

Der letzte weiße Fleck der Investmentwelt

In Südafrika findet die Fußball-Weltmeisterschaft 2010 statt. Spätestens dann steht der Kontinent im Fokus der Weltöffentlichkeit. Für Investoren lohnt es sich, bereits heute einen Blick auf Afrika zu werfen. Ein Problem sind die niedrigen Börsenkapitalisierungen.

Gastbeitrag von Christian Kempe



Christian Kempe

Afrika ist ein Thema jenseits des Investment-Mainstreams. Den Schwarzen Kontinent bezeichnen die Vereinten Nationen als „the final frontier of global capital“. Nach den verlorenen Dekaden Ende des vergangenen Jahrtausends tut sich aber nun viel

Positives. Sieben der 20 derzeit am schnellsten wachsenden Volkswirtschaften der Welt liegen in Afrika. 2007 sollte die gesamte afrikanische Volkswirtschaft nach Prognosen des Internationalen Währungsfonds ein Wachstum von 5,7 Prozent aufweisen, das das stärkste seit 25 Jahren wäre. Im Jahr 2008 soll sich das Wachstum nochmals auf 6,5 Prozent beschleunigen. 2006 befanden sich mit Botswana, Mauritius, Namibia, Kenia und Tunesien gleich fünf afrikanische Börsen unter den 20 bestgelaufenen Aktienmärkten weltweit – so viel wie noch nie.

Ein wesentliches Defizit Afrikas ist die unzureichende Infrastruktur. In vielen Gebieten ist die Energieversorgung mangelhaft, und Stromausfälle stehen auf der Tagesordnung. Das ungenügende Verkehrsnetz ist ein wesentliches logistisches Hindernis. Der informelle Sektor, auch Schattenwirtschaft genannt, stellt in fast allen Ländern weiterhin einen Großteil der afri-

kanischen Wirtschaft dar, und Korruption behindert die Entfaltung von marktwirtschaftlichen Kräften. Im Corruption Perceptions Index 2007 von Transparency International finden sich in der Gruppe der korruptesten Länder wieder, allen voran Somalia, Sudan, Tschad und die Demokratische Republik Kongo.

Das Wirtschaftswachstum ähnelt dem von Asien

Andererseits ist die Region mit reichen Rohstoffvorkommen gesegnet, und es finden positive Reformprozesse, wie beispielsweise Steuersenkungen, Abbau von Zollbeschränkungen und Stärkung von Eigentumsrechten, statt. Der Anteil der Rohstoffe am gesamten Export macht 75 Prozent aus. Bei Gold, Platin und Diamanten beträgt der Weltmarktanteil 60, bei Phosphat und Kobalt sind es jeweils 30 Prozent. Auch Rohöl spielt eine ganz bedeutende Rolle. Dem Überschuss an Rohstoffen steht jedoch ein Mangel an produzierendem Gewerbe gegenüber. Afrika importiert in hohem Maße Fertigerzeugnisse wie Maschinen und Kraftfahrzeuge.

Einer der wesentlichen Gründe für das derzeitige hohe Wirtschaftswachstum der Region besteht darin, dass die weltweit gestiegenen Rohstoffpreise den ressourcenreichen Kontinent begünstigen. Es sind insbesondere Öl-Exporteure wie Nigeria und Algerien, welche von der Rohstoff-Hausse profi-

tieren. An überwiegend von Agrarwirtschaft dominierten Ländern wie Uganda, Tansania und Äthiopien geht der Boom dagegen vorbei.

Während sich der Westen vergleichsweise passiv verhält, hat insbesondere China seit einiger Zeit die strategische Bedeutung der reichen Rohstoffvorkommen erkannt. Die Chinesen vervierfachen in den vergangenen drei Jahren ihr Investitionsvolumen in Afrika. Im Oktober 2007 übernahm die Industrial and Commercial Bank of China für 5,5 Milliarden US-Dollar 20 Prozent an der Standard Bank, Afrikas größter Bank mit Sitz in Johannesburg. Dies stellt gleichzeitig die bisher größte chinesische Unternehmensakquisition im Ausland dar.

Die Gesamtsituation in Afrika hat sich in den letzten Jahren deutlich verbessert. Ein Großteil der rohstoffintensiven Länder weist heute Budgetüberschüsse von über zehn Prozent des Bruttoinlandsproduktes auf. Positiv haben sich auch die Währungsreserven entwickelt. In Afrika sind sie von weniger als 50 Milliarden US-Dollar Mitte der 1990er Jahre auf 100 Milliarden US-Dollar im Jahr 2002 angestiegen, und per Ende 2006 betragen die afrikanischen Währungsreserven bereits mehr als 300 Milliarden US-Dollar. Nigeria weist beispielsweise aktuell 43 Milliarden US-Dollar Reserven aus und ist damit auf Augenhöhe mit der Europäischen Zentralbank, welche 44 Milliarden US-Dollar verwaltet. Noch in den

1990er Jahren durchliefen einige afrikanische Länder den schmerzhaften Prozess einer Hyperinflation (Angola, Kongo). Die durchschnittliche afrikanische Inflationsrate lag bei über 20 Prozent. Im Zeitraum von Mitte bis Ende der 1990er Jahre wurden jedoch deutliche Erfolge bei der Inflationsbekämpfung erzielt, und die Teuerung fiel im afrikanischen Durchschnitt auf zirka sechs Prozent. Für 2007 wird mit 6,6 Prozent Inflation gerechnet.

Es ist meist das sehr frühe Stadium in der wirtschaftlichen Entwicklung, welches einigen wenigen Akteuren überdurchschnittliche Gewinne ermöglicht. Anschaulich wird dies im Finanzsektor. Die Profitabilität vieler afrikanischer Institute ist heute wesentlich höher als die westlicher Institutionen. So beträgt die Gesamtkapitalrentabilität der Banken in Ghana 4,5 Prozent, in Uganda und Namibia werden 3,5 Prozent erreicht, während sie in Südafrika bei 1,2 Prozent liegt. Als Vergleich: In den USA liegt die Profitabilität bei etwa 1,3 Prozent.

Der Kapitalmarkt steckt noch in den Kinderschuhen

Mit der Ausnahme von Südafrika sind die lokalen afrikanischen Börsenplätze relativ unterentwickelt. Historisch gesehen spielten Kapitalmärkte nur eine geringe Bedeutung, denn die

Bankfinanzierung dominierte die Kapitalmarktfinanzierung. Aktienemissionen waren rar. Hinzu kommt, dass Afrika von den 1970er bis ungefähr Mitte der 1990er Jahre eine breite Kapitalflucht erlebte. Diese Zeit war geprägt von Krisen, Militärdiktaturen, Repressionen und Bürgerkriegen.

Während Nordafrika vier Aktienbörsen (Ägypten, Algerien, Marokko, Tunesien) aufweist, zählt die subsaharische Region 16 Handelsplätze (Botswana, Elfenbeinküste, Ghana, Kenia, Malawi, Mauritius, Mosambik, Namibia, Nigeria, Sambia, Simbabwe, Südafrika, Swasiland, Tansania, Uganda, Westafrika). Die Aktienmarktkapitalisierung aller Börsen Afrikas umfasst zirka 800 Milliarden US-Dollar, wovon allein Südafrika 500 Milliarden US-Dollar auf sich vereinigt. Die Marktkapitalisierung von Südafrika entspricht in etwa der von Exxon Mobil. Im Vergleich zu Industrieländern sind die Sektoren Energie, Grundstoffe und Telekom stärker gewichtet, umgekehrt sind die Sektoren Gesundheit, Konsum und Finanzen weniger relevant.

Die Rentenmärkte sind großteils erst in den vergangenen Jahren entstanden. Traditionell haben viele afrikanische Regierungen Kredite von lokalen Banken, teilweise sogar bei der Zentralbank, aufgenommen. Inzwischen emittieren einige Staaten, wie Südafrika, Ägypten, Marokko und Tu-

nesien eigene Staatsanleihen, primär in den Hartwährungen Euro und US-Dollar. Im September 2007 emittierte Ghana als erstes subsaharisches Land außer Südafrika eine in US-Dollar denominierte Staatsanleihe. Das Papier könnte als Benchmark für künftige Emissionen subsaharischer Staaten dienen. Der Unternehmensanleihemarkt befindet sich noch in seinen Anfängen. Traditionell haben nur südafrikanische Unternehmen Anleihen herausgegeben. Nun gesellten sich aber auch nigerianische Banken in die Reihe der Emittenten.

Die Kapitalisierung ist für Institutionelle ein Engpass

Seit Anfang 2007 wurden vermehrt Fonds mit Afrikafokus lanciert, wobei ein Großteil dem Bereich Private Equity und Hedgefonds zugezählt werden muss. Viele traditionelle Anleger wie Pensionskassen und Versicherungen sind noch nicht in Afrika investiert. Aufgrund der Größenproblematik steuern die wenigen bereits engagierten Investoren eher die liquiden Märkte Südafrika und gegebenenfalls noch Ägypten sowie Marokko an. Gemäß einer etwas älteren Untersuchung des Center for Global Development von Jahresendwerten aller Emerging-Markets-Fonds von 2005 fließen ungefähr nur 0,3 Promille aller Gelder in die Aktienmärkte der Subsahara ohne Berück-

Die Korrelationen afrikanischer Aktienmärkte tendieren gegen null*

	Ägypten	Botswana	Ghana	Kenia	Marokko	Mauritius	Namibia	Nigeria	Südafrika	Tunesien	MSCI World
Ägypten		0,04	-0,03	0,08	0,11	0,10	0,14	0,06	0,12	0,01	0,10
Botswana			-0,06	-0,04	0,07	-0,02	0,05	0,10	0,07	0,10	0,06
Ghana				-0,03	0,01	-0,03	-0,02	0,05	-0,07	-0,03	-0,05
Kenia					0,00	0,08	-0,10	0,00	-0,07	0,00	-0,03
Marokko						0,05	0,14	0,10	0,09	0,07	0,13
Mauritius							0,07	0,05	0,03	0,06	0,03
Namibia								0,02	0,56	-0,04	0,32
Nigeria									-0,02	0,02	0,04
Südafrika										0,02	0,60
Tunesien											0,09

*in Lokalwährung, Zeitraum: Januar 2002 bis Oktober 2007, Basis sind Wochendaten

Quelle: Bloomberg; © portfolio institutionell

sichtigung von Südafrika. Bevor sich Emerging-Markets-Fonds für einen Zielmarkt interessieren, muss dieser eine Mindest-Marktkapitalisierung und ein Mindest-Handelsvolumen aufweisen. Die Autoren der Studie, Todd Moss, Vijaya Ramachandran und Scott Standley, beziffern die Schwellenwerte mit 50 Milliarden US-Dollar für die Marktkapitalisierung und zehn Milliarden US-Dollar für das jährliche Handelsvolumen. Erst wenn diese Grenzwerte überschritten werden, erscheint der Aktienmarkt auf dem Radarschirm professioneller Fondsmanager. Entsprechend der Studie erhalten alle Märkte mit einer Marktkapitalisierung unter 50 Milliarden US-Dollar nur vier Prozent aller Anlagegelder der globalen Emerging-Markets-Fonds. In Afrika haben lediglich Südafrika, Ägypten, Marokko und seit Mai 2007 auch Nigeria die Schwelle von 50 Milliarden US-Dollar überschritten. Einige bekannte in Afrika involvierte Manager sind Blakeney, Charlemagne, Imara, Investec, News Star, Old Mutual und Stanlib.

Die Bewertung afrikanischer Märkte kann nicht mehr als günstig bezeichnet werden. Im August 2007 wies beispielsweise der nigerianische Aktienmarkt auf Basis der Gewinnschätzungen für 2007 ein KGV von 25 auf (zum Vergleich: Marokko: 21, Ägypten: 18, Südafrika 14). Länder mit niedrigeren Bewertungen sind dagegen häufig markteng (zum Beispiel Ghana mit acht) oder riskant (zum Beispiel Elfenbeinküste mit elf).

Ein positives Argument für ein Engagement in afrikanischen Aktien ist die geringe Korrelation zu den etablierten Kapitalmärkten, was Diversifikationspotenzial eröffnet. In der Grafik auf Seite 18 sind die Korrelationskoeffizienten ausgewählter Länderindizes (in Lokalwährung) zueinander und gegenüber dem MSCI World (in US-Dollar) dargestellt. Grundsätzlich sind die Korrelationskoeffizienten sehr gering

oder sogar negativ. Lediglich Südafrika (0,60) und vielleicht in Grenzen Namibia (0,32; viele südafrikanische Unternehmen verfügen über ein Zweitlisting in Namibia) sind relativ abhängig von den weltweiten Aktienmärkten.

Die Aussicht auf weitere positive Veränderungen macht Afrika attraktiv. Die makroökonomische Situation hat sich stark verbessert, und die Chance auf eine Nachhaltigkeit der wirtschaftlichen Entwicklung ist gegeben. Viele Staaten weisen Budgetüberschüsse auf. Zudem sind Inflation und Zinsen über die Jahre stark gefallen und befinden sich in manchen Staaten bereits auf dem Niveau von anderen Emerging

Markets. Aufgrund der größtenteils niedrigen Korrelation afrikanischer Märkte kann ein Investment trotz der hohen Volatilität im Gesamtportfolio zur Risikoreduzierung führen. Für institutionelle Anleger besteht leider immer noch das Problem der geringen Kapitalisierung Afrikas. Erfahrene Afrika-Investmentmanager mit lokalem Bezug nehmen Anlagegelder meist nur begrenzt an und sind damit nicht skalierbar. Institutionellen Anlegern bleibt somit nur der Zugang über die südafrikanische Börse offen.

Der Autor ist Portfoliomanager bei der Berlin & Co. AG.

DEUTSCHLANDS BESTES EMISSIONSHAUS SAGT DANKE!



Immobilienfonds	Private Equity Dachfonds	Schiffsbeteiligungen
-----------------	--------------------------	----------------------

Die Besucher der „funds & finance“ haben HCI zum „Besten Emissionshaus Deutschlands“ gewählt. Ein Preis von den Profis – denn wer kann Finanzhäuser besser beurteilen als die, die ihre Produkte vertreiben? Wir möchten uns bedanken: Bei allen, die uns gewählt haben, bei unseren Vertriebspartnern, bei unseren Mitarbeitern. Wir bleiben dran. Denn zum Besten gewählt worden zu sein, ist für uns kein Grund, uns auszuruhen.

Wir sind für Sie da: Telefon +49 40 88 88 1-0 oder www.hci-capital.de