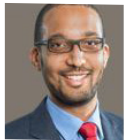


Anleger-News aus Lagos (Nigeria)



Malek Bou-Diab
Lead Portfolio
Manager



Andy Gboka
Portfolio Manager

Bei unserem Besuch der grössten und zugleich bevölkerungsreichsten Volkswirtschaft Afrikas im Mai führten wir Gespräche mit Unternehmen verschiedener Branchen sowie mit Brokern und Investoren, um uns ein Bild von der Lage Nigerias nach dem Verfall der Ölpreise und den Präsidentschafts- und

Parlamentswahlen im März 2015 zu machen. Nigeria steht im Spannungsbogen zwischen der Hoffnung auf ein Reformprogramm der neuen Oppositionsregierung in der langen Frist und den kurzfristigen Risiken, die sich aus den derzeitigen Problemen des Landes ergeben. Dabei wiegt der zweite Punkt für uns schwerer, da er die Attraktivität der nigerianischen Börse kurzfristig beeinträchtigt, wobei man auf mittlere Sicht einen konstruktiveren Ansatz einpreisen könnte, falls neue Reformanstrengungen die Perspektiven für das Land verbessern sollten.

Das makroökonomische und geschäftliche Umfeld hat sich verschlechtert

Mehr als ein Jahr, nachdem Nigeria im April 2014 durch eine statistische Neuberechnung des BIP von Rang 2 auf Rang 1 der afrikanischen Volkswirtschaften vorgerückt ist, hat sich die wirtschaftliche Dynamik des Landes abgeschwächt. Verursacht wurde dies in erster Linie durch den Kollaps der Ölpreise in den vergangenen zwölf Monaten. Obwohl sich die Preise für die Referenzsorte Brent-Rohöl von ihren Tiefstständen im Januar 2015 erholen konnten, hinterliess der Preisverfall deutliche Spuren im nigerianischen BIP, das bereits ab dem dritten Quartal 2014 in eine Schwächephase eingetreten war. Die hinter den Erwartungen zurückgebliebenen Rohölexporte, die niedrigeren Marktpreise und die erhöhte US-Dollar-Nachfrage führten zu einem signifikanten Aderlass bei den nigerianischen Devisenreserven. Diese reduzierten sich von durchschnittlich USD 43.0 Mrd. in den Jahren 2012/13 auf USD 34.7 Mrd. im Juli 2014 und schliesslich auf USD 27.3 Mrd. im Februar 2015. Die zusätzliche Belastung durch einen Netto-Devisenabfluss in Höhe von USD 4.3 Mrd. in der zweiten Hälfte 2014 führte dazu, dass die Landeswährung Naira seit Juni letzten Jahres um 20% gegenüber dem US-Dollar einbüsste. Auch die kurz- bis mittelfristigen Aussichten geben wenig Anlass zu Hoffnung. So erwartet der IWF für 2015/16 ein reales BIP-Wachstum von weniger als 5% (gegenüber einem durchschnittlichen Plus von 6.8% während der vergangenen Dekade). Gleichzeitig hat die Regierung alle Mühe, das Haushaltsloch zu stopfen, das sich infolge des zweistelligen Rückgangs bei den Staatseinnahmen aufgetan hat.

Ein BIP-Wachstum von 4 bis 5% mag aus Sicht der entwickelten Industriestaaten beachtlich klingen. Allerdings benötigt ein Land wie Nigeria, bedingt durch die Bevölkerungsstruktur, die extrem ungleiche Wohlstandsverteilung und einen unterentwickelten Industriesektor, Wachstumsraten im hohen einstelligen Bereich, um bei der Schaffung von Arbeitsplätzen und der Erhöhung des Lebensstandards spürbare Fortschritte zu erzielen. Neben den makroökonomischen Indikatoren sind auch die im Land tätigen Unternehmen wertvolle Informationsquellen für eine objektive Lagebeurteilung. Die nachfolgend skizzierten Erkenntnisse aus Gesprächen mit diversen Unternehmensvertretern scheinen unsere Analyse zu bestätigen.

- So haben die meisten Konsumgüterhersteller mit einem

schwierigen Preisumfeld zu kämpfen, das durch eine geringe oder sinkende Nachfrage, die Verlagerung zu preisgünstigeren Produkten und einen deutlich härteren Wettbewerb gekennzeichnet ist. Die im April/Mai veröffentlichten Ergebnisse für das erste Quartal 2015 belegen diesen Trend, ohne dass die Abwertung des Naira bereits voll durchgeschlagen hätte. Rohstoffimportierende Unternehmen konnten im Berichtszeitraum noch auf Bestände zurückgreifen, die sie zu einem besseren Wechselkurs eingekauft hatten.

- Die nigerianischen Banken setzen derzeit auf eine Restrukturierung ihres Kreditgeschäfts, indem sie ihr Engagement im Erdöl-/Erdgassektor gezielt reduzieren und andere Schlüsselsegmente wie den Energie- oder Produktionssektor in Erwägung ziehen. Grundsätzlich war eine vorsichtiger Haltung spürbar, mit Investitionen in weniger risikobehaftete Anlageklassen wie Staats-/Unternehmensanleihen und der Fokussierung auf billige Kundengelder.
- Mit Blick auf die Gewinnmargen waren Begriffe wie „Kosteneffizienz“, „Kostenrestrukturierung“ und „Kostenrationalisierung“ häufig zu hören. Dies macht deutlich, mit welchen Mitteln die Unternehmen versuchen, den Rückgang bei der Rentabilität auszugleichen.
- Dass auch die Prognosen allmählich an die neue Realität angepasst werden, zeigt das von den Banken anvisierte Kreditwachstum von 5 bis 8% (gegenüber 15 bis 20% vor einem Jahr) und die Tatsache, dass die „Fast moving consumer goods“- und Zementbranchen von einem Umsatzplus im niedrigen bis mittleren einstelligen Bereich sprechen.

Unterm Strich dürfte sich die nachlassende Wirtschaftsleistung Nigerias in den nächsten Quartalen noch sehr viel stärker und umfassender als bisher auf die Resultate bzw. auf eine sehr viel grössere Zahl von Unternehmen auswirken.

Die Lebensbedingungen der Bevölkerung spiegeln die makroökonomische Situation wider

Bei unseren Besuchen des westafrikanischen Landes seit 2012 mussten wir immer wieder feststellen, dass die Bevölkerung an mehreren Fronten zu kämpfen hat: die teilweise Abschaffung der Benzinsubventionen und die politische Instabilität im Norden des Landes, der ungebremste Anstieg der Wohnungsmieten und Mietkautionen sowie die steigenden Energiekosten haben allesamt die Kaufkraft spürbar geschmälert. Erschwerend hinzu kommen die jüngste Abwertung des Naira sowie die Tatsache, dass mehr als die Hälfte der 36 nigerianischen Bundesstaaten ihre Beamten nicht mehr bezahlen können. Dies ist besonders fatal, da die Mittelschicht des Landes zu einem grossen Teil aus öffentlichen Bediensteten besteht.

Besonders hart wirkte sich zudem die Krise in der Kraftstoffversorgung aus, die die Wirtschaft Nigerias in den vergangenen sechs Wochen beeinträchtigte. Streiks bei den Benzinvermarktern und -transporteuren wegen Subventionsstreichungen und unbezahlter Rechnungen in der Höhe von rund USD 1.0 Mrd. haben zu einem der schlimmsten Kraftstoff-Engpässe in der Geschichte Nigerias geführt. Die Folgen waren weithin spürbar und betrafen insbesondere (1) die Transportkosten, wie der explosionsartige Anstieg des Preises für den gängigsten Kraftstofftyp PMS (Premium Motors Spirits) auf

Schwarzmarktwerte von 400 bis 500 Naira pro Liter gegenüber einem staatlich regulierten Preis von 87 Naira pro Liter zeigt, (2) die Energiekosten und die Energieverfügbarkeit sowie (3) die Unternehmen, bei denen es zu Betriebsausfällen aufgrund der Energieknappheit kam.

Lange Schlangen an Tankstellen und die Unfähigkeit vieler Pendler, zu ihrem Arbeitsplatz zu gelangen, waren weitere, wenn auch weniger drastische Folgen der Streiks. Angesichts der angespannten Situation schien der Ausfall der Klimaanlage in unserem Hotel zwar lästig, aber verschmerzbar zu sein. Umso bewundernswerter ist die stoische Haltung der nigerianischen Bevölkerung, die sich nicht zu gewalttätigen Demonstrationen hinreissen liess.

Die politische Landschaft ist durch grosse Hoffnungen geprägt

Die nigerianische Bevölkerung wirft der ehemaligen Regierung von Goodluck Jonathan bei den meisten ihrer Aufgaben komplettes Versagen vor. Ökonomisches Missmanagement wird ebenso kritisiert wie die Unfähigkeit, die Sicherheitslage des Landes zu verbessern oder gegen Korruption und Verschwendung in Ministerien und halbstaatlichen Einrichtungen vorzugehen. Der Tenor ist klar: Der Präsident habe während der letzten vier Jahre seiner Amtszeit das Land erst in seine derzeitigen Schwierigkeiten gebracht und die Probleme verursacht, mit denen es jetzt fertig werden müsse. Das demokratische Verhalten des amtierenden Präsidenten nach Bekanntwerden des Wahlausgangs ist zweifellos ein wichtiger Meilenstein auf dem Weg zu einer mittelfristigen Verbesserung der Wirtschaftslage. Allerdings muss die neue Regierung zunächst einmal ihre Arbeit aufnehmen und mehr Klarheit über ihr Programm schaffen. Erst dann werden wir sehen, ob aus den Hoffnungen substantielle Fortschritte werden.

Die offizielle Amtseinführung von Generalmajor Muhammadu Buhari war am Freitag, den 29. Mai 2015. Sowohl im Gespräch mit Einheimischen als auch beim Lesen der zahlreichen Artikel werden die enormen Erwartungen deutlich, die die Bevölkerung in den politischen Wandel setzt; Buhari wird zugetraut, die Korruption zu bekämpfen, die Sicherheitslage zu verbessern und den Lebensstandard auf breiter Front zu heben. Auch wenn das Wirtschaftsprogramm der künftigen Regierungsmannschaft einigen Anlass zu Spekulationen gibt, sollte eines schon jetzt klar sein: Mit grundlegenden Änderungen ist in den ersten Regierungsmonaten nicht zu rechnen. Vielmehr wird es zunächst eine Übergangsphase geben, in der Buharis Mannschaft die Lage gründlich analysiert. Erst dann wird sie erste Entscheidungen treffen, die wiederum nicht sofort Früchte tragen werden.

Auf kurze bis mittlere Sicht dominieren Unsicherheiten und Schwierigkeiten

Die neue Regierung wird mit einer Fülle an Problemen konfrontiert sein, von denen das drängendste die schwindenden Staatseinnahmen sein dürften. So sanken die Erlöse aus Erdöl- und Nicht-Erdöl-Quellen binnen Jahresfrist um 21% auf rund USD 2.8 Mrd. im Februar 2015. Auch die im Januar 2015 erzielten USD 3.8 Mrd. lagen deutlich unter dem monatlichen Durchschnittsertrag von USD 4.4 Mrd., der noch im vierten Quartal 2014 verbucht worden war. Laut neuesten Wirtschaftsdaten ist die Abwärtsspirale nicht auf den Ölsektor be-

schränkt, denn auch die Einnahmen aus dem Nicht-Öl-Sektor schrumpften zweistellig. Dieser Negativtrend dürfte sich in den vergangenen Monaten fortgesetzt haben; für die Zentralregierung und die einzelnen Bundesstaaten wird es damit immer schwieriger, ihren Verpflichtungen nachzukommen, da sich die laufenden Staatsausgaben nicht im selben Tempo reduzieren lassen. Der Einnahmeschwund dürfte auch der Grund sein, weshalb die meisten öffentlichen Bediensteten vergeblich auf ihre Gehälter warten, die Benzinsubventionen gekürzt wurden, was wiederum die Kraftstoffimporteure auf den Plan rief, und die Verschuldung der Regierung in Abuja schneller ansteigt, als dies im Haushalt 2015 vorgesehen war: Schon Ende April waren über 50% der geplanten Neuverschuldung in Höhe von USD 4.4 Mrd. ausgegeben. Ein Blick auf die Details lässt nichts Gutes ahnen: (1) Konservative Schätzungen gehen für die kommenden Monate von einer weiteren Abwertung des Naira gegenüber dem US-Dollar von NGN 199 auf NGN 215 bis 220 aus; (2) mit 8.7% lag die Inflationsrate schon im April 2015 nur wenig unterhalb der von der nigerianischen Zentralbank definierten Obergrenze von 9%, so dass bis Ende des Jahres die 10%-Marke überschritten sein dürfte; und (3) für eine Reihe von Bundesstaaten steigt das Insolvenzrisiko, da sie vermutlich nicht in der Lage sein werden, ihren Schuldendienst zu leisten.

Trotz dieser düsteren Situation gibt es eine Reihe von Optionen, mit denen die politische Klasse die drängendsten Probleme des Landes lösen könnte. An erster Stelle ist dabei die Schuldenquote von geschätzten 10 bis 12% (IWF-Daten für 2014) zu nennen, dank der Nigeria problemlos Zugang zum Kapitalmarkt hat. Allerdings müsste die neue Regierung die Kreditgeber davon überzeugen, dass sie die finanzielle Lage des Landes tatsächlich stabilisieren will und dafür bereit ist, die laufenden Haushaltsausgaben zu verringern (die drastischen Investitionskürzungen waren hier ein erster Schritt) und die Einnahmen aus dem Nicht-Öl-Sektor zu erhöhen. Für eine Stärkung der Einnahmeseite müssten entweder die Steuern erhöht oder die Steuerbemessungsgrundlage verbreitert werden. In den kommenden Wochen oder Monaten dürften unseres Erachtens somit die folgenden Massnahmen angekündigt werden:

- Die vollständige Streichung der Treibstoffzuschüsse, besonders für Benzin
- Die Erhöhung der Mehrwertsteuer (von derzeit 5%) und/oder der Verbrauchssteuer auf alkoholische Getränke (von derzeit 20%)
- Die Verbreiterung der Steuerbemessungsgrundlage durch die Einbeziehung von bis dato steuerbefreiten Unternehmen und/oder die Abschaffung bestimmter Steuersubventionen (z.B. des so genannten Pionierstatus)
- Die Erhöhung der Einfuhrzölle auf bestimmte Importwaren

Obwohl Nigeria kein Schuldenproblem hat, muss es seine Ausgaben senken und seine Einnahmen erhöhen, da die Einkünfte aus Erdöl weniger reichlich sprudeln als in der Vergangenheit. Auch wenn die Bekämpfung von Korruption und Verschwendung ein wichtiger Beitrag zur Verbesserung der wirtschaftlichen Lage ist, dürfte der neue Präsident um einige der hier genannten Massnahmen nicht herumkommen. Wie auch immer die konkreten Entscheidungen aussehen,

rechnen wir in den kommenden zwölf Monaten mit negativen Auswirkungen, die in erster Linie die Kaufkraft, die Kosteninflation und die Gefahr von Kreditausfällen betreffen dürften.

Die Portfoliostrategie für Nigeria bleibt defensiv

Unsere Einschätzung des nigerianischen Marktes hat sich in den vergangenen zwei Jahren, in denen zunächst nigerianische Konsumaktien und danach Bankentitel untergewichtet wurden, nicht wesentlich geändert. Der Anteil Nigerias am Portfolio wurde daher von ca. 19.1% im Januar 2013 auf zunächst 11.5% im März 2014 und schliesslich auf aktuell 3% heruntergefahren; im Vergleich dazu ist der All Share Index seit Januar 2013 um 26% gefallen (auf US-Dollar-Basis). Vor dem Hintergrund einer zunehmenden Eintrübung des Geschäftsklimas, die wir seit 2012/13 beobachten, erachten wir die hohen Bewertungen am nigerianischen Aktienmarkt als zu strapaziert. Noch kritischer stellt sich das Bild dar, wenn die derzeitigen Probleme und Unsicherheiten des Landes, die hohen Aktienbewertungen auf der einen und die gesunkenen Erdölpreise auf der anderen Seite in Betracht gezogen werden, die auf absehbare Zeit im Bereich von USD 60-70 pro Barrel (bbl) verharren dürften. Zum jetzigen Zeitpunkt erscheinen uns nigerianische Aktien wenig attraktiv, etwa auch wegen des Wechselkursrisikos. Aber auch das veränderte Interesse der Anleger an nigerianischen Aktien sollte nicht aussen vor bleiben. Nachdem das Verhältnis der Handelsumsätze von ausländischen zu inländischen Anlegern noch vor wenigen Monaten bei 80:20 lag, verschob es sich nach Aussage von Wertpapierhändlern und beträgt nun 60:40. Gleichzeitig sank das Handelsvolumen auf USD 15 Mio. pro Tag gegenüber USD 25 Mio. Anfang des Jahres. Der Abwärtstrend dürfte sich fortsetzen, da sich ausländische Investoren abwartend zeigen und nigerianische Anleger auf Staatspapiere setzen, deren Renditen im Jahresverlauf noch steigen dürften. Es spricht daher einiges dafür, dass die nigerianische Börse das Momentum einbüßen wird, das zu den derzeitigen hohen Bewertungen geführt hat. Damit dürften sich – entsprechende Fundamentaldaten vorausgesetzt – im weiteren Jahresverlauf günstige Einstiegsmöglichkeiten eröffnen.

Für eine positivere Sicht auf die grösste Volkswirtschaft des Kontinents müssten allerdings die folgenden Voraussetzungen gegeben sein: (1) eine günstigere Bewertung der Aktien aus allen Sektoren, (2) entschlossene Strukturreformen, die auf mittlere Sicht eine positive Entwicklung der nigerianischen Wirtschaft ermöglichen, und (3) eine weniger starke Abwertungstendenz des Naira. Obwohl es nach wie vor enorme Hindernisse für eine langfristig bessere Konjunktur in Nigeria gibt, werden wir den dortigen Aktienmarkt weiterhin im Auge behalten, um potenzielle Anlagechancen zu nutzen. Nach dem Start der neuen Regierung könnten eine klare Agenda und eine rasche Umsetzung von Reformen die Wende zum Positiven bringen, mit entsprechenden Auswirkungen auf unsere Positionierung. Sollte dies eintreten, könnte die Aussicht auf mittelfristig bessere Ergebnisse weiteres Aufwärtspotenzial eröffnen und uns dazu veranlassen, unsere Untergewichtung der nigerianischen Börse allmählich anzupassen.

FAKTEN ZUM FONDS

Investment Advisor	Bellevue Asset Management
Depotbank	RBC Investor Services, Luxembourg
Lancierungsdatum	30. Juni 2009
Rechtsform	Luxembourg UCITS IV SICAV
Länderzulassung	Luxemburg, Deutschland, Schweiz, Österreich, Spanien, UK
Volumen per 30.04.2015	EUR 104.4 Mio.
Benchmark	DJ African Titans 50
NAV-Berechnung	Täglich «Forward Pricing»
Management-Fee	1.6%
ISIN-Nummer	LU0433847240
Valoren-Nummer	10264484
Bloomberg	BBAFOBE

DISCLAIMER

Dieses Dokument ist nicht für die Verteilung an oder die Verwendung durch Personen oder Einheiten bestimmt, die die Staatsangehörigkeit oder den Wohn- oder Geschäftssitz an einem Ort, Staat, Land oder Gerichtskreis haben, in denen eine solche Verteilung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Verwendung gegen Gesetze oder andere Bestimmungen verstösst. Die im vorliegenden Dokument enthaltenen Informationen und Daten stellen in keinem Fall ein Kauf- oder Verkaufsangebot oder eine Aufforderung zur Zeichnung von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten dar. Die im vorliegenden Dokument enthaltenen Informationen, Meinungen und Einschätzungen geben eine Beurteilung zum Zeitpunkt der Ausgabe wieder und können jederzeit ohne entsprechende Mitteilung geändert werden. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit des Inhaltes wird keine Haftung übernommen. Diese Informationen berücksichtigen weder die spezifischen noch künftigen Anlageziele noch die finanzielle oder steuerrechtliche Lage oder die individuellen Bedürfnisse des einzelnen Empfängers. Dieses Dokument kann nicht als Ersatz einer unabhängigen Beurteilung dienen. Interessierten Investoren wird empfohlen, sich vor jeder Anlageentscheidung professionell beraten zu lassen. Die Angaben in diesem Dokument werden ohne jegliche Garantie oder Zusicherung zur Verfügung gestellt, dienen ausschliesslich zu Informationszwecken und sind lediglich zum persönlichen Gebrauch des Empfängers bestimmt. Mit jeder Anlage sind Risiken, insbesondere diejenigen von Wert- und Ertragsschwankungen, verbunden. Bei Fremdwährungen besteht zusätzlich das Risiko, dass die Fremdwährung gegenüber der Referenzwährung des Anlegers an Wert verliert. In diesem Dokument werden nicht alle möglichen Risikofaktoren im Zusammenhang mit einer Anlage in die erwähnten Wertpapiere oder Finanzinstrumente wiedergegeben. Historische Wertentwicklungen und Finanzmarktsszenarien sind keine Garantie oder Indikator für laufende und zukünftige Ergebnisse. Die bei Zeichnung oder Rücknahme anfallenden Kommissionen und Gebühren sind nicht in den Performancewerten enthalten. Kommissionen und Kosten wirken sich nachteilig auf die Performance aus. Finanztransaktionen sollten nur nach gründlichem Studium des jeweils gültigen Prospektes erfolgen und sind nur auf Basis des jeweils zuletzt veröffentlichten Prospektes und vorliegenden Jahres- bzw. Halbjahresberichtes gültig.

Die Bellevue Funds (Lux) SICAV ist in der Schweiz zum öffentlichen Anbieten und Vertrieben zugelassen. Vertreter: Acolin Fund Services AG, Stadelhoferstrasse 18, CH- 8001 Zürich. Zahlstelle: Bank am Bellevue AG, Seestrasse 16, CH-8700 Küsnacht. Die Bellevue Funds (Lux) SICAV ist in Österreich zum öffentlichen Vertrieb berechtigt. Zahl- und Informationsstelle: Erste Bank der österreichischen Sparkassen AG, Graben 21, A-1010 Wien. Die Bellevue Funds (Lux) SICAV ist in Deutschland zum öffentlichen Vertrieb berechtigt. Zahl- und Informationsstelle: Bank Julius Bär Europe AG, An der Welle 1, Postfach, D-60062 Frankfurt a. M. Die Bellevue Funds (Lux) SICAV ist im Register der CNMV für ausländische, in Spanien vertriebene Kollektivanlagen unter der Registrierungsnummer 938 eingetragen. Prospekt, vereinfachter Prospekt, Statuten sowie Jahres- und Halbjahresberichte der Bellevue-Fonds luxemburgischen Rechts können kostenlos beim oben genannten Vertreter sowie bei den genannten Zahl- und Informationsstellen oder bei Bellevue Asset Management AG, Seestrasse 16, CH-8700 Küsnacht angefordert werden.

KONTAKT

Bellevue Asset Management AG
Seestrasse 16, CH-8700 Küsnacht
T +41 44 267 67 00, F +41 44 267 67 01
www.bellevue.ch