

TUNDRA FONDER

MÅNADSBREV JANUARI 2012



Månadsbrev januari 2012

Tillväxtmarknader i januari: Förlorarnas revansch

MSCI EMF steg 11,2% (USD) under januari (10,1% i SEK). Bland vinnarna återfanns de största tillväxtmarknaderna i allmänhet och BRIC-länderna i synnerhet. Indien och Brasilien levererade båda 18% avkastning (USD) under månaden. Vi inväntar slutliga månadsstatistiken men inflödena fram till 20 januari var de bästa sedan inledningen av 2006.

Man kan ställa sig frågan huruvida detta enbart är en teknisk rekyl eller inledningen på något större. I den positiva vågskålen konstaterar vi att en ökande andel investerare nu tycks se förbi den grekiska omstruktureringen, möjligtvis p g a att situationen blivit möjlig att kvantifiera oavsett om nedskrivningen av obligationerna i slutändan blir 80 procent eller 50 procent.

Oroligheterna på den portugisiska obligationsmarknaden har tillika inte kunnat rubba riskaptiten. Till detta skall läggas intrycket av att tongångarna från USA, exemplifierat i de flesta ekonomiska indikatorer, är tilltagande positiva. Vi ser hur volatilitetsindex fallit kraftigt den senaste tiden. Tillika märker vi i den dagliga valutahanteringen hur den amerikanska dollarn, som under hela hösten uppvisade en i princip inverterad utveckling med aktiemarknader, nu uppvisat väsentligt mindre rörelser. Vi noterar att argumenten kring aktiemarknaders historiskt låga värderingar, inte bara på tillväxtmarknader, får ökat utrymme i strategirapporterna. Vi konstaterar att det härifrån sannolikt krävs nya (och i nuläget okända) negativa moment för att ta död på ett nyvaknat intresse för aktier.

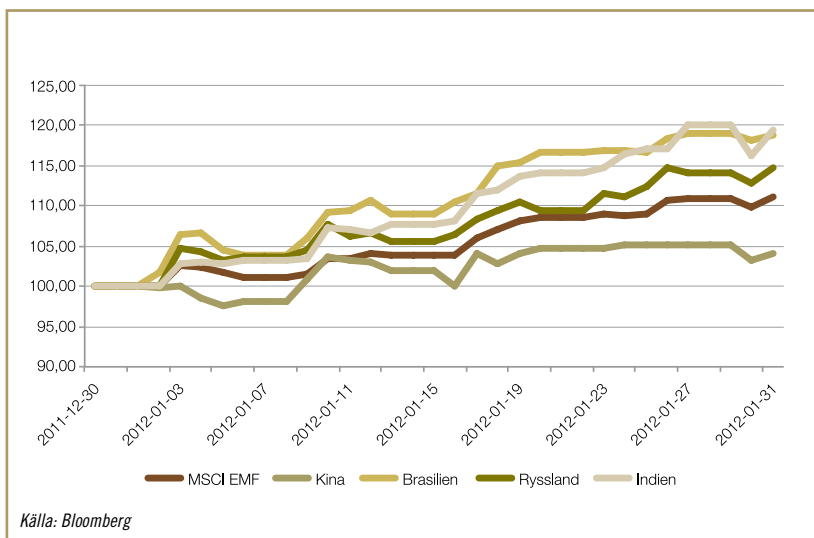


Diagram 1:
BRIC-länderna vs MSCI EMF januari 2012 (USD)

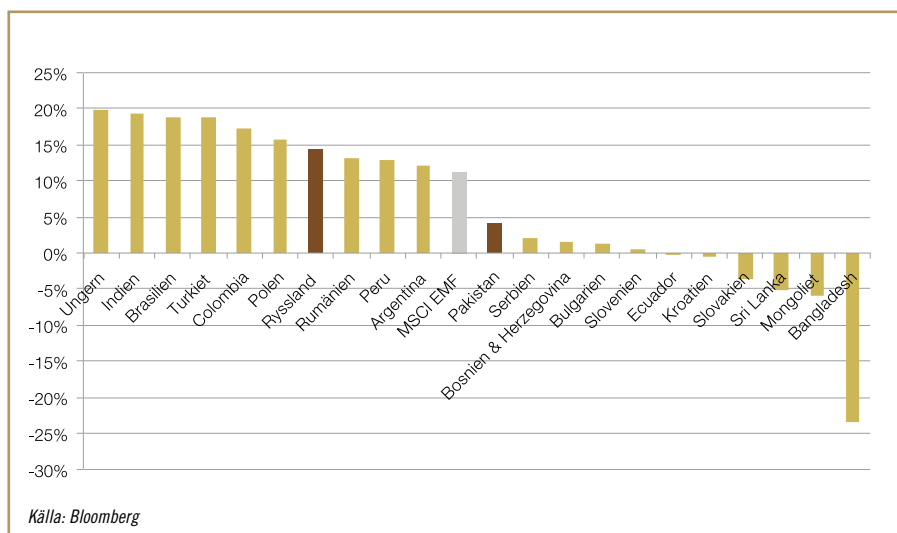


Diagram 2:
Tillväxtmarknader Bäst och sämst januari 2012 (USD)

Månadsbrev januari 2012 - Tundra Rysslandsfond

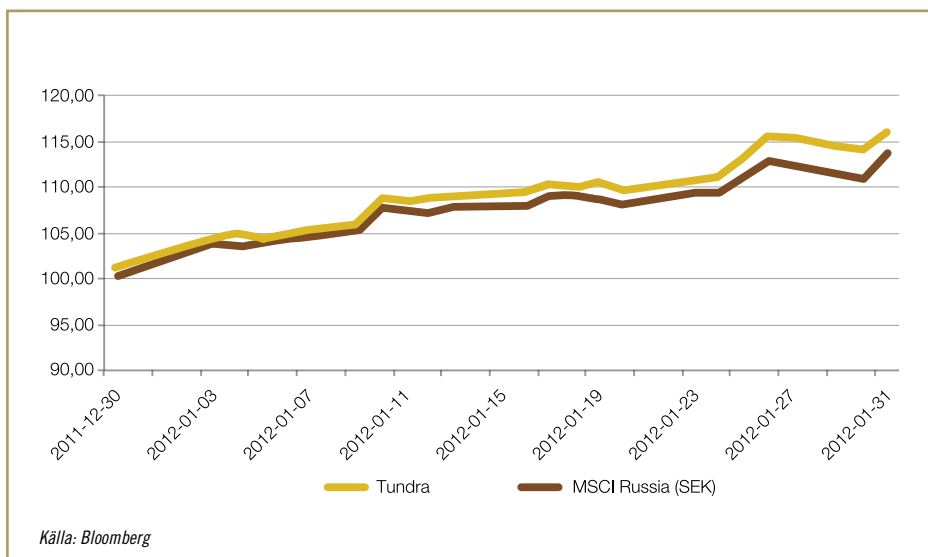
Marknaden

Den ryska aktiemarknaden steg 13,4% under januari. För att vara Ryssland var uppgången ovanligt stadig och stabil i små steg utan glädjeskutt på flera procent under enskilda dagar som annars är vanligt för ryska marknaden. Marknaden återhämtade i princip nedgången från december i spåren av Dumavalet och efterföljande protestvåg. Samtidigt har marknaden inte, trots sin låga värdering, gått upp lika mycket som Indien och Brasilien. Detta är en indikation på att många stora investerare väntar med Ryssland p g a att man upplever att den politiska risken ökat. Bättre riskapitit globalt och minskad upplevd politisk osäkerhet i Ryssland har varit gynnsamt för ryska aktier. Under 2011 var aptiten på mer riskfyllda marknader på rekordlåg nivå. Det är inte så att vi nu ser en sprudlande optimism utan snarare förväntningar om att det värsta scenariot går att överblicka. Precis som i föregående månadsbrev tillägnar vi rysk politik ett eget avsnitt. Se det som en uppföljning på vår text "Politisk risk – eller möjlighet?" från föregående månadsbrev. Det skall ses utifrån vårt perspektiv att den utveckling vi just nu ser i Ryssland är mycket ovanlig och något som i våra ögon kommer att inta en central roll för marknadsutvecklingen de kommande månaderna. Sammanfattningsvis har utvecklingen sedan de första protesterna i Moskva i början på december inneburit en viss positiv utveckling. Det har ännu så länge inte förekommit några våldsamheter och vi kan skönja en viss positiv respons från ryska regeringen i form av t ex anti korrupsionskampanjen etc. Ryssland har tagit små steg mot viss demokratisering på drygt en månad även om det är långt kvar. Omsättningen på MICEX under januari var väsentligt högre än under december, vilket också är positivt. Stabilit stigande marknad under ökande omsättning attraherar nya aktörer till marknaden.

Fonden

Tundra Rysslandsfond steg 15,9% (SEK) under månaden jämfört med MSCI Russia som steg 13,4%. Fondens koncentrerade portfölj innebär att enskilda sektorer, men även enskilda positioners, utveckling syns tydligt i fondens utveckling. I januari var detta till vår fördel. Kraft-, stål- och finanssektorn gick mycket starkt i januari. Vår övervikt i kraftsektorn var under månaden gynnsam, men även mindre övervikter i stål (bolag ingående i sektorn steg mellan 20-26%) och finanssektorn (genomsnittliga kursuppgångar om 20-28%) samt byggbolaget LSR har bidragit positivt till fondens kursutveckling. Vi köpte tidigt i januari bolaget Severstal, ett helt integrerat stålbolag (egna kol och järnmalmsgruvor) med relativt låg skuldsättning. I slutet av januari sålde vi LSR efter en snabb uppgång i aktien på över 30% under en månad. Vi behåller exponering mot rysk bostadsmarknad istället via Etalon som bygger lägenheter i ett något högre segment än LSR och som på nuvarande nivåer är attraktivt värderad. Sämsta innehav under januari var livsmedelsdetaljisten X5. De kom med en besynnerligt svag försäljningsuppdatering för 2011 som visade att de tappade i alla regioner och inom alla segment. Aktien föll 4,4% under månaden. Vi har ägnat en hel del tid åt analys av X5 efter rapporteringen och ber att få återkomma kring bolaget. Värt att notera var också utvecklingen för Novatek och Mostotrest som båda anses vara aktier som gynnas av en stark position för Putin. Båda aktierna utvecklades relativt svagt under januari med uppgångar på 4,4% respektive 8,8%.

Diagram 3:
Tundra Rysslandsfond vs MSCI Russia (SEK)



Månadsbrev januari 2012 - Tundra Rysslandsfond

Tabell 1: Tundra Rysslandsfond 10 största innehav

Bolag	Tundra vikt i portfölj	Börsvärde (USD m)	Kort beskrivning	FY2011E	FY2012E	Dir. avk. (senast)	förändr. 1 mån
GAZPROM	9,8%	145690	Rysslands (och världens) största gasproducent	3,3	3,6	2,1%	13,7%
SBERBANK PREF & STAM	9,5%	66380	Rysslands största bank, 50% marknadsandel av all privat inlåning	6,3	6,4	0,0%	21,0%
LUKOIL	4,1%	51119	Rysslands största privatägda oljebolag	4,1	4,2	3,4%	10,6%
SURGUTNEFTEGAZ PREF	4,1%	33982	Ett av Rysslands största men också mest slutna oljebolag. Låg värdering, hög direktavkastning	5,7	7,2	6,4%	20,3%
TATNEFT	4,1%	12857	Ett av Rysslands största oljebolag, lägre exportskatt än genomsnittet	3,1	3,1	2,9%	17,8%
IBS GROUP	4,0%	597	Rysslands ledande IT-företag	15,5	15,0	0,8%	13,5%
ROSNEFT	3,9%	79857	Rysslands största oljebolag, statligt kontrollerat	5,9	6,3	1,3%	11,7%
SEVERSTAL	3,7%	14461	Ett av Rysslands största stålbolag, helintegrerat och låg skuldsättning	6,7	7,2	3,0%	26,3%
NOVATEK	3,6%	40046	Rysslands största privatägda gasproducent	19,7	17,1	1,3%	5,3%
MAGNIT	3,0%	11989	Rysslands näst största livsmedelsdetaljst	32,2	24,4	0,3%	21,4%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

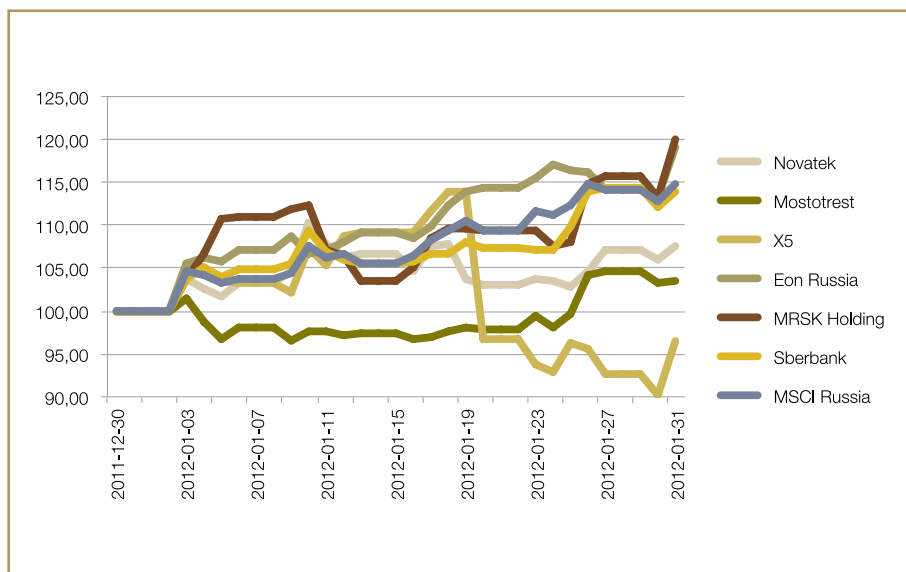


Diagram 4: CTC, Tatneft, EDC, Magnit

Månadsbrev januari 2012 - Tundra Rysslandsfond

Politisk risk eller politisk möjlighet – Del 2

Vi följer den politiska utvecklingen i Ryssland med mycket stor nyfikenhet. De protester som påbörjades ganska spontant från alla olika politiska läger utanför partiet Enade Rysslands huvudkvarter i början på december har inneburit relativt stora förändringar på mycket kort tid. Ryska oppositionspolitiker syns i nationell TV på ett sätt vi inte sett tidigare. Till och med ledaren för det högerliberala partiet Boris Nemtsov har varit med i TV. Tidigare har han syns i samband med att han arresterats när han protesterat. När premiärminister Vladimir Putin skrev en insändare i den erkända tidningen Vedomosti häromdagen adderade tidningens chefsredaktör tuffa kommentarer i direkt anslutning till Putins inlägg. Något liknande skulle inte ha varit möjligt för bara några år sedan. Vi är försiktigt optimistiska till det som händer. Det vi ser är ett första steg mot ökad demokratisering i Ryssland. Samtidigt kan situationen förändras snabbt om protesterna övergår i våldsamheter eller att polis/militär börjar använda våld. Den ryska regeringen använder en tuff retorik. De hävdade efter protesterna den 3/2 att protesterna finansieras av USA. Det uppfattades som en provokation då de flesta som är engagerade i protesterna inte ens är politiskt anslutna utan bara protesterar för att de är trötta på det gällande systemet av "enpartisystem" och förlamande korruption. Det framgår relativt tydligt att omfattningen av protesterna fortsätter förvåna regeringen som tycks treva sig fram i sitt agerande.

Alexej Navalny - Ett namn att lägga på minnet

Det är dags att lära sig ett nytt namn. Vi tror att Navalny (35 år) börjar utkristalliseras som politiker och ledande figur av oppositionen. Han är tidigare känd som en av Rysslands mest populära bloggare. För inte så länge sedan, skulle få kalla honom en "politiker", däremot bloggare, advokat, förkämpe för demokrati.. Detta håller på att förändras och han gör helt klart ett försök att samla vissa av oppositionen omkring sig. Vi kan förvänta oss att se mer av Alexey Navalny framöver.

Alexey Navalny, höll ett möte med investerare måndagen 30 januari (cirka 50 personer deltog). Navalny presenterade sin syn på det politiska läget och sina närmaste planer för ytterligare politisk aktivitet. Vi deltog inte själva men fick mötet återgivet av deltagare.

Han förvånade och imponerade. Navalny presenterade en tydlig strategi för att driva genom liberalisering av det politiska systemet. Hans plan är att fortsätta med protester och utlämnande uppgifter om korruption även efter valet, vilket är en överraskning för marknaden.

Han summerade också på ett bra sätt sina åsikter som vi nedan återger i åtta punkter:

- Navalny hävdade att det nuvarande politiska systemet är baserat på Putins personliga popularitet, och att tjänstemän på lägre nivåer tillåts att använda denna resurs för sina egna syften i utbyte mot 100% lojalitet och stöd. Putins parti Enade Ryssland är en huvudbeståndsdel av systemet för att översätta Putins popularitet till andra nivåer av regeringen. Men han sade att fallande offentligt stöd för Putin har satt hela systemet under tryck.
- Avseende Enade Ryssland specifikt sade Navalny att han och hans anhängare har fokuserat på att förstöra partiets rykte genom publikationer där man avslöjar fall av korruption bland partiets medlemmar. Som ett resultat, sade Navalny, att det har blivit farligt för politiker att associera sig med partiet. T o m Putin har valt att i sin valkampanj inte använda Enade Ryssland.
- Enligt Navalny är oppositionens närmaste mål nya parlamentsval i slutet av 2012 och nytt presidentval 2013.
- Inför presidentvalet menade Navalny att Putin fortfarande är den mest populära politikern men att hans stöd bland de politiskt aktiva är obefintligt. Enade Ryssland kunde inte ordna någon motdemonstration av märkbar stork som svar på oppositionens protester. Navalny plan är att anlita 20 000 oberoende observatörer till presidentvalet för att försvåra valfusk. Putin kommer att vinna men skillnaden mellan (som tidigare) 70% stöd jämfört med mer sannolika 35% denna gången är att han inte längre kan ignorera den allmänna opinionen och stoppa demonstrationer.
- Angående protesterna menade Navalny att oppositionen kommer kunna bibehålla dynamiken i protesterna. Navalny sade att presidentvalet inte kommer att accepteras som legitimt av den politiskt aktiva delen av befolkningen vilket innebär att protesterna kommer att fortsätta även efter valet. Han sade också att planen är att fortsätta att släppa information om korruption. Som en parentes kan nämnas att i en undersökning nyligen genomförd av Levada stöttade 44% av de tillfrågade demonstranterna och 15% sade sig gärna delta.

Månadsbrev januari 2012 - Tundra Rysslandsfond

Forts. Alexej Navalny

- Angående ekonomi ansåg Navalny att alla ekonomiska program från de olika parterna har mycket gemensamt och endast skiljer sig i detaljerna. Han tycker Putins ekonomiska program är rimligt, men inte kommer kunna genomföras av den nuvarande regeringen eftersom det kräver en kamp mot korruption där den nuvarande eliten inte längre kan få lön. Det är således bättre att först försöka öppna den politiska processen för alla deltagare och därefter fastställa ett ekonomiskt program.
- Angående utsikterna att bygga ett nytt parti ser Navalny ingen mening i att skapa ett parti nu då det är nästan omöjligt att registrera ett parti enligt gällande lagstiftning. Även efter det att lagstiftningen ändras tror han det kommer att bli för dyrt att ha ett fullskaligt parti. Det är mycket billigare att ha flera tusen aktivister i områden som samordnas via internet.
- Kring investerares oro för förändringar i det politiska styret ansåg Navalny att investerare inte bör frukta kommande förändringar. Förändringarna kommer inte att orsaka kaos. Elitens medlemmar kan bytas ut utan att vara ett hot mot en fungerande stat. Oppositionen klarar av en regeringsroll och, tror Navalny, kommer göra det mer effektivt än det nuvarande systemet.

Rysk ekonomi

Utsikterna för 2012 ser bättre ut efter ett starkt fjärde kvartal 2011. Privatkonsumtionen utvecklades starkt under fjärde kvartalet (+9,1% på årsbasis) och även för december (+9,5% på årsbasis). Trots en blygsam (0,8% på årsbasis) ökning i reala disponibla inkomster, uppgick tillväxten i detaljhandel till 7,2% på årsbasis. Konsumentkrediter ökade 36% (från mycket låga nivåer skall sägas) och var sannolikt den viktigaste drivkraften för denna starka siffra. Ryssland har under 2011 haft rekordlåg inflation. För helåret stannade den på 6,1%, lägre än till och med Brasilien (6,5%). Som jämförelse hade Ryssland för tio år sedan en inflation på 25% som sedan successivt fallit. Brasilien i jämförelse hade för tio år sedan en inflation på mer modesta 8%. Om trenden kan hålla i sig kommer det sannolikt ge effekter på utlåningen till framförallt privatpersoner. Hypotekslån uppgår t ex i Ryssland idag till endast omkring 3% av BNP.

Investeringarna tog mer intryck av ökad politisk turbulens och ökade mer måttliga 6,2% på årsbasis, i jämförelse med 6,0% för 2010. Tillväxten i byggsektorn, inklusive bostäder, rapporterade en avtagande tillväxt under fjärde kvartalet i jämförelse med tredje kvartalet, vilket kan vara en reaktion på återhållsamhet inför valen. Kapitalutflöden accelererade under andra halvåret. Av de USD 84 miljarder som lämnade Ryssland under helåret försvann 38 miljarder under fjärde kvartalet. Detta orsakade en topp i lokala räntor och en avmattning i penningmängdtillväxten från 31% helåret 2010 till 20% (till och med november) 2011. Med de starka siffrorna för fjärde kvartalet summeras ekonomins reala tillväxt för 2011 till drygt 4% vilket är en relativt bra siffra givet omvärldsklimatet.

Även om en börsnedgång på drygt 20% inte låter så mycket så är som nämnts tidigare Kraftsektorn ned 40%, Metall och gruvbolag ned 48% och bank och finanssektorn ned 30%. Konsumentrelaterade aktier har i genomsnitt backat 36%. Ur det perspektivet är nedgången under 2011 väsentligt större.

Månadsbrev januari 2012 - Tundra Pakistanfond

Marknaden - Händelserik vår att vänta

KSE100 index steg 4,6% (PKR) under månaden (2,9% i SEK). Som kommenterat i ett särskilt utskick 23/1 (kontakta Tundra om ni ej erhåller dessa) innebar Finansministeriets "godkännande" av pakistanska Finansinspektionens (SECP) förslag kring kapitalmarknadsunderlättnader kortsiktigt att volymerna ökade markant. Genomsnittliga volymen under januari uppgick till USD 35 miljoner, jämfört med knappt USD 20 miljoner under december. De avslutande 7 handelsdagarna efter tillkännagivandet uppgick omsättningen till USD 53 miljoner i genomsnitt (läs nedan mer om förslaget). Som synes från diagrammet nedan befinner sig Karachibörsen fortsatt fjärran från nivåerna 2007 när man regelbundet omsatte USD 500 miljoner dagligen.

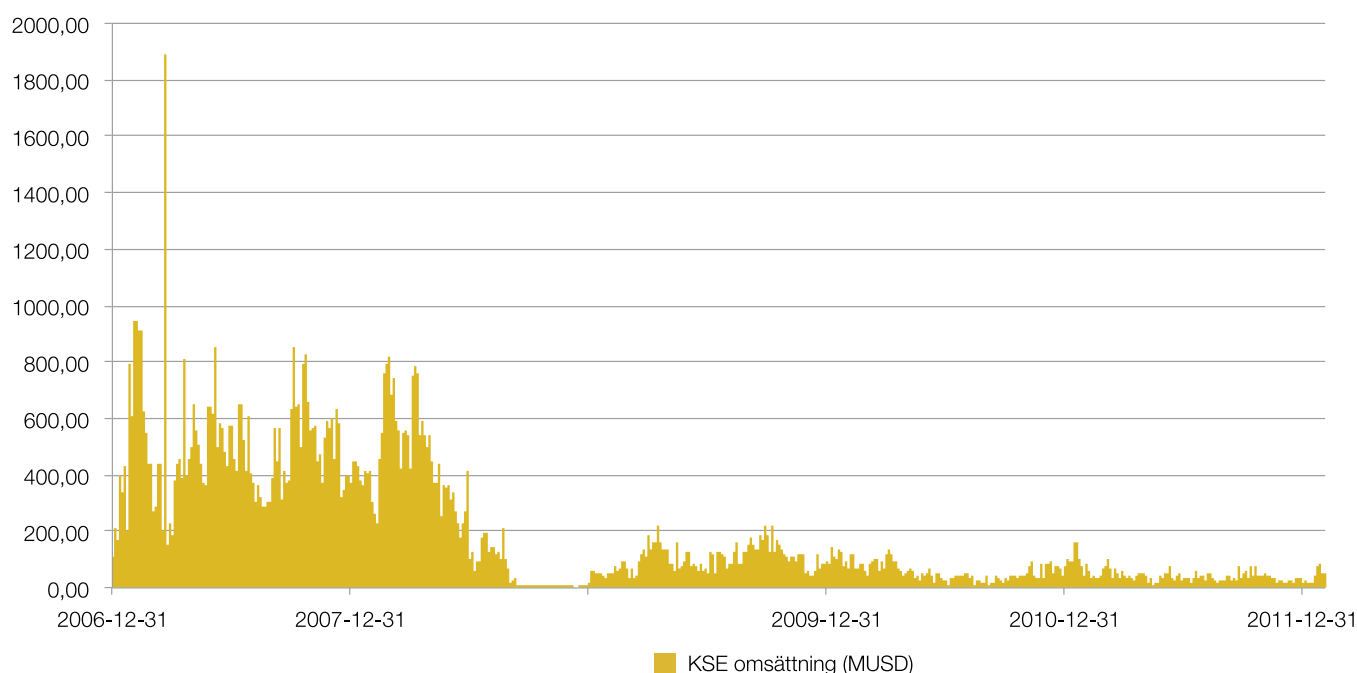
Vi ser hur aktörerna på kort sikt intar en avvaktande hållning tills detaljerna i stimulanspaketet tydliggörs i slutet av mars, början av april. Det är dock en mycket viktig signal att Finansministeriet nu visar att man insett betydelsen av en väl fungerande aktiemarknad och är beredda att agera. Vi har tidigare påpekat problematiken med de låga handelsvolymerna och vi vidhåller att högre omsättning är en av de viktigaste faktorerna för att åter locka tillbaka utlänningar till Pakistans aktiemarknad. Som vi sagt vid våra presentationer tror vi det är tillräckligt med en omsättning på USD 100 miljoner dagligen för att Pakistan återigen ska vara en tydlig utmanare om en plats i MSCI

Emerging Markets index. Emedan man uppfyller alla krav kring lagstiftning, infrastruktur, handelssystem har det helt enkelt saknats påstötningar från utländska investerare om inklusion. Historiska nivåer i kombination med den senaste tidens händelseutveckling visar att detta scenario kanske inte är fullt lika långt borta som investerare länge antagit.

Utöver stimulanspaketet som faktor har den politiska retoriken (läs mer om detta längre ned) lugnat sig något vilket innebär större fokus på bolagsnyheter och värderingar. Halvårs- respektive helårsresultaten (flertalet pakistanska bolag har verksamhetsår som sträcker sig mellan 1/7 – 30/6) börjar komma in och än så länge har rapporterna varit något bättre än väntat, något som också påverkat börshumöret positivt. Vi närmar oss även utdelningssäsongen (flertalet av bolagen ger utdelning från slutet av februari och under mars). Givet den höga direktavkastningen (omkring 8%) kan detta tänkas påverka intresset positivt.

Vi har också mot slutet sett att utlänningarnas säljflöden avstannat. I slutet av januari såg vi rörelser i en del av de traditionellt mest populära aktierna hos utlänningar (MCB, Engro, Nishat Mills) som indikerar att flödena i alla fall på kort sikt kan ha vänt.

Diagram 5: Daglig omsättning Karachibörsen (USD m)



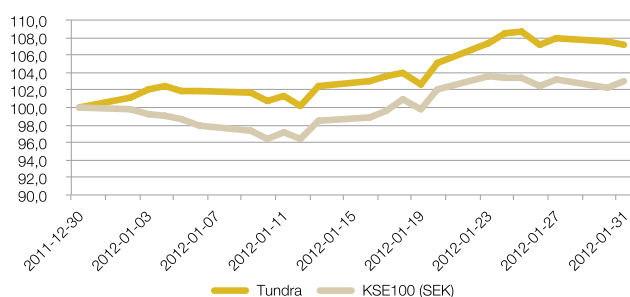
Månadsbrev januari 2012 - Tundra Pakistanfond

Fonden

Tundra Pakistanfond steg 7,1% (SEK) under månaden jämfört med KSE100 index som steg 2,9% och index för de mest likvida aktierna KSE30 som steg 8,0%. Utlänningarna lyste fortsatt med sin frånvaro och nettosålde enligt officiell statistik

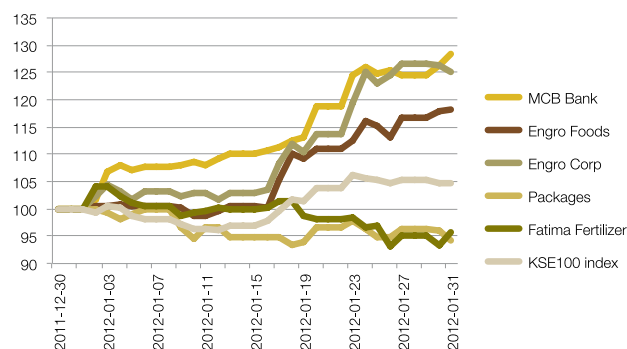
faktiskt USD 0,4 miljoner. De större negativa flödena från utlänningar upphörde dock. Fondens bästa positioner var MCB Bank +28,4% (PKR) och Engro Corp +25,1%. Sämst uppvisade Fatima Fertilizer -4,6% och Packages- 5,4%.

Diagram 6: Tundra Pakistanfond vs KSE100 index



Källa: Bloomberg

Diagram 7: MCB, Engro Corp, Engro Foods, Fatima Fertilizer, Packages



Källa: Bloomberg

Tabell 2: 10 största innehav Tundra Pakistanfond

Bolag	Tundra vikt i portfölj	Börsvärde (USD m)	Kort beskrivning	FY2011E	FY2012E	Dir. avk. (senast)	förändr. 1 mån
NATIONAL BANK OF PAKISTAN	8,9%	809	Pakistans största bank men fortfarande statligt majoritetsägd, likvid aktie, hög direktavkastning	4,3	4,2	13,3%	5,7%
OGDC	8,2%	7228	Pakistans största olja- och gasbolag	9,9	8,0	3,7%	0,5%
MCB BANK	7,7%	1572	Pakistans fjärde största bank, bäst lönsamhet, kommer förbättra eller bibehålla marknadsandel på ca 8%	6,8	6,6	6,9%	28,4%
UNITED BANK	7,1%	780	Pakistans tredje största bank, duktiga på IR, innebär sannolik primär beneficiär vid ökat utländskt intresse	5,0	4,7	9,5%	9,5%
PAKISTAN OILFIELDS	5,2%	942	Pakistans tredje största olja- och gasbolag	7,6	6,2	9,5%	4,3%
PAKISTAN TELECOM	4,2%	650	Pakistans största telekombolag, omstruktureringsscenario med negativ tillväxt i fast telefoni men 21 miljoner mobilabonnenter och hög tillväxt inom bredband	6,0	6,3	15,1%	7,5%
ENGRO CORP	3,9%	510	Pakistans största konglomerat, fokus på gödselproduktion	5,8	4,4	4,8%	25,1%
ENGRO FOODS	3,8%	221	Pakistans "Unilever", litet men mycket snabbväxande livsmedelsföretag	40,7	17,0	0,0%	18,2%
PAKISTAN PETROLEUM	3,8%	2575	Pakistans näst största olja- och gasbolag	6,9	5,7	6,1%	4,1%
NISHAT MILLS	3,7%	178	Pakistans största textilkonglomerat	1,8	4,3	7,0%	12,7%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

Stark tillväxt för Engro Foods

Ett av fondens större innehav, Engro Foods, levererade ett starkt helårsresultat 25/1 där ytterligare ett år av hög tillväxt lades till handlingarna. Vi skrev om bolaget i vårt första månadsbrev. Engro Foods fortsätter sin utveckling mot vad vi hoppas blir ett framtida "Pakistanskt Wim-Bill-Dann" (alternativt "Unilever" för de som föredrar en internationell jämförelse). Pakistan är en av världens största mjölkproducenter (omkring 6% av världsproduktionen). Av drygt 30 miljarder liter som produceras varje år handlas 2/3 vidare i distributionsledet.

Endast 4% av denna mjölk säljs idag i förpackat format (t ex TetraPak men även t ex mjölkcondensat i pulverform etc) men andelen växer snabbt. Under året ökade Engro Foods sin marknadsandel ytterligare till 44%. Vi tror bolaget kommer kunna behålla en hög tvåsiffrig tillväxt inom en överskådlig framtid. Till den strukturella tillväxten adderas sedan marknadens underliggande tillväxt med 2% befolkningstillväxt och potentialen att förbättra produktiviteten (idag omkring 1/3 av europeiska genomsnittet).

Månadsbrev januari 2011 - Tundra Pakistanfond

Riskerna med Engro Foods är fortsatt dess storlek i kombination med en aggressiv expansion (skall öka kapaciteten inom förpackad mjölk med ytterligare 75% de närmaste åren och tillväxtplaner inom såväl glass som juice). Bolaget har dock nu nått en kritisk massa i mjölksegmentet vilket ger möjlighet till ökad andel finansiering med egna kassaflöden och som sannolikt kommer innebära att denna risken upplevs som mindre härifrån.

Tabell 3: Engro Foods utvalda nyckeltal 2007-2011

Förpackad mjölk*	2008	2009	2010	2011
Intäkter (PKR m)	3600	8200	13900	19300
Resultat e sk (PKR m)	-620	-554	-433	176
Total mjölkprod Pakistan (m liter)	30200	30800	31300	32000
Förp. mjölk marknad (m liter)	636	679	792	859
Engro Foods produktion (m liter)	153	244	309	378
Engro Foods marknadsandel	24%	36%	39%	44%
Glass				
Intäkter (PKR m)		800	1600	2600
Resultat e sk (PKR m)		-500	-400	-400
Engro Foods marknadsandel		11%	17%	24%

*Källa: Engro Foods, inom förpackad mjölk ingår även juice (marginell andel av totalen), PKR/USD: 90,40

Vi äger aktier såväl i Engro Foods som i moderbolaget Engro Corp (äger drygt 93% av aktierna). Efter den senaste tidens kursuppgång i Engro Foods utgör värdet på Engro Corps innehav omkring 50% av hela Engro Corps börsvärde.

Politisk uppdatering

Avseende memogateskandalen har denna avtagit lite i termer av nyhetsvärde efter att huvudpersonen Ijaz vägrat att komma till Pakistan. På pappert för att hans säkerhet inte kan garanteras (fullt förståeligt). Från såväl oppositionen, högsta domstolen som regeringshåll anses det som en nödvändighet för trovärdigheten att han framträder. Memogate-skandalen har förstås även givit återverkningar på relationen mellan regeringspartiet och militären vilket har inneburit vissa spekulationer om ett agerande från militären.

Vi konstaterar att den ganska spända stämningen mellan militären och regeringspartiet PPP nu lättat något. General Kayani och Premiärminister Gilani hade under månaden enskilda samtal vilket renderade i båda parter efterföljande uttalande om att eventuella missförstånd var utredda tills vidare. Givet det gatlopp Musharaff (tidigare överbefälhavare som tog makten vid den senaste militärkuppen 1999) fick uttärda under sina sista år vid makten (tvingades lämna under smått förödmjukande former 2008) får man säga att det är ytterst tveksamt om Kayani vill ge sig in på den vägen. Vi tror inte det.

Risk för nyval kvarstår dock. De politiska spänningarna mellan opposition och sittande regering fortsätter. Under januari ut-

delade Högsta Domstolen hårda ord mot Premiärminister Gilani för att han, trots direktiv från högsta domstolen 2009–2010, fortfarande ej avskaffat den förhatliga "National Reconciliation Ordinance" som infördes av Musharaff och som innebar i princip amnesti för ev brott utförda av politiker vid makten 1986-1999. Specifikt handlar det om en förundersökning mot sittande president Zardari (Benazhir Bhuttos make). Musharrafs tanke med NRO var att försöka ena politikerna och se framåt. Det finns t o m de som hävdar att den infördes för att möjliggöra för Benazhir Bhutto att återvända till Pakistan (hon var anklagad för diverse korruptionsbrott). Amnestin är dock oerhört impopulär bland folket som med rätta tycker att eventuella historiska oriktigheter inte skall kunna förbli ostraffade. Högsta Domstolens makt är stor i Pakistan och man kan i praktiken avsätta premiärministern om denne inte följer dess beslut. Vi har således ytterligare ett politiskt moment att följa under våren för ett Pakistan som snart kan höja blicken gentemot de första "normala" parlamentsvalen (2013) som någonsin hållits. Gilani har fram till sista mars att framföra sina argument varför de ej följt Högsta domstolens beslut. Vi har dock svårt att se NRO leda till så dramatiska slutsatser. Till skillnad från t ex Memogate finns det i slutändan ett val för regeringspartiet, dvs att tillmötesgå Högsta domstolens begäran.

Stimulanspaket för aktiemarknaden

Förslaget som den 20/1 stöttades av Finansministern innebär bl a att den tänkta gradvisa höjningen av reavinstskatten fryses på nuvarande nivåer (10% för innehav mindre än 6 månader, 7,5% mellan 6-12 månader) t o m minst 2014 (tänkt att höjas från nuvarande max 10% till max 17,5% 2015). Den potentiellt mest marknadspåverkande komponenten i förslaget är en föreslagen skatteamnesti för kapital som investeras av lokala aktörer i aktiemarknaden innan juni 2014. I övrigt innehöll förslaget även ökade möjligheter för lokala market makers till aktivitet i aktiemarknaden genom ökad belåning utifrån höga säkerhetskrav. Volymen på aktiemarknaden fredagen innan förslaget och måndagen efter uppgick till USD 75 respektive 80 miljoner. Efter att ha rannsakat förslaget, framförallt osäkerheten kring exakt vilka pengar som kommer att omfattas av skatteamnestin, väljer de flesta dock att invänta mer detaljer innan man agerar. Som synes av tabellen högre upp är vi dock i ett läge där förändringar svårigen kan försämra förutsättningarna ytterligare. Vi tror också man ska ta i beaktande signalvärdet som myndigheterna nu gett, dvs om de inledande effekterna blir otillräckliga kan ytterligare åtgärder komma.