

### Ostafrika-Reise: Ein Tagebuch vom Oktober 2015



Malek Bou-Diab  
Lead Portfolio  
Manager



Andy Gboka  
Portfolio Manager

**Zu Monatsbeginn trafen wir uns in Kenia und Ruanda mit Vertretern privater und halbstaatlicher Unternehmen. Diese Treffen und unsere Feldforschung in Nairobi und Kigali ermöglichten uns eine Neueinschätzung der beiden dynamischen Volkswirtschaften, denen wir trotz kurzfristiger Herausforderungen weiterhin positiv gegenüberstehen.**

Kenia und Ruanda überzeugten in den letzten drei Jahren mit einem durchschnittlichen Wachstum von 5,3% und 6,8%, für 2015-16f werden 6-7% erwartet. Die zwei Länder (BIP 2014: USD 60,9 Mrd. und USD 7,9 Mrd.) haben ihre Entwicklungsinvestitionen aufgestockt, halten ihre laufenden Ausgaben jedoch unter Kontrolle. Ersteres führte zu einem Zwillingdefizit, da Exporte und Einnahmen für eine ausgeglichene Bilanz nicht ausreichten. Daher mussten beide Staaten im Verlauf der Jahre verstärkt auf externe Finanzierungsquellen zurückgreifen.

#### Der Infrastrukturausbau nimmt Form an ...

Kigali verfügte schon immer über ein qualitativ hochwertigeres Strassennetz als andere ostafrikanische Städte. Auch in Nairobi hat sich die Verkehrssituation in den letzten Jahren deutlich verbessert und auch ausserhalb wurde mit der Umsetzung milliardenschwerer Pipelineprojekte begonnen. Beeindruckende Fortschritte wurden auch im Elektrizitätssektor erzielt.

Kenia will bis 2018 die Zahl der Stromanschlüsse mit Hilfe zahlreicher Investitionen privater und halbstaatlicher Unternehmen auf 70% verdoppeln. Letztere haben ihre Stromerzeugungskapazität zuletzt kräftig ausgebaut. Zudem wurden seit 2010 mehr als 1,2 Mio. Haushalte an das Stromnetz angeschlossen. Dieser Trend dürfte anhalten. Auch der private Sektor dürfte von der steigenden Nachfrage profitieren und baut seine Erzeugungskapazität bereits aus.

#### ... fungiert als langfristiger Wachstumstreiber ...

Ein besserer Energiemix, eine höhere Energieverfügbarkeit, ein leistungsfähigerer Transport und engere Wirtschaftsbeziehungen zu Binnenländern sind die Hauptimpulsgeber, die Kenia darin unterstützen, ein reales BIP-Wachstum von über 5% aufrechtzuerhalten. Kenias Binnenmarkt sollte einerseits vom allgemeinen Rückgang der Geschäftskosten profitieren, andererseits vom politischen Willen, Anreize für die heimische Produktion anstelle des Imports von Fertigwaren zu setzen. Dies dürfte auch einen positiven Effekt auf die Exporte haben und somit die künftigen Wachstumsaussichten begünstigen. Ausserdem unterstrich das lokale IWF-Team während eines gemeinsamen Treffens, dass Ruandas langfristiges Wachstum von einer Stabilisierung Ost-Kongos abhängt, einem Schlüsselmarkt für in Ruanda produzierte oder in Transit befindliche Erzeugnisse, was uns allerdings in absehbarer Zeit unwahrscheinlich erscheint. Unseres Erachtens lassen sich attraktive Renditen eher in Kenia erzielen. Daher verfolgen wir sehr aufmerksam die Auswirkungen der Infrastrukturentwicklung auf die dortige Realwirtschaft.

#### ... birgt aber auch Risiken

Die anhaltende Verschlechterung des Haushalts- und des Leistungsbilanzdefizits der zwei ostafrikanischen Volkswirtschaften und der steigende Druck auf die Devisenreserven vor dem Hintergrund einer schwächelnden Währung veranlassten Ruanda zur Kürzung seiner

Investitionsausgaben. Kenia ist demselben Konsolidierungsbedarf ausgesetzt, verfügt allerdings noch über „angemessenen“ Kredit-spielraum zur Finanzierung seines Haushalts. Derzeit bleibt beiden Staaten nichts anderes übrig als der Ausbau ihrer wiederkehrenden Steuereinnahmen und Devisenquellen, um sich vor externen Negativfaktoren zu schützen, die zu einer Verschlechterung der bereits fragilen Bilanzen führen würden. Wir behalten daher vor allem die Auswirkungen im Auge, die eine US-Zinsanhebung, die Gefahr höherer internationaler Ölpreise oder extreme Wetterbedingungen auf die lokale Makrosituation haben könnten.

#### Bessere Aussichten beim verfügbaren Einkommen

Unsere allgemeinen Beobachtungen sowie die Gespräche mit Einheimischen während dieser Reise bestätigen, dass sich das Umfeld unlängst verändert hat. Die wachsende Mittelschicht und die Oberschicht scheinen die Hauptnutznießer von (1) rückläufigen Strompreisen, (2) sinkenden Ölnotierungen und (3) einem Rückgang der Preise für Kochgas zu sein. Untere Gesellschaftsschichten, die einerseits auf den öffentlichen Verkehr angewiesen sind und andererseits Paraffin, Holzkohle und Feuerholz zum Kochen verwenden, haben davon kaum profitiert. Gebühren für Sammeltaxis (Matatus) – das Hauptverkehrsmittel des Landes – und die Preise für andere Artikel sind konstant geblieben. Das gilt auch für die Löhne, während die Mietkosten für Stadtbewohner weiter steigen. Die Kaufkraft steht daher unserer Meinung nach generell weiter unter Druck, weshalb die Binnennachfrage kurz- bis mittelfristig inflationären Schocks ausgesetzt sein dürfte. Auf lange Sicht stufen wir die Lage jedoch positiver ein, da die heutigen Infrastrukturinvestitionen einem grösseren Teil der Bevölkerung zugutekommen dürften.

#### Mehr Sicherheit und ein stabileres Umfeld

Während unseres Aufenthalts in Kigali fühlten wir uns so sicher wie bei vorherigen Aufenthalten. Auch der Besuch des Völkermord-Denkmal verdeutlichte uns, welche Fortschritte das Land bei der Bewältigung seiner Vergangenheit gemacht hat. In Nairobi hat sich die Sicherheitslage seit den Anschlägen der letzten Jahre deutlich verbessert. Die lokalen Behörden und Privatunternehmen scheinen das Problem resoluter angegangen zu haben, was sich positiv auf die tägliche Sicherheit ausgewirkt hat. Auf politischer Ebene gibt es eine allgemeine Bereitschaft, ethnische Spannungen der Vergangenheit zu vermeiden. Deshalb glauben wir, dass die Vorbereitungen für die nächsten Wahlen in Ruanda und Kenia, die 2017 stattfinden sollen, recht reibungslos verlaufen werden.

#### Resonanz von Unternehmen

**Kenias Banken:** Wir trafen Vertreter der drei grössten Banken Kenias. Sie bewerten die langfristigen Fundamentaldaten optimistisch, weisen aber auf die Gefahr eines langsameren Kreditwachstums und einer niedrigeren Nettozinsspanne hin, vor allem ab dem 1Q16. Die Anhebung der Einlagenzinsen durch die meisten kenianischen Banken während der letzten Monate zwecks Ausbau ihrer Marktanteile sowie die gestiegene Zahl fauler Kredite nach der jüngsten Leitzinsanhebung um 300 Bp wurde als besorgniserregend für die gesamte Branche dargestellt. Die Lage dürfte sich diesbezüglich noch verschärfen, da das neue Zentralbank-Team, das seit Juni im Amt ist, im Vergleich zum Vorgänger-Team als „strikt“ wahrgenommen wird. Nach der Dubai Bank (ein kleinerer Akteur) im August stellten die lokalen Behörden die Imperial Bank (Platz 17 unter 44 kenianischen Banken auf Basis der Bilanzsumme) am 13. Oktober

unter Konkursverwaltung, ein klares Zeichen für die Intensivierung ihrer Bemühungen, jede Gefahr innerhalb des Systems einzudämmen. Wir erwarten kurz- bis mittelfristig strengere Kontrollen und Bestimmungen, was sich voraussichtlich auf die Renditen auswirken wird.

**Versorger:** Die von der Regierung beabsichtigte Diversifizierung ihres Energiemixes weg von Wasserkraft und thermischer Energie hat Stromerzeuger und -versorger in Kenia zur Initiierung ehrgeiziger Investitionsprojekte veranlasst. Mit der Einführung eines übersichtlicheren Tarifsystems stellen KenGen und Kenya Power auf lange Sicht interessante Investments dar. In Uganda steht Umeme am Scheideweg, da der nächste 5-Jahres-Plan des Unternehmens stark abhängig ist von einer möglichen Verlängerung seiner Nutzungsrechte und den Verhandlungen bezüglich der Kapitalrendite für sein Kerngeschäft.

**FMCG:** Der steigende Geldbedarf des kenianischen Finanzministeriums zur Finanzierung seines Haushaltsdefizits stellt eine ständige Bedrohung für East African Breweries dar. Die Brauerei wird aller Wahrscheinlichkeit nach mit weiteren Steuererhöhungen zu kämpfen haben. Nachdem vor zwei Jahren die Verbrauchssteuer für ihre Marken aus dem unteren Segment angehoben wurde, erwarten wir zusätzliche Steuern für Spirituosen und Mainstream-Biere. In den übrigen Märkten belastet die starke Konkurrenz weiterhin die operative Performance.

**Zementhersteller:** Der Zement- und der Bausektor wiesen in den vergangenen 12 Monaten zweistelliges Wachstum aus und expandieren weiter, seit Mitte 2015 jedoch weniger rasant. Uns ist zwar bewusst, dass die Wachstumsverlangsamung auf kurze Sicht vermutlich anhalten wird, dennoch stehen wir der Branche insgesamt weiterhin positiv gegenüber und halten an unserer gezielten Titelauswahl zugunsten des nationalen Marktführers Lafarge fest. Wir trafen uns mit ARM Cement. Sobald das Unternehmen seine Schuldenprobleme gelöst hat, halten wir es für ein gutes Investment, um von der positiven Dynamik in der gesamten Region zu profitieren.

**Lokale Anleger:** Fonds mit Sitz in Nairobi äusserten während gemeinsamer Gespräche ihre Präferenz für festverzinsliche Produkte. Die Renditen für Instrumente mit kurzer Laufzeit, wie etwa für 91- oder 182-Tage-Bills, sind in den letzten Monaten gestiegen und lagen in der dritten Oktoberwoche bei über 21%. Dies und die kurzfristigen Risiken in Schlüsselbranchen der Wirtschaft deuten darauf hin, dass der lokale Aktienmarkt die Unterstützung der heimischen Anleger in den kommenden Wochen voraussichtlich verlieren wird, wodurch der Bewertungsdruck zunehmen dürfte.

**Unternehmen in Ruanda:** Bank of Kigali und MTN Rwanda, die tonangebenden Unternehmen im Banken- bzw. Telekommunikationssektor, legen weiterhin solide Zahlen vor und dürften zumindest auf kurze Sicht keine störende Konkurrenz zu befürchten haben. Wir glauben jedoch, dass beide Konzerne in ihrem jeweiligen Segment weitere Innovationen vorantreiben müssen, um in Anbetracht der begrenzten Grösse ihres Inlandsmarktes nachhaltiges Wachstum zu generieren. So bietet etwa das mobile Banking, das sich als Nächstes auf den grenzübergreifenden Zahlungsverkehr fokussieren wird, nach wie vor gutes Wachstumspotenzial.

#### Fazit

Im BB African Opportunities (Lux) Fonds ist Kenia mit 10,9% eine der

grössten Länderpositionen, während Ruanda mit 5,2% gewichtet ist (Stand Ende September 2015). Zum heutigen Zeitpunkt haben wir nicht vor, unser Engagement in Ruanda weiter auszubauen, während unsere Kaufbereitschaft bei Aktien aus Kenia durch kurzfristige Makrorisiken (volatile Währung, Zwillingssdefizite) etwas gedämpft wird. Wir halten jedoch Ausschau nach guten Einstiegsmöglichkeiten, um bereits bestehende Positionen selektiv aufzustocken und damit die Fondsperformance mittelfristig positiv zu beeinflussen.

#### 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 30.09.2015	EUR 72.5 Mio.
Benchmark	DJ African Titans 50
NAV-Berechnung	Täglich «Forward Pricing»
Management-Fee	1.6%
ISIN-Nummer	LU0433847240
Valoren-Nummer	10264484
Bloomberg	BBAFOBE:LX

#### 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 Zusage 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](http://www.bellevue.ch)