

# TUNDRA FONDER

MÅNADSBREV JUNI 2012



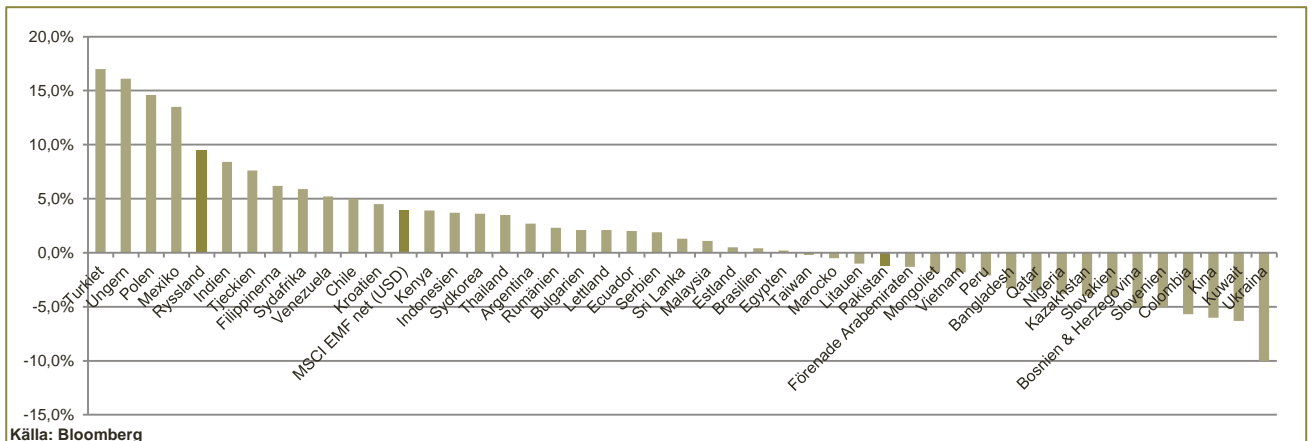
## Månadsbrev juni 2012 - Tillväxtmarknader under juni

### Tillväxtmarknader hämtar andan

Tillväxtmarknader steg 3,9% (USD) under juni. En starkare svensk krona (5,0% mot USD) innebar dock att månaden i SEK stannade på -1,1%. Flertalet av maj månads förlorare, t ex Turkiet, återfanns på vinnarlistan medan Ukraina ånyo utmärkte sig med månadens

sämsta utveckling. Generellt var det Europas månad efter att euron stärkts kraftigt mot USD.

Diagram 1: Tillväxtmarknader juni 2012 (USD)

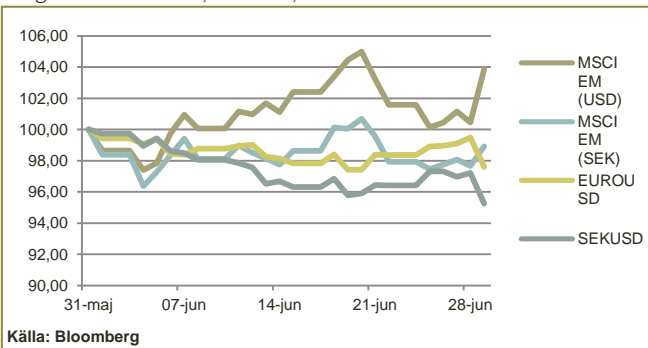


Källa: Bloomberg

### Europa ledde vägen mot bättre riskapitet

Månaden inleddes svagt men en tydlig förbättring skönjades mot slutet av månaden.

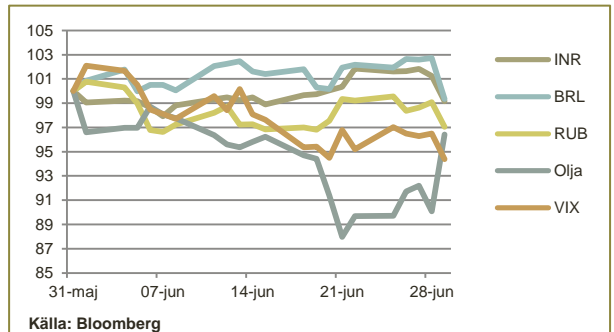
Diagram 2: MSCI EM, SEKUSD, EUROUSD



Källa: Bloomberg

I det grekiska valet 17 juni vann pro-euro partierna som väntat majoriteten och vid EU-toppmötet 28 juni beslutades om tydligare regler för hur euomedlemmar ska få utnyttja den europeiska stabiliseringsfonden, något som stärkte euron under månaden. Räntorna på italienska och spanska obligationer föll kraftigt och vi såg även hur BRI-ländernas (Brasilien, Indien, Ryssland) valutor stärktes mot slutet av perioden samtidigt som oljan rekylade uppåt och volatilitetsindex sjönk mot slutet av månaden.

Diagram 3: BRI-valutorna, olja och volatilitetsindex

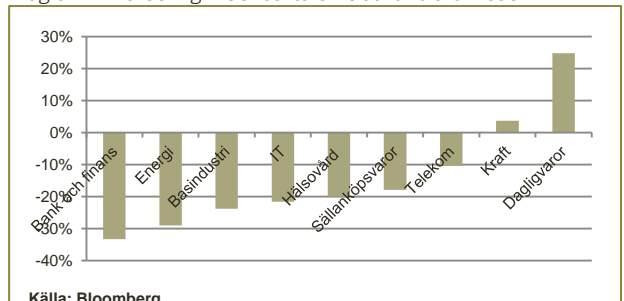


Källa: Bloomberg

### "Hett" respektive "kallt"

I föregående brev skrev vi att tillväxtmarknader sällan varit så lågt värderade. En intressant iakttagelse är att jämföra olika sektors värdering jämfört med 10 års genomsnittlig värdering. För de som tror på marknadens tendenser att på sikt sträva mot sitt medelvärde kan det vara läge att åter börja titta på framförallt bank/finans och energi, tillika två av de största sektorerna.

Diagram 4: Värdering MSCI sektorer relativt 10 års medel



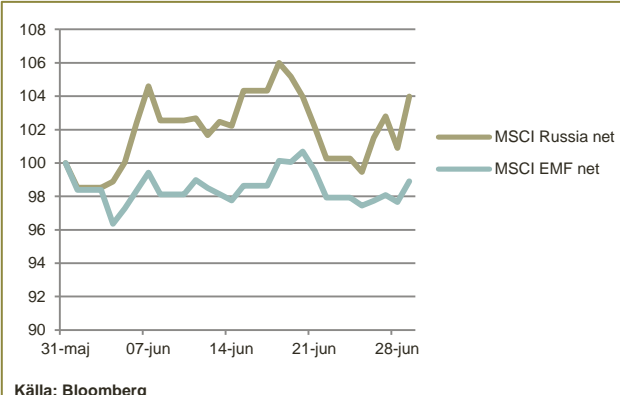
Källa: Bloomberg

## Månadsbrev juni 2012 - Tundra Rysslandsfond

### Marknaden

Den ryska marknaden mätt som MSCI Russia net (inklusive utdelningar) steg 4% (SEK) i juni jämfört med tillväxtmarknader (MSCI Emerging Market net) som föll 1%. Hittills i år har ryska aktiemarknaden stigit 2,0% medan tillväxtmarknadsindex har stigit 4,5%.

Diagram 5: Ryssland vs tillväxtmarknader (SEK)



Marknaden nådde sin lägsta notering den andra juni. Därefter steg marknaden 7% i SEK fram till omvalet för det grekiska parlamentet varefter kurserna åter föll tillbaka till nollstrecket för månaden inför ny oro för finansieringssituationen i Spanien och Italien. Den sista veckan i juni steg marknaden slutligen 4% efter att räntorna i Spanien och Italien backat något efter EU toppmötet. Globala händelser är fortsatt i fokus för den ryska marknaden och den ryska rubeln. Få lokala nyheter har någon inverkan. Två återköpsprogram Lukoil, USD 2,5 mdr och Norilsk Nickel (2% av bolaget), mottogs positivt av marknaden men gav stabilitet till kurserna snarare än att de gick upp. Oljepriset (Brent) föll ytterligare fem dollar i juni till 97 dollar per fat. Detta efter att ha fallit 18 dollar i maj som var det näst största månatliga fallet någonsin.

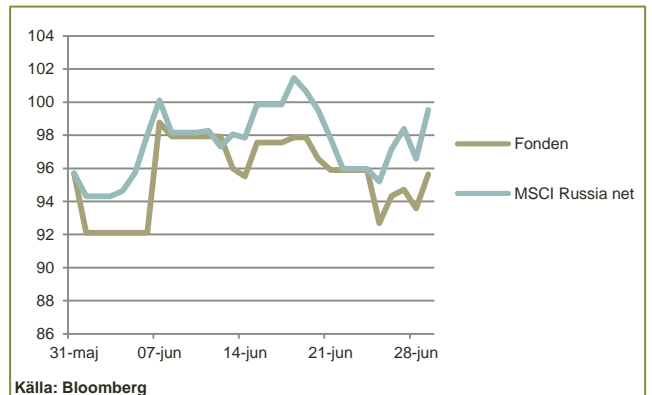
Diagram 6: Oljepriset (Brent) 2012 (USD/fat)



### Fonden

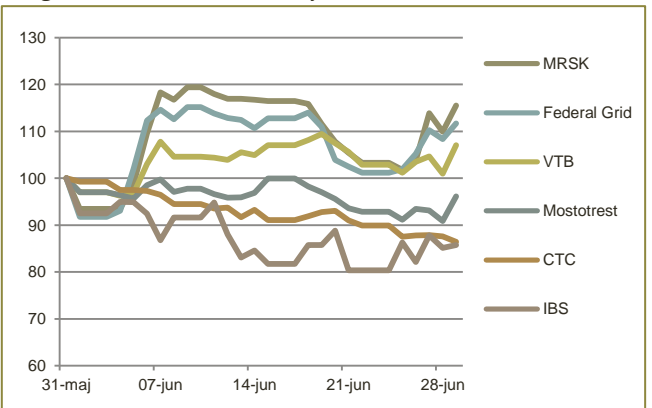
Tundra Rysslandsfond backade 0,1% (SEK) under juni månad, jämfört med marknaden (MSCI Russia net SEK) som steg 4,0% under samma period. Under 2012 har Tundra Ryssland fallit 1,8% jämfört med marknaden som har stigit 2,0%.

Diagram 7: Fonden vs marknaden



Bästa utveckling (SEK) under månaden i fonden uppvisade MRSK Holding (+15,5%), Federal Grid (+11,7%) och VTB (+7,1%). Både MRSK och Federal Grid har haft svag utveckling från sina högsta noteringar i mars. Trots uppgången i juni är MRSK ned 50% sedan mitten av mars och Federal Grid ned 48% sedan mitten av mars. Sämst utveckling uppvisade IT företaget IBS (-14,2%), CTC Media (-13,6%) och Mostotrest (-3,8%).

Diagram 8: Bäst och sämst under juni (SEK)



I IBS fall är det delvis på besvikelse att särnoteringen av det mycket framgångsrika dotterbolaget Luxsoft inte sker. Luxsoft säljer outsourcing inom IT programmering till kunder i Europa och USA, framförallt till finansiella sektorn såsom ex Citibank, UBS och Nordea. Konkurrenten EPAM har börsnoterat sig i New York tidigare i år med relativt stor framgång. IBS aktiekurs

## Månadsbrev juni 2012 - Tundra Rysslandsfond

har återhämtat sig något under de första dagarna i juli då ryska banken VTB har köpt 10% av Luxsoft från andra minoritetsaktieägare. Samma mönster har skett i EPAM då VTB köpte 10% före börsnoteringen. Vår tro är fortfarande en möjlighet till fördubblad börskurs när bolaget delas i två delar där Luxsoft särnoteras i New York och den ryska IT verksamheten noteras på ryska MICEX. CTC Media, som för övrigt har Kinnevik ägda MTG som 39% ägare, har tappat i tittarstatistik den sista tiden. Aktien har fallit kraftigt. Med en direktavkastning på över 7%, nettokassa samt en unik exponering mot kraftigt växande reklammarknad i Ryssland så tycker vi aktien är billig.

Resultatet under juni var otillfredsställande för Tundra Ryssland. Bidragsanalysen för månaden visar ett positivt bidrag från bara två sektorer, energi och kraft. I de övriga sektorerna tappade vi. 90% av underavkastningen jämfört med marknaden uppstod på en negativt resultat från IT, konsumentvaror, (materials) råvaror och stål medan energi, sällanköpsvaror och finans stöttade.

IBS har vi nämnt, det var den enskilt största negativa avvikelsen, därefter CTC Media i sällanköpsvaror. Inom konsumentvaror hade vi "fel" aktie, Magnit utvecklades mycket starkare än X5. Inom basindustri var vår delportfölj ned 0,5%. Norilsk Nickel som är den största aktien i sektorn och som vi inte äger, var upp 6%. Slutligen inom finans, var vår delportfölj upp 1,9% jämfört med marknaden som var upp nästan 4%. Vårt innehav i LSR var ned 1% och vårt innehav i Sberbank preferensaktie upp "endast" 1%.

### Ekonomi och politik

Efter att ny regering och ny presidentadministration har utsetts så har det varit relativt lugnt från politiskt håll under juni månad. Ett undantag är det årliga forumet i St Petersburg.

I ett inledningstal under St Petersburg Economic Forum i juni, framhöll president Vladimir Putin fyra viktiga områden – WTO-inträdet, privatiseringarna, reformerna för att förbättra investeringsklimatet och pensionsreformen. Som en del av pensionsreformen kommer pensionspengarna att kunna investeras i infrastrukturobligationer. Putin ser också Ryssland som en medlem i OECD år 2014.

I övrigt dominerades St Petersburg Economic Forum av diskussionerna kring Rysslands möjlighet att hantera

en eventuell ekonomisk kris. Det framkom inte tydligt hur staten skulle stödja ekonomin vid ett kraftigt fall i oljepriset eller om omvärlden skulle drabbas av ekonomiska/finansiella chocker. Hittills har finansministern främst framhållit möjligheten att, vid en extern chock, frysa vissa budgetkostnader. 2012-13 års budgetar har också fått utrymme för skapandet av en anti-krisfond på motsvarande Rub 700 miljarder (ca 150 mdr SEK).

Intressant var att Alexei Kudrin, fd finansminister, deltog i forumet. Kudrin avgick som finansminister under förra hösten och var relativt frispråkig både om EU krisen och hur Ryssland bör agera. Han ansåg att krisen i Europa kommer att förvärras och att Ryssland bör låna pengar på den internationella marknaden medan möjligheten finns. Vidare sa han att Rysslands beroende av oljeprisets utveckling är större idag än för 10 år sedan.

Majoriteten av de som presenterade på forumet i St Petersburg var överens om att privatiseringarna i dagens marknadsklimat inte är önskvärda. Det råkar överensstämma med president Valdimir Putin uttalande några veckor innan forumet. Privatiseringarna betraktas som en viktig möjlighet för staten att fylla på sin kassa och tillgångarnas potentiella försäljningspris blir därför huvudfaktorn i privatiseringsbesluten. Men de inser inte vikten av privatiseringar för att effektivisera det ryska näringslivet.

Avslutningsvis kan vi notera att en av oppositionens frontfigurer under de senaste dryga halvårets protester, Alexei Navalny (vi skrev även en längre kommentar om honom i vårt månadsbrev för januari), har blivit invald i flygbolaget Aeroflot styrelse. Navalny fick stöd av vissa minoritetsaktieägare för att nå den posten. Navalny, känd för sitt anti-korruptionsarbete, poängterade att Aeroflot redan är ett av de mest transparanta bolagen i Ryssland, vilket är en sanning med modifikation (vår anmärkning).

## Månadsbrev juni 2012 - Tundra Rysslandsfond

Tabell 1: 10 största innehav Tundra Rysslandsfond

Bolag	Tundra vikt i portfölj	Börsvärde (USD m)	Kort beskrivning	P/E		Dir. avk. (senast)	förändr. 1 mån (SEK)	Noteringsvaluta	Förändr. 1 mån (lok valuta)
				FY2011A	FY2012E				
Sberbank pref	9,2%	60179	Rysslands största bank, 50% marknadsandel av all privat inlåning	4,2	4,1	4,1%	1,2%	RUB	3,0%
Gazprom ADR	6,8%	111621	Rysslands (och världens) största gasbolag	2,9	2,7	2,8%	2,5%	USD	7,6%
Novatek GDR	5,6%	32185	Rysslands största privatägda gasproducent	15,1	12,6	1,0%	6,3%	USD	11,6%
Lukoil ADR	5,2%	47419	Rysslands största privatägda oljebolag	3,6	3,7	3,7%	2,3%	USD	7,4%
MTS (lokal aktie)	5,1%	14975	Rysslands största mobilteleoperatör	9,5	5,0	6,3%	2,3%	RUB	4,2%
Sistema (lokal aktie)	5,0%	7348	Rysslands "Investor" eller "Kinnevik". Stor ägare i bl a MTS	8,8	6,5	1,1%	1,1%	RUB	2,9%
Nomos Bank GDR	4,3%	2218	En av Rysslands ledande privatägda banker	6,9	5,2	0,0%	3,2%	USD	8,4%
IBS Group	4,1%	540	Rysslands största IT-företag	13,7	11,7	1,2%	-14,3%	EUR	-12,1%
LSR Group (lokal aktie)	3,7%	1779	Vertikalt integrerat byggbolag med fokus på billigare lägenheter	21,4	8,4	3,6%	-0,8%	RUB	1,0%
Etalon	3,6%	1592	En av Rysslands ledande bostadsbyggare	6,2	7,0	0,0%	1,8%	USD	6,9%

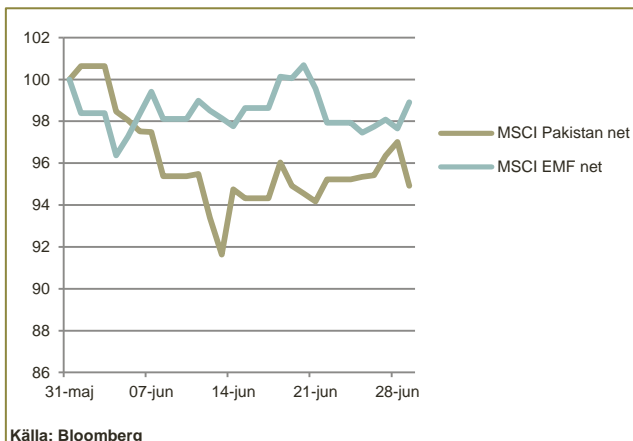
Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

## Månadsbrev juni 2012 - Tundra Pakistanfond

### Marknaden

Juni var en händelsefattig månad med låg aktivitet. Marknaden föll 5,1% (SEK) under juni månad, jämfört med MSCI Emerging Markets som föll 1,0%. Rupeen försvagades 5,5% mot SEK under månaden (0,8% mot USD) och valutarörelser utgjorde därmed hela nedgången.

Diagram 9: Marknaden vs tillväxtmarknader (SEK)



Källa: Bloomberg

Den genomsnittliga dagsomsättningen sjönk till USD 31 miljoner, jämfört med USD 73 m under maj månad. Utlänningar var nettosäljare med USD 44 m (exklusive International Powers sedan tidigare tillkännagivna försäljning av Hubcoaktier till ett värde av USD 65 m), jämfört med nettoköpare under maj månad med USD 39 miljoner. Vi noterade hur utländska flöden tyngde under första delen av månaden men dessa möttes mot slutet av lokala institutioner (pensionsfonder, företagsstiftelser) som utnyttjade de lägre nivåerna och mot slutet av månaden tunnades det utländska säljandet ut. Förhoppningarna om en NATO överenskommelse präglade den sista veckan vilket gav en god avslutning. Strax efter månadsskiftet (tisdag 3/7) tillkännagavs sedermera uppgörelsen med NATO och Pakistans återöppnade av rutterna för förnödenheter in i Afghanistan genom Pakistan. Som vi skrev i vårt föregående månadsbrev är det en viktig åtgärd för att minska oron kring Pakistans betalningsbalans. USA är "skyldig" Pakistan totalt USD 2,5 mdr för fiskala åren (1/7—30/6) 2011-2012. Den första utbetalningen skall utgöras av USD 1,1 mdr. Överenskommelsen var ett första tydligt steg i rätt riktning avseende riskerna med betalningsbalansen. Nästa viktiga steg blir en sannolik överenskommelse med IMF (tidigast först när en interrimregering tar över 3 månader innan parlamentsvalet februari/mars och mer sannolikt efter parlamentsvalet). Läs mer om bakgrunden i maj månadsbrev.

Den 22 juni intog Raja Pervez Ashraf premiärministerposten. Detta efter att Gilani den 19 juni blivit diskvalificerad för ämbetet av Högsta Domstolen efter tidigare dom avseende domstolstrots. Händelsen var ej marknadspåverkande. Alternativet för regeringspartiet var att utlysa nyval (något som marknaden sannolikt hade tagit emot positivt). Att PPP vill samla kraft inför de ordinarie parlamentsvalen februari/mars 2013 var dock inte oväntat. Partiet skulle sannolikt förlora sin regeringsbildande funktion om det varit val idag. Det är inte omöjligt att Högsta Domstolen kommer försöka ställa samma krav på Ashraf som Gilani och att även Ashraf kommer hävda presidentens immunitet i frågan. Det kan således fortsatt bli tidigare lagda parlamentsval. Vi tror dock att ett tidigare läggande t o m kan vara positivt för marknaden givet att oppositionen (störst just nu PML-N) ses som ett bättre alternativ för företagen och därmed aktiemarknaden än PPP. Alla de stora partierna med teoretisk chans att bilda regering (PPP, PML-N, PML-Q och PTI) får utifrån ett svenskt perspektiv betraktas befinna sig långt åt höger.

Vi kommer under hösten att skriva en längre rapport inför valet. Vi kan dock inte låta bli att redan nu flagga för att det mest spännande momentet – och en potentiellt mycket, mycket stor joker – är valresultatet för PTI. Med dess grundare och karismatiske ordförande, förre världsstjärnan i cricket, Imran Khan i spetsen går partiet mycket starkt framåt just nu och det blir spännande att se i vilken mån detta avspeglas i valresultatet. Med stor sannolikhet kommer de gå från ingen representation till minst 10% av stolarna i underhuset och det skulle faktiskt kunna bli mer givet den mobilisering och personkult som just nu sker i Pakistan kring Imran Khan. Han är mycket omtyckt i alla samhällsklasser. I cricckettokiga Pakistan vet även människor som ej kan läsa eller har TV vem han är. Hans raka kommunikation och enkla budskap med en politik som bygger på att eliminera statlig korruption och återskapa den pakistanska stoltheten får mycket starkt gehör. Till skillnad från övriga ledare kommer han med "ett rent bord", dvs han saknar historia från traditionella maktstrukturer. Han är därtill omtyckt såväl av pakistanskt näringsliv som i grannlandet Indien. Hans pashtunska bakgrund och det faktum att han alltid förespråkade moderation och fredsförhandlingar i Afghanistanfrågan framför väpnad konflikt gör att han även i dessa läger accepteras. Det finns bedömare i Pakistan som på allvar tror att PTI kan bli största parti med kanske så mycket som 30-40% av rösterna. Ett sådant politiskt skifte är dock mycket ovanligt och i våra ögon en utopi. Klart är dock att om inget händer på

## Månadsbrev juni 2012 - Tundra Pakistanfond

vägen kommer PTI att etablera sig som ett nytt viktigt parti i pakistansk politik och som sämst bli en konstruktiv och kritisk röst som förbättrar förutsättningarna för förändringar. Många pakistanier ser Imran Khan som det stora hoppet att bryta gamla maktmönster. Så som spelplanen utvecklas just nu kan det faktiskt bli så att perioden inför valet, dvs senhösten och framåt, blir en tid med förhoppningar om politiska förbättringar snarare än politisk osäkerhet.

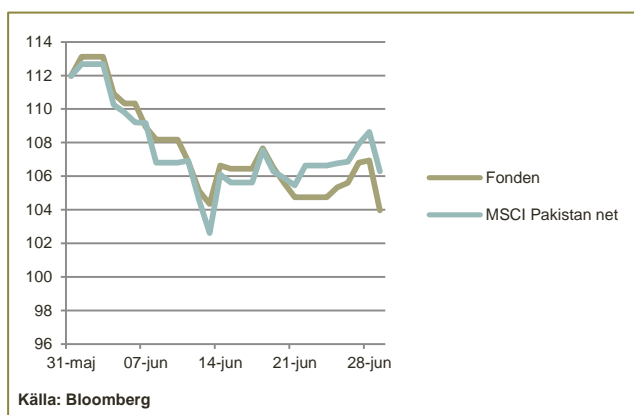
Rapportsäsongen sätter inom kort igång. Under juli och augusti rapporterar flertalet av bolagen. Fauji Bin Qasim Fertilizer är först ut den 13 juli. Givet att flertalet pakistanska bolag (inte bankerna) har sitt fiskala år 1/7—30/6 kommer även en större del av årets utdelningar att tillkännages i samband med rapporterna. Historiskt brukar detta vara en bra period för aktiemarknaden. Nuvarande prognoser gör gällande att helårsvinsterna för fiskala året 2012 ökar omkring 13%. De trettio mest likvida aktierna (KSE30) har det senaste året stigit omkring 4% i rupees. Det innebär att den genomsnittliga värderingen kommit ned från P/E 7,3 till omkring P/E 6,8 (källa: Bloomberg). I nuläget förväntas vinsterna stiga omkring 10% under fiskala året 2013. Vi ser möjligheter till positiva överraskningar inom framförallt cement och konsumtionsrelaterade aktier medan gödsel- och oljebolagen kan komma att få

revidera ned sina prognoser något givet fortsatt problem med gastillförsel respektive lägre oljepriser. De trettio mest likvida aktierna ger i nuläget en genomsnittlig direktavkastning på 7,6% (källa: Bloomberg).

### Fonden

Fonden sjönk 7,2% (SEK), jämfört med marknaden som gick ned 5,1%. Som nämnts ovan var huvuddelen av nedgången härrör till valutarörelser. Fondens bästa positioner (SEK) var Habib Bank +1,3% och Attock Petroleum +0,3%. Sämsta positioner var Adamjee Insurance -18,0% och Lucky Cement -13,7%.

Diagram 10: Fonden vs marknaden



Tabell 2: 10 största innehav Tundra Pakistanfond

Bolag	Tundra vikt i portfölj	Börsvärde (USD m)	Kort beskrivning	P/E		Dir. avk. (senast)	förändr. 1 mån (SEK)	Noteringsvaluta	Förändr. 1 mån (lokal valuta)
				FY2011A	FY2012E				
National Bank of Pakistan	8,6%	852	Pakistans näst största bank, fortfarande statligt majoritetsägd, likvid aktie, hög direktavkastning.	4,7	4,5	15,5%	-8,8%	PKR	-3,4%
MCB Bank	6,8%	1617	Pakistans fjärde största bank, högst lönsamhet, kommer förbättra eller bibehålla marknadsandel på ca 8%.	7,3	7,1	6,4%	-6,3%	PKR	-0,8%
OGDC	6,7%	7296	Pakistans största olja- och gasbolag	10,4	7,5	4,6%	-3,8%	PKR	1,8%
Fauji Bin Qasim Fertilizer	5,3%	403	Gödselbolag med produktion av bl a Urea och DAP. Majoritetsägt av Fauji Fertilizer. Billigaste gödselbolaget i nuläget.	3,8	6,6	24,8%	-3,4%	PKR	2,2%
Fatima Fertilizer	4,6%	522	Ett av Pakistans största gödselbolag, diversifierad produktion	13,3	6,9	6,0%	-3,5%	PKR	2,2%
Pakistan State Oil	4,3%	428	Pakistans ledande distributör av petroleumprodukter.	3,6	3,8	2,1%	-9,5%	PKR	-4,2%
Pakistan Telecom	4,3%	546	Pakistans "Telcel". Äger även mobilteleoperatören Ufone med 22 miljoner abonnenter. Hög direktavkastning.	6,6	7,3	12,0%	-12,7%	PKR	-7,6%
Hub Power	4,0%	513	Pakistans största kraftbolag	8,6	7,2	14,2%	-1,1%	PKR	4,7%
Engro Foods	3,9%	510	Pakistans "Unilever" eller "Wim-Bill-Dann", litet men mycket snabbväxande livsmedelsföretag, framförallt förpackad mjölk.	98,1	23,5	0,0%	-6,6%	PKR	-1,1%
Pakistan Oilfields	3,7%	918	Ett av Pakistans största olja- och gasbolag.	7,9	6,6	11,7%	-5,8%	PKR	-0,3%

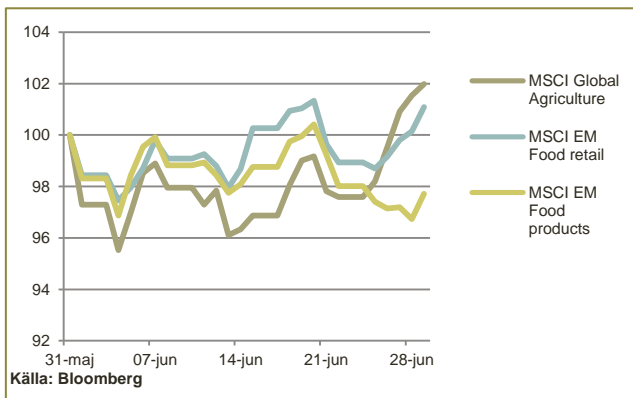
Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

## Månadsbrev juni 2012 - Tundra Agri & Food

### Marknaden

MSCI Emerging Markets Food Products Index sjönk 2,1% (SEK) under månaden medan MSCI Emerging Markets Food Retail Index och MSCI Global Agriculture Index steg 1,1% respektive 2,0% under månaden. Svenska kronan förstärktes 5,0% mot USD under månaden vilket tyngde utvecklingen i SEK.

Diagram 11: Marknadsutveckling maj (SEK)



Torkan har slagit till ordentligt i USA på bara några veckor. Amerikanska jordbruksdepartementet, USDA, förväntades sig så sent som 14 juni att nettovinsten i amerikanska jordbrukssektorn skulle vara den nästa bästa någonsin, 28% över sitt 10-åriga genomsnitt. Sedan dess har det kommit in rapporter om kraftig torka och att skörderesultatet kommer att bli väsentligt sämre. Få farmare har upplevt något liknande under sin yrkesverksamma tid. Under 75 år har aldrig så mycket markyta uppodlats för majs i USA, upp 5,5% jämfört med det tidigare rekordåret 2011. USDA räknade per första juli med att 48% av majsskörderna i USA är av god eller utmärkt kvalitet, en vecka tidigare var samma siffra 56% och ett år tidigare 69%. Detta är en prognos för hela USA och ger en god indikation på hur allvarlig situationen är. Nästa prognos kommer att publiceras den 11 juli. Som resultat av den kraftiga torkan och skadorna det kommer innebära för grödorna så har kontrakten på majs i Chicago stigit 33% från mitten av juni till fjärde juli. Vissa bönder som har prissäkrat (sålt majs på termin) en del av sin majsskörd börjar oroa sig att de sålt mer än de kan leverera då man på vissa platser kan förlora så mycket som 50% av sin skörd. Priserna för sojaböner och vete samt andra spannmål har också varit stigande de senaste veckorna dock inte lika kraftigt som för majs. Redan tidigare i år har vissa delar av Latinamerika drabbats av torka. Eftersom USA förväntades få en rekordskörd slog det inte något speciellt på priserna. Men kombinationen av torka i USA och i Latinamerika sätter situationen i en ny dager.

Kanadensiska Bank of Montreal, BMO, som är specialiserade på analys av råvaror i ett bredare perspektiv, konstaterade nyligen i en rapport att det bästa sättet att exponera sig mot stigande spannmålspriser i aktiemarknaden är via gödsel företag. De största internationella gödsel företagen har en korrelation på mellan 80-90% mot spannmålspriserna. De flesta av dem har redan reagerat på de högre spannmålspriserna. För gödsel företag i tillväxtmarknader är korrelationen lägre än för större internationella bolag men den finns. Tundra Agri&Foods största sektorexponering (20,2%) var vid månadsskiftet gödsel företag.

Vad som ytterligare gör gödsel företagen intressanta är att deras värdering är klart under de senaste årens genomsnitt. Enligt olika analyser från olika mäklare är värderingsrabatten mot historiskt genomsnitt för sektorn mellan 15-25%. De flesta gödsel företag vi äger i fonden värderas drygt 20% lägre än de har gjort de senaste 3 åren. Detta trots att vinstförväntningarna är stabila och om prisuppgången på spannmål håller i sig, antagligen blir stigande. Gödsel företagen värderas för närvarande till 9,3 gånger årets vinst (källa: Bloomberg).

Förra månaden skrev vi att den globala riskaversionen syntes även i en stabil sektor som livsmedel - Att vissa bolag i fonden har stigande vinstförväntningar men fallande aktiekurser. Under juni inträffade något nytt när bland annat de internationella livsmedelsjättarna Danone och Procter & Gamble vinstvarnade. Aktierna som normalt uppvisar små kursrörelser föll 4% respektive 5% med 4-5 gånger så hög omsättning mot normalt under dagarna för deras vinstvarningar. Båda bolagen hänvisade till lägre global tillväxt än tidigare förväntat samt fallande valutor i framförallt tillväxtmarknader. Båda aktierna har återhämtat sig i början på juli men handlas nu omkring 10% under toppnivåerna från mars/april.

### Fonden

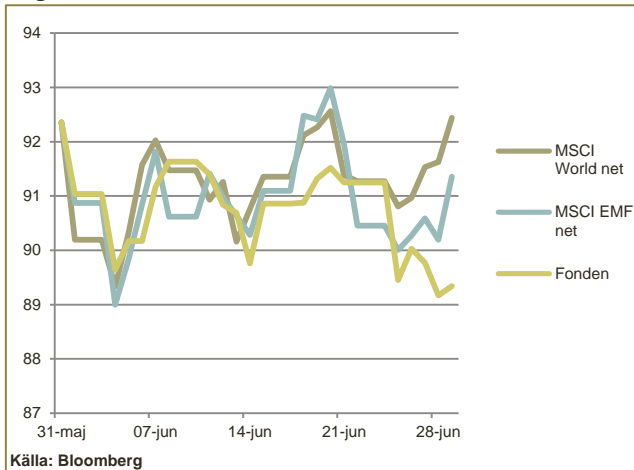
Tundra Agri & Food föll 3,3% (SEK) i juni jämfört med MSCI World (SEK) som steg 0,1% och MSCI Emerging Markets (SEK) som föll 1,1% under samma period.

Vid månadens slut ägde fonden 37 aktier från 15 länder. Ryssland (19,2%) Brasilien (17,3%) och Kina (16,9%) är de tre länder fonden har störst exponering mot.



## Månadsbrev juni 2012 - Tundra Agri & Food

Diagram 12: Fonden vs marknaden (SEK)

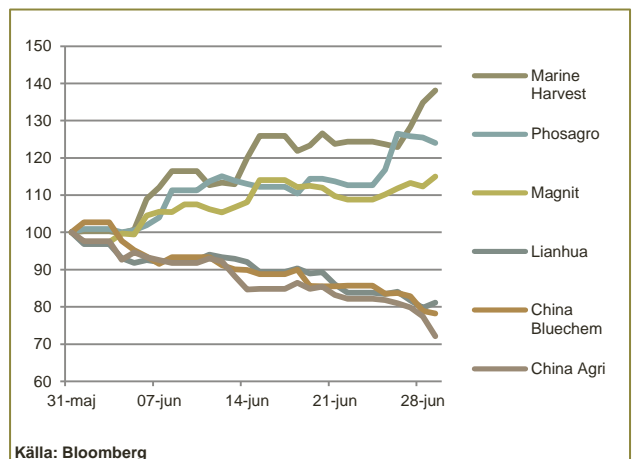


Bäst utveckling i SEK under månaden uppvisade Marine Harvest (+38%), Phosagro (+24%), Magnit (13%) och Lindsay (+11%). Marine Harvest är världens största producent av odlad lax med en global marknadsandel på 22%. Priset på odlad lax har länge varit pressat av kraftigt utökad utbud både från norska och chilenska producenter. Chile har haft lägre volymer p g a av sjukdomar fram till 2011 men har sedan kommit tillbaka till marknaden. Senaste halvåret har spotpriset på lax pendlat nära marginalkostnaden. Aktierna i sektorn har på grund av detta varit mycket pressade under det senaste året. Det låga priset på lax har konkurrerat ut andra dyrare proteinkällor. Anledningen till att aktien har stigit är delvis att spotpriset stigit något den sista tiden, men också att utbudsökningen har toppat. Under första kvartalet var utbudsökningen hela 33% och för helåret 2012 förväntas en utbudsökning på 19%. Nyheten är att utbudsökningen för nästa år förväntas bli låga 3%. Phosagro är Rysslands största producent av fosfat och samtidigt en av världens största aktörer. Aktien har varit pressad under en längre tid. Det har kommit nyheter kring privatiseringen av Apatit (Phosagros största

dotterbolag) där staten ska sälja sitt ägande. Lokala aktien för Rysslands största livsmedelsdetaljist Magnit tillhörde också vinnarna. Intressant är uppgången i Lindsay under juni. Aktien utvecklades som marknaden under månaden fram till dess att de rapporterade en vinst som var 10% högre än marknaden förväntningar. Lindsay som säljer utrustning och bevattningssystem till jordbrukssektorn vittnar om mycket stark efterfrågan.

Sämst utveckling uppvisade China Agri Industries (-28%), China Bluechem (-22%) och Lianhua (-19%). Den kinesiska delen av portföljen utvecklades svagt under månaden, 5 av de 6 sämsta positionerna var kinesiska. Exportstopp av kvävegödsel slår hårt mot gödselbolagen, men även mer stabila bolag som Sun Art Retail (Kinas största ägare och operatör av stormarknader) föll 15% i juni. China Agri Industries vinstvarnade i juni. De har höga och stigande inköpspriser framförallt för sojabönor samtidigt som de inte kan föra över detta på sina kunder.

Diagram 13: Bäst och sämst juni 2012 (SEK)



## Månadsbrev juni 2012 – Tundra Agri & Food

Tabell 3: 10 största innehav Tundra Agri & Food

Bolag	Land	Tundra vikt i portfölj e (USD m)	Börsvärd	Kort beskrivning	P/E		Dir. avk. (senast)	förändr. 1 mån (SEK)	Noterings valuta	förändr. 1 mån (lokal valuta)
					FY2011A	FY2012E				
Indofood	Indonesien	4,7%	4514	Störst på vidareförädlad mat i Indonesien	13,3	12,2	3,6%	-1,4%	IDR	2,6%
Brasil Foods	Brasilien	4,3%	13253	En av världens största kycklingproducenter, men även producent av pasta, sojabönor och frysta grönsaker. Verksamhet i Latinamerika men även mellanöstern, Europa och Asien	7,1	6,7	0,4%	-7,1%	USD	-2,4%
JBS	Brasilien	4,3%	8894	Världens största producent av nötkött. Finns i alla världsdelar utom Afrika. Även betydande kyckling och fläskproducent.	neg	13,7	0,4%	5,7%	BRL	10,6%
Almarai	Saudiarabien	4,2%	6799	Största mejeriet i Gulfländerna med nästan 50% marknadsandel på mjölk och yogurt. Har under senare år breddat verksamheten till bla juicer och andra förädlade livsmedel.	20,5	17,0	2,0%	-11,3%	SAR	-6,9%
Adeco Agro	Argentina	4,0%	1105	En av världens största privata markägare. Verksamma i Argentina, Brasilien och Uruguay. Jordbruk, socker och kraftigt ökande etanolproduktion.	19,4	22,0	0,0%	-8,1%	USD	-3,5%
X5 Retail	Ryssland	3,6%	6178	Rysslands näst största livsmedelsdetaljst, enda bolag med dominerande ställning inom alla typer av butiker	23,6	18,9	0,0%	-1,9%	USD	3,0%
Lianhua Supermarket	Kina	3,6%	1068	En av Kinas största livsmedelsdetaljst	10,7	12,9	1,6%	-18,8%	HKD	-14,8%
Phosagro	Ryssland	3,5%	4329	En av världens största fosfatproducenter	6,2	6,9	3,2%	24,0%	USD	30,2%
Migros	Turkiet	3,4%	1762	Turkiets största livsmedelsdetaljst	neg	28,3	0,0%	12,7%	TRY	14,7%
Cosan	Brasilien	3,3%	2213	Kallar sig "världens största bolag för förnyelsebar energi" Bla. En av världens största producenter av etanol och socker.	14,7	4,2	2,2%	1,0%	USD	6,0%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

## Olja – Hur Nordamerika och ny teknik kan förändra spelplanen

På Tundra Fonder bevakar vi och analyserar oljemarknaden och oljepriset kontinuerligt. Det är den enskilda råvara som har absolut störst inverkan på två av våra fonder. För Tundra Ryssland är oljepriset mycket viktigt för hur den ryska ekonomin utvecklas och för Tundra Pakistan är det också avgörande, men på omvänt sätt. Pakistan importerar över 80% av sin olja och olja är 60% av Pakistans totala importkostnad.

Olja är världens mest likvida råvara och har använts i årtusenden. Oljan används i världens alla hörn. Konsumtionen tog fart i USA under andra halvan av 1800-talet då produktion av större kvantiteter inleddes. Oljan har många olika användningsområden: olika typer av bränsle, petrokemisk industri men även för elproduktion via eldningsolja. På tillväxtmarknader används oljan ofta för elproduktion. I länder som Sverige och andra västländer har man ställt om elproduktionen. I Sverige har vi oljekondenskraft bara som reservkraft men ändå är oljepriset viktigt för våra privata och kommersiella transportkostnader. I många av de asiatiska tillväxtekonomierna är oljan den enskilt största importkostnaden och priset för olja blir därmed mycket viktigt för hur ekonomierna utvecklas. Ett lågt oljepris kan vara mycket stimulerande för dessa ekonomier. Det motsvarande gäller förstås när oljepriset är högt vilket märktes tydligt under första halvåret 2008. Det höga oljepriset var negativt för betalningsbalansen och tillväxten för många tillväxtmarknadsländer.

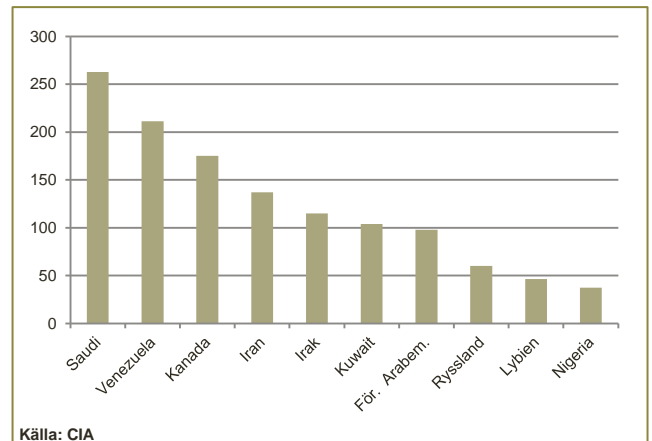
Råoljan handlas över hela världens i en mängd olika skvaliteter eller "benchmark". Brent (Nordsjön), WTI (Oklahoma, USAs inland norr om Texas), Arab Light (Saudiarabien) är de tre vanligaste referenspriserna. I Ryssland refereras oftast till Urals. Priset skiljer sig på om oljan är lätt (densitet sk API gravity) eller tung, men också hur svavelrik den är. Ju lägre densitet på oljan och ju mindre svavel desto högre pris. Priserna kan även skilja sig väsentligt på transportkostnader eller för att vissa platser helt enkelt inte når världsmarknaden. Dessa skillnader kan vara mycket stora.

Priset på olja styrs på kort sikt av skiftningar i utbud och efterfrågan. Efterfrågan styrs i sin tur av den globala konjunkturen. Priset påverkas även av utbudsstörningar som exempelvis kriget i Libyen förra året eller Irans hot om att stänga Hormuzsundet under den gångna våren. I Hormuzsundet passerar ungefär 20% av världens oljeproduktion eller 35% av den del av produktionen som går via oljetankers.

Men utbudet kan också styras mer strategiskt. OPEC försöker att komma överens i förväg hur mycket de ska producera. Detta för att oljepriset ska hålla sig över en viss nivå. Mest kända aktionen är när OPEC 1973 över en natt sänkte produktionen med 5%, då som stöd till Syrien och Egypten i kriget mot Israel. USA svarade omedelbart med att öka sitt ekonomiska stöd till Israel varpå OPEC helt avslutade sin oljeexport till USA. Det gav en chockartad effekt på prisutvecklingen. Priset gick från drygt USD 4 per fat till USD 10 per fat på en vecka. På mycket kort sikt (enskilda dagar och veckor) är det mycket fokus på lagernivåer. Om lagren stiger eller sjunker kan det vara indikationer på vad som händer med efterfrågan och eller utbudet.

Oljeprisuppgången från nivån USD 20-25 per fat för tio år sedan till omkring USD 100 per fat för närvarande har inneburit enorma förskjutningar av ekonomisk makt till de stora oljeproducenterna i världen. De reserver som finns får högsta geopolitiska prioritet, något som även blivit uppenbart i vissa länders utrikespolitiska agerande.

Diagram 14: Världens största oljereserver (mdr fat)



Kanadas höga siffra inkluderar även den kontroversiella oljesanden som är dyr att utvinna och som har stor påverkan på miljön. Saudiarabiens reserver är över 15% av hela världens. Saudiarabien har en enorm betydelse för oljepriset, vilket vi kommer återkomma till. Saudiarabien är den aktör som har störst produktionsreserver för närvarande i världen. Annars producerar de flesta länder mer eller mindre så mycket som de kan.

Venezuela hävdar själva att de har störst oljereserver i världen på ungefär 300 mdr fat. Petroleos de Venezuela anger att de har 235 mdr fat olja i Orinocobältet. Orinocobältet är ett on- och offshore område i norra

## Månadsbrev juni 2012 - Olja

Venezuela. Reserverna består av mycket tung oljesand. Endast delar av dessa reserver finns med i statistiken ovan då det är osäkert hur mycket av reserverna som är utvinningsbara. Venezuela hävdar att de mellan 2005-2012 kommer att ha investerat över USD 50 mdr i olika projekt i Orinoco bältet. 70% av detta belopp kommer från statliga medel.

### Kraftigt oljepris fall under andra kvartalet

Oljepriset (brent) har fallit knappt 25 procent sedan mars då det snuddade USD 125 per fat till dagens USD 95 per fat. Oljepriset har varit under tryck p g a hög global produktion och lägre efterfrågeutveckling än man tidigare räknat med. Detta har inneburit stigande lager. Världen pumpar för närvarande 91,1 miljoner fat olja per dag, den högsta produktionen någonsin. Samtidigt var den globala efterfrågan i maj 89,9 miljoner fat per dag, rapporterade Internationella energirådet, IEA.

OPECs produktion är mer än 31,5 miljoner fat i maj, vilket också är högre normalt. OPECs lager är omfattande och ska vara de största sedan 1991. Det är ett återkommande problem att OPEC producerar mera än de har kommit överens om. I en situation där efterfrågan är lite svagare än förväntat skapar det ett tryck nedåt för oljan. Dessutom producerar USA för fjärde året i rad mer olja än tidigare. Detta efter att ha haft fallande oljeproduktion i USA i över 25 år. Men vi återkommer till detta och varför USAs produktion ökar.

Givet att Iran så sent som för 3 månader sedan hotade att stänga Hormuzsundet är det inte konstigt att det byggs upp lager för att hantera ett potentiellt hot. När hotet sedan minskar så återkommer en del av dessa lager till marknaden. Även om det omedelbara hotet från Iran är mindre än tidigare så är Iran fortfarande ett "wild card" för oljepriset. Iran kommer från och med första juli att avsluta export av olja till vissa EU länder. Det verkar dock som att exporten till Indien kommer att öka istället så den totala effekten på globala oljemarknaden är mer osäker. IEA rapporterade också att preliminära data tyder på import av iransk råolja från storförbrukare hade fallit med 1 miljon fat per dag i april och maj från nivåerna föregående år.

### "Peak oil" – Hur mycket kan produceras?

Vid någon tidpunkt tar oljan slut eftersom oljan är en ändlig resurs. Det skapas sannolikt ingen ny olja. Men frågan är hur mycket olja som finns? Och när når vi

den tidpunkt då vi producerar maximalt av vad vi kan?

Bakom dessa tankar ligger teorin om oljeproduktionstoppen (peak oil). År 1956 publicerade den amerikanska geologen M King Hubbert en prediktion att USAs oljeproduktion skulle nå sin topp i början av 1970-talet. När han publicerade detta blev han emotsagd av alla. USAs oljeproduktion hade varit stadigt stigande i över hundra år. Såväl inom oljeindustrin som utanför denna menade man att Hubbert hade fel och att produktionen skulle fortsätta öka. När oljeproduktionen i USA sedan nådde sin topp redan år 1970 något år tidigare än Hubbert hade beräknat, för att sedan konstant falla fram till 2008 fick Hubbert fler anhängare. Hubbert fick bland annat Penrosemedaljen 1973. I en extrapolering av denna teori på global basis skulle sedan hela världens produktion nå sin topp omkring år 2000 och sedan stadigt minska.

Peak oil är den tidpunkt då den maximala råoljeproduktionen är uppnådd, varefter den kommer att minska tills den hanterbara råoljan i praktiken tagit slut. Förenklat så bygger Peak oil teorin på att om man vet hur mycket olja det finns i ett fält och hur produktionskurvan har utvecklats sedan man började producera olja så kan man beräkna när fältet når sin toppproduktion och sedan hur länge oljan räcker för detta fält. Gör man sedan alla dessa beräkningar i ett land för alla oljefält som finns så vet man när produktionen når sin toppnivå i det landet och hur länge oljan räcker för hela landet. Och det var i korta drag vad Hubert gjorde 1956 som ledde till att han kunde förutsäga när USA skulle nå sin produktionstopp 14 år innan produktionstoppen inträffade. En imponerande bedrift före den stora datoriseringen och excelarkens tid. Idag gör man med lätthet liknande beräkningar.

Långt senare har flera anhängare av Hubberts teori gjort om samma beräkningar, men för hela jordens oljeproduktion. Hubberts tidigare medarbetare Kenneth Deffeyes sammanfattade vissa av dessa i boken *Hubbert's Peak – The impending world oil shortage* som kom ut 2003. Initialt fick teorierna inte så mycket gehör, men i takt med att oljepriset steg så ökade antalet anhängare. När vi nådde fram till år 2007 då oljepriset fördubblades från 50 till 100 dollar och säljsidans mäklarhus tävlade om vem som hade högsta framtida oljeprisantaganden så blev peak oil en sanning. Det var en revolutionerande tanke att det kommer en dag i en inte alltför avlägsen framtid där världen rent tekniskt inte kan producera mer olja

## Månadsbrev juni 2012 - Olja

oavsett vad priset för olja är. Internationella Energirådet (IEA) slog fast att peak oil inträffade 2006. En svensk forskargrupp ledd av Kjell Aleklett beräknade att peak oil skulle inträffa mellan 2008-2018. De hamnade längre fram främst för att de hade inkluderat utökade möjligheter i Irak. Idag är det ingen eller få som ifrågasätter peak oil. Frågan är dock om vi korrekt uppskattat mängden olja som finns på jorden och, om så ej är fallet, hur snabbt vi kan hitta denna olja och börja producera den. I Nordsjön eller i Ryssland där de flesta fälten redan passerat sin topp faller oljeproduktionen mellan 5-10% per år om man inte hittar nya fält.

### Hur stora är Saudiarabiens reserver?

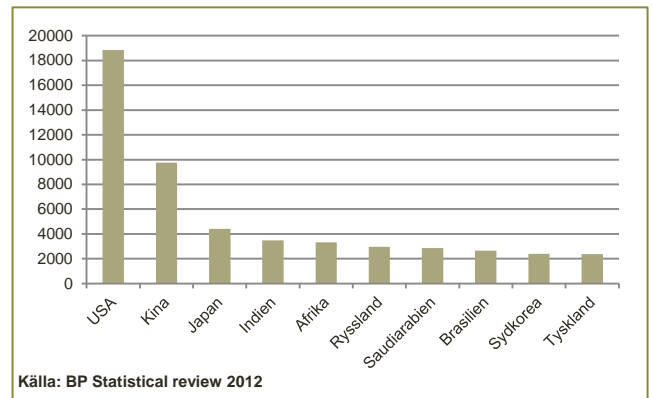
I bakvattnet till peak oil lanserades även andra teorier om oljan och oljeproduktionen som angränsar. En sådan teori som fick viss uppmärksamhet var *Twilight in the desert – The coming Saudi oil shock and the world economy* skriven av Matthew R. Simmons. Boken handlar om att Saudiarabien sedan mitten av 1980-talet inte offentliggör sin reservstatistik per oljefält i landet längre utan bara som en enda siffra. Saudiarabien säger att de har 262,6 mdr fat olja bevisade reserver, men vill inte berätta vilka källor som ingår och hur de har gjort sina beräkningar. Detta eftersom de anser att det är en statshemlighet hur viktiga olika fält är. Saudiarabiens reserver motsvarar drygt 8 års världskonsumtion i den takt oljan konsumeras idag. Vidare i boken hävdar författaren att det verkliga skälet till att Saudiarabien inte vill offentliggöra sina reserver är för att de verkliga reserverna är mycket lägre, något som skulle kunna skapa panik i världen och massiva åtgärder för att hitta alternativ till oljan. Tesen bygger på att Saudiarabien egentligen handlar om sju gigantiska fält. Dessa fält har producerat 90% av all olja som landet har producerat. Tre av fälten har producerat olja på en mycket hög nivå i över 50 år. Författaren menar att Saudiarabien är vid sin peak oil eller kanske tom har passerat peak oil för så länge som 25 år sedan. 1981 producerade Saudiarabien visserligen en rekordnivå, men den nivån lyckades de slå förra året. Som utomstående är det svårt att veta vad som är korrekt. Matthew Simmons har tagit del av över 200 oberoende rapporter och undersökningar som han använder som grund för sin analys. Officiellt så är Saudiarabiens linje att de med relativt små investeringar kan nå nära 500 mdr fat i reserver och fördubbla produktionen till mellan 20-25 miljoner fat om dagen om världsefterfrågan skulle öka. För att ge ett exempel på storheterna så varierar uppfattningarna om de kvarvarande reserverna i Ghawar, världens största oljefält, till mellan 66 och 150 miljarder fat. Skillnaden mellan de två uppgifterna är lika mycket som Iran, världens fjärde största reserver,

har totalt.

### Världens oljekonsumtion

Innan vi fortsätter diskussionen om framtida oljeproduktion så låt oss se vilka som konsumerar oljan. De senaste åren har det varit en samsyn att efterfrågan i Asien, framförallt Kina och Indien, är så stark att det inte spelar så stor roll vad som händer i resten av världen. Förra året stod Asien för 40% av den ökade oljekonsumtionen globalt. Det är ganska höga tillväxttal i många asiatiska länder. I Kina som är världens näst största konsument ökade efterfrågan med 5,5% förra året. För naturgas ökade efterfrågan hela 21,5% i Kina.

Diagram 15: De största oljekonsumenterna i världen 2011 (tusen fat/dag)



Men vad som lätt glöms bort är hur stor del av konsumtionen USA fortfarande utgör. USA konsumerar mera olja än Kina, Indien och hela kontinenten Afrika tillsammans. Och i USA faller konsumtionen. Sedan 2007 som var USAs toppår i konsumtion har den fallit med 10% eller med 2 miljoner fat per dag. Det är mycket stora tal. En del av detta är givetvis konjunkturnedgång, men det förklarar inte allt. En del är energieffektivisering på grund av det höga oljepriset och en del är substitutionseffekt till andra bränslen, t ex naturgas och etanol. Framförallt ökad konsumtion av naturgas gör att viss minskning i USA är strukturell. Även om oljepriset skulle falla betydligt så är naturgasen fortfarande väsentligt billigare. Och det strukturella skiftet från olja till naturgas i USA kan fortsätta. Även detta återkommer vi till.

Hur man än räknar så är 2 miljoner fat i minskad daglig konsumtion väldigt mycket. Det är exempelvis lika mycket som Norge producerar under ett år. Vad som skulle kunna innebära att USA dramatiskt minskar sin konsumtion av olja vore om transporter går från bensin till naturgas. Långtradartrafiken i USA är mycket

## Månadsbrev juni 2012 - Olja

omfattande och står för en stor del av dieselkonsumtionen. Om långtradare börjar använda naturgas istället (en debatt kring detta pågår just nu) så kommer konsumtionsminskningen av olja i USA minska dramatiskt.

### Olja och gas i skifferformationer kan potentiellt innebära att mängden gas- och oljereserver fördubblas ...

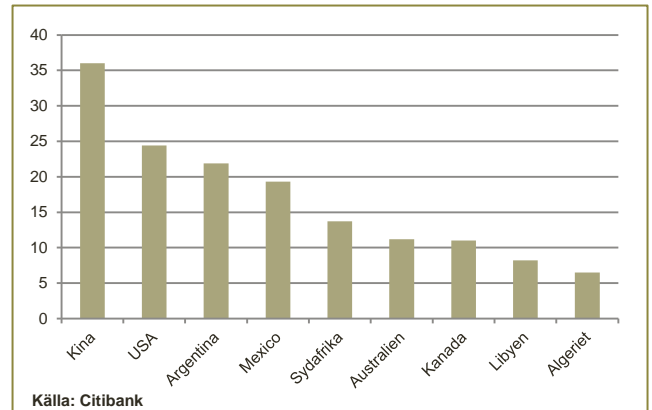
Geologer har sökt efter olja i hela världen under de senaste 100 åren. Det sker fortfarande stora fynd i flera delar av världen som överraskar. För inte så länge sedan hittades mer olja och gas i Nordsjön. I Afrika, Sydostasien och Latinamerika sker idag nya fynd som tidigare var okända. Frågan är sedan, precis som fallet är med de stora reserverna av oljesand i Kanada och tung oljesand i Venezuela, hur stor del av reserverna som är utvinningsbara ur ett ekonomiskt och miljömässigt perspektiv.

Vad som de senaste åren har visat sig varit viktigare än nya fynd är ny teknik. Det har varit känt under mycket lång tid att det finns enorma mängder olja och gas i skifferformationer (engelska shale) djupt nere i marken. Det finns många olika uppgifter hur stora dessa reserver men vad det gäller olja så är de minst lika stora som dagens bevisade reserver av konventionell olja.

Men fram till 1997 vid Barnett Shale var det varken tekniskt eller ekonomiskt möjligt att utvinna dessa fyndigheter. För 15 år sedan gjorde George Mitchell, Texas född amerikan med grekiskfödda föräldrar, ett genombrott. Genom användning av s k horisontell borrhning och genom att spruta in stora mängder vatten blandat med kemikalier (hydraulic fracturing, hydrofracking eller bara fracking) lyckades han göra det möjligt att utvinna gas ur skifferformationer. George har fram till idag deltagit i borrhning av 10 000 källor och hans bolag Mitchell Energy Development är inkluderat i Fortune 500. Skifferformationer med gas och oljeinnehåll finns på många ställen i världen och kan komma att ha stor inverkan på framtida produktion av gas och olja. Såväl storleken på totala reserver, men också var framtida produktion är belägen.

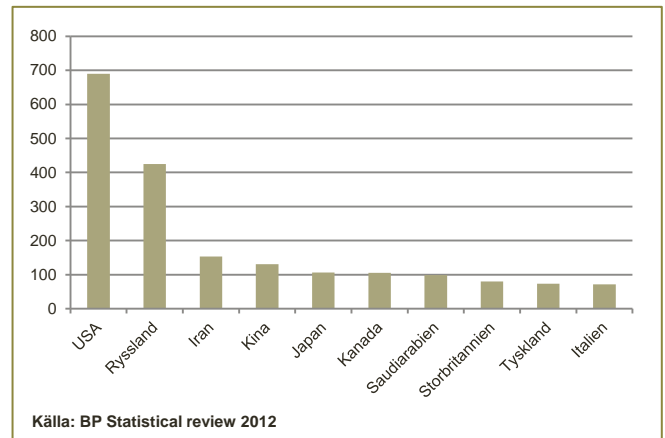
Diagram 16 visar uppskattade reserver av naturgas i skifferformationer beräknade av konsultföretaget Advanced Resources på uppdrag av The U.S Energy Information Administration (EIA) 2011.

Diagram 16: Skiffergasreserver (biljoner m<sup>3</sup>)



Siffrorna är säkerligen inte exakta men ger ändå en bild av enorma reserver och som dessutom är spridda över världen. Enligt samma rapport finns skiffergas i Sverige motsvarande 1160 miljarder m<sup>3</sup>. Som jämförelse så konsumerar USA som är världens största gaskonsument knappt 700 mdr m<sup>3</sup> per år. Totalt konsumerades under 2011 3222 mdr m<sup>3</sup> gas i världen. Med andra ord är Kina skiffergasreserver drygt tio års världskonsumtion av gas eller drygt 250 år motsvarande den konsumtion Kina har idag.

Diagram 17: Världens största gaskonsumenter (miljarder m<sup>3</sup>/år)



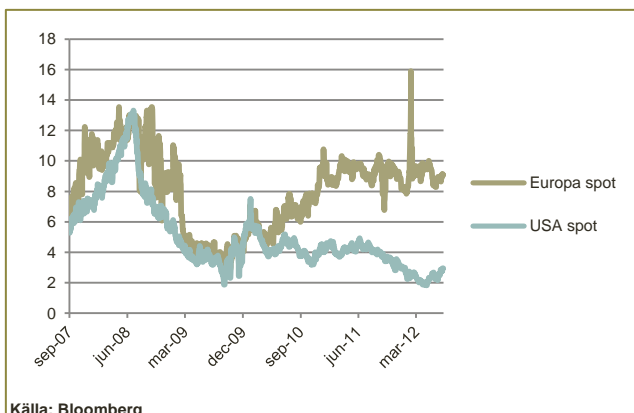
Rent tekniskt så borrar man ned till en skifferformation där det finns gas. Man utsätter sedan formationen för ett mycket högt tryck via det vatten man pressar ned i källan. Man tillsätter även sand och vissa kemikalier för att öppna upp formationen. Denna vattenuppspräckning eller "fracking" pågår sedan i upp till 90 dagar och därefter kan gasen flöda upp och fångas in. Gasen som produceras kallas vanligtvis för okonventionell gas till skillnad från vanlig naturgas som inte "sitter fast" i någon formation.

## Månadsbrev juni 2012 - Olja

### ...och har fått dramatiska effekter på naturgaspriset i USA

Sedan detta tekniska genombrott har det blivit en enorm utveckling inom gasområdet i USA. Mellan 2005 och 2010 ökade produktionen av okonventionell gas i USA med 45%. Den okonventionella gasen från skifferformationer står idag för 25% av USAs hela naturgasproduktion. Effekten av denna utveckling är ett kraftigt prisfall på gas i USA. Bilden nedan visar utvecklingen av naturgaspriset i USA och Europa. Spotpriset i Europa är mer än tre gånger så högt som i USA. I tillägg ska nämnas att långa kontraktspriser i Europa nästan alltid är knutna till oljepriset och är väsentligt högre än Europas spotpris. Gazproms kontraktspriser var t ex i januari omkring 30% högre än dåvarande spotpriset). Europeiska slutkonsumenter betalar således i praktiken 4-5 gånger mer än amerikanska i nuläget.

Diagram 18: Naturgaspriser i USA respektive Europa (USD/mmbtu)



Källa: Bloomberg

Dagens naturgaspriser i USA är mycket låga och gasproducenterna har lönsamhetsproblem på dessa nivåer. Men i takt med att det sker investeringar som konsumerar mera gas och att det sker mer substitution från andra energikällor förväntas gaspriset stiga i USA. Världens lägsta gaspris attraherar och kommer att attrahera mycket stora investeringar. För närvarande är förväntningarna enligt Bloomberg sammanställning att naturgaspriset kommer vara 30% högre nästa år och ytterligare 11% högre under 2014. Den produktionsboom i skiffergas som driver den grundläggande förändringen på marknaden för naturgas i USA kan även börja omvandla andra sektorer, däribland kraftgenerering och transporter som vi nämnt. Andra stegvisa vinster kan komma från export av flytande naturgas, s k LNG export, från Nordamerika. För bara 10 år sedan förberedde sig USA, som är världens största konsument av naturgas, att importera naturgas från framförallt Qatar.

Man byggde terminaler som skulle kunna hantera 100 miljarder m<sup>3</sup> per år eller 14% av USAs konsumtion. Dessa terminaler håller nu på att byggas om för export. Sannolikt kan den första exporten från USA ske 2014 eller 2015. Grafen ovan väcker frågan vad som ska hända med Europas gaspriser. Men det kommer att ta tid och kräva mycket investeringar innan gasen kan exporteras. På några års sikt är det dock sannolikt att gas från Nordamerika kommer att exporteras till bland annat Europa.

### Nordamerika – nästa Mellanöstern?

Frågan kan tyckas verklighetsfrämmande men det som hänt och håller på att hända med USAs gas- och oljeproduktion kan visa sig få stor global betydelse.

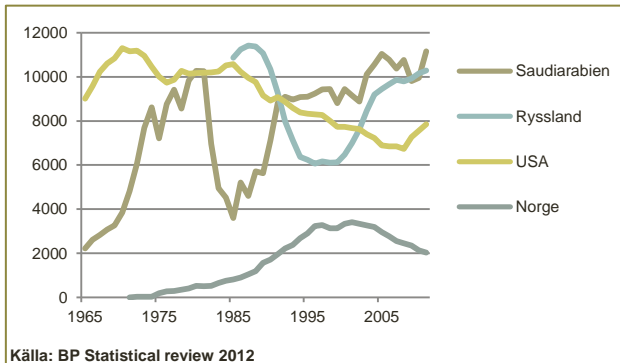
För första gången sedan 1949, har USA blivit nettoexportör av petroleumkemiprodukter och har trängt undan Ryssland som världens största exportör av raffinerade petroleumprodukter. Det låga naturgaspriset lockar stora investeringar till petrokemisk industri i USA och i Kanada. Detta inkluderar även gödselindustrin. Norska Yara som är världens näst största producent av kvävegödsel lägger sin nästa stora produktionsanläggning i Kanada men produktion kommer ske med amerikansk naturgas. Yara annonserade investeringen för några veckor sedan. När vi var i kontakt med företaget menade de att det finns ingenstans i världen som det kan byggas en kvävegödselabrik med bättre lönsamhet. Världens lägsta gaspris och gödselpriser över världsgenomsnittet, tack vare en jordbrukssektor som gör rekordvinster, är en attraktiv kombination.

Vad driver då utvecklingen i USA? En delkomponent har förstås varit en kämpande ekonomi som kräver mindre importerad energi. USAs efterfrågan på olja har minskat med cirka 2 miljoner fat om dagen sedan toppen under 2005 som vi nämnt tidigare men bara delvis på grund av lågkonjunktur. Det mer spännande delen av svaret varför USA blivit världens största exportör av petrokemiska produkter finns på utbudssidan. USA/Nordamerika har blivit det snabbast växande olje- och gas producerande området i världen och är nu den viktigaste marginalproducenten för olja och gas globalt. Lägg till detta den ständigt växande kanadensiska produktionen och en comeback för mexikansk produktion. Resultatet är en högre produktionstillväxt i Nordamerika än vad hela OPEC gemensamt mäktar med. Det finns fem orsaker till

## Månadsbrev juni 2012 - Olja

ökningen i oljeproduktion och andra oljederivat som kan göra Nordamerika till den största källan till ny oljeförsörjning under det närmaste årtiondet: oljesandproduktion i Kanada, djuphavskällor i USA och Mexiko, olja från skiffer och oljesand, naturgasvätskor (natural gas liquid eller NGL) i samband med produktion av naturgas och slutligen biobränslen. De oljederivat som följer naturgasproduktionen NGL passar utmärkt i petrokemisk industri men kan även användas i vanliga raffinaderier för bränsleproduktion. I grafen nedan ser vi oljeproduktionen bland de största producenterna sedan 1965. Vi ser USAs storhetstid fram till 1970 talet. Vi ser Saudiarabiens minskade produktion under 1980-talet i ett försök att hålla oljepriset uppe, den ökade produktionen i andra halvan av 1980-talet som påstås vara det som ekonomiskt knäckte Sovjetunionen. Vi ser även uppsvinget i Rysslands oljeproduktion när ny teknik kunde introduceras efter att Sovjetunionen fallit. Norge finns med i nederkant som referensland.

Diagram 19: Produktionsutveckling världens ledande oljeproducerande länder (tusen fat/dag)



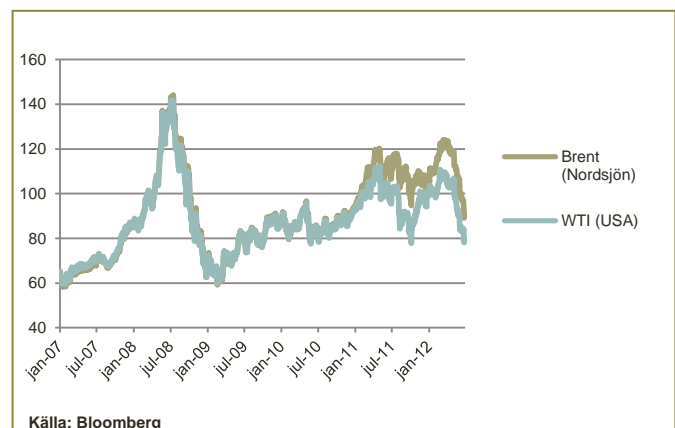
Källa: BP Statistical review 2012

Intressant de sista åren är dels Saudiarabiens rekordproduktion förra året som kortsiktigt tystat de som säger att Saudierna inte kan öka produktionen och dels USAs kraftiga produktionsökning de senaste 3 åren. Produktionen i USA har ökat med 16% eller med över 1 miljon fat per dag. Detta trots att de äldre produktionskällorna har fallande produktion som tidigare. Citibank släppte under försommaren en intressant rapport där man tittar på dessa faktorer. De tror att Nordamerika kan öka sin produktion från strax över 15 miljoner fat per dag år 2010 till nästan 27 miljoner fat per dag 2020-22. Ökningen under en tioårsperiod motsvarar mer än vad Saudiarabien och Ryssland var och en producerar idag. Enligt dessa prognoser skulle USA ensamt redan om 3-4 år producera mera olja och oljederivat än något annat land i världen. I den takt som oljekonsumtionen minskar idag skulle USA då kunna vara inte bara en stor exportör av

naturgas i flytande form (LNG) men även exportör av olja. En ganska omstörtande tanke. USA konsumerade knappt 19 miljoner fat per dag 2011. I Citibanks rapport "Energy 2020" så beräknar de att USA kommer att kunna öka sin produktion till 15,6 miljoner fat per dag eller över 70% mer än de producerar idag. Av den ökningen på 6,6 miljoner fat per dag så beräknar de att 20% kommer från associerade oljederivat i samband med ökad produktion av skiffergas (shale gas), 34% kommer från djuphavsborrning efter olja, 31% från ren skifferolja (en ökning med 430% jämfört med dagens produktionsnivåer av skifferolja), 7% ökning i Alaska och 8% från ökning av biobränsle. Under samma tid kommer samtidigt minskningen av existerande konventionella produktionskällor minska med 0,9 miljoner fat per dag.

Men utvecklingen av fallande oljekonsumtion i USA och stigande produktion av olja och gas har redan haft effekt på priserna i USA. Nedan är priset på två av världens mest citerade oljepriser Brent och WTI. Fram till slutet på 2010 var dessa två priser mer eller mindre identiska och hade så varit under mycket lång tid. Idag är Brents första kontrakt nästan 12 dollar högre än WTI. Brent är en fritt handlad oljekvalitet som vem som helst som har tillgång till en oljetanker kan köpa. Nymex West Texas Intermediate crude, WTI är ett amerikanskt inlandspris. WTI är världens mest handlade oljepris men har ingen tillgång till utskippningshamn. Prisets sätts i den lilla staden Crushing som är en knutpunkt på det amerikanska oljepipelinesystemet strax nordost om Oklahoma. WTI är ett globalt benchmark för olja men det är bara de som har tillgång till pipelinekapacitet norr om Texas som kan handla fritt i den kvaliteten. Tittar vi istället på amerikanska kvaliteter eller benchmark som ligger med anknäring till kusten så är priset på den oljan mycket nära priset för Brent.

Diagram 20: Brent respektive WTI (USD/fat)



Källa: Bloomberg



## Månadsbrev juni 2012 - Olja

Att priserna börjat gå isär säger ändå något. Det finns ett ökat utbud av olja i USAs inland som inte fanns där tidigare.

### Miljöaspekter och teknik

De finns definitivt miljöaspekter på skiffergas och oljeutvinning. Det finns t ex olika uppfattningar om hur farliga kemikalierna är som används vid vattenuppspräckningen (fracking), men vad som är otvivelaktigt är att ett enda borrhål konsumerar flera miljoner liter vatten. Ännu så länge har Frankrike och Bulgarien i Europa förbjudit den fracking som krävs för att utvinna gas och olja ur skiffer. Kina är mycket angelägna att öka sin naturgas produktion och har, som vi visat, de största reserverna av skiffergas i världen. Enligt de rapporter vi har tagit del av ska förklaringen till att utvecklingen inte går så snabbt som i USA vara just att det råder brist på vatten i stora delar av Kina. Den nödvändiga vattenkonsumtionen är en viktig negativ aspekt och kemikaliernas effekter på miljön är viktiga. Men det finns även annan påverkan som debatteras. I norra Storbritannien har man uppmätt mindre jordbävningar under förra året som vissa forskare hävdar är kopplat till de enorma tryckförändringar som man gör under lång tid långt under jordskorpan vid fracking. Det finns också en oro från flera miljöorganisationer om vad som händer med grundvattenet när flera miljoner förorenat vatten pressas i formationer under jorden.

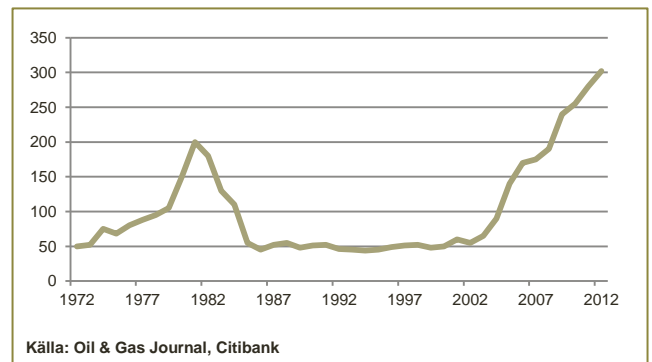
Även om det har skett stora tekniska framsteg sedan genombrottet 1997 så har det visat sig att det inte är självklart att utvinna gas även om den finns under jorden. Exxon har borrar två skiffergashål i Polen som inte givit något kommersiellt resultat. Detta har inneburit att Exxon ifrågasätter vidare investeringar i skiffergas i Polen.

Vissa negativa miljöaspekter är svåra att bortse ifrån. Men i den andra vågskålen är positiva miljöaspekter på ökad konsumtion av naturgas framför andra fossila bränslen. Kol är tillsammans med naturgas de två största energikällorna i USA. De senaste fem åren har utsläppen av koldioxid också fallit i USA med 450 m ton. Det är mer än något annat land i världen. Det är viss ironi i detta eftersom USA vägrat skriva på nya globala avtal om minskade utsläpp. I EU som driver frågan internationellt har utsläppen ökat under samma tid. Naturgas släpper ut hälften så mycket koldioxid som kol vid förbränning. Det är anledningen till minskningen i USA och ökningen i EU. EU har ökat sin kolförbränning framförallt i Tyskland när kärnkraftens andel av produktionen minskat.

### Summering av påverkande faktorer

På kort sikt är oljan en riskstillgång precis som aktier. Om oron för sämre världskonjunktur ökar så kommer oljepriset falla mera än det redan gjort under andra kvartalet. Marginalkostnaden för olja exklusive fasta investeringar är långt under dagens oljepris. Utbudsschocker med produktionsstörningar i oljeproducerande länder kommer alltid kunna ge kraftiga oljeprisuppgångar på kort sikt. Majoriteten av de oljeproducerande länderna är politiskt instabila. Kombinationen av detta och konsumenternas beroende av oljan kommer alltid leda till att det finns en "riskpremie" i oljepriset. Den kommer vara högre eller lägre över tiden. Om exempelvis Israel skulle bomba påstådda Iranska kärnvapenanläggningar som de gjorde i början på 80-talet skulle oljepriset stiga mycket kraftigt och allvarliga leveransproblem skulle inträffa om Iran stänger av Hormuzsundet. Men om vi sammanfattar dagens situation, så är lagernivåerna av olja höga och världens största konsument av olja, USA, minskar sin konsumtion och ökar sin egen produktion av olja. Naturgaspriset i USA är extremt lågt. De konsumenterna som kan byta olja mot naturgas gör stora ekonomiska vinningar och kommer fortsätta göra det. Ökningen av naturgasproduktionen i USA kommer att fortsätta. Investeringarna i naturgas och petrokemi skapar hundratusentals arbetstillfällen direkt och indirekt i USA. Inom några år kan export av naturgas från USA påbörjas, något som kan innebära ett tryck nedåt på gaspriserna i bl a Europa. Investeringarna i oljesektorn har varit mycket höga under flera år. Förra året var investeringarna i olje- och gasindustrin över USD 300 mdr vilket är mer än 50% högre än förra toppen 1980. Visst har vi haft inflation och kostnadsuppgång sedan dess, men förra årets investeringar är 6 gånger större än de var för 10 år sedan. Dessa investeringar har inneburit nya fynd av olja och tekniska framsteg vilket kommer leda till ökad global produktion.

Diagram 21: Årliga investeringar i olje- och gasssektorn (USD mdr)



## Månadsbrev juni 2012 - Olja

### Slutsats - Risk för överutbud snarare än brist de närmaste 5-10 åren

Så vad menar vi? Att oljeproduktionstoppen, peak oil, inte gäller? Inte alls. Peak oil gäller i högsta grad. Det kommer en tid då världens alla oljeproducenter inte kan möta den efterfrågan som världen har. Peak oil situationen när den uppstår kommer leda till ett så pass högt oljepris att efterfrågan pressas ned så att oljeproducenterna åter kan leverera den nivå som efterfrågas. Det bestrider vi inte. Men med de enorma investeringar som görs, med nya fyndigheter och de teknikgenombrott som skett de senaste 10-15 åren så kan peak oil ligga väsentligt längre fram i tiden än vad som tidigare gjorts gällande. Om vi sedan inkluderar substitutionseffekter, som gör att redan vid dagens oljepris på knappa 100 dollar är andra alternativ kommersiella, så skjuter vi tidpunkten för peak oil framför oss.

Med det som sker i olje- och naturgasindustrin finns risk för överutbud snarare än brist de närmaste 5-10 åren. Det troligaste är dock att OPEC (läs Saudiarabien) kommer att parera detta. Så i det fall att oljepriset sjunker ned mot 60 dollar, som efter Lehman-krisen 2008, så kommer Saudiarabien sänka sin produktion kraftigt för att överutbudet inte ska bli för stort. Med andra ord kommer med stor sannolikhet ett oljepris under 75-80 dollar vara temporärt, men det är heller inte sannolikt att vi får se rekordnivån 150 dollar per fat de närmaste åren.

### Vad är ett rimligt oljepris de närmaste åren?

Den mest troliga utvecklingen är att oljepriset rör sig i ett intervall på 75-120 dollar under de närmaste åren och att priset på naturgas i Europa snarare kan vara fallande än stigande. Något som kan vara positivt för såväl de Europeiska ekonomierna som för deras koldioxidutsläpp. Det kan även ge tydliga effekter på många tillväxtmarknaders ekonomier och skapa nya relativa vinnare de kommande 5-10 åren.