

Westafrika – eng mit den Rohstoffmärkten verbunden



Malek Bou-Diab
Lead Portfolio
Manager



Andy Gboka
Portfolio Manager

Westafrika leidet schwer unter dem Einbruch der Rohstoffpreise, der 2014 begann. Auch wenn die regionalen Wirtschaften ihre Abhängigkeit von Rohstoffen im vergangenen Jahrzehnt zu einem gewissen Grad reduziert hatten, liess ihnen das Ausmass des Preiszerfalls keine Chance, heil aus den aktuellen Turbulenzen in dieser Anlagekategorie herauszukommen. Dennoch bleibt die derzeitige makroökonomische Situation allgemein gesünder als diejenige am Ende vergangener Rohstoffzyklen.

Grund dafür sind die eingeführten makroökonomischen Reformen, die ohne Zweifel einen positiven Einfluss hatten. Unserer Ansicht nach dürften weitere zielorientierte Wirtschaftsreformen und etwas Unterstützung von internationalen Finanzinstitutionen wie dem IWF und der Weltbank den Weg für eine langsame und nachhaltige wirtschaftliche Erholung ebnen. Ziel unserer jüngsten Reise war es, die Situation vor Ort neu zu beurteilen. Ghana und Nigeria sind immer noch mit grossen Unsicherheiten verbunden, sodass wir an der Seitenlinie stehen und noch etwas zuwarten. Hingegen wird die Elfenbeinküste immer mehr zu einer vielversprechenden Investitionsdestination.

Ghana: im Taumel von Goldpreis und Wahlversprechen

Die Probleme in Ghana begannen um die Parlamentswahlen 2012, als populistische wirtschaftspolitische Massnahmen zu einem starken Anstieg der Regierungsausgaben führten. Der drastische Zerfall des Goldpreises, gewisse Verzögerungen bei der Ölproduktion und der darauffolgende Ölpreiszerfall führten zu einer unkontrollierten Vergrösserung des Haushalts- und Leistungsbilanzdefizits. Die Folgen davon waren unter anderem eine rasante Währungsabwertung, die ihrerseits den Inflationsdruck erhöhte – ein Teufelskreis setzte ein. Die Central Bank of Ghana (CBG) verschloss die Augen vor ihren Inflationszielen und erwarb immer grössere Mengen an ausgegebenen Staatsschulden, um die lokalen Renditen zu deckeln. So war das Vertrauen in die lokalen Behörden schnell verloren und die Intervention des IWF im April 2015 wurde unausweichlich.

Ziel unseres Besuches war es, die Situation nach der IWF-Intervention zu beurteilen. Denn es scheint, dass der Markt etwas Vertrauen zurückgewonnen hat. Ausserdem wurden gewisse Reformen durchgebracht. Unser Treffen mit Regierungsbeamten vermochte uns von deren Bekenntnis zum IWF-Programm und deren Beurteilung der aktuellen makroökonomischen Risiken im Land jedoch nicht zu überzeugen. Darüber hinaus hielten die Manager der Banken, die wir trafen, vor dem Hintergrund der Wahlen im Jahr 2016 eine weitere Welle nicht nachhaltiger Staatsausgaben für zunehmend wahrscheinlich. Vom IWF vorangetriebene Massnahmen, einschliesslich einer wesentlichen Verringerung des Haushaltsdefizits sowie höherer Zinsen, werden als Risiko für die Wirtschaft betrachtet. Der anfängliche Anflug von Optimismus nach der IWF-Intervention scheint wieder verpufft zu sein: Der Grossteil unserer Gesprächspartner erwartet ein schwieriges 2016.

Im Bankensektor wurden unsere Zweifel über die Nachhaltigkeit der unerwartet besseren Performance bestätigt. Da die lokalen Renditen anstiegen – was den Treasury-Departementen zugutekam –, wurden mehr Fremdwährungskredite in Sektoren wie Bau, Erdöllieferanten und regierungnahe Einheiten geleitet. Die Regierung ist gegenüber vielen Wirtschaftsakteuren im Zahlungsverzug, insbesondere was

Fremdwährungskredite betrifft. Der Bausektor befindet sich laut zahlreichen Banken in einer „Blase“ und die grossen Erdöllieferanten haben mit den tiefen Ölpreisen einen herben Schlag erlitten. Darüber hinaus haben zahlreiche ausgegebene Kredite in Lokalwährung einen variablen Zinssatz, der die Banken begünstigt, bis die Schuldner die steigenden Zinssätze nicht mehr bezahlen können. Wir sahen klare Anzeichen dafür, dass die Mehrheit dieser problematischen Kredite weit davon entfernt ist, als notleidende Kredite angesehen zu werden. In vielen Fällen sind die Rückstellungen noch unzureichend. Zudem kommen Liquiditätsfragen auf, welche die Regierung dazu veranlassen, gewisse Kreditrisiken in die eigene angespannte Bilanz aufzunehmen.

Ghana bleibt in einer schwierigen Situation. Der Gegenwind wird sich in nächster Zeit zwar etwas legen, insbesondere wenn die Öl- und Gasproduktion ansteigt. Aber die Regierung bewegt sich auf einem äusserst schmalen Grat und das Risiko, auf dem Weg auszurutschen, ist hoch. Trotz interessanter Titelideen bevorzugen wir es, mit einer Kapitalallokation in den lokalen Markt Ghanas zu warten, bis sich die makroökonomischen Wolken weiter verzogen haben. Durch Rohstoffanlagen halten wir dennoch eine indirekte Exposure.

Nigeria: noch immer eingebelt

Die erfolgreiche Machtübergabe in Nigeria löste zu Beginn von Q2 2015 an den Finanzmärkten eine Welle des Optimismus aus. In der Zwischenzeit hat sich diese jedoch wieder weitgehend abgeflacht. Präsident Buhari artikuliert deutlich seine Absicht, die Korruption zu bekämpfen – insbesondere im strategisch wichtigen Öl- und Gassektor. Dem Land stehen jedoch dringliche kurzfristige Wirtschaftsadjustierungen bevor. Die Ölpreise fallen und die Wirtschaftspolitik lässt keine klare Richtung erkennen.

Wir besuchten einen Anlass, an dem Reden des Notenbankgouverneurs und des Vizepräsidenten der Bundesrepublik Nigeria vorgesehen waren. Leider sagten beide Redner ihre Teilnahme jedoch äusserst kurzfristig wieder ab. Die Rede des Notenbankgouverneurs wurde durch den Auftritt einer lokalen Band ersetzt, die ein Loblied auf das Land sang, und der Vizepräsident entsandte einen Stellvertreter, der nicht minder von den Zukunftsperspektiven unter der neuen Administration schwärmte. Die beiden Beiträge waren gewiss unterhaltsam. Unseren Durst auf konkrete Informationen konnten sie aber kaum stillen. Unsere Gespräche mit verschiedenen Stakeholdern im Land haben unsere Vermutung tendenziell bestätigt, dass der Präsident die jüngsten FX-Einschränkungen – die weit herum kritisiert wurden und für die internationale Analysten der Zentralbank die Schuld zuschoben – in Tat und Wahrheit unterstützt. Dies deutet darauf hin, dass die anstehenden wirtschaftspolitischen Massnahmen sich vom Washington Consensus entfernen werden, für den internationale Institutionen wie der IWF und auch die Anlegergemeinde plädieren. Eine Währungsabwertung dürfte von einem Grossteil der Bevölkerung nicht goutiert werden. Ausserdem hat unserer Ansicht nach das Risiko wesentlich zugenommen, dass ausländische Anleger von den wirtschaftspolitischen Massnahmen, die auf die lokale Politik zugeschnitten sind, enttäuscht sein werden.

Nestlé Nigeria, eines der angesehensten Unternehmen im Land, gab einen ernüchternden Ausblick auf den nigerianischen FMCG-Sektor (Verbrauchsgüter des täglichen Bedarfs). Das Unternehmen hat einen kompletten Defensivmodus eingenommen: keine anderen Investitionen als Unterhaltskosten, keine Einführung neuer Produkte

und ein reiner Fokus auf Effizienz, um Margen zu schützen und das langfristige Stehvermögen des Geschäfts aufrechtzuerhalten. Das Unternehmen legt den Fokus weiterhin auf den Verkauf von Produkten an Menschen, die in Bezug auf das Einkommen am unteren Ende der Pyramide leben – in Nigeria werden beispielsweise jeden Tag über 20 Millionen Maggi-Würfel verkauft. Nestlé Nigeria hat kein Interesse daran, in Produkte im höheren Preissegment zu investieren, während die Kaufkraft der Bevölkerung (abgesehen von ein paar wenigen Reichen) rasant schwindet. Weitere Herausforderungen sind unter anderem die extrem hohen Marketingkosten, Streiks und gefälschte Produkte aus China. Die Finanzwelt ist mit ihren hohen Bewertungen des Sektors noch immer in Wunschdenken verhaftet, trotz der operativen Einbussen und klaren Gewinnwarnungen.

In den vergangenen Quartalen hat der Bankensektor Resultate über den Erwartungen gezeigt, die hauptsächlich durch das indifferente Geschäft und unter den Erwartungen gebliebene Risikokosten zustande kamen. Der jüngste Trend zeigt eine Zunahme an Positionen in FX-Derivaten – in einigen Fällen stellt dieses Engagement einen wesentlichen Teil des Eigenkapitals dar. Es scheint, dass die Derivate aus FX-Swaps und FX-Forwards mit der Zentralbank als Gegenspieler bestehen. Die Zentralbank profitiert von einem vorübergehenden Anstieg der Reserven in USD. Gleichzeitig nehmen Banken höhere Zinserträge aus der gleichwertigen Naira-Exposure ein und erhalten ihren US-Dollar bei Fälligkeit wieder zurück. Es war schwierig, ein präzises Bild der Risiken zu bekommen, die mit diesen Geschäften in Verbindung stehen. Es stellt sich für uns deshalb die Frage, ob das Management dieser Angelegenheit genügend Aufmerksamkeit schenkt. Zudem haben Banken, die stark im Geschäft der Restrukturierung von Öl- und Gaskrediten engagiert sind, Ölpreise von USD 45 pro Fass als Basis genommen. Unklar blieb für uns, wie nachhaltig dieser Ansatz angesichts des Drucks auf den Ölpreis ist. Interessant zu sehen war, dass Stanbic IBTC von seinem Auslandsbanken-Mehrheitsaktionär nicht erlaubt wurde, angesichts der Risiken in diesem Jahr FX-Derivatgeschäfte einzugehen. Ausserdem wurde die Bank dazu angehalten, wesentlich mehr Öl- und Gaskredite als notleidende Kredite anzuerkennen, was ihr im Branchenvergleich sehr schwache Ergebnisse bescherte.

Während der nigerianische Markt in den vergangenen zwölf Monaten wesentlich korrigierte und manche Sektoren wie der Bankensektor auf den ersten Blick günstig erscheinen, sehen wir noch immer äusserst grosse Unsicherheiten und Risiken, durch die wir uns gezwungen sehen, von Afrikas grösster Wirtschaft fernzubleiben. Wir nehmen das Risiko, die Anfangsphase eines Rallyes zu verpassen, bewusst in Kauf, um Anlagekapital zu schützen.

Elfenbeinküste: ein aufsteigender Stern

Die Elfenbeinküste erscheint immer mehr als der Silberstreifen am Horizont in dieser Region. Das Land wird politisch immer stabiler und die Präsidentschaftswahlen im vergangenen Monat verliefen ruhig. Die Kakaopreise sind noch immer hoch und die Regierung von Präsident Alassane Ouattara hat eine eindruckliche Serie von Wirtschaftsreformen auf den Weg gebracht, die das Land in den „Ease of Doing Business“-Rankings 2015 der Weltbank zu einem der bemerkenswertesten Performer machen. Unsere Gespräche mit verschiedenen Unternehmern haben zutage gebracht, dass Reformdruck und Reform von höchster Regierungsstelle zwar sehr stark sind – gleichzeitig aber auf den verschiedenen Verwaltungsebenen stärker durchgesetzt werden müssen. Viele Investitionsvorhaben können aus admi-

nistrativen Gründen noch nicht in die Tat umgesetzt werden.

Der BRVM-Aktienmarkt in Abidjan wird deutlich interessanter. Borseninfrastruktur und -dienstleistungen oder Faktoren wie Aufsicht, finanzielle Berichterstattung und Interaktion zwischen Unternehmensführung und Investoren müssen jedoch noch besser werden, damit dieses Interesse in Investitionsströme umgemünzt wird. Gute Absichten sind allerdings klar vorhanden und wir hoffen, in Kürze einige Verbesserungen zu sehen, die uns eine Kapitalallokation in gewisse vielversprechende Gelegenheiten ermöglichen.

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 30.11.2015	EUR 70.0 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