

Norges Handelshøyskole
Bergen, høstsemesteret 2006

Utredning i fordypningsområde: Finansiering og finansiell økonomi
Veileder: Førsteamanuensis Jøril Mæland

Aksjeinvesteringer i Sør-Afrika

-risiko og muligheter

av
Iver Kristian Arnesen

Denne utredningen er gjennomført som ledd i siviløkonomutdanningen ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen inntår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Første del av oppgaven handler om generelle trekk i økonomien i Sør-Afrika. Jeg forklarer først de historiske betingelsene som ligger til grunn for den økonomiske utviklingen, og går videre med å forklare situasjonen i dag. Jeg fokuserer i denne delen på investeringsklimaet og hvordan forholdene ligger til rette for investeringer. Jeg forklarer videre de økonomiske rammebetingelsene i form av de viktigste institusjonene og deres funksjon, og politiske virkemidler som har blitt tatt i bruk i årene etter apartheid for å forsøke å rette opp skjevheter fra den gang, samt å sikre økonomisk vekst. Deretter kommer et avsnitt om fremgangsrike sektorer som det kan være verdt å se nærmere på for investorer som ser etter gode investeringsmuligheter.

I kapittel 3 har jeg fokusert på en rekke spesifikke risikofaktorer som er mer eller mindre særegne for Sør-Afrika. Det fokuseres her både på generelle faktorer som kan påvirke den økonomiske utviklingen i hele samfunnet på sikt, og på faktorer som kan ha ulik virkning på de enkelte selskap.

I kapittel 4 kommer en analyse av Johannesburg Securities Exchange, og hva som driver utviklingen på den børsen. Særlig trekkes forholdet til utviklingen i gullprisen frem. Deretter sammenligner jeg børsene i Johannesburg og i Oslo med hensyn på å benytte diversifisering mellom disse to markedene for å få en bedre avveining mellom avkastning og risiko. Hele analysen i dette kapittelet er sett fra ståstedet til en liten norsk investor.

Kapittel 5 er en utgreiing og diskusjon av metodene jeg har brukt i arbeidet med denne utredningen. Her prøver jeg å sette et kritisk lys på mine egne metoder, samtidig som jeg forklarer hvorfor jeg har gjort som jeg har gjort.

Kapittel 6 er en betraktning fra et annet synspunkt enn det rent finansielle ved å investere i et land som Sør-Afrika. Jeg prøver her å legge til rette for refleksjon rundt etiske problemstillinger som investorer kan komme til å støte på dersom de vurderer å investere i et land som befinner seg på et lavere trinn i den økonomiske utviklingsstigen enn det vi er vant til i Norge.

Til slutt samler jeg trådene i et oppsummerende og konkluderende kapittel hvor jeg forsøker å trekke ut de viktigste lærdommene av det arbeidet jeg har gjort.

Innholdsfortegnelse

Sammendrag	2
Innholdsfortegnelse	4
1 Innledning	5
2 Samfunnsforhold og investeringsklima i Sør-Afrika	7
2.1 Et historisk perspektiv	8
2.2 Institusjoner og regulering	10
2.3 Politiske programmer	11
2.3.1 NEPAD	11
2.3.2 GEAR	12
2.3.2 Black Economic Empowerment, BEE	12
2.4 Fremgangsrike sektorer	13
3 Risikofaktorer	15
3.1 Korrupsjon	15
3.2 Kriminalitet	15
3.3 HIV/Aids	16
3.4 Valuta	16
3.5 Inflasjon	17
3.6 Råvaremarkeder	17
3.7 Politisk risiko	17
3.7.1 BEE	18
3.7.2 Byråkrati	19
4 Investeringer i aksjemarkedet i Sør-Afrika for en liten norsk investor	20
4.1 "Emerging Markets" generelt	21
4.1.1 Direkte investeringer versus finansinvesteringer	22
4.1.2 Diversifisering mellom markeder	23
4.2 Drivere av JSE	23
4.2.1 Gull	23
4.2.2 Sammenhengen mellom gullprisen og JSE	24
4.2.3 Diskusjon	29
4.3 Teoripresentasjon av internasjonal diversifisering	30
4.3.1 Aktive eller passive strategier?	32
4.4 Sammenligning av børsene i Johannesburg og Oslo	32
4.4.1 Vekting av investeringene	35
4.4.2 Diskusjon	37
5 Metode og kildekritikk	38
6 Etske dimensjoner	40
7 Oppsummering og konklusjon	41
Etterord	42
Kildehenvisninger	43

1 Innledning

Inspirasjonen til denne oppgaven ble hentet under mitt utvekslingsopphold ved Graduate School of Business ved University of Cape Town våren 2006. I løpet av månedene på Afrikas sydspiss ble vi vitne til et samfunn i rivende utvikling, med stor optimisme og høye håp for fremtiden. Sør-Afrika har fått tildelt oppgaven å arrangere VM i fotball i 2010, noe som gir næring til optimismen, og blir sett på som en tillitserklæring fra verdenssamfunnet. Samtidig ble det også mer og mer klart at det finnes sterke spenninger og viktige usikkerhetsmomenter i det unge demokratiet. Selv om den politiske stabiliteten ikke ser ut til å være truet på kort sikt, har landet store utfordringer og den fattige majoriteten av befolkningen venter utålmodig på forandringer som var forespeilet etter apartheids fall. Landet fremstår som en attraktiv kombinasjon av en moderne og vestlig infrastruktur, og en pulserende emerging market økonomi. I denne blandingen av optimisme, vekst og risiko er jeg overbevist om at det finnes gode investeringsmuligheter for utenlandske investorer, for eksempel fra Norge.

Målet med denne oppgaven er å klargjøre hvordan Sør-Afrika kan benyttes som et marked for norske investorer både med tanke på avkastning og risikostyring. For å klargjøre dette, velger jeg å se på korrelasjonen mellom det sørafrikanske aksjemarkedet, representert ved FTSE/JSE indeksen på Johannesburg Securities Exchange, og Oslo Børs, representert ved Hovedindeksen. Økonomien i Sør-Afrika har alltid vært sterkt preget av råvareproduksjon, med gull som flaggskipet. Mange andre metaller har blitt viktige eksportvarer også. Jeg velger likevel å se spesielt på gull i denne oppgaven. Delvis på grunn av at gull faktisk har vært svært viktig for økonomien i Sør-Afrika, delvis på grunn av gulletts spesielle stilling i verdensøkonomien. Jeg vil derfor også se på korrelasjonen mellom gullprisen og JSE, og se om bevegelser på JSE kan forutsees ut i fra bevegelser i gullprisen. I denne oppgaven ønsker jeg i første rekke å utrede investeringsmulighetene for en relativt liten, privat investor. Dette kommer blant annet til uttrykk i hvordan jeg behandler muligheten til å sikre seg mot valutasvingninger. Jeg velger i det store og det hele å ikke eksplisitt trekke inn muligheten for å sikre seg mot valutasvingninger, og dette blir dermed en ekstra kilde til risiko.

En stor del av utredningen vil også handle om generelle samfunnsforhold som er relevante for investorer som vurderer å investere i Sør-Afrika. Blant annet finnes det en rekke risikofaktorer som ikke kan leses ut fra tradisjonelle vurderingsmetoder for finansrisiko, men

som det kan være verdt å ta med i vurderingen før og eventuelt etter at man har plassert penger på børsen i Johannesburg.

Utredningen vil derfor inneholde to relativt selvstendige deler. Den første delen vil handle om samfunnsmessige, politiske og makroøkonomiske forhold i Sør-Afrika som det er verdt å være oppmerksom på for en investor. Sett i lys av historien og utviklingen i andre afrikanske land peker jeg også på noen risikofaktorer som kan være helt avgjørende for timingen angående når det kan være fornuftig å gå inn og ut av markedet. Den andre delen vil inneholde en analyse av aksjemarkedet ved Johannesburg Securities Exchange, og dets relasjon til gullprisen og korrelasjon med Oslo Børs.

2 Samfunnsforhold og investeringsklima i Sør-Afrika

Med sin turbulente historie og sitt relativt unge demokrati er Sør-Afrika et spennende land å se nærmere på. Landet har den klart største og mest velutviklede økonomien i Afrika sør for Sahara. At Sør-Afrika har ca 25 % av samlet brutto nasjonalprodukt, står for 40 % av industriproduksjonen, 45 % av mineralproduksjonen og 50 % av energiproduksjonen (Sør-Afrika har ikke mye olje, men til gjengjeld store mengder kull) på hele kontinentet til sammen, sier noe om landets dominerende stilling i Afrika. Et av aspektene som gjør Sør-Afrika til et interessant land er at det fungerer som et brohode til resten av Afrika.

Investeringer fra Sør-Afrika er en stor, og ofte den største kilden til utenlandske investeringer i mange andre afrikanske land, og landet er på mange måter et forbilde og mønster for hele kontinentet. Når det er sagt, så skal det også sies at konkurransen om å være Afrikas mest vellykkede økonomi ikke er spesielt hard. Kontinentets historie er full av fallitter, både økonomisk, sosialt og menneskelig, så det å operere med økonomiske interesser i Afrika forbindes generelt med meget stor risiko. (Nordås, 2001)

Til tross for risikoene og problemene som er forbundet med investeringer og forretningsdrift i Afrika, har det vist seg at det er gode muligheter for å tjene penger også på dette kontinentet. Det spesielle for Afrika i forhold til Europa og Amerika, som mange av de potensielle investorene kommer fra, er at hjemmemarkedene ikke består av rike mennesker. Å lykkes i Afrika forutsetter derfor at man tilpasser forretningsmodellene til lokale forhold, og er innovativ nok til å overleve i et ukjent miljø. I Sør-Afrika finnes det organisasjoner og mennesker som på en unik måte forener vestlig forretningskultur med lokalkunnskap om Afrika. Etersom det er snakk om et enormt kontinent, kan det høres absurd ut å snakke om lokalkunnskap, men det finnes definitivt fellesnevner i de ulike afrikanske kulturene som er nyttig å ha kjennskap til for en investor. Lykkes man først i Afrika kommer gevinstene i form av store marginer og liten konkurranse. (www.economist.com)

Sør-Afrika er spesielt i den forstand at det er netto eksportør av kapital samtidig som det er et u-land og et emerging market. En annen ting som skiller Sør-Afrika fra de fleste andre afrikanske landene er at hjemmemarkedet er så stort. Den hvite delen av befolkningen og den øvrige økonomiske eliten utgjør et betydelig marked med høy kjøpekraft, og det er en stadig

voksende svart og farget middelklasse. Til og med den fattige delen av befolkningen har større kjøpekraft enn majoriteten av befolkningen i andre afrikanske land.

Landet er preget av store kontraster på alle områder, både økonomisk og kulturelt. Dette innebærer at tradisjonelle stammekulturer eksisterer side om side med moderne finansmiljøer. En del av landet kan kulturelt og økonomisk fortsatt sees på som en europeisk enklave i Afrika, og skillelinjene er på mange områder fortsatt ganske tydelige mellom det "europeiske" og det "afrikanske" Sør-Afrika.

Som i de andre afrikanske landene eksisterer det i Sør-Afrika en stor uformell sektor i økonomien. Dette kan være gateselgere, småbønder som selger sine produkter privat, ulike former for tjenesteyting, etc. Tall for denne delen av økonomien er vanskelig tilgjengelige, og relativt upålitelige. Dersom det lykkes myndighetene å få en større del av den uformelle økonomien over til den formelle, kan potensialet for vekst i den offisielle økonomien være stort. En skal da være oppmerksom på at den uformelle økonomien minker tilsvarende, så dermed er den reelle effekten for det brede lag av folket ikke så stor som de offisielle tallene viser. Dersom denne effekten er stor, kan de offisielle tallene skape større optimisme enn det egentlig er grunnlag for.

2.1 Et historisk perspektiv

Den formelle økonomien i Sør-Afrika kan spores tilbake til 1652 da nederlenderne etablerte en forsyningsstasjon i det som i dag er Cape Town. Stasjonen skulle forsyne skip som tilhørte det Nederlandske Øst India Kompaniet. Snart kom tyskere og franske hugenotter etter, og det etablerte seg en økonomi basert på jordbruk og handel med skip som passerte på vei til og fra India. Dette var begynnelsen på det som i dag er kjent som afrikaanskulturen. Da kyststripen etter hvert ble mer dominert av engelskmennene, søkte store deler av denne folkegruppen innover i landet i det som i historien omtales som The Great Trek. Der etablerte de boerrepublikkene Transvaal og Oranje Vrystaat. Engelskmennene fattet større interesse for det indre av landet etter de store diamant- og gullfunnene, og etter den andre boerkrigen fikk de herredømme over kolonien på begynnelsen av 1900-tallet. Engelskmennene innførte gradvis lover som var basert på rasemessige skillelinjer. I 1948 vant overraskende det boerdominerte National Party valget, og innføringen av den strengt rasebaserte politikken apartheid kom i gang.

Før og under apartheid ble det bygget opp et økonomisk system som fungerte svært likt europeiske systemer. Dette fungerte godt for de som var inkludert i systemet. Som kjent falt størstedelen av befolkningen utenfor, selv om de svarte i Sør-Afrika var bedre betalte og hadde høyere levestandard enn de aller fleste svarte på det afrikanske kontinentet også under apartheid (Hodd, 1991). Denne segregeringen har satt dype spor i hele samfunnet, og på alle plan. Mesteparten av privat kapital er fortsatt på hvite hender, selv om det er i ferd med å etablere seg en stadig større middel- og overklasse fra de tidligere diskriminerte gruppene av befolkningen. Til tross for at forskjellene mellom rasene er i ferd med å utjevne seg noe, er det fortsatt minst like store forskjeller mellom fattig og rik. De 20 % rikeste kontrollerer nærmere 70 % av landets inntekter, mens de 20 % fattigste kontrollerer bare 2 % av inntektene. Utdanningsmessig er det også store gap mellom de ulike etniske gruppene, noe som i seg selv forsinker utviklingen mot en jevnere fordeling av ressurser.

(www.statssa.gov.za)

Hele den økonomiske suksessen til Sør-Afrika er historisk sett grunnlagt på rike naturressurser, i hovedsak var det de store gull- og diamantforekomstene som sørget for det første økonomiske oppsvinget på slutten av 1800-tallet. De senere årene har råvareprisene på verdensmarkedet gått opp, og som en stor produsent av råvarer, fremfor alt metaller, har Sør-Afrika profitert på denne utviklingen. Dette har lagt grunnlaget for en solid økonomisk vekst og skapt positive ringvirkninger. Landet har en velutviklet infrastruktur og vestlig standard i mange henseende. Vei, jernbane, flyplasser og havner er godt utbygd, og internett og telekommunikasjon fungerer godt. Det er likevel stor spenning knyttet til landets fremtid, og utviklingen i nabolandet Zimbabwe, samt de sørafrikanske myndighetenes manglende kritikk av Robert Mugabes regime, nører opp om denne usikkerheten. Korrupsjon og annen kriminalitet er også med på å bremse kapitalstrømmene fra utlandet. (Deloitte, 2004)

Mot slutten av apartheidregimet ble Sør-Afrika et mer og mer isolert land på grunn av de økonomiske boikottene landet var utsatt for. Det førte til at staten grep inn mer og mer for å holde deler av økonomien levende. Landet ble i økende grad tvunget til å være selvforsynt med ulike produkter, noe som førte til en allsidig industri, men en fundamentalt usunn økonomi. Konkurransesituasjonen i landet var ikke tilfredsstillende, og alle deler av økonomien var preget av sterke reguleringer.

Mange av reformene som er innført etter apartheid går ut på dereguleringer og oppløsninger av barrierer for forretningsdrift, og disse ser ut til å ha hatt en positiv effekt. I følge Verdensbankens rangeringer over i hvilke land det er lettest å gjøre business havner Sør-Afrika på 29. plass av i alt 175 rangerte land. Dette er den suverent høyeste rangeringen oppnådd av et afrikansk land. Namibia følger som neste afrikanske land på 42. plass. Sør-Afrika ligger også høyere på rangeringen enn flere europeiske land som for eksempel Østerrike, Frankrike og Spania. Et av kriteriene som Sør-Afrika scorer best på er beskyttelse av investorers rettigheter, hvor landet rangeres på 9. plass av de 175 landene. Dette skulle tale for at det lovmessige og regulatoriske miljøet ligger til rette for utenlandske investorer som ønsker å investere i landet. (www.doingbusiness.org)

2.2 Institusjoner og regulering

Sør-Afrika har et velutviklet og godt fungerende kapitalmarked. Bank og finansvesenet er også velutviklet, og børsen i Johannesburg er ansett som moderne og velfungerende. South Africa Reserve Bank er sentralbanken, og en veletablert og godt fungerende sådan. Sentralbanken ble etablert allerede i 1921, og fungerer etter europeisk mønster. Banken har en fri stilling for å regulere rentepolitikken, og har som hovedmål å oppnå og opprettholde prisstabilitet. Sentralbanken og dens forhold til politiske myndigheter har fått positiv omtale internasjonalt for sin frie stilling i den sørafrikanske økonomien.

Fra myndighetenes side er det stor vilje til å tilpasse reguleringer og regelverk slik at Sør-Afrika blir et åpent og attraktivt land å investere i for utenlandske investorer. Styresmaktene har innsett viktigheten av investeringer fra utlandet, og forsøker å skape insentiver for at utlendinger skal investere, først og fremst gjennom direkte investeringer.

Begrensningene som tidligere lå på utenlandsk eierskap er i ferd med å mykes opp, og nå er det i praksis få begrensninger på hva og hvor mye som kan eies av utenlandske interesser i de fleste sektorene. Den store transaksjonen som ble foretatt i 2005 da britiske Barclays kjøpte ABSA, en av Sør-Afrikas største banker, står som en milepæl og symbol på den nye åpenheten i økonomien og mulighetene som finnes for utenlandske investorer.

2.3 Politiske programmer

Da Nelson Mandela tok over som president i 1994, var det i utgangspunktet som en svært venstrevridd leder. Det ble forespeilet at privat eiendom på hvite hender skulle konfiskeres og at staten skulle ha en meget sentral rolle i den økonomiske utviklingen. Denne politikken ble imidlertid raskt gått bort fra. Mandela og hans nærmeste rådgivere ble overbevist etter internasjonalt press om at Sør-Afrika hadde best av å åpne for markedskreftene, og satse på en konkurransepreget åpen økonomi. I årene som fulgte ble det innført en rekke reformer for å integrere Sør-Afrika i den internasjonale økonomien, og normalisere forholdet til omverdenen. I tillegg var og er det stor fokus på å forsøke å rette opp i den urett som store deler av befolkningen var utsatt for under apartheidregimet.

Politisk og økonomisk er situasjonen komplisert. Det er mange forhold og grupperinger å ta hensyn til internt, samtidig som løsningen på problemene bør være akseptable for både naboland i Afrika, og handelsparter ellers rundt i verden. Av hensyn til politisk stabilitet både i Sør-Afrika og i hele regionen, er det viktig å finne løsninger som gagnar det brede lag av befolkningen, altså etnisk afrikanere og fargede. Med tanke på økonomisk utvikling er det også viktig å ikke ødelegge det som allerede finnes av velfungerende næringsliv, noe som i praksis innebærer å ikke skremme for mange av de hvite ut av landet. Da vil mye av kapitalen så vel som viktige kunnskaper og ferdigheter forsvinne til utlandet. Det har de senere årene vært forsøkt en rekke politiske tiltak og reformpakker for å prøve å tilfredsstille flest mulig interesser, og å sikre den økonomiske utviklingen på bred front.

2.3.1 NEPAD

The New Partnership for Africa's Development, NEPAD, er et program drevet av den Afrikanske Union (AU). NEPAD jobber med et bredt spekter av temaer for å fremme utvikling på det afrikanske kontinentet. Sør-Afrika med president Thabo Mbeki i spissen var en av pådriverne i oppstarten av programmet, og dette programmet er uten tvil ett av presidentens viktigste prestisjeprosjekter. Programmet har som mål å utrydde fattigdom, hjelpe medlemslandene til å komme inn på bærekraftig utvikling og vekst, å fremme afrikanske interesser og Afrikas posisjon i den pågående globaliseringsprosessen, samt å akselerere prosessen for å få kvinner til å bli en aktiv del av økonomien.

2.3.2 GEAR

Growth, Employment and Redistribution (GEAR) er en reformpakke som ble introdusert av finansminister Trevor Manuel i 1996. Gjennom dette reformprogrammet har myndighetene vist sin vilje til å bevege seg mot og opprettholde et åpent marked, privatisering av statlige bedrifter og et fordelaktig investeringsklima. Programmet var ment å vare frem til år 2000, men noen av reformene har blitt naturlig forlenget. En av virkningene av disse reformene er at gjennomsnittlige tollsatser falt fra over 30 % i 1990 til 14,3 % i 1999. Programmet legger vekt på mer åpenhet og gjennomsiktighet i rapporteringen fra bedrifter, og en mer pålitelig revisjon. GEAR innebar en omlegning til en liberal og markedsrettet økonomisk strategi. De ambisiøse målene med programmet var blant annet å oppnå vekst i BNP på hele 6 %, og å skape 400 000 nye jobber årlig. Programmet skulle også legge til rette for økte investeringer, særlig direkte investeringer fra utlandet. (www.cia.gov)

Programmet hadde blandet suksess. Den største positive virkningen var nok at det ble lagt til rette for mer langsiktige forandringer i form av et rammeverk som la et grunnlag for bærekraftig økonomisk vekst og inkludering av Sør-Afrika i verdensøkonomien. Målene for økonomisk vekst ble ikke nådd innen utløpet av prosjektperioden, men kanskje har GEAR vært med på å legge grunnlaget for den høye vekstraten som Sør-Afrika har i dag. Når det gjelder nye arbeidsplasser har ikke programmet lyktes, og arbeidsledighet er fortsatt et stort problem og en kilde til sosial uro.

2.3.2 Black Economic Empowerment, BEE

Black Economic Empowerment, BEE, er et politisk program som har til formål å inkludere de tidligere diskriminerte gruppene i større grad i økonomien. En skal være oppmerksom på at "black" i denne sammenheng ikke bare gjelder svarte, men alle ikke-hvite befolkningsgrupper. Programmet går bredt ut for å adressere forskjellene i samfunnet som følge av årtier med apartheid. Det går blant annet ut på å få svarte inn på både eiersiden og i lederskapet til bedrifter og offentlige instanser. Det jobbes også med å øke kunnskapsnivået og ferdighetene til de tidligere diskriminerte, slik at de blir i stand til å utføre de nye jobbene som blir tilgjengelige for dem. Bedrifter blir målt opp mot mange ulike parametere for å fastslå i hvilken grad bedriften tilpasser seg BEE bestemmelsene, og ratifisert ut fra dette. Dersom ratingen ikke er tilfredsstillende, er det svært vanskelig å gjøre forretninger, særlig

med det offentlige. Derfor er BEE-reguleringene et kraftig pressmiddel fra myndighetenes side. Jeg kommer nærmere tilbake til virkningene av BEE for investorer under kapittelet om risikofaktorer. (www.safrica.info)

2.4 Fremgangsrike sektorer

Som nevnt tidligere har gruvesektoren alltid vært en viktig del av Sør-Afrikas økonomiske ryggrad. Denne sektoren er fortsatt viktig, men andre sektorer sørger etter hvert for at landet har flere ben å stå på, og den ensidige avhengigheten av gruveindustrien er i ferd med å avta. I dette avsnittet vil jeg nevne sektorer som det kan være verdt å se etter potensielle selskaper å investere i.

I forbindelse med gruveindustrien har det utviklet seg en sterk ekspertise på industrielle maskiner, og Sør-Afrika har nå flere selskaper som gjør det godt innen produksjon og salg av maskineri til gruve- og annen industri. Bilindustrien ved de store kjente produsentene har vært på plass i Sør-Afrika i mange år, og ut i fra dette har det utviklet seg en sterk leverandørindustri. Dette ligger det godt til rette for, siden det er rikelig tilgang på mange av råmaterialene som trengs.

Turistnæringen har vært i sterk vekst etter 1994, og er en viktig inntektskilde for utenlandsk valuta. Det forventes ytterligere vekst i årene som kommer, og det er håp om at VM i fotball skal fungere som et utstillingsvindu. Avstanden til de mest aktuelle markedene, Europa og Nord-Amerika, gjør at masseturisme slik vi ser den i for eksempel Spania antakelig ikke vil komme. Det er mer naturlig at utviklingen kommer innen opplevelsesferier i høyere prisklasser. I kjølvannet av turistindustrien har deler av eiendomsbransjen fått et kraftig oppsving de senere årene, og man har sett en sterk prisvekst på eiendommer i de mest populære turistområdene.

Sør-Afrika har en sterk kjemikalieindustri, og spesielt innen enkelte nisjer som for eksempel produksjon av syntetisk drivstoff er det bedrifter som er langt fremme. Også innen andre teknologinisjer ligger Sør-Afrika på et høyt nivå. Apartheidregimet var i ferd med å utvikle atomvåpen på 1980-tallet, og mye av denne ekspertisen benyttes i kjerneteknologi med fredelige hensikter nå.

En sektor som er spesielt fremgangsrik i det nye Sør-Afrika er sikkerhetsbransjen. Som følge av de store økonomiske forskjellene og de sosiale spenningene i landet, er det et stort behov for de rike å beskytte seg og sine eiendeler mot kriminelle. Tidligere ble dette i større grad ivaretatt av politi og sikkerhetsstyrker, men nå har private selskaper fått en mye viktigere stilling i dette arbeidet.

3 Risikofaktorer

I tillegg til alle risikofaktorene som ligger i aksjemarkeder generelt, er Sør-Afrika utsatt for en rekke spesifikke risikoer. Historisk sett er hele det afrikanske kontinentet sør for Sahara breddfullt av økonomiske, politiske og sosiale fallitter, noe som naturligvis skaper en viss skepsis og, delvis berettigede, fordommer blant investorer og økonomiske samarbeidspartnere. Noen av risikofaktorene er gjengangere i afrikanske land. Dette gjelder blant annet korrupsjon, kriminalitet, sårbar valuta og ensidig avhengighet av få varer. Andre faktorer er mer spesifikke for Sør-Afrika. Fremfor alt er Black Economic Empowerment, BEE, en form for politisk risiko som skaper usikkerhet blant investorer. Jeg vil i de følgende avsnittene gå igjennom noen av de viktigste faktorene som holder tilbake, eller skaper usikkerhet rundt den økonomiske utviklingen i Sør-Afrika.

3.1 Korrupsjon

Korrupsjon er et kolossalt problem i hele Afrika, og en av de viktigste bremseklossene i den økonomiske utviklingen. Sør-Afrika er rangert relativt høyt blant de Afrikanske landene på Transparency International sin Corruption Perceptions Index (CPI), men utviklingen de senere årene har vært svakt negativ. I 2006 ble Sør-Afrika rangert som nummer 51 i verden, mot en 32. plass i 1998, der nummer 1 er det minst korruperte landet. Konsekvensene av korrupsjon er vidtfavnende, og de totale samfunnsøkonomiske konsekvensene er store. Den omfattende korrupsjonen er med på å forsterke virkningene av de andre negative faktorene, i og med at midler som skulle vært brukt til å bekjempe dem forsvinner før de får gjort nytte for seg. Derfor kan man si at korrupsjon er en viktig årsak til at mange av de andre problemene får fortsette å utgjøre et problem. (www.transparency.org)

3.2 Kriminalitet

Kriminalitet er et stort problem i Sør-Afrika, og voldelig kriminalitet setter sitt preg på hverdagen i store deler av landet. Apartheidregimet hadde ikke vært mulig uten en utstrakt bruk av vold fra myndighetenes side, og dette har resultert i en kultur der det lett tys til vold når konflikter og uoverensstemmelser oppstår. Det er blant annet rapportert om nærmere 2000 drap på hvite farmere siden 1994 (www.timesonline.co.uk). Statistikk viser at Sør-Afrika er et

av de mest kriminelle og voldelige samfunnene i verden, og landet ligger helt i verdenstoppen for både drap, overfall, voldtekter og grov vinningskriminalitet. Spesielt for turistnæringen er det et problem at sikkerhetssituasjonen er så alvorlig.

Selv om kriminaliteten ikke nødvendigvis påvirker investorer direkte, så påvirker det økonomien og tilliten til landet og myndighetene totalt sett. Bedrifter er tvunget til å bruke store ressurser på sikkerhet, noe som forøvrig har ført til at nettopp sikkerhetsbransjen er en av de mest fremgangsrike i Sør-Afrika. Dette illustrerer at kriminaliteten ikke bare utgjør en fare for liv, helse og eiendeler, men faktisk utgjør en konstant og konkret kostnad ved å være til stede i Sør-Afrika.

3.3 HIV/Aids

Sør-Afrika er en av de hardest rammede landene i verden når det gjelder HIV/Aids. I følge tall fra FN er omtrent 20 % av befolkningen mellom 15 og 49 år smittet av HIV, og epidemien har en kraftig negativ virkning på økonomien i landet. Målt i absolutt antall, har Sør-Afrika den største HIV-positive befolkningen i verden. Det er den mest produktive gruppen av befolkningen, unge voksne, som rammes hardest, og derfor blir konsekvensene for den økonomiske utviklingen så sterk. Studier viser at HIV/Aids-epidemien kan koste Sør-Afrika så mye som 17 % av BNP i år 2010. (Thomas og Leape, 2005)

Siden begynnelsen av epidemien har myndighetene hatt en unnfallende holdning overfor problemet, og behovet for medisiner og forebyggende arbeid har vært neglisjert. Sør-Afrika ligger derfor kraftig på etterskudd i arbeidet med å snu den negative utviklingen med stadig flere smittede. President Thabo Mbeki har vakt internasjonal oppsikt med sine kunnskapsløse utsagn om HIV/Aids hvor han har bagatellisert problemet og behovet for medisiner. På dette området er det imidlertid positive forandringer på gang, og behandling har blitt mer tilgjengelig for folk flest. Mange store selskaper har også tatt ansvar og tilbyr medisiner til sine ansatte.

3.4 Valuta

Den sørafrikanske Randen (ZAR) er verdens mest aktivt handlede ”emerging market”-valuta. Dette kommer sannsynligvis av at den er så nært knyttet til gullmarkedet, og at trading i Rand

dermed blir en slags indirekte trading i gull. Valutaen er derfor utsatt for spekulasjon og dermed relativt volatil, og en kilde til risiko for investorer som investerer i Sør-Afrika. Det er indikasjoner som tyder på at volatiliteten i valutaen er en av de største svakhetene ved investeringsklimaet i Sør-Afrika. Økte langsiktige utenlandske investeringer, økt eksportkapasitet og økte reserver av utenlandsk valuta kan hjelpe på denne situasjonen, og det ser ut til at volatiliteten til den sørafrikanske valutaen er i ferd med å minke. Den forventes å fortsette med det i årene som kommer. (Thomas og Leape, 2005) Jeg kommer tilbake til betraktninger rundt valuta i senere kapitler.

3.5 Inflasjon

Inflasjonen har i mange år vært svært høy i Sør-Afrika, men har de senere årene blitt redusert og har også blitt mer forutsigbar. Inflasjonen lå i august 2006 på 5,4 %, noe som er innenfor sentralbankens målsetning om å holde inflasjonen på mellom 3 % og 6 %. En skal imidlertid ikke lenger tilbake enn til 2003 før inflasjonen var oppe i over 12 %. (www.resbank.co.za)

3.6 Råvaremarkeder

Selv om økonomien etter hvert har blitt mer allsidig, er utviklingen i råvaremarkedene fortsatt viktig for Sør-Afrikas økonomi. Sør-Afrika er verdens største produsent av gull og platina, og er også stor på diamanter, jern, kull, kobber, og en rekke andre mineraler. Det at råvareprisene er så viktige for landets inntekter, gjør at det er ekstra utsatt for internasjonale konjunktursvingninger, siden råvarepriser er noe av det som reagerer kraftigst på svingninger i internasjonale konjunkturer.

3.7 Politisk risiko

Politikken som har vært ført i Sør-Afrika etter apartheids fall har så langt vært svært vellykket på mange måter. De tidligere diskriminerte gruppene slipper til på flere og flere samfunnsområder, og omstillingen har gått såpass kontrollert for seg at kaos i stor grad har vært unngått så langt. De økonomiske forskjellene fra apartheidtiden eksisterer imidlertid fortsatt, og denne situasjonen er kilde til sterke spenninger. I 2004 eide fortsatt de hvite omtrent 80 % av jorda, selv om de utgjorde mindre enn 15 % av befolkningen. (www.nupi.no)

Utålmodigheten blant de fattige er stor, og mange føler at de ikke får ta del i den positive utviklingen som landet er inne i. Forventningene til en bedre framtid med det nye demokratiske systemet var så enorme at det lå utenfor enhver realisme at noe regime kunne være i nærheten av å innfri på kort sikt. Når fattige nå ser at forandringene i praksis er små, og i noen henseende endatil negative, mens de ser at de hvite fortsatt er minst like rike som før, kan populistiske politikere få stor oppslutning. Dersom slike politikere får sterk innflytelse etter neste valg, er det all grunn til bekymring for utenlandske så vel som lokale investorer. Om situasjonen blir like ille som i nabolandet Zimbabwe gjenstår å se, men at investeringsklimaet blir kraftig forverret med blant annet grove inngrep mot eiendomsretten er det ingen tvil om.

Som en illustrasjon på de politiske farene som finnes under overflaten i Sør-Afrika, kan kontroversene rundt tidligere visepresident Jacob Zuma være interessante å se på. Rettssakene mot Jacob Zuma har vakt internasjonal oppsikt. Han har vært tiltalt for grov korrupsjon samt voldtekt av en HIV-positiv kvinne som for øvrig var en venn av familien. Den tidligere visepresidenten ble ikke dømt for noen av delene til tross for sterke indisier imot ham. Hans oppførsel og uttalelser rundt sakene har vært oppsiktsvekkende, og vitner om holdninger mot blant annet rettsstaten, kvinner og HIV som ikke ville vært forenelig med et fortsatt politisk liv i den vestlige verden. I Sør-Afrika har imidlertid Zuma mange og mektige støttespillere, og det er en reell fare for at Zuma blir landets neste president. Zuma har bidratt til at splittelsene innad i ANC har blitt tydeligere. Han har nå sterkest støtte fra den kommunistiske fløyen i partiet, og dette sammen med det faktum at han er svært populær i deler av befolkningen kan føre til en drastisk forandring av Sør-Afrikas politiske kurs etter neste valg.

3.7.1 BEE

Programmet er dessverre ansett for å være ustabil, og nye bestemmelser kommer og går. Det er heller ikke bestemt når det skal ende, så det er følgelig en viktig kilde til usikkerhet blant bedrifter og investorer. Kritikere av BEE hevder også at systemet fører til at det oppstår en svart elite som ikke oppfører seg noe bedre overfor det brede lag av folket enn den tidligere hvite eliten gjorde. Kritikken mot BEE kan også knyttes opp mot korrupsjon, siden det hevdes at personer som er nært knyttet til makteliten i ANC synes å nyte godt av sine politiske kontakter i tildelingen av posisjoner og eierandeler.

3.7.2 Byråkrati

Sør-Afrika har et omfattende byråkratisk system som kan medføre store kostnader for forretningsdrivende og investorer. Under apartheid ble det bygget opp et kolossalt antall offentlige instanser med tungroddede rutiner. Dagens system er i stor grad basert på rammeverket som ble bygget opp da, og en nedbygning og modernisering vil ta tid. Det jobbes imidlertid aktivt fra myndighetenes side for å redusere barrierene forbundet med byråkratiet, men det er fortsatt en lang vei å gå. Problemet med det omfattende byråkratiet flyter også gjerne sammen med korrupsjonsproblemet, siden det å betale en bestikkelse eller smøring ofte kan være en fristende snarvei gjennom det kostbare og tidkrevende papirveldet.

4 Investeringer i aksjemarkedet i Sør-Afrika for en liten norsk investor

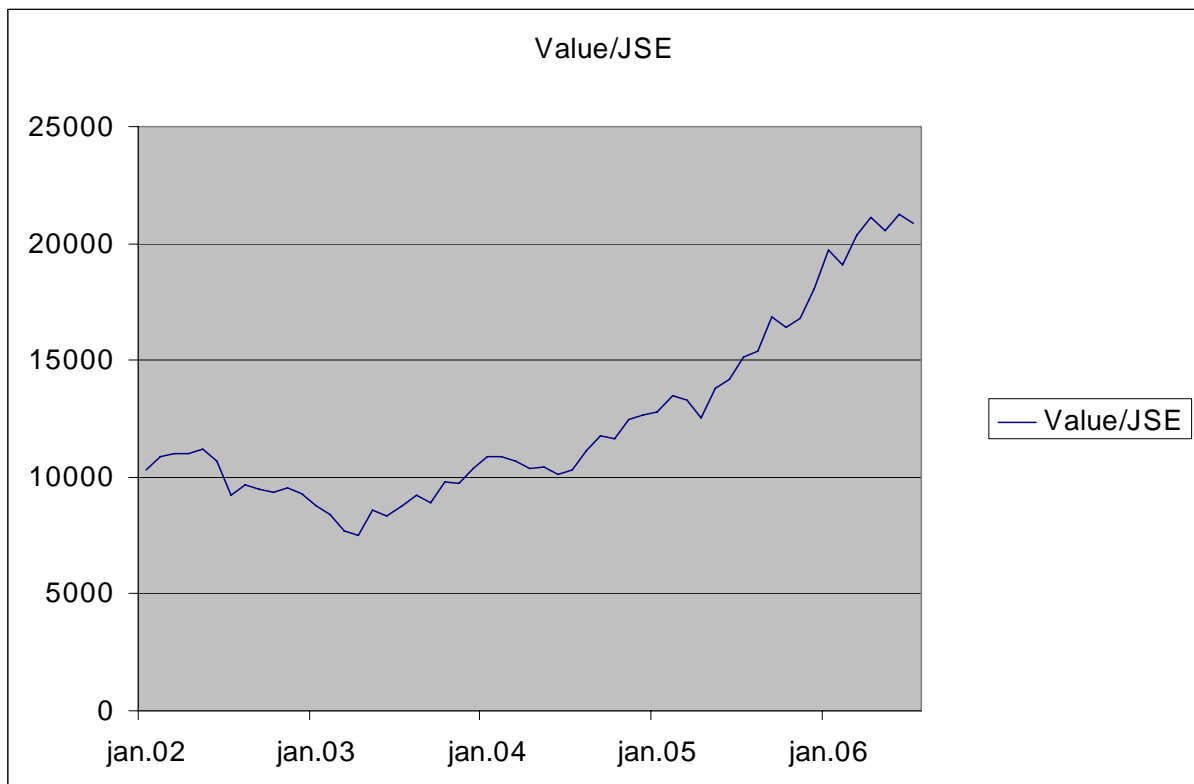
I dette kapittelet skal jeg gjøre greie for hvordan en liten norsk investor kan gjøre bruk av det sørafrikanske aksjemarkedet for å bedre sin avveining mellom avkastning og risiko. Det vil jeg gjøre ved å basere meg på generelle teorier om diversifisering, og spesielle forhold ved internasjonal diversifisering.

Johannesburg er det finansielle sentrum, ikke bare for Sør-Afrika, men for hele regionen i det sørlige Afrika. Børsen i Johannesburg er den 18. største i verden målt ut fra markedskapitalisering. Rundt 700 selskaper er listet på børsens hovedliste, og mange av de listede selskapene er hjemmehørende i nabolandene Namibia, Botswana, Mosambik og Zimbabwe. Børsen ble grunnlagt i 1887 som følge av at det utviklet seg et behov for en arena for handel med verdipapirer i kjølvannet av at det ble funnet gull i Witwatersrand i nærheten av Johannesburg i 1886. Børsen ble medlem av Federation International Bourses de Valeurs (FIBV) i 1963, og har siden utviklet seg til å bli en moderne børs med elektroniske og automatiserte handelssystemer. Det handles også derivater og obligasjoner i tillegg til aksjer på børsen. I denne utredningen fokuserer jeg imidlertid på aksjedelen av børsens virksomhet. Selv om børsen i Johannesburg er veletablert, mange av selskapene der er gamle og tradisjonsrike, og den økonomiske infrastrukturen er moderne og velfungerende, regnes Sør-Afrika som et "emerging market". Dette kommer av at økonomien er inne i en transformasjonsprosess etter apartheids fall. Apartheidsystemet skapte etter hvert en ineffektiv økonomi med store ubenyttede ressurser. Nå er økonomien inne i en fase hvor større deler av potensialet etter hvert blir realisert, og veksten er dermed høy.

Investeringer på børsen i Johannesburg har, som tidligere nevnt, vært meget lønnsomt de siste årene. Nøkkeltall viser at årlig avkastning har ligget mellom - 10 % og + 43 % i perioden 2002 til 2006. Denne perioden er imidlertid for kort til å gi meningsfulle tall på årlig basis. Jeg vil derfor benytte månedlige data også her for å beskrive avkastning og risiko. Denne perioden illustrerer også godt risikoen som er forbundet med valuta for utenlandske investorer. Valutaen i Sør-Afrika, rand (ZAR), har svingt betydelig i denne perioden, så avkastningen for utenlandske investorer har vært langt mer ustabil enn for sørafrikanske investorer.

For å tallfeste avkastningen på Johannesburgbørsen, benytter jeg i denne utredningen månedlig prosentvis endring i FTSE/JSE All Share Index. Denne indeksen er utarbeidet av det uavhengige britiske indeksselskapet FTSE på vegne av børsen, og er den indeksen som dekker det bredeste utvalget av aksjer som er notert der.

Figur 1. Utviklingen på JSE siden 2002, representert ved FTSE/JSE All Share Index.



4.1 "Emerging Markets" generelt

Sør-Afrika er inkludert i Morgan Stanleys Emerging Markets Index, og er generelt ansett for å være et slikt land. Markedene rundt om i verden som defineres som "emerging markets", har en rekke fellestrekk. I begrepet ligger det at landene er i en omstillingsfase, og på vei til å bli en åpen moderne økonomi. Det innebærer deregulering av kapitalmarkeder og valutamarkeder, og tilrettelegging for fri konkurranse. Mange "emerging markets" er preget av store sosiale og økonomiske forskjeller, med store deler av befolkningen som er fattige,

lavt utdannede og mangler velferdstilbud. Å være et "emerging market" kan sees på som et mellomstadium mellom u-land og i-land, selv om flere av landene kan sees på som u-land i mange sammenhenger.

De relativt beskjedne størrelsene på markedene i forhold til de store markedene i verden, samt spenningen som er knyttet til utviklingen av dem, fører til at disse markedene er utsatt for store svingninger i kontantstrømmer inn og ut av landene, og dermed også store svingninger rundt den makroøkonomiske trendlinjen. Dette påvirker børsene også, noe som medvirker til at "emerging markets" bør sees på som en egen kategori markeder med en forskjellig dynamikk fra mer utviklede markeder. Det bør skilles mellom to typer investeringer; direkte utenlandsinvesteringer som er en langsiktig form for investering der investor eier en dominerende del av det aktuelle selskapet eller anlegget, og finansinvesteringer som er en mer kortsiktig form for investering hvor investor kan gjøre raske forflytninger av kapital uten å være bundet av forpliktelser. (www.uiowa.edu)

4.1.1 Direkte investeringer versus finansinvesteringer

Som nevnt i forrige avsnitt er det naturlig å skille mellom to former for investeringer. Den ene formen er langsiktig og forpliktende på den måten at man går tungt inn i ett foretak, eller eventuelt etablerer egen virksomhet i landet. Det er denne typen investeringer som i litteraturen omtales som utenlandske direkteinvesteringer, eller Foreign Direct Investments, FDI, på engelsk. Den andre formen er finansinvesteringer. Denne formen for investeringer er den som står for de store, ustabile strømmingene av kapital ut og inn av et land på kort varsel. Handel av verdipapirer på børs er det typiske eksempelet på finansinvesteringer. Investeringsformen som jeg vurderer mulighetene for i denne utredningen tilhører denne sistnevnte kategorien.

Selv om det bør skilles mellom disse investeringsformene i mange sammenhenger, har de også flere fellestrekk. De er for eksempel utsatt for de samme risikofaktorene, selv om de kan forholde seg til risiko på ulikt vis på grunn av ulik tidshorisont og grad av konkret involvering i de aktuelle virksomheter. Forskjellen er også avhengig av investors størrelse. Et stort multinasjonalt selskap kan ha kapasitet til å ha større direkte investeringer enn en liten privat investor. Relativt store direkte investeringer kan ødelegge en liten privat investors mulighet til

å diversifisere seg siden mye av kapitalen da vil være bundet opp i ett enkelt prosjekt eller eiendel. Finansinvesteringer er derfor den mest aktuelle investeringsformen for en liten privat investor, og dermed den formen for investeringer som jeg i all hovedsak skriver om i denne utredningen.

4.1.2 Diversifisering mellom markeder

”Emerging markets” kjennetegnes blant annet av stor volatilitet, og dermed høy risiko for den udiversifiserte investor. Teorier om diversifisering rettferdiggjør imidlertid at det kan lønne seg å være eksponert mot flere markeder med tanke på forholdet mellom avkastning og risiko. Diversifisering mellom land kan sammenlignes med diversifisering mellom aksjer, der svingninger i verdensøkonomien kan jamføres med systematisk risiko, mens svingninger i de respektive innenriksøkonomiene kan sidestilles med selskapsspesifikk risiko. Dette vil kunne åpne for muligheter til å sette sammen en portefølje som har lavere risiko for en gitt forventet avkastning, eventuelt høyere forventet avkastning for et gitt risikonivå. I tillegg kommer imidlertid usikkerhet i forbindelse med valutasingninger. Svingninger i valutakursene kan i stor grad påvirke avkastningen for investorer som investerer internasjonalt. Store institusjonelle investorer kan sikre seg mot valutasingninger, mens dette er langt vanskeligere, eller relativt dyrere for en liten investor. (Bodie et al, 2005) Jeg kommer tilbake til en bredere presentasjon av teorien bak internasjonal diversifisering i kapittel 4.3.

4.2 Drivere av JSE

Hva kjennetegner så utviklingen på JSE i tillegg til at det er et ”emerging market”? Som historien til Sør-Afrika forteller, er store deler av verdiskapningen i landet knyttet til utvinning av gull. Dermed har utviklingen på JSE også vært nært knyttet til utviklingen på det internasjonale gullmarkedet. Gruveselskapene har fortsatt en sentral stilling på JSE, selv om økonomien med årene har blitt forholdsvis diversifisert.

4.2.1 Gull

I 1886 ble det oppdaget gull i Witwatersrand i nærheten av Johannesburg. I årene som fulgte ble det gjort flere store funn, og snart var Sør-Afrika verdensledende produsent av det edle metallet. Gull har opp gjennom historien hatt en svært sentral plass i verdensøkonomien, og

har mer eller mindre fungert som internasjonalt betalingsmiddel i uminnelige tider. Tilgang på gull har derfor vært kilde til store rikdommer i Sør-Afrika.

Gull har tradisjonelt sett hatt en sentral plass i verdensøkonomien gjennom at det har vært brukt direkte og indirekte som betalingsmiddel. Dollaren var lenge knyttet opp mot gull, og et lands gullreserver var lenge et mål på dets rikdom. Gull har fortsatt en funksjon som en måte å lagre verdi på. Gull benyttes ofte som en investering i tider hvor alt annet går dårlig, og derfor kan gullprisen sees på som et barometer på spenning i verden. I tider når det er høy grad av politisk spenning i verden, og i tider med store kriger og konflikter, ser man gjerne at gullprisen stiger. (Barry Standish, 2006; www.gold.org)

4.2.2 Sammenhengen mellom gullprisen og JSE

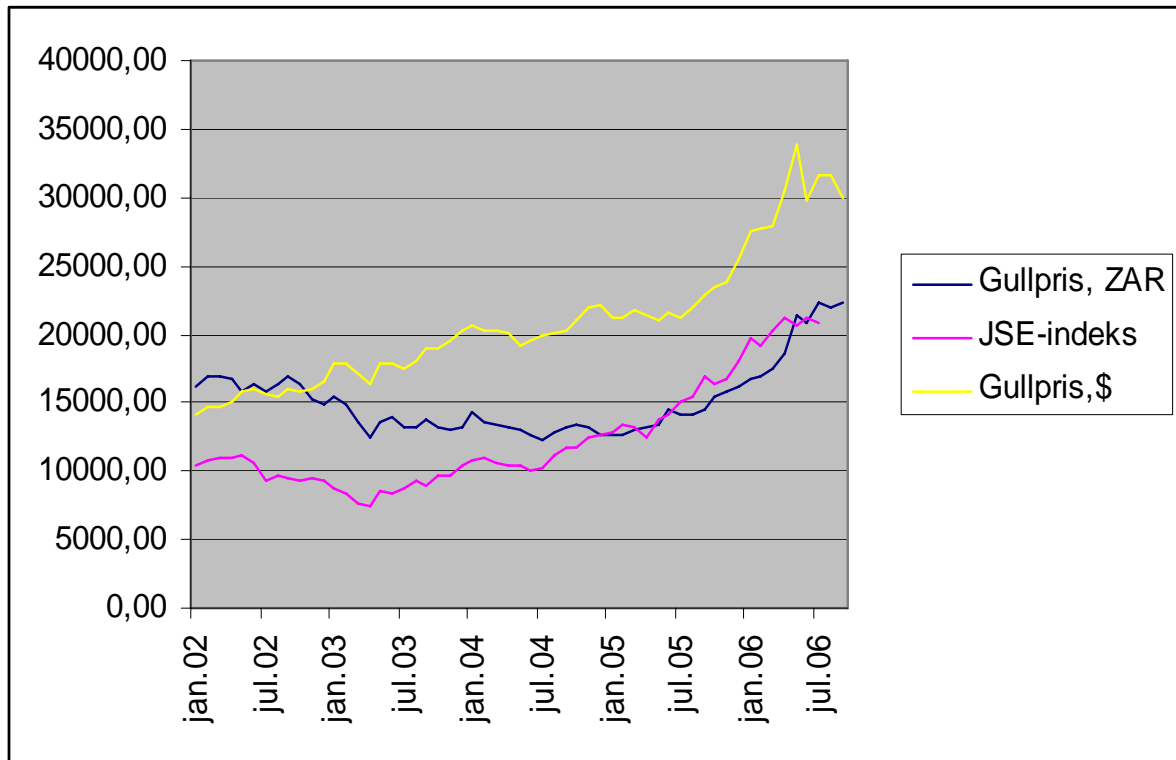
Tradisjonelt sett har det vært en sterk sammenheng mellom utviklingen i den internasjonale gullprisen og utviklingen på børsen i Johannesburg. Jeg vil i dette kapittelet undersøke hvorvidt denne sammenhengen fortsatt eksisterer.

Gullpriser benevnes internasjonalt i US dollar per ounce, og derfor kommer jeg til å undersøke sammenhengen både mellom JSE og gullprisen i dollar, og gullprisen i ZAR, som da indirekte også tar hensyn til svingninger i valutakursen. For å teste om utviklingen på JSE kan forutsees ut fra utviklingen i gullprisen, velger jeg å se på om det er korrelasjon mellom verdien på FTSE/JSE-indeksen i en måned og gullprisen forrige måned. Dette vil avsløre om FTSE/JSE-indeksen beveger seg etter gullprisen. Det er mulig at en eventuell påvirkning på børsen fra utviklingen i gullprisen skjer mye raskere enn fra en måned til den neste. Med moderne kommunikasjon og automatisert handel over internett, kan det være snakk om minutter eller sekunder før en eventuell virkning er tatt ut. Grunnen til at jeg ønsker å teste med en hel måneds forsinkelse, er at jeg ønsker å se om en liten privat investor kan benytte forrige måneds utvikling i gullprisen til å predikere denne måneds utvikling på børsen.

Som figurene under viser, er det tydelig at gullprisen og Johannesburgbørsen beveger seg i takt med hverandre. Det innebærer ikke nødvendigvis at gullprisen kan brukes til å forutse bevegelser på børsen, da også blir et spørsmål om timing. For at gullprisen skal kunne brukes som et praktisk verktøy for å time handel på børsen, må det også være en viss forsinkelse

mellom utviklingen i gullprisen og utviklingen på børsen. For å tallfeste korrelasjonen bruker jeg statistikkfunksjonene i Excel.

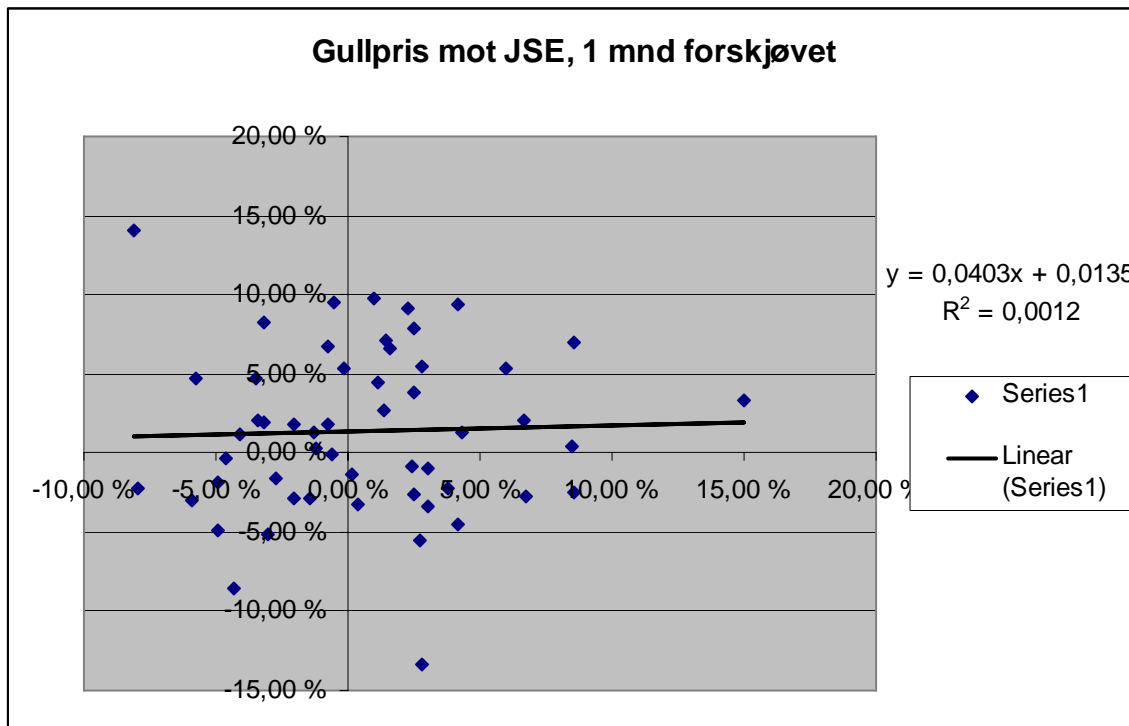
Figur 2. Utviklingen av JSE og gullprisen i rand og dollar siden 2002. Gullprisen er skalert opp for å vises i samme størrelsesorden som FTSE/JSE-indeksen. Tallene på Y-aksen gjelder FTSE/JSE-indeksen.



Diagrammene viser at det tilsynelatende er en klar tendens til at JSE og gullprisen beveger seg i samme retning. Tendensen synes å være klar for gullprisen målt i både dollar og i rand.

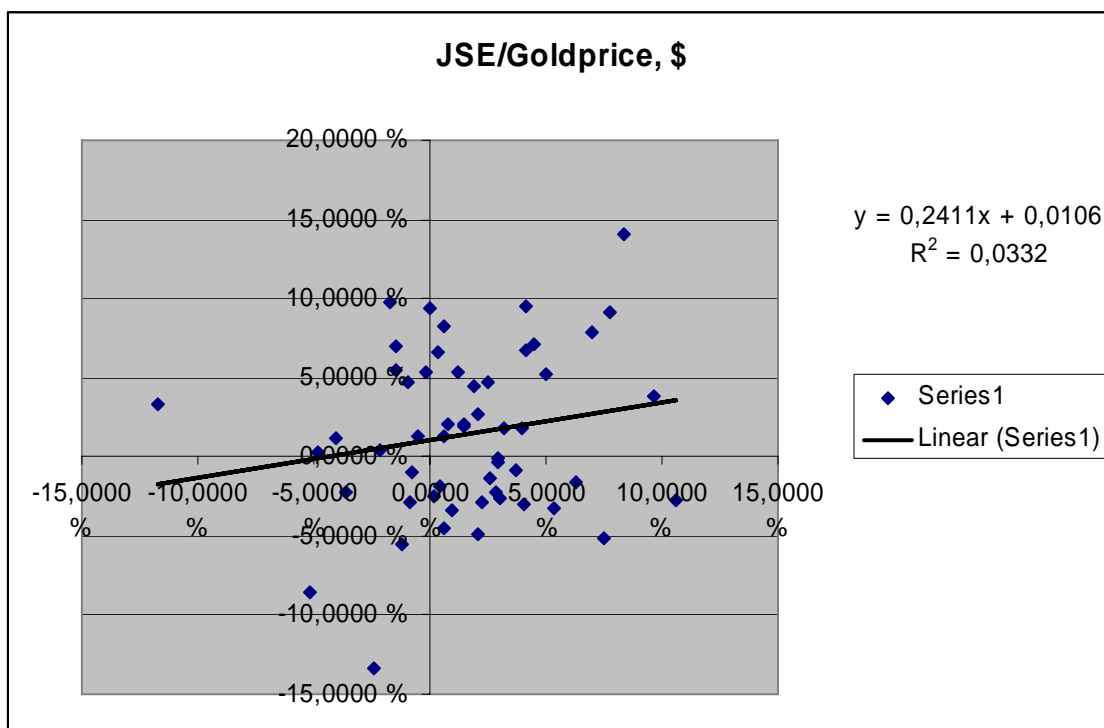
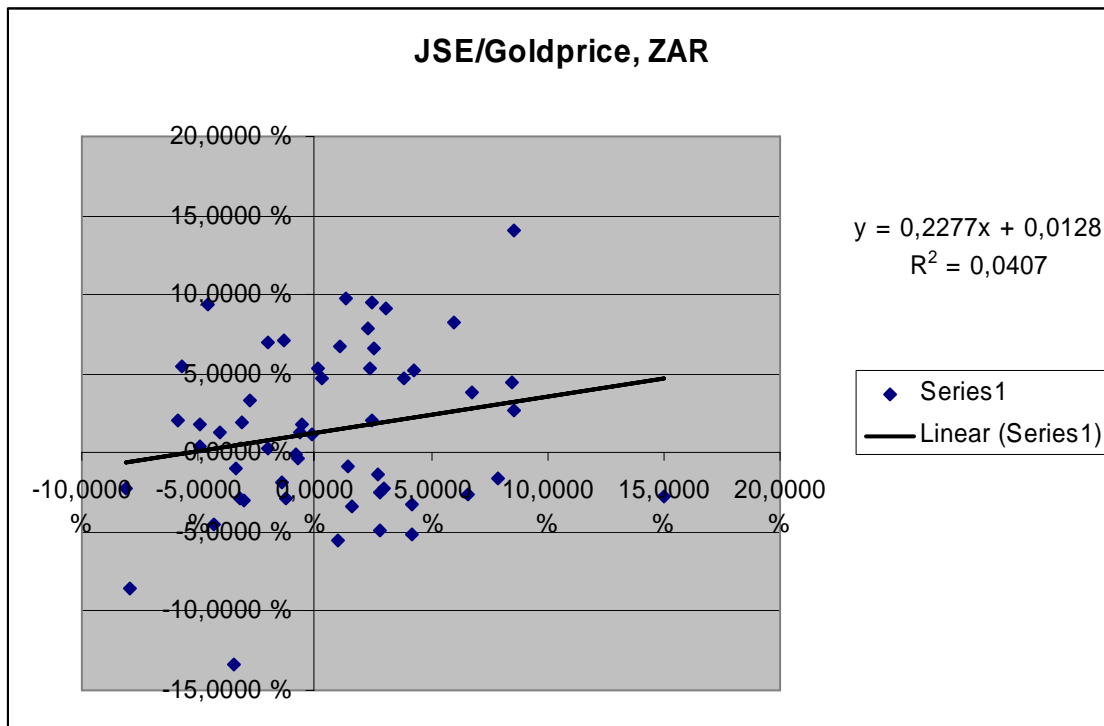
I scatterplottet i figur 3 har jeg plottet utviklingen på JSE mot forrige måneds utvikling i gullprisen målt i rand. Dette kan ikke tolkes som noe annet enn at gullprisen forrige måned ikke har noen signifikant påvirkning på børsen. Trendlinjen gjennom plottet er nesten helt flat, og forklaringsgraden er også veldig lav. Det betyr at forrige måneds utvikling i gullprisen ikke er et brukbart redskap for å forutse utviklingen på børsen inneværende måned.

Figur 3. Scatterplottet viser utviklingen på børsen i Johannesburg mot forrige måneds utvikling i gullprisen.

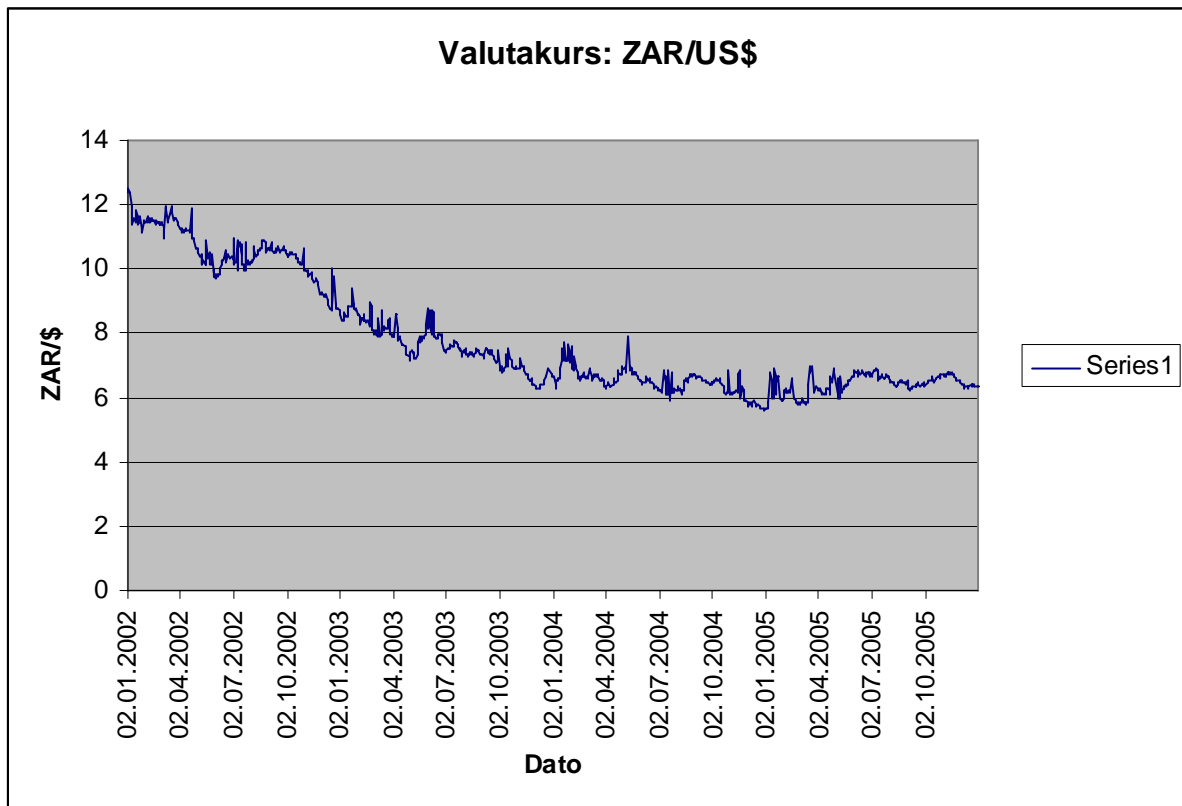


Ved å benytte et scatterplot-diagram med data fra samme måned, kommer det frem at disse er mer samsvarende. Det viser det seg at sammenhengen er tydeligere ved bruk av gullprisen i rand enn i dollar. Dette kommer frem gjennom en høyere R^2 , og sammenhengen er også kraftigere, noe som kommer frem ved den større x-verdien til linjen gjennom punktene. R^2 representerer forklaringsgraden, altså hvor mye av variasjonen i JSE som forklares ut fra variasjonen i gullprisen.

Figur 4, Scatterplot av prosentvise månedlige forandringer i gullpris målt i henholdsvis rand og dollar mot prosentvise månedlige forandringer i FTSE/JSE-indeksen.

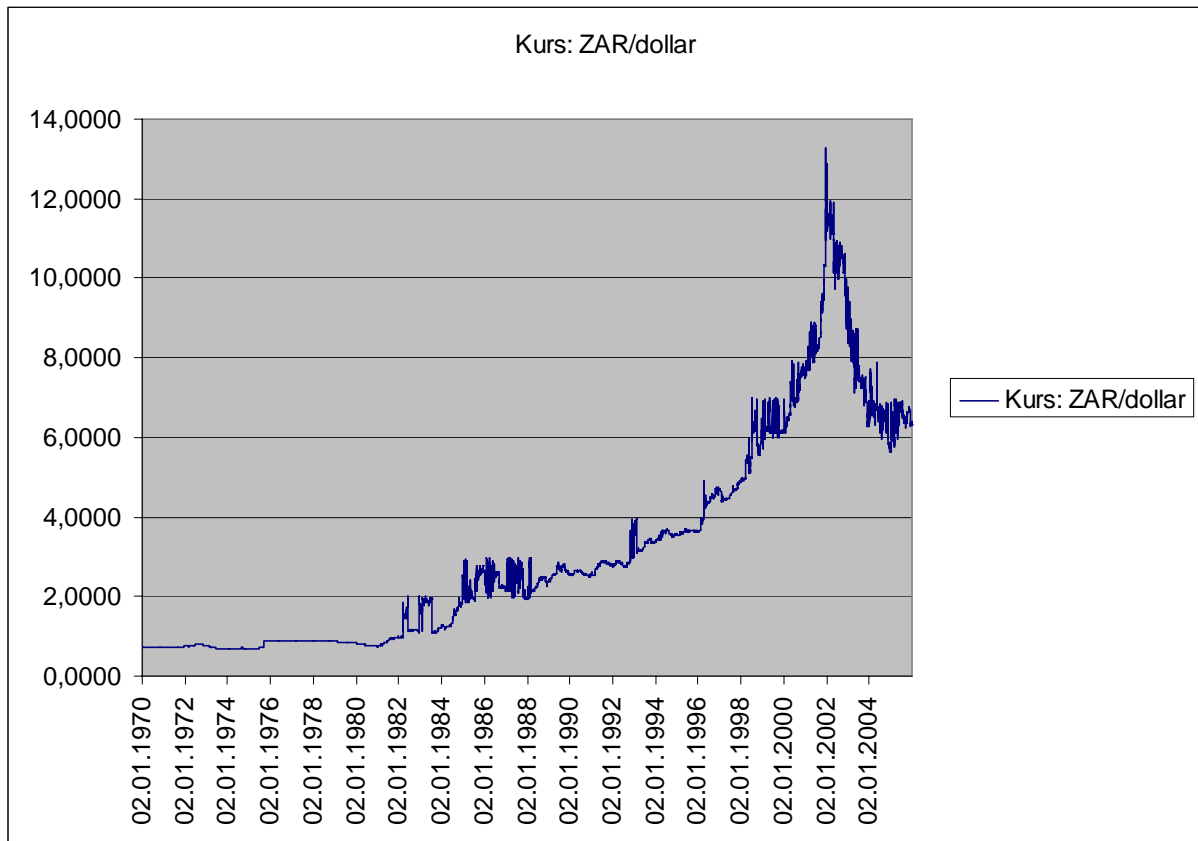


Figur 5. Grafen viser kursutviklingen for sørafrikanske rand mot dollar i perioden januar 2002 til desember 2005.



Som det fremkommer av figur 5, har det i den perioden jeg studerer foregått en dramatisk økning av randens verdi mot dollar. I 2002 måtte man betale ca 12 rand for en US \$, mens en dollar kun kostet mellom 6 og 7 rand i 2005. Det vil si at en utenlandsk (i dette tilfelle amerikansk) investor har fått en stor ekstra avkastning i form av valutagevinst over denne perioden. Går man imidlertid lengre tilbake i tid, vil man finne en motsatt utvikling. Figur 6 viser hvordan ZAR har utviklet seg i forhold US \$ fra 1970 og frem til i dag. Dette illustrerer omfanget av risikoen som ligger innebygd i valutakurssvingninger for utenlandske investorer. Dersom man som utenlandsk investor for eksempel hadde investert i aksjer på børsen i Johannesburg på midten av 1980-tallet, måtte man ha hatt en formidabel avkastning i rand bare for å holde tritt med den stadige svekkelsen av valutakursen frem til rett etter årtusenskiftet. (www.resbank.co.za)

Figur 6. Valutakursutviklingen fra 1970 og frem til i dag. (Kilde: www.resbank.co.za)



4.2.3 Diskusjon

Jeg har valgt å benytte en relativt kort tilbakeskuende tidshorisont på mine data. Dette kommer av to ting. For det første var det vanskelig å finne data som gikk lengre tilbake for børsen i Johannesburg, og børsen har også byttet indekser. For det andre representerer denne perioden en periode med relativ stabilitet i Sør-Afrikas økonomiske utvikling. Jo nærmere man går tilbake til oppløsningen av apartheid, jo mer ligner den økonomiske situasjonen i Sør-Afrika en unntakstilstand, og derfor mener jeg at disse dataene bedre representerer det man kan forvente av utvikling i de kommende årene i landet.

Funnene i scatterplotene avdekker en sammenheng mellom gullprisen og avkastningen på Johannesburgbørsen, men forklaringsgraden er lav. Det visuelle inntrykket man får ved å se på diagrammet i figur 2, skulle tyde på at sammenhengen er sterkere enn det R^2 viser. Dette

kan komme av at analysen inneholder relativt få punkter, og det kunne vært ønskelig med en lengre tidsserie.

At sammenhengen er tydeligere når gullprisen måles i rand enn når den måles i dollar, er ikke overraskende. En skulle tro at gullprisen målt i rand er viktigst for sørafrikanske investorer som dominerer på børsen. Det kan likevel tenkes at selv om investorene er sørafrikanere, så er finansmiljøet såpass internasjonalt veldiversifisert og/eller dominert av så store investorer at dollaravkastning er like viktig som avkastning i rand. Det er også sannsynlig at tilliten til dollar er sterkere enn til rand, slik at investorene følger gullprisen i dollar, og handler ut i fra denne, mens gullprisen i rand er like mye et resultat av de separate bevegelsene i gullmarkedet og valutamarkedet.

At forrige måneds gullpris ikke kan brukes til å forutse utviklingen på børsen denne måneden, er ikke overraskende. Det er all grunn til å tro at reaksjonene på børsen er tatt fullt ut langt raskere enn innen en måned. Det som imidlertid kunne være interessant å se nærmere på er om teknisk analyse av trender i gullprisen kan ha overføringsverdi til å forutse utviklingen på børsen. Dette er muligens bare en tungvint omvei ettersom teknisk analyse kan utføres direkte på børsdata, men kanskje finnes det tilfeller hvor gullprisen viser tydeligere signaler til forandring enn selve børsen.

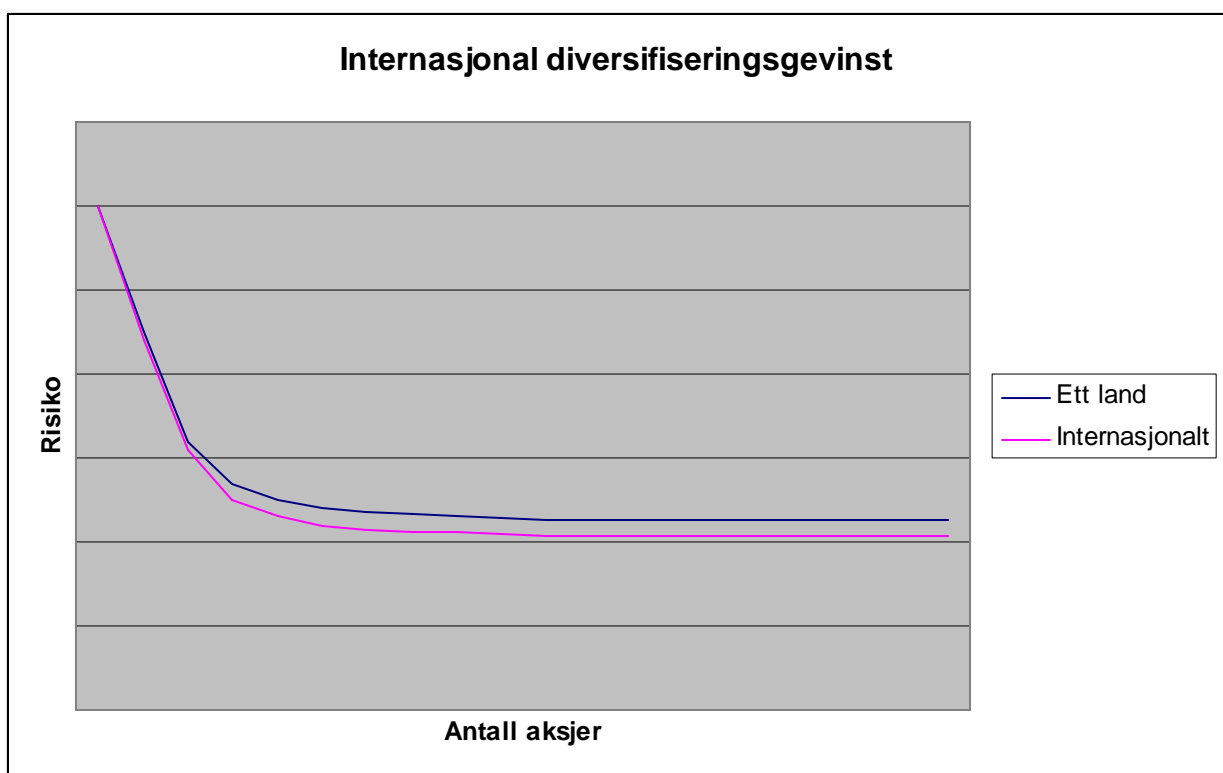
Det er i alle tilfeller klart at disse funnene tyder på at det er nyttig for en investor på Johannesburgbørsen å følge nøye med på utviklingen i gullmarkedene. Dersom gullprisen beveger seg oppover er det grunn til å tro at JSE vil følge etter oppover. Disse analysene er ikke selskapsspesifikke, og heller ikke sektorspesifikke. En analyse av kun gruvesektoren sammenliknet med gullprisen, ville sannsynligvis vist en sterkere sammenheng, mens resten av børsen antakelig viser en svakere sammenheng.

4.3 Teoripresentasjon av internasjonal diversifisering.

Internasjonal diversifisering skiller seg ikke mye fra det tradisjonelle diversifiseringsbegrepet som betyr å spre risikoen over flere investeringer. Forskjellen er at risikoen ikke bare spres over flere ulike aksjer i det samme markedet, men også mellom to eller flere ulike aksjemarkeder. Siden disse markedene ikke beveger seg helt likt får man en større diversifiseringseffekt enn om man kun investerer i ett marked. I min analyse ser jeg på

investeringene som en portefølje av to del-porteføljer, en på Oslo Børs og en på JSE. Til sammen utgjør disse porteføljene hele investeringen til den aktuelle investor. En annen måte å se det på er som en utvidelse av universet som det er mulig å investere i, altså å behandle de to markedene som et felles marked. Dersom man velger denne tilnærmingen, vil dempingen av risiko kunne forklares ut i fra figuren under. Figuren er konstruert, og ikke basert på reelle data. (Bodie et al, 2005)

Figur 7. Diversifisering mellom ulike land utvider universet av mulige investeringer, og dermed faller risikoen for en fullt ut diversifisert investor.



Historiske data er mindre brukbare til å forutse fremtidig avkastning enn til å forutse fremtidig risiko. Dette kommer av to ting. For det første vil en viss grad av markedseffisiens gjøre aksjepriser nærmest umulig å forutse – dette gjelder ikke for risikomål. For det andre er det et statistisk faktum at feilene i estimer av risiko og korrelasjon er lavere enn feilene i avkastningsestimer basert på historiske data. Av disse årsakene er det riktigere å fokusere på risikogevinsten enn på avkastningsgevinsten av internasjonal diversifisering.

Flere studier tyder på at korrelasjon mellom markeder har økt de senere årene. Dette stemmer godt med intuisjonen siden den generelle globaliseringen har skutt fart, og finansindustrien er kanskje en av de mest globaliserte industrier som finnes. Videre er det også studier som tyder på at korrelasjonen øker i tider med stor turbulens i internasjonale finansmarkeder. Dette er ikke gode nyheter for den som ønsker å diversifisere seg internasjonalt, siden det er i urolige tider ønsket om diversifisering og risikodemping er sterkest. (Bodie et al, 2005)

4.3.1 Aktive eller passive strategier?

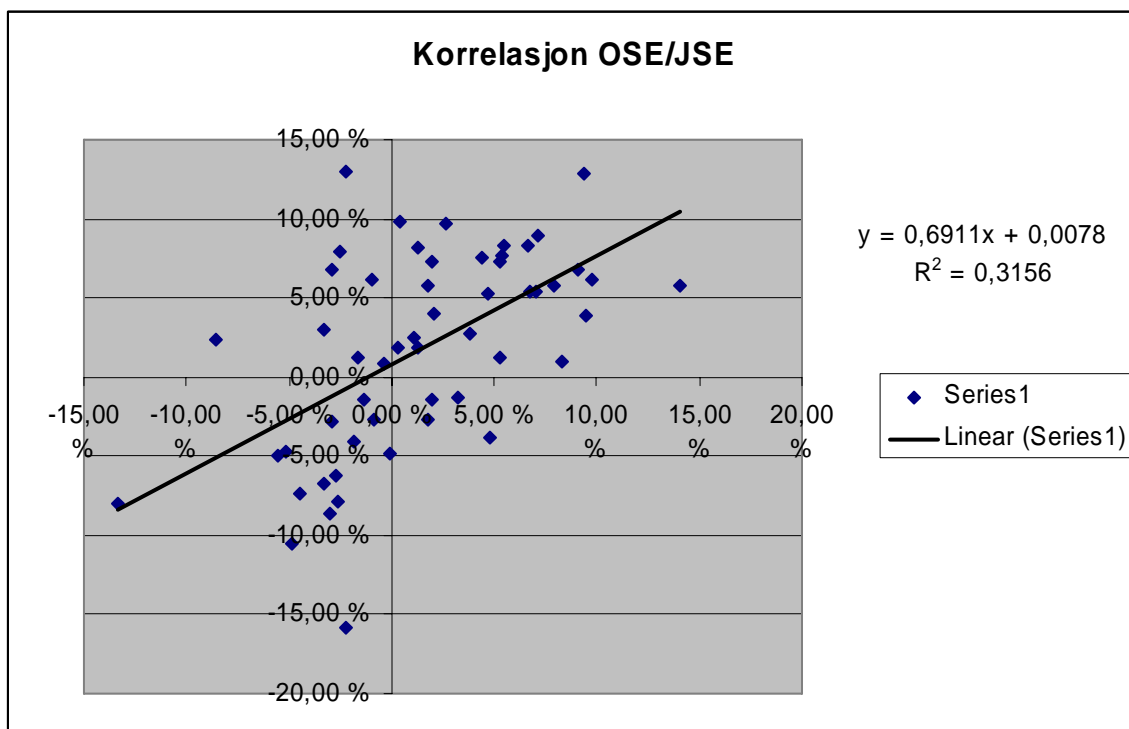
Det er flere mulige strategier å følge når man investerer i aksjer. Et hovedskille går mellom aktive og passive strategier. Passive investorer plasserer kapitalmarkedet og forsøker å replikere markedsavkastningen gjennom for eksempel å forsøke å ligge nær hovedindeksen i risiko og avkastning. Troen på en sterk markedseffisiens hvor det ikke er mulig å systematisk slå markedet over tid ligger til grunn for slike strategier. Aktive strategier forsøker derimot å slå markedsavkastningen ved å plukke aksjer og time kjøp og salg. I denne utredningen har jeg som utgangspunkt at aktive strategier har noe for seg. Det gjør internasjonal diversifisering enda mer meningsfullt siden det skaper rom for å integrere analyser av valutautvikling og faktorer som er spesifikke for det enkelte land. Ved å integrere slike analyser finnes det kanskje enda større muligheter til gevinst ved internasjonal diversifisering enn de rent statistiske metodene skulle tilsi.

4.4 Sammenligning av børsene i Johannesburg og Oslo

Til tross for de åpenbare forskjellene mellom Sør-Afrika og Norge, har de to landenes børser visse fellestrekk. Begge er råvarepreget, Sør-Afrika med sine metaller og mineraler, Norge med oljen. Det er nærliggende å tro at disse børsene påvirkes av noen av de samme makroøkonomiske faktorer siden pris og etterspørselsforhold på de internasjonale råvaremarkedene vil være viktige for begge to. Det viser seg å være en ganske sterk korrelasjon mellom oljeprisen og gullprisen. Dette kommer av at gullutvinningen er en energiintensiv industri som dermed påvirkes av oljeprisen, og at etterspørselen etter gull øker i perioder med mye konflikter. Internasjonale konflikter påvirker igjen både tilbud og etterspørsel etter olje.

Selv om oljeprisen og gullprisen er relativt sterkt korrelerte, er det andre ting som taler for at børsene beveger seg relativt uavhengig av hverandre, og at det er gode muligheter for å benytte de to børsene til diversifisering av risiko. Oslo børs drives i første rekke av oljeprisen og utviklingen i oljemarkedene, mens JSE til tross for påvirkningen fra gullprisen, nok avhenger mer av lokale forhold. Det skal i denne sammenheng nevnes at Oslo Børs ikke må oppfattes som en lavrisiko børs, selv om den er den børsen nordmenn nok er mest fortrolig med. Som det kommer frem av tabellen i figur 9, har Oslo Børs faktisk hatt et større standardavvik enn Johannesburgbørsen i den aktuelle perioden. Data for Oslo Børs er hentet fra børsens hjemmeside, mens data for JSE er hentet fra nettsiden ftse.jse.co.za.

Figur 8, Diagrammet viser et scatterplott over sammenhengen mellom utviklingen på Oslo Børs og JSE.



Som scatterplottet viser, er det en relativt tydelig positiv korrelasjon, men denne korrelasjonen er likevel relativt liten i forhold til normal samvariasjon mellom børser. Det skulle tilsi at det er mulig å oppnå betydelige diversifiseringsgevinster.

Figur 9. Månedlige data for henholdsvis Johannesburgbørsen og Oslo Børs fra 2002 til juli 2006.

<i>Månedlig avkastning, JSE</i>		<i>Månedlig avkastning, OSE</i>	
Mean	0,014436386	Mean	0,017814154
Standard Error	0,007087874	Standard Error	0,008718942
Median	0,013082487	Median	0,025713531
Mode	#N/A	Mode	#N/A
Standard Deviation	0,052085026	Standard Deviation	0,064070881
Sample Variance	0,00271285	Sample Variance	0,004105078
Kurtosis	0,232039289	Kurtosis	-0,289894977
Skewness	-0,076878292	Skewness	-0,530784814
Range	0,273444998	Range	0,288425955
Minimum	-0,133115588	Minimum	-0,158271192
Maximum	0,14032941	Maximum	0,130154763
Sum	0,779564829	Sum	0,961964315
Count	54	Count	54

”Mean” viser det aritmetiske gjennomsnittet til den månedlige avkastningen. ”Standard deviation” og ”sample variance” er henholdsvis standardavviket og variansen for avkastningen i datasettet. Disse månedlige tallene tilsvarer årlige verdier for JSE på 17,3 % for avkastningen og 18,0 % for standardavviket. For OSE er de tilsvarende årlige verdiene 21,4 % og 22,2 %. Dette viser at Oslo Børs er mer risikabel og har høyere forventet avkastning enn JSE.

Et annet viktig tall er ”skewness”, som uttrykker graden av forskyvning i datasettet i forhold til normalfordelingen. En negativ ”skewness” vil si at datasettet har en ”hale” til venstre. Vi ser at datasettet fra Johannesburg har en mindre ”skewness” enn datasettet fra Oslo. Dette vil si at fordelingen i Oslo ligner mindre på en normalfordelingskurve enn fordelingen fra Johannesburg. Analysene mine forutsetter normalfordeling, og jo større avvik fra normalfordeling, jo større feilmargin i analysene. En Jarque-Bera test kan påvise hvorvidt et datasett er normalfordelt. En slik test viser en verdi på 0,174 for dataene fra JSE, mens

tilsvarende tall for OSE er 2,725. Dette viser at observasjonene fra Oslo neppe er normalfordelte, noe som svekker gyldigheten av analysen.

Figur 10. Korrelasjon mellom Oslo Børs (OSE) og JSE

	<i>JSE</i>	<i>OSE</i>
<i>JSE</i>	1	
<i>OSE</i>	0,561821	1

Tabellene i figur 9 over viser at børsen i Johannesburg har vist mindre variasjon enn Oslo Børs i den aktuelle perioden. Det vil si at Oslo Børs isolert sett har vært mer risikabel enn børsen i Johannesburg. Oslo Børs har for øvrig også gitt høyere avkastning i perioden. Som figur 10 viser, er korrelasjonskoeffisienten mellom de to børsene 0,5618.

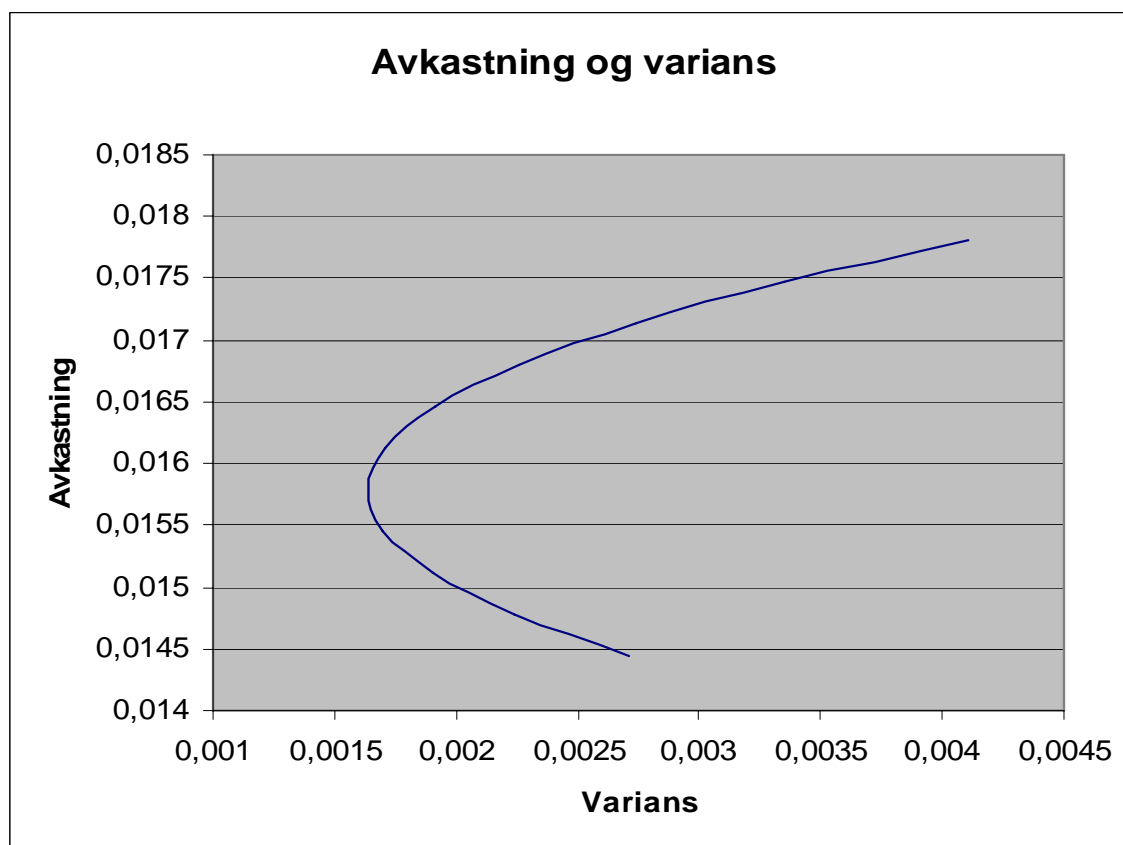
4.4.1 Vekting av investeringene

Jeg ønsker nå å vise hvordan risiko og avkastning kan styres ved å vekte investeringer ulikt på de to børsene. Det gjør jeg ut fra tallene i tabellene over og regner ut avkastning og risiko for ulike sammensetninger av porteføljen ved hjelp av Excel. Resultatene fremkommer i tabellen under. $E(R)$ representerer forventet avkastning på en portefølje med de respektive vektene plassert på henholdsvis Oslo Børs og JSE. $V(R)$ representerer variansen i forventet avkastning, og standardavviket er roten av denne. Varians og standardavvik er uttrykk for risiko, og laveste verdi av disse representerer lavest risiko. Data i denne tabellen er månedlige snittverdier hentet fra perioden fra januar 2002 og frem til i dag.

Figur 11. Avkastning og risiko for ulike vektet investert på de to børsene, avkastning og standardavvik per måned.

Andel, Oslo	Andel, JSE	E (R)	V (R)	Standardavvik
0	1	0,01444	0,00271	0,05209
0,1	0,9	0,01477	0,00224	0,04732
0,2	0,8	0,01511	0,00190	0,04362
0,3	0,7	0,01545	0,00170	0,04125
0,4	0,6	0,01579	0,00164	0,04045
0,5	0,5	0,01613	0,00171	0,04132
0,6	0,4	0,01646	0,00191	0,04376
0,7	0,3	0,01680	0,00226	0,04752
0,8	0,2	0,01714	0,00274	0,05232
0,9	0,1	0,01748	0,00335	0,05791
1	0	0,01781	0,00411	0,06407

Figur 12. Kurven viser forholdet mellom ulike vektet av avkastning og risiko for ulike vektet investert på de to børsene. Øvre høyre ende av grafen viser en investor som har hele sin formue på Oslo børs, mens nedre ende av grafen viser en investor som har investert kun på JSE.



Som figuren over viser, er det mulig for investorer å forbedre forholdet mellom avkastning og risiko ved å være diversifisert mellom de to børsene. Porteføljen med minst varians ligger nær 60 % vektning på JSE. Denne porteføljen vil imidlertid neppe være aktuell for en norsk investor dersom man tar i betraktning bakdelen med ikke å være godt kjent med det lokale markedet i Sør-Afrika og de praktiske vanskelighetene med å holde seg informert om markedet. Denne analysen av varians og avkastning tar heller ikke hensyn til valutasingninger.

4.4.2 Diskusjon

Det er vanskelig å trekke bastante konklusjoner basert på en såpass kort tidsserie som denne. Perioden har vært relativt god sammenliknet med historisk avkastning på begge børsene, og man kan ikke rekne med at denne perioden er representativ for hva man kan forvente av fremtiden. Likevel mener jeg at resultatene kan være til nytte for å illustrere at diversifisering mellom de to børsene kan gi gevinst.

Internasjonal diversifisering gir muligheter til en bedre trade off mellom risiko og avkastning enn om man kun invester i ett enkelt land. Det er teoretisk ideelt å investere i mange land, og ikke bare i to som jeg har analysert i denne utredningen. Hvor mange land man skal investere i blir en avveining mellom hvor oppdatert man kan klare å holde seg i ulike markeder, og potensielle gevinster. Det gjelder å finne markeder med minst mulig korrelasjon seg i mellom, men det er godt mulig at en investering i et internasjonalt fond kan være et bedre alternativ dersom man skal inn i flere land. Det kan bli for krevende å benytte aktive investeringsstrategier i flere land for en liten privat investor.

Et viktig moment når det gjelder allokering av investeringer er tilgang på informasjon og kostnader eller vanskeligheter med å innhente relevant informasjon. Som det kommer frem i avsnittene jeg har skrevet om de ulike risikofaktorene som kan påvirke børsen i Johannesburg er det mange samfunnsmessige forhold som spiller inn. Disse kan vanskelig beregnes ved hjelp av standardavvik og statistiske forventninger. Når det gjelder fremtidig sammenlignet med historisk risiko og avkastning påpekes det i lærebøker at risiko er mer forutsigbart over tid, mens avkastningen vanskelig kan forutsees fra historiske data. Det innebærer at det mest relevante målet er risiko når man prøver å benytte historiske data til å ta investeringsbeslutninger.

5 Metode og kildekritikk

For å finne stoffet til denne oppgaven har jeg lett igjennom en rekke bøker, artikler, utredninger og nettsider. Jeg har følt at tilgangen på tradisjonelle fagbøker på området har vært begrenset, og mye av det som finnes er noe utdatert. Artikler har vært lettere å finne, og mange av disse har vært med på å forme min innsikt i temaene, like mye som de har kunnet bli brukt som konkrete kilder. Det materialet som har vært enklest tilgjengelig har vært å finne på internett. Det er en svakhet at det kan være vanskelig å avdekke troverdigheten til noen av disse sidene. For eksempel har jeg benyttet meg av en rekke nettsider som er drevet av sørafrikanske myndigheter og organisasjoner. Det er en viss fare for at noen av disse sidene vil være partiske og fremstille Sør-Afrika som mer positivt enn hva en objektiv part ville gjort. I de tilfellene hvor jeg har vært i tvil, har jeg forsøkt å dobbelsjekke så langt det har vært mulig, men det kan likevel hende at noen påstander som er farget av kilden har sluppet igjennom.

Jeg har også stått i fare for å komme med påstander som jeg ikke kan dokumentere kilder på. Kapittelet om risikofaktorer handler i stor grad om stemninger i samfunnet som jeg plukket opp mens jeg bodde i Cape Town og leste aviser og snakket med folk. Kanskje har jeg sagt noe som ikke er vitenskapelig dokumenterbart, men dette vil jeg forsvare ved å henvise til psykologien i aksjemarkedet. Dersom man ikke bekjenner seg til sterkeste form for markedseffisiens påvirkes aksjemarkedet av psykologi og stemningstrender. Derfor har jeg følt at det har vært viktig å formidle mitt inntrykk av hva som kan være bestemmende for utviklingen fremover.

Analyse av aksjemarkedet i Sør-Afrika er basert på relativt enkle metoder. Kanskje kunne en mer avansert analyse med for eksempel eksplisitt inkludering av valutarisiko vært interessant. Jeg føler likevel at analysen tjener formålet som går ut på å påvise potensialet i internasjonal diversifisering, og at en mer komplisert analyse kunne gitt like mye ”støy” i forståelsen som den kunne gitt en dypere innsikt. Tidsseriene som jeg har benyttet går over en kort periode, fra 2002 og frem til juli 2006. Dette er uheldig i den forstand at statistiske resultater generert fra dette datasettet har stor usikkerhet i seg. På den andre siden er data som stammer fra tidligere tider delvis et resultat av ekstreme samfunnsforhold som vi trolig ikke får se igjen, og dermed er heller ikke de mer pålitelige. Figur 6 viser valutakursutviklingen på sørafrikanske rand mot dollar siden 1970 og frem til i dag, og viser at økonomien i Sør-Afrika

og landets forhold til utlandet har vært preget av sterke bevegelser. I et slikt perspektiv kan det være vanskelig å finne en ”normal” periode å analysere. Derfor mener jeg at min periode representerer relativt godt hva som kan forventes av fremtiden.

6 Etske dimensjoner

Denne oppgaven fokuserer på mulighetene for finansiell gevinst for norske investorer som vurderer å investere i Sør-Afrika. Etske dimensjoner har jeg holdt utenfor, siden jeg mener det må bli opp til den enkelte å ta stilling til slike spørsmål ved investeringer her på samme måte som ved investeringer ellers. Jeg ønsker likevel kort å belyse vinklinger som kan være spesielle for Sør-Afrika, kun ment for refleksjonsformål.

Som nevnt tidligere, er et ”emerging market” sårbar for store kapitalstrømmer inn og ut av landet. Det bør kanskje derfor vurderes hvor etisk det er å være en del av dette systemet med kortsiktige finansinvesteringer som skaper denne usikkerheten, og om det hadde vært riktigere å bidra som en langsiktig investor, og dermed skape forutsigbare forhold for utviklingen i landet. Dette bryter kanskje noe med tradisjonell markedsfundamentalisme, men er et poeng jeg mener kan vurderes, gitt den sårbare situasjonen landet befinner seg i.

Faren for å bli dratt inn i korrupsjon er også til stede. Det kan være lett å tenke i sort/hvitt i korrupsjonsspørsmål, men i virkeligheten finnes det mange gråsoner og grader av korrupsjon. Alt fra en liten bestikkelse for å få et skjema raskere gjennom systemet, til grov korrupsjon på regjeringnivå. De opplagte tilfellene er ikke vanskelig å styre unna, men hva med for eksempel å indirekte dra nytte av korrupsjon gjennom korrupte forretningsforbindelser?

Arbeidsledigheten er stor i Sør-Afrika, og markedet for svart arbeidskraft er stort. Mange arbeidere jobber under svært harde forhold, gjerne på grensen av loven. Sør-Afrika har relativt sterke arbeidstakerorganisasjoner, men her er også mange som faller utenfor disse ordningene. Det kan være greit å ha et bevisst forhold til hvordan arbeiderne i bedrifter men investerer i har det, og om disse har lovlige og verdige rammer.

Det finnes helt sikkert flere vinklinger og problemstillinger i denne sammenheng, og vurderingene man gjør må bli en avveining mellom tradisjonelle og sunne konkurransemotiver, og i hvilken grad alle parter har mulighet til å konkurrere på like vilkår.

7 Oppsummering og konklusjon

Johannesburgbørsen har tradisjonelt vært dominert av gruveselskaper. I denne utredningen finner jeg også tegn på at børsen beveger seg i takt med gullprisen, men sammenhengen jeg har funnet er ikke veldig sterk. Det kan komme av at jeg har analysert en kort tidsserie, og at statistiske data dermed ikke gir sikre svar. Det kan også komme av at den sørafrikanske økonomien er i ferd med å få flere ben å stå på, og at gull ikke lenger er like avgjørende for hvor godt det går i landet som det har vært tidligere. Dersom man skal bruke gullprisen som indikator, må man dessuten følge utviklingen nøye. Jeg fant i utredningen ingen betydelig sammenheng mellom utviklingen på JSE og forrige måneds gullprisutvikling. Det betyr at effekten av forandringer i gullprisen skjer raskere. Det er grunn til å tro at denne effekten kommer svært raskt, og at det dermed kan være vanskelig for en liten privat investor å nyttiggjøre seg informasjonen som ligger i gullmarkedet.

Sør-Afrika kan i første omgang oppfattes som et risikabelt land å investere i, men dersom man er villig til å sette seg litt inn i samfunnsforholdene i landet, finnes det muligheter til å forbedre sin avkastning i forhold til risiko for en norsk investor. Oslo Børs er i seg selv en risikabel børs med sin store eksponering mot oljemarkedet, og en diversifisering til et så ulikt marked som det sørafrikanske, kan være en fornuftig strategi. Oslo Børs er oljedominert, og børsen i Johannesburg har tradisjonelt vært dominert av gullgruveselskaper. Selv om det er ting som tyder på at prisene på gull og olje er korrelerte i en viss grad, viser det seg at de to børsene er såpass ukorrelerte at det kan gi en god diversifiseringsgevinst å være eksponert mot begge to fremfor bare en av dem.

Jeg tror at man bør holde seg oppdatert på samfunnsforhold i Sør-Afrika dersom man er interessert i å forsøke seg som investor der. Jeg tror det er viktig å følge med i politiske trender, ettersom et skifte i landets politikk kan få konsekvenser for blant annet eiendomsrettighetene til privatpersoner generelt og utlendinger spesielt. På sikt tror jeg den politiske situasjonen vil være den viktigste faktoren for om landet lykkes økonomisk eller ikke. Alt ligger til rette for at det skal være mulig å opprettholde en god vekst i lang tid, men alt avhenger av fornuftig politisk forvaltning. Det har til stadighet vist seg at naturressurser alene ikke er nok til å sikre velstand hos det brede lag av folket i afrikanske land. Sør-Afrika

har et godt utgangspunkt for å lykkes med sine ressurser, sine administrative organer og velfungerende infrastruktur.

Etterord

Arbeidet med denne utredningen har vært svært interessant, men også veldig krevende. Jeg har hatt mange interessante diskusjoner med folk med mye innsikt fra ulike synsvinkler. Jeg vil benytte anledningen til å takke disse. Ingen nevnt, ingen glemt. Jeg vil likevel rette en spesiell takk for samarbeidet til min veileder Jøril Mæland.

Man kan ikke regne med å skjønne så mye av hva som foregår i Sør-Afrika uten å se nærmere på landets spesielle historie. Man blir tvunget til å se mer nyansert på den utstrakte og brutale rasismen som har foregått, og man utfordres til å prøve å forstå ting også fra de hvites ståsted. Boerne som var i Sør Afrika da apartheid utviklet seg hadde røtter i landet som går flere hundre år tilbake, og da er det kanskje vanskelig å se på seg selv som noe annet enn innfødt. Boerne og de øvrige hvite følte at det var de som hadde bygd opp landet som det fremstod, og følte dermed eiendomsrett til det.

Da det skulle feires at Apartheid var oppløst, og at Nelson Mandela var valgt som den første presidenten etter innføringen av allmenn stemmerett, ble det som seg hør og bør servert vin. Sørafrikanerne er svært stolte av sin vin, og det finnes mange gode og tradisjonsrike vingårder i landet. Disse vingårdene er drevet av hvite farmere, og har gjerne navn etter beliggenhet, eierne, eller spesielle begivenheter i gårdens historie. At det ved Apartheids fall skulle serveres vin fra gården Allesverloren, er forhåpentligvis tilfeldig. La oss håpe at nettopp dette valget av vinleverandør ikke går inn i historien som en dyster ironi.

Kildehenvisninger

www.cia.gov/cia/publications/factbook/geos/sf.html

www.doingbusiness.org/EconomyRankings/Default.aspx?direction=asc&sort=1)

www.economist.com/displayStory.cfm?story_id=7879918

<http://ftse.jse.co.za>

www.gold.org/value/stats/statistics/monthlysince1971.html

www.heritage.org/research/features/index/country.cfm?id=SouthAfrica

www.nupi.no/IPS/filestore/hhd7f_h.pdf

www.reservebank.co.za/economics/histdownload/histdownload.htm

www.safrika.info/

www.statssa.gov.za

www.timesonline.co.uk/article/0,,2099-2100080,00.html

www.transparency.org/policy_research/surveys_indices/cpi

www.uiowa.edu/ifdebook/faq/faq_docs/emerging_markets.shtml

Bodie, Zvi; Kane, Alex og Marcus, Alan J., 2005: "Investments" 6. utgave, McGraw-Hill Companies, New York.

Deloitte, 2004: "Investing in South Africa", Studio at Deloitte, Johannesburg.

Hodd, Michael, 1991: "The economies of Africa", Dartmouth Publishing Company Ltd, Aldershot, England.

Nordås, H.K., 2001, "South Africa: A developing country and a netoutward investor" A working paper SNF no 20/01

Thomas, Lynne og Leape, Jonathan, 2005: "Foreign direct investment in South Africa: The initial impact of the Trade, Development and Cooperation Agreement between South Africa and the European Union", Business Map Foundation, London.

Standish, Barry, professor ved University of Cape Town, forelesninger i "Economics", våren 2006.