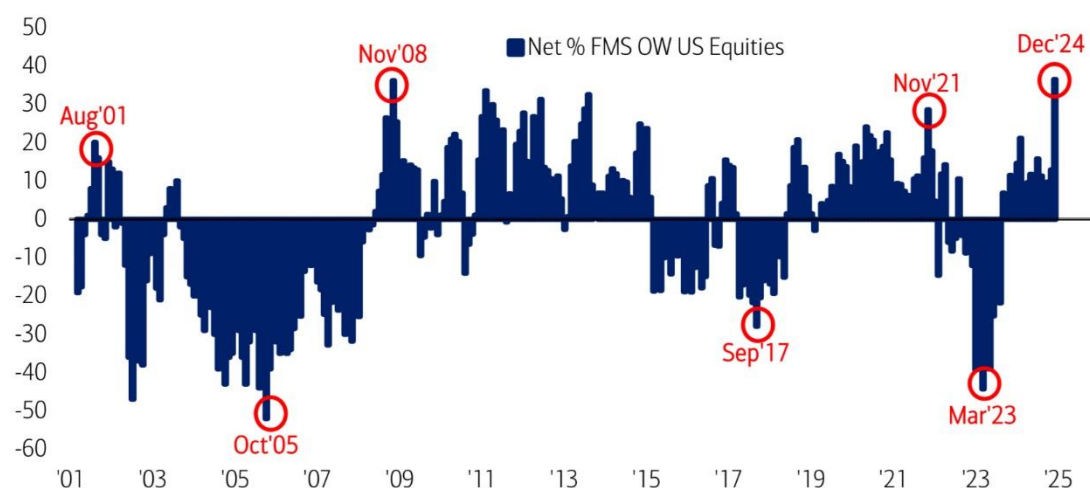


Capicraft Nuusbrief: Vierde Kwartaal 2024

In ons vorige nuusbrief het ek 'n saak uitgemaak dat die marktendens van “Amerikaanse uitsonderlikheid” redelik uitgestrek raak en dat 'n periode van onderprestasie vir dié mark voorlê. Markbewegings sedert die oortuigende Republikeinse oorwinning in November 2024 het hierdie tesis egter 'n bloedneus gegee. Die Dollar index (DXY) is byna 5% sterker en die S&P500 uitpresteer die res-van-die-wêreld indeks met sowat 8% (in dollar-terme) sedert die verkiesingsuitslae. Die rotasie na VSA-aandeelfondse die laaste twee maande was een vir die rekordboeke.

Chart 15: US equity allocation surges to record high

Net % FMS OW US equities

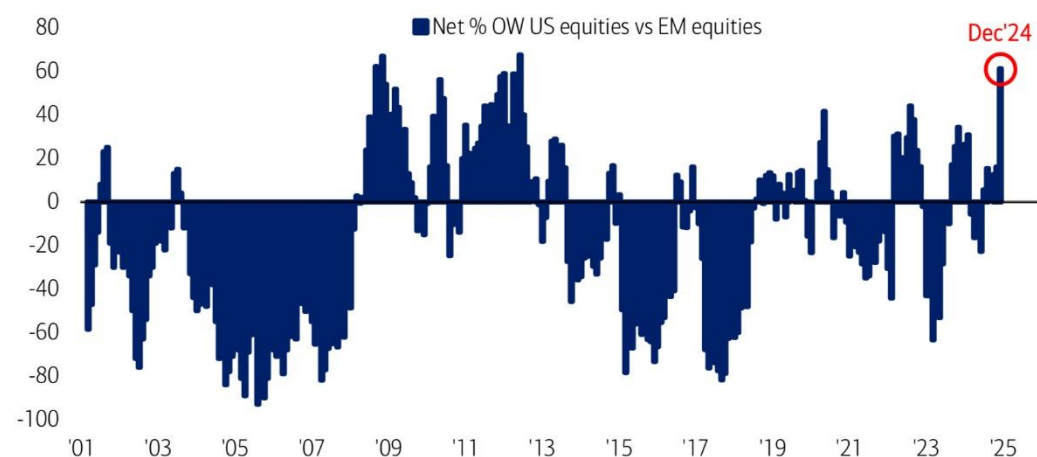


Source: BofA Global Fund Manager Survey.

BofA GLOBAL RESEARCH

Chart 16: “US exceptionalism”...big FMS rotation into US equities, out of EM equities

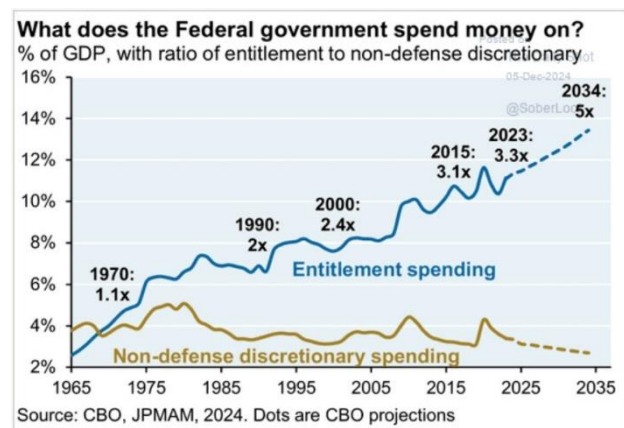
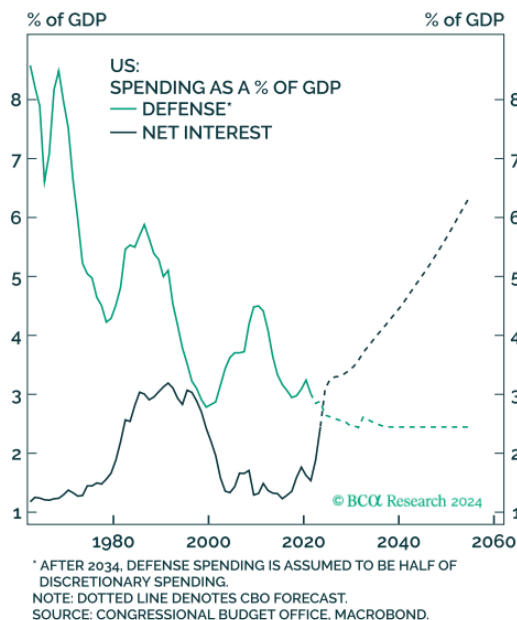
Net % US equities - net % OW EM equities



Source: BofA Global Fund Manager Survey.

BofA GLOBAL RESEARCH

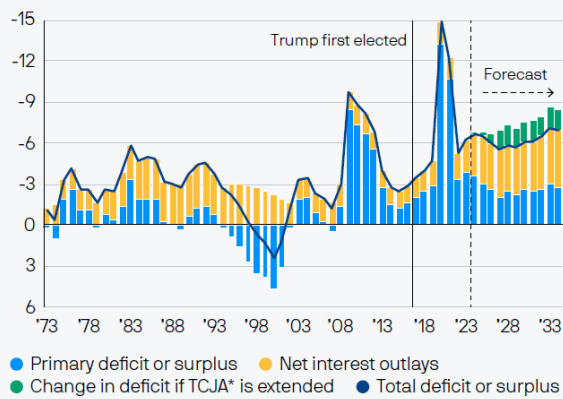
Die nuwe Trump-administrasie het natuurlik die potensiaal om daadwerklike beleidsveranderinge te weeg te bring wat op die langtermyn die Amerikaanse samelewing en ekonomie op 'n baie sterker voet sal plaas. Ek hoop hulle doen. Daar is egter groot uitdagings - veral wanneer dit kom by die finansiële markte. Diep hervormings is nodig en die burokratiese “diep staat” gaan dit nie maklik maak nie. Baie van die Administrasie se beleide en doelstellings kan mekaar ook teenwerk. Trump het sy kiesers laer inflasie belowe, maar invoertariewe, beperkings op immigrasie en belastingkortings is beslis nie deflasionêr nie. 'n Swakker Dollar-beleid gaan ook nie help om inflasie in toom te hou of die Dollar se posisie as reserwegeldeenhed te beskerm nie. Mees belangrik is dat die VSA se fiskale posisie, ten spyte van inisiatiewe soos DOGE, nie noemenswaardig gaan verander sonder om 'n onmiddellike resessie teweeg te bring nie. Meeste van die fiskus bestaan in iedere geval uit “verpligte” sosiale bestedings en 'n groeiende rente komponent.



In baie opsigte het Trump 'n hospitaal “pass” ontvang. Die rug van inflasie blyk nog nie gebreek te wees nie, 'n nuwe koue oorlog heers en fiskale besteding is op rekordvlakke. Vir dié redes - inflasie verwagtinge, geopolitiek en skuld, het die 10-jaar VSA-staatseffektekoers meer as 1% hoër beweeg sedert September, ten spyte van, of dalk ook omdat, die Federale Reserwe rentekoerse begin sny het. Die 10-jaar koers is tans 4.78% en die aandeelmark sukkel om hierdie hoër koerse te verwerk. Koerse hoef nie veel hoër te beweeg voordat iets in die finansiële markte breek nie. Die vorige keer wat koerse naby 5% verhandel het, was toe Silicon Valley Bank ineengestort het en baie streeksbanke in die VSA vir alle praktiese doeleindes gered moes word.

Exhibit 1: Additional stimulus will push the US fiscal deficit to extraordinary levels

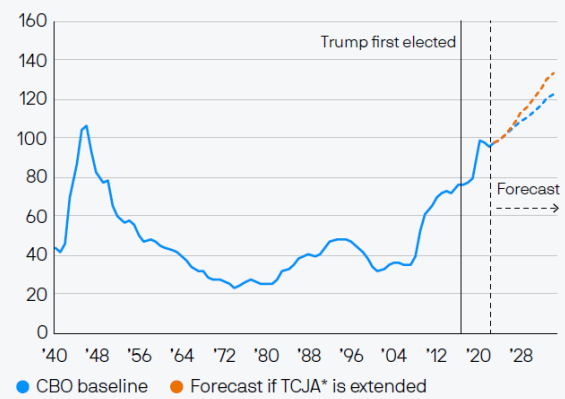
Composition of the US federal deficit
% of GDP



Source: (All charts) BEA, CBO, US Treasury, J.P. Morgan Asset Management. Forecasts are based on the Congressional Budget Office's (CBO's) latest budget and economic outlooks and internal J.P. Morgan Asset Management estimates. *TCJA refers to the Tax Cuts and Jobs Act of 2017, parts of which will expire on 31 December 2025 unless extended. Years shown are fiscal years. Data as of 12 November 2024.

Exhibit 2: Ever-rising government debt could unsettle the bond market

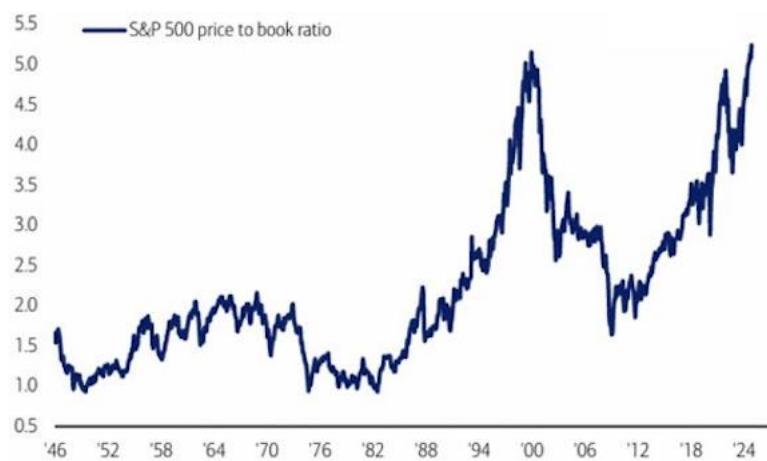
US federal debt
% of GDP



Dit is baie moontlik dat die VSA-ekonomie teen 'n baie goeie nominale tempo kan groei te danke aan 'n "Amerika Eerste" beleid. Industriële herlewing, belastingtekorte en deregulasie is alles goed vir besigheidsvertroue, maar die groei sal nie aandeel proporsioneel en eweredig bevoordeel nie. 'n Groot gedeelte van Trump se kieserbasis is die lae-en-laer-middelklas van die Amerikaanse "oorvlugstate" en beleid sal op hulle gerig word ten koste van multinasionale en tegnologie maatskappye in blou stede. Ons voorsien 'n beleidsomgewing wat effe hoër inflasie duld, solank looninflasie die algemene inflasiekoers uitpresteer. Dus nie 'n goeie omgewing vir korporatiewe marges wat op rekordvlakke sit nie. Nominale groei sal dus ook 'n groter komponent inflasie bevat en dus gaan effektekoerse hoër vir langer moet bly. Hoër effektekoerse is nie goed vir aandele wat op rekord waardasievlakke sit nie.

Chart 6: S&P500 price-to-book ratio now exceeds March 2000 high

S&P500 index price-to-book ratio



Source: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg, Global Financial Data

BofA GLOBAL RESEARCH

Dit is natuurlik nie alle aandele wat duur is nie, daar is baie waarde buite die swaargewigte in die S&P500 en nog meer buite die VSA. Baie kommentators sal verwys na die sogenaamde “Magnificent 7” en hoe duur hul is. Parallele word soms getrek met die IT-borrel van die vroeë 2000’s. Hierdie verskynsel vergelyk egter baie beter met die sogenaamde “Nifty Fifty” in die vroeë 70’s. Die aandele wat vandag hoër waardasies geniet is nie noodwendig meer groei maatskappye (soos met die IT-borrel) nie. Apple se omset staan al vir drie jaar lank stil, tog verhandel die aandeel teen ‘n 37 prys-verdiens-te-veelvoud. Soortgelyk is Costco, nie naastenby ‘n tegnologie maatskappy nie, maar verhandel teen ‘n 55 verdienste-veelvoud. Beide het teen helfte hierdie veelvoute verhandel ‘n paar jaar gelede toe effektekoerse dit baie aantrekliker gemaak het om jou oë toe te druk en net te koop. Daar is nóg voorbeelde, maar wat meeste in gemeen het is dat “kwaliteit” ‘n faktor is en prys nie. Almal is in die VSA genoteer. Uitnemende maatskappye in ‘n uitnemende mark. Soortgelyk het die “Nifty Fifty” maatskappye soos Johnson & Johnson, Coca-Cola en Walt Disney ingesluit. Ten spyte daarvan dat hierdie maatskappye goeie wins en omset groei vertoon het oor die volgende dekades, het die hoë inkoopvlakke en ‘n veranderende makro-omgewing baie teleurstellende opbrengste vir hul beleggers opgelewer. ‘n Verlore dekade vir die huidige “uitnemendes” is ook ‘n sterk moontlikheid.

Dan is daar al die sprake van ‘n produktiwiteits-oplewing te danke aan kunsmatige intelligensie (KI). Soos met meeste tegnologiese siklusse, sal meeste van die voordele egter eers later ervaar word. Tans word die KI-infrastruktuur gebou en word daar ge-eksperimenteer. Net so was die infrastruktuur vir die internet in die laat 90’s gebou, maar die wenner soos Amazon, Google en Netflix was meer as ‘n dekade later eers voor die hand liggend. Die KI Hiperskalers (dit is dié wat die infrastruktuur soos kuberwolk dienste, datasentrums en “groottaalmodelle” bou) prys reeds baie hoë verwagtinge in. Terselfdetyd raak hul besigheidsmodelle al hoe meer kapitaalintensief en meer gekommoditiseer. Dit beteken dunner marges en laer opbrengste op kapitaal as wat hul tans geniet. Daarmee saam moet waardasies afkom.

Die volgende geleentheid is in die KI-ontwikkelaars. Dit is die maatskappye wat hul sagteware gaan skryf of verbeter op die rug van die Hiperskalers se infrastruktuur. Moeiliker om te voorspel, maar ons het gedurende 2024 in Docusign en Zoom klein posisies geneem teen baie lae waardasies.

Ons het in ‘n vorige nuusbrief ook genoem dat ons nie noodwendig die “pikke en grawe” of dan nou “hardeware” wil verskaf nie. Dit is byvoorbeeld Nvidia of ASML en TSMC. Hierdie sektor is besonders siklies, reeds baie hoog geprys en ‘n handelsoorlog (of fisiese oorlog) hou beduidende risiko’s vir hulle in. Onder die radar is dié maatskappye wat kritiese dienste verskaf aan die hiperskalers. Dink water aan ‘n goudmyner in die woestyn. Daarom het ons ‘n saak uitgemaak dat energie-verskaffers ‘n groot indirekte wenner gaan wees van die KI-ontploffing.

Ons neem dit egter nog 'n stap verder met 'n onlangse belegging wat ons gemaak het in Landbridge. Dié maatskappy besit 273 000 akker in die Delaware Bekken wat in die Weste van die Permiese Bekken geleë is in Texas. Die maatskappy word bedryf soos 'n tantieme maatskappy, soortgelyk aan Texas Pacific Land (gaan loer gerus wat het die aandeelprys van TPL oor die laaste paar dekades gedoen). Terwyl hulle munt slaan uit tantieme op olie en gas produksie het watervervoer en waterprosessering 'n groot gedeelte van die besigheid geword. Hidrobreking het groot hoeveelhede water nodig en produseer ook weer groot hoeveelhede afvalwater wat prosesseer moet word. Dié aktiwiteit het genoeg wins produseer om 'n aankope in Landbridge te regverdig, maar die geleentheid lê in datasentrums.

Wes-Texas is yl bewoon, grond is goedkoop, die lug is droog, 'n vriendelike regulatoriese omgewing en baie optiese vesel infrastruktuur hardloop deur Wes-Texas. Dan is energie in die vorm van wind, son en gas goedkoop en naby geleë. Dit maak dit ideaal vir 'n hiperskaler om 'n datasentrum daar te bedryf. Al wat nog nodig is, is water wat die datasentrum moet afkoel. Die water, grond en energie sal alles natuurlik deur Landbridge se ekosisteem verskaf kan word. Landbridge het onlangs sy eerste huurooreenkoms gesluit vir só 'n datasentrum wat sowat 2000 akker sal opneem. Landbridge se aandeelprys is 110% hoër sedert ons aankope vroeër in 2024. Sou die volle potensiaal van Landbridge opgeneem word, kan die maatskappy egter 10 keer die huidige aandeelprys werd wees.

Ons glo die risiko's vir 2025 lê daar waar jy dit die minste verwag. Die geleenthede, elders. Buite die grootgewigte, buite die hiperskalers, buite kwaliteit, buite die VSA.

Jou beleggingsvenoot,

Drikus Combrinck CFA®