

TUNDRA FONDER

MÅNADSBREV SEPTEMBER 2013



Månadsbrev september 2013 – Tillväxtmarknader under september

Tillväxtmarknaderna under september

September blev årets hittills bästa månad för investerare på tillväxtmarknader. MSCI Emerging Markets Net slutade på +2,9% (SEK) och utvecklades därmed för andra månaden i rad bättre än utvecklade marknader (MSCI World Net steg 1,5%). Gränsmarknader hade det tuffare och MSCI Frontier Markets Net slutade månaden oförändrat. Hittills i år har tillväxtmarknaderna fallit med 5,7% (räknat i SEK) medan gränsmarknader har stigit med 16,5%. Under samma period har utvecklade marknader stigit med 15,7%.

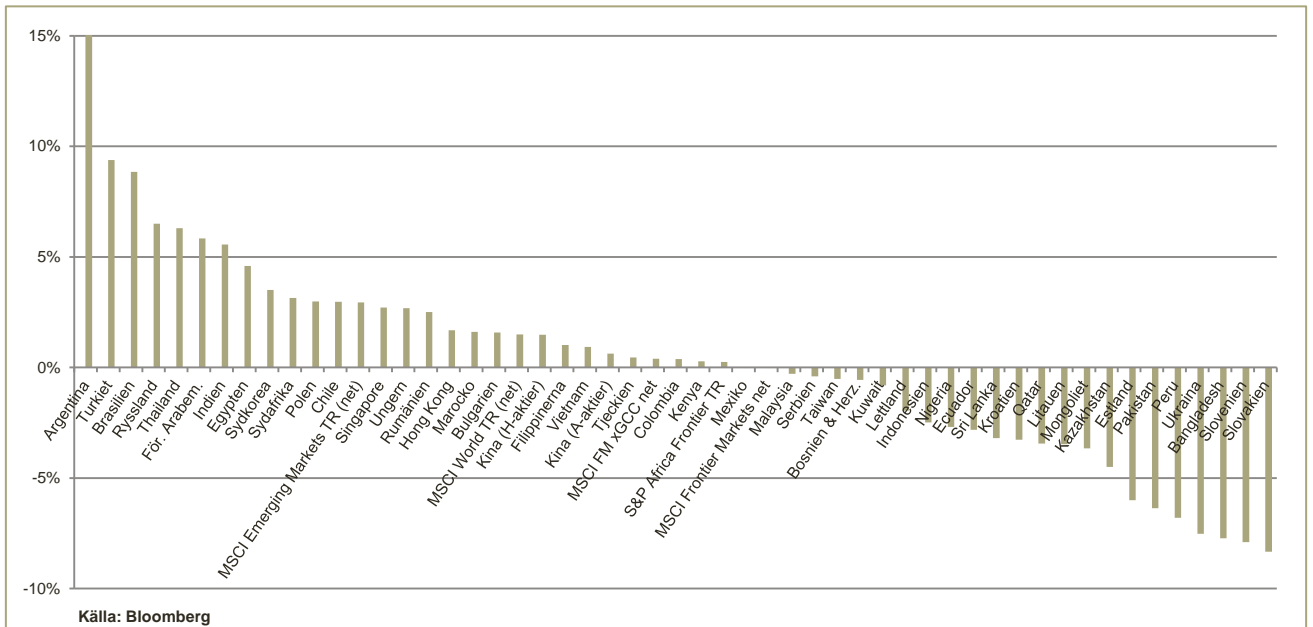
September kom att skilja sig mycket från tidigare månader under 2013 i det att för första gången på länge präglades kapitalmarknaden av hög riskaptit. Bland vinnarna i september återfinns således Turkiet (+9,4% i SEK), Brasilien(+8,8%), Ryssland (+6,5%), Indien (+5,6%), Sydkorea (+3,5%) och Sydafrika (+3,0%). Samtliga dessa präglas av hög volatilitet och/eller stort inslag av cyklisk exponering. Analogt utvecklades såväl EMEA (Östeuropa och Nordafrika) och Latinamerika bättre än Asien, då den sistnämnda regionen är relativt mindre cyklisk till sin natur.

fall 1-3% mot USD. Värt att notera är att brasilianska realen stärktes hela 7,1% under månaden. Positivt bidrag till den starka marknadsutvecklingen erhöles också från tydliga tecken på att den globala ekonomin gradvis håller på att återhämta sig – tillväxttakten i exporten i flera länder, inklusive Kina, Indien och Taiwan, förbättrades jämfört med tillväxttakten noterad i augusti.

Möjligheter bland banker på gränsmarknader

Svenska banker står för närvarande under medias och investerares skarpa lupp. Inte nog med att bankerna kritiserats hårt för alltför vidlyftiga räntenetton, varningssignaler ljuder också från observatörer vad gäller de svenska hushållens stigande skuldsättningsgrad. På många av världens gränsmarknader är situationen den omvända – experter är eniga om att en expansion av bank- och finanssektorn i länder som Pakistan, Sri Lanka och Nigeria kommer att gynna den ekonomiska utvecklingen och människors livssituation. Även om bankkonto kan uppfattas som en basal produkt för oss västerlänningar är det långt ifrån en självklarhet för

Diagram 1: Tillväxtmarknader september 2013 (SEK)



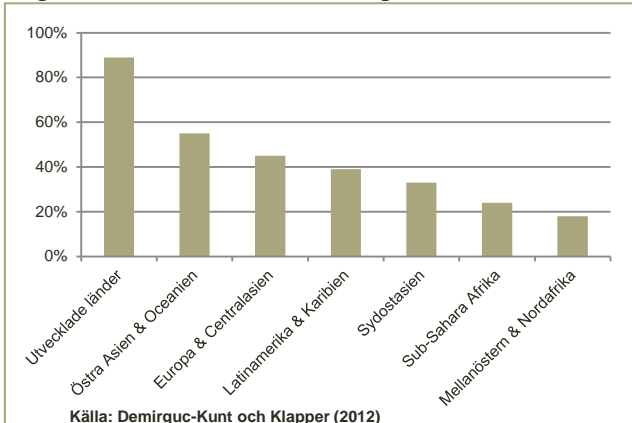
Den starka utvecklingen på tillväxtmarknader ska tillskrivas FED:s och ECB:s utfästelser om fortsatta likviditetsinjektioner. Som en följd föll amerikanska obligationsräntor (10-åringen noterades drygt 0,15 procentenheter lägre vid månadens slut) och tillväxtmarknadsvalutor apprecierade i flertalet

flertalet invånare i mindre utvecklade ekonomier. Globalt sett räknar man med att 2,5 miljarder människor helt saknar bankkonto. I genomsnitt har 54% av de vuxna invånarna i gränsmarknadsländer ett bankkonto. I nio av länderna i MSCI Frontier Market Index är det endast 40% eller färre som är kunder i en bank och i fyra av länderna är antalet under 30%

Månadsbrev september 2013 – Tillväxtmarknader under september

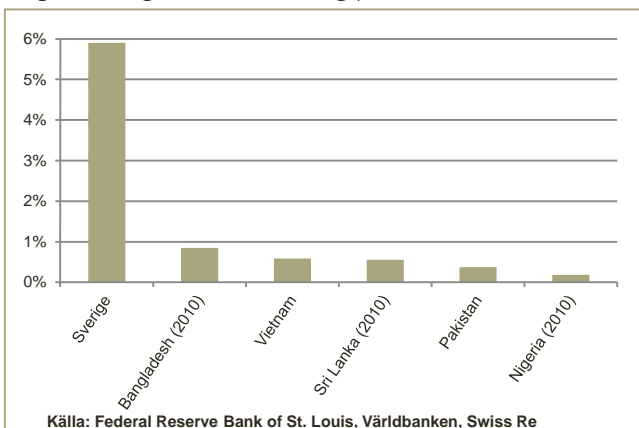
(Pakistan 10,3%, Vietnam 21,4% och Nigeria 29,7%). En annan talande indikator är antalet bankomater per 100 000 vuxna, som i utvecklade ekonomier i genomsnitt är 134 men bara 46 i gränsmarknadsländer.

Diagram 2: Andel av den vuxna befolkningen som har ett bankkonto



För något mer avancerade finansiella tjänster är potentialen än större – statistik visar att i utvecklade ekonomier har ca hälften av den vuxna befolkningen ett eller flera kreditkort medan motsvarande siffra på tillväxt- och gränsmarknaderna bara är 7%. I exempelvis Vietnam ökade antalet kort från 14,7 miljoner 2008 till 33 miljoner 2011. Ett annat talande exempel är livförsäkringar. Skrivna livförsäkringspremier motsvarade 2011 0,4% av BNP i Pakistan och för flertalet stora gränsmarknader är siffran under 1,0%. I Sverige är motsvarande siffra 5,9%. I Pakistan täcks bara 8% av befolkningen av en livförsäkring men de årliga skrivna premierna växer med ca 20% i årstakt.

Diagram 3: Årliga skrivna livförsäkringspremier/BNP (%)



ekonomier. Mest framgångsrikt har detta kanske varit i Afrika. I Sub-Sahara säger sig 31% av människorna med tillgång till ett bankkonto ha använt mobiltelefonbaserade banktjänster. Mest framgångsrikt har kanske M-PESA, mobiloperatören Safaricom's mobilbaserade tjänst för enklare bankärenden i Kenya, varit. Med 17 miljoner användare räknar man med att en fjärdedel av landets ekonomi går genom M-PESA. Tjänsten har nu exporterats till Tanzania och Afghanistan. Andra exempel på gränsmarknadernas tekniskt snabba frammarsch inom bankprodukter är Vietnam, där ett tjugotal banker de senaste åren börjat erbjuda banktjänster över internet.

De strukturella förutsättningarna för långsiktig tillväxt inom gränsmarknadernas bank- och finanssektor ter sig lovande. En växande banksektor kan också ses som ett sätt att få exponering mot gränsmarknadernas framväxande konsumtion – allt eftersom kreditgivning till privatpersoner tillgängliggörs kommer en del av den konsumtionen att finansieras m.h.a. lån. Som ses av exemplet med M-PESA är det heller inte alltid nödvändigt att ta del av framväxande banktjänster genom banksektorn direkt – även andra sektorer erbjuder ibland attraktiv exponering.

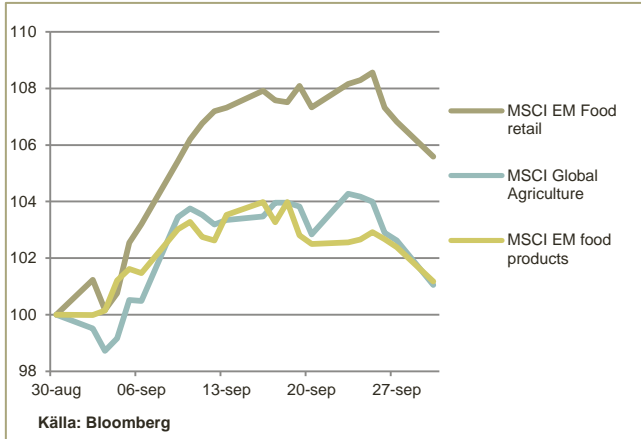
Ny teknik möjliggör ofta en snabbare penetration av finansiella tjänster än vad som varit möjligt i utvecklade

Månadsbrev september 2013 – Tundra Agri & Food

Marknaden under september

MSCI Emerging Markets Food Retail Index steg 5,6% under månaden medan MSCI Emerging Markets Food Products Index steg 1,0% och MSCI Global Agriculture Index föll 1,2%. Alla förändringar i SEK. Svenska kronan steg 3,3% mot USD under månaden.

Diagram 4: Marknaden i september



September uppvisade generell kursåterhämtning inom livsmedelssektorn på tillväxtmarknader med undantag av gödselaktier. Efter en svag och nervös marknad i augusti återhämtade sig livsmedelsaktier under andra halvan av september i linje med en allmän återhämtning på tillväxtmarknader då den amerikanska centralbanken inte minskade sina obligationsköp som många förväntade sig att de skulle göra.

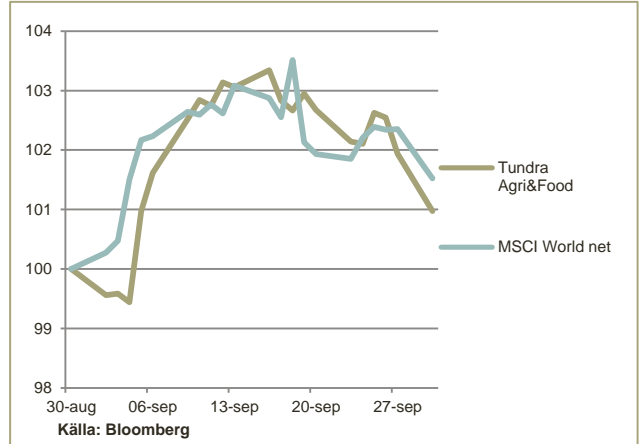
Vi har tidigare rapporterat att den tidigare informella kartellen inom kalium (eng. potash) har brutits upp då det blivit en öppen konflikt mellan Uralkali i Ryssland och deras konkurrent Belaruskali i Vitryssland. Istället för att vara återhållsamma i sin produktion av kalium för att hålla priset uppe, har Uralkali sedan i juli ökat sin produktion. Produktionstakten skruvades upp ytterligare under september med fallande världsmarknadspriser som följd. Vid årets början noterades spotpriset för kalium på USD 450-500 per ton och kinesiska köpare slöt avtal på USD 400 per ton för första halvåret 2013. Under september gör uppgifter gällande att kalium i Kina handlas på under USD 300 per ton. Detta kraftiga prisfall har även fått negativa effekter på andra gödselaktier utanför kaliumsegmentet.

Fonden under september

Tundra Agri & Food steg 1,0% (SEK) i september, jämfört med MSCI World (SEK) som steg 1,5%, och

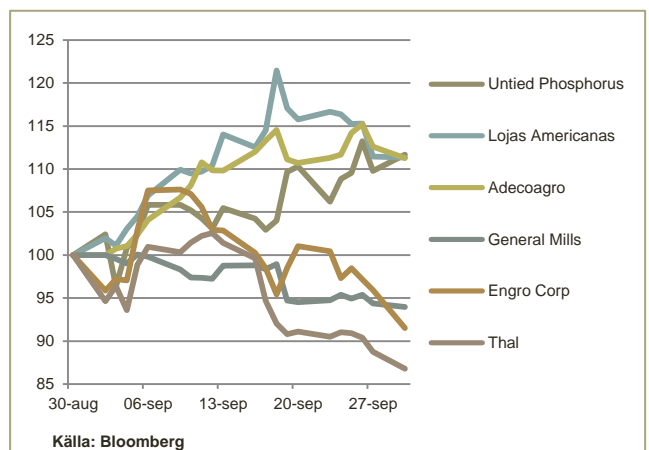
MSCI Emerging Markets (SEK) som steg 3,0% under samma period.

Diagram 5: Fonden vs marknaden



Vid månadens slut ägde fonden 33 aktier från 13 länder. Ryssland (17%), Pakistan (14%), Kina (13%) och Brasilien (13%) är de fyra länder fonden har störst exponering mot. Bäst utveckling i SEK under månaden uppvisade United Phosphorus (+12%), Lojas Americanas (+11%) och Adecoagro (+11%). Sämst utveckling uppvisade Thal (-13%), Engro Corp (-8%) och General Mills (-6%).

Diagram 6: Bästa – sämsta aktier



Bästa delsektor mätt som bidrag till avkastningen var Livsmedelsdetaljister vilka bidrog med knappt en procentenhet. Sämsta delsektor under månaden var Gödselaktier med ett marginellt negativt bidrag till avkastningen. Bästa land, också mätt som bidrag till avkastningen, var Brasilien som bidrog med knappt en procentenhet. Sämsta land var Pakistan, som gav ett negativt bidrag om drygt en halv procentenhet.

Månadsbrev september 2013 – Tundra Agri & Food

Tabell 1: 10 största innehav Tundra Agri & Food

Bolag	Land	Tundra vikt i portfölj	Börsvärde (USD m)	Kort beskrivning	FY2012A	FY2013E	FY2014E	Dir. avk. (2013)	Förändr. 1 mån (SEK)	Noteringsvaluta	Förändr. 1 mån (lokal valuta)
Magnit lokala	Ryssland	6,3%	24 950	Rysslands största livsmedelsdetaljst	30,0	24,3	19,9	1,3%	10,0%	RUB	10,7%
Brasil Foods	Brasilien	5,5%	21 402	En av världens största kycklingproducenter, men även producent av pasta, sojabönor och frysta grönsaker. Verksamhet i Latinamerika men även mellanöstern, Europa och Asien	38,5	27,7	20,1	1,5%	2,2%	USD	5,7%
Engro Corp	Pakistan	4,8%	705	Pakistans ledande konglomerat, stora inom gödsel och livsmedelsindustri	13,7	8,2	6,2	1,7%	-8,5%	PKR	-4,0%
Sun Art	Kina	4,3%	13 665	Livsmedelsdetaljst, störst i Kina inom stormarknadssegment	31,3	30,4	26,5	1,4%	1,8%	HKD	5,3%
Indofood	Indonesien	4,1%	6 355	Störst på vidareförädlad mat i Indonesien	18,7	17,6	15,3	2,6%	3,2%	IDR	8,5%
JBS	Brasilien	4,1%	11 284	Världens största producent av nötkött. Finns i alla världsdelar utom Afrika. Även betydande kyckling och fläskproducent.	22,3	13,1	10,4	2,4%	8,9%	BRL	5,3%
Adecoagro	Argentina/ Brasilien	3,9%	906	En av världens största privata markägare. Verksamma i Argentina, Brasilien och Uruguay. Jordbruk, socker och kraftigt ökande etanolproduktion.	neg	13,5	10,6	0,8%	11,3%	USD	15,1%
Tiger Brands	Sydafrika	3,7%	6 210	Producerar, processar och distribuerar livsmedel i Sydafrika, men även i Sub-Sahara	17,5	17,4	15,4	3,3%	4,5%	ZAr	5,8%
Shoprite	Sydafrika	3,5%	10 230	Livsmedelsdetaljst, i Sydafrika men även bl.a. i Nigera	neg	21,4	18,2	2,8%	1,4%	ZAr	2,6%
X5	Ryssland	3,4%	4 497	Rysslands näststörsta livsmedelsdetaljst	neg	17,6	14,0	0,0%	-1,1%	USD	2,2%

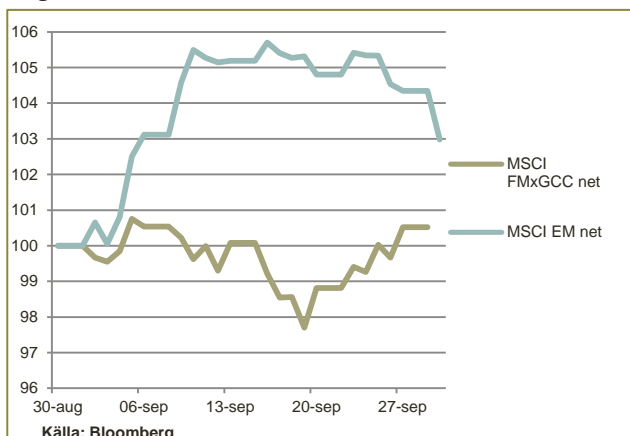
Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

Månadsbrev september 2013 – Tundra Frontier Opportunities

Marknaden

MSCI Frontier Markets xGCC Countries Net steg 0,4% (SEK) under månaden, jämfört med MSCI EM Net som steg 2,9%.

Diagram 7: MSCI FMxGCC Net vs MSCI EM Net



Den historiskt relativt låga korrelationen med tillväxtmarknader visade sig med tydlighet under september. Gränsmarknader föll under inledningen av månaden när tillväxtmarknader utvecklades starkt för att sedermera återhämta sig mot slutet av månaden när tillväxtmarknader föll tillbaka. Bland enskilda viktiga marknader i jämförelseindex utvecklades Argentina (+15,1%), Kenya (+5,3%) och Vietnam (+1,2%) positivt medan Bangladesh (-7,6%), Pakistan (-6,3%), Sri Lanka (-3,2%) och Nigeria (-1,3%) alla uppvisade negativ avkastning (SEK).

Tabell 2: 10 största innehav Tundra Frontier Opportunities Fund

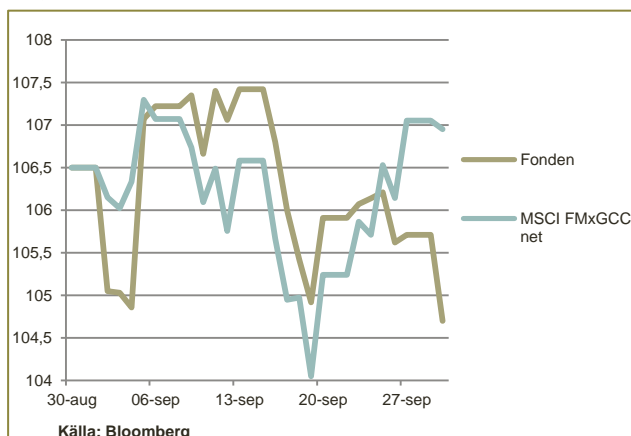
Bolag	Land	Tundra vikt i Börsvärde portfölj	Börsvärde (USD m)	Kort beskrivning	FY2012	FY2013E	Dir. avk. (senast)	förändr. 1 mån (SEK)	Notering svaluta	Förändr. 1 mån (lokal valuta)
Engro corporation	Pakistan	4,1%	655	Ledande pakistanskt konglomerat. Stora inom bl a livsmedelsindustri och gödseltillverkning.	13,7	8,1	0,0%	-8,6%	PKR	-4,0%
Pakistan Petroleum	Pakistan	3,9%	3543	Pakistans näst största olja- och gasbolag	8,8	8,4	2,8%	-8,0%	PKR	-3,5%
Guaranty Bank	Nigeria	3,8%	4566	Nigerias största bank, även verksamhet i t.ex. Kenya, Tanzania och Uganda	8,6	8,1	6,2%	0,1%	NGN	2,3%
Zenith Bank	Nigeria	3,6%	3879	Nigerias näst största bank, även verksamhet i Ghana, Gambia och Sierra Leone.	7,0	6,8	7,6%	-0,8%	NGN	1,4%
OGDC	Pakistan	3,6%	9530	Pakistans största olja- och gasbolag	10,8	9,5	3,5%	-11,2%	PKR	-6,8%
Pakistan Oilfields	Pakistan	3,5%	956	Pakistans tredje största olja- och gasbolag	8,0	8,3	10,3%	-14,9%	PKR	-10,7%
John Keells Holdings	Sri Lanka	2,9%	1588	Sri Lankas ledande industrikonglomerat, stora inom livsmedelssektorn, fastigheter och infrastruktur	21,7	17,5	1,6%	-1,2%	LKR	1,5%
Nigerian Breweries	Nigeria	2,8%	7712	Nigerias största bryggeri, kontrollerat av Heineken.	33,4	29,4	1,8%	-2,2%	NGN	0,0%
FBN Holdings	Nigeria	2,4%	3308	Nigerias tredje största bank	6,8	5,9	6,0%	0,2%	NGN	2,5%
East African Breweries	Kenya	2,3%	3022	Östra Afrikas ledande bryggeri	27,2	30,8	1,6%	13,9%	KES	15,8%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

Fonden

Fonden föll under månaden med 1,6% jämfört med jämförelseindex som steg 0,4% (SEK).

Diagram 8: Fonden vs marknaden



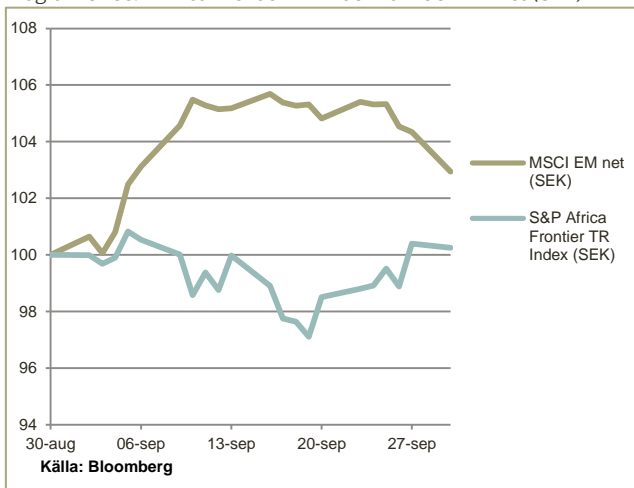
Fondens övervikt i Pakistan förklarade ungefär hälften av fondens underavkastning relativt marknaden under månaden (läs mer om Pakistan under avsnittet om Tundra Pakistanfond). Av resterande del av underavkastningen kom större delen från undervikten i Argentina där fonden alltför tidigt valde att minska sin exponering. Största marknader vid månadens utgång var Pakistan (35%), Nigeria (20%) och Kenya (5%).

Månadsbrev september 2013 - Tundra Nigeria & Sub-Sahara

Afrikanska marknaden i september

Tillväxt- och gränsmarknader startade september starkt, vilket dock inte märktes särskilt mycket på de större marknaderna i Sub-Sahara som initialt backade men kom tillbaka mot slutet av månaden. S&P Africa Frontier Total Return Index gick upp 0,3% (SEK) under augusti månad, vilket var sämre än MSCI Emerging Markets Net som steg 2,9%. Nigeria backade 1,3% i september (+27,8% sedan årsskiftet). Kenya såg dock stora inflöden till marknaden och steg 5,3% och är nu upp 36,3% (SEK) hittills i år.

Diagram 9: S&P Africa Frontier TR Index vs MSCI EM Net (SEK)



Månadens bästa marknader i regionen var Zimbabwe +6,7%, följt av just Kenya +5,3% samt Namibia +4,9% (samtliga i SEK). Sämsta marknad var Rwanda som gick ner 5,8%, och näst sämst var förra månadens bästa marknad, Malawi, som sjönk 4,0% (SEK).

Utvecklingen i övriga marknader var mestadels negativ, Ghana -2,7%, Botswana -0,5%, Zambia -0,2% och Mauritius -0,1%. I Uganda steg dock marknaden 4,0% och i Tanzania gick upp 1,1% (samtliga i SEK).

Det nigerianska nyhetsflödet i inledningen och i slutet av månaden handlade om viktiga strukturella förändringar som är nödvändiga på längre sikt för ekonomin. I början av september offentliggjorde Afrikas rikaste man, den nigerianske affärsmannen Aliko Dangote planerna på att bygga Afrikas största raffinaderi i sydvästra Nigeria. Totalt investeras USD 9 miljarder, varav USD 3 miljarder kommer från Dangote Industries och resten av ett konsortium av inhemska och utländska banker. När raffinaderiet står klart (planerat till 2016) kommer det att mer än dubbla landets raffinaderikapacitet. Nyheten är viktig på flera plan. Den visar förstas på ett stort förtroende från Dangote för Nigerias framtida potential, men även på viljan från bankerna att vara med och finansiera projektet.

Detta kommer vara positivt för bytesbalansen och den generella ekonomiska utvecklingen då man behåller förädlingsmarginalen inom landet.

I slutet av månaden genomfördes en annan viktig händelse när staten formellt lämnade över ägandet och driften av 15 elbolag till de nya ägarna som betalat sammanlagt USD 2,5 miljarder. Detta är ett stort steg i den nödvändiga privatiseringsprocess som pågår i elsektorn som behövs för att lösa underskottet på el. I dagsläget produceras ca 3 500 MW medan efterfrågan bedöms vara 3-4 gånger större. Sydafrika har som exempel en kapacitet på 40 000 MW med en befolkning som är en tredjedel av Nigerias. Bristen på el leder till att alla företag (och privatpersoner) som är beroende av en stabil elförsörjning har egna dieselgeneratorer som ökar kostnaderna markant (estimat säger upp till 40%). Privatiseringsprocessen initierades i december 2010 och kommer fortsätta med försäljningar av resterande delar i elkedjan. Regeringen har ett väldigt ambitiöst mål i det att landet 2020 skall ha en kapacitet på 20 000 MW, vilket skulle kräva årliga investeringar på USD 3,5 miljarder. Det är ett ambitiöst mål, men bl.a. Världsbanken tror att åtminstone 1 000 MW per år i ny kapacitet är realistiskt och att det i sig kommer ha en stor effekt på den ekonomiska tillväxten.

Nigeria redovisade en BNP-tillväxt på 6,2% för andra kvartalet, ned från 6,6% i det första kvartalet. En orsak till den fallande tillväxttakten är lägre oljeproduktion där problemen med stölder och läckage har eskalerat under året. Bland annat stängde Shell Trans Niger-oljeledningen (med en kapacitet på 150 000 fat/dag) i slutet av juni på grund av omfattande sabotage och stölder. Efter reparation öppnade Shell ledning igen i slutet av september, men tvingades att åter stänga av den efter mindre än en vecka. Oljeproduktionen i Nigeria är fortfarande omkring två miljoner fat per dag mot budgeterade 2,5.

Kenya chockades den 21 september av terroristattacken på köpcentrumet Westgate då 72 personer dödades och över 200 skadades. Den Somaliabaserade militanta islamistiska gruppen Al-Shabaab tog på sig skulden och sade att det var en hämd för de kenyanska trupper som strider för FN i Somalia. Marknaden reagerade inte nämnvärt under ockupationen, men steg flera dagar i rad när

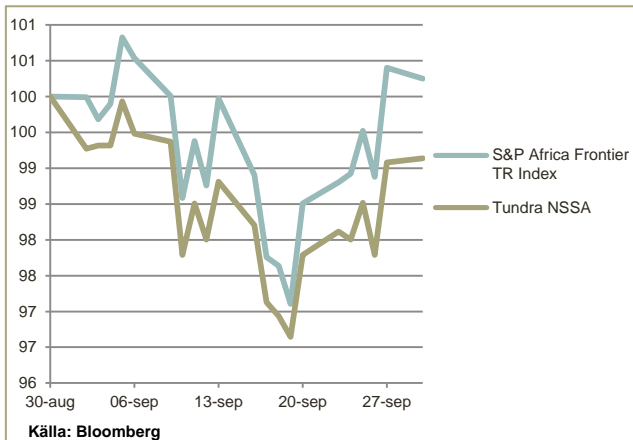
Månadsbrev september 2013 - Tundra Nigeria & Sub-Sahara

köpcentrumet stormats och terroristerna oskadliggjorts, vilket gjorde Kenya till en av regionens bästa marknader i september. Den positiva börstrenden har fortsatt i början av oktober och ett flertal aktier noterar All-time-high, bland annat ett av fondens större innehav, Safaricom.

Tundra Nigeria & Sub-Sahara i september

Fonden backade 0,9% i septmeber, vilket var sämre än jämförelseindex S&P Africa Frontier TR Index, som steg 0,3% (SEK). Störst bidragande till underavkastningen var innehaven i 7UP Bottling i Nigeria och CAL Bank i Ghana som backade 10% respektive 9% under månaden.

Diagram 10: Fonden vs S&P Africa Frontier TR Index (SEK)

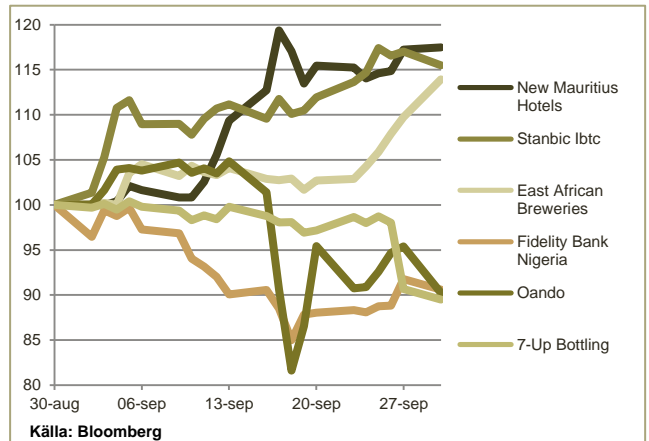


Större förändringar

Inga större förändringar genomfördes under månaden. Fonden äger nu 42 aktier i sju länder (Nigeria 62%, Kenya 16%, Mauritius 6%, Ghana 5%, Botswana 3%, Zambia 1%, Namibia 1%)

Bästa innehav i SEK under månaden var New Mauritius Hotels (MU)(+17%), Stanbic IBTC (NL)(+15%) samt East African Breweries (KE)(+14%). Sämst utveckling uppvisade 7UP Bottling (NL)(-11%), Oando (NL)(-10%) samt Fidelity Bank (NL)(-9%).

Diagram 11: Bäst och sämst utveckling



Tabell 3: 10 största innehav Tundra Nigeria & Sub-Sahara

Bolag	Land	Tundra vikt i portfölj	Börsvärde (USD m)	Kort beskrivning	FY2012A	FY2013E	FY2014E	Dir. avk. (2013)	Förändr. 1 mån (SEK)	Noteringsvaluta	Förändr. 1 mån (lok valuta)
Guaranty Trust Bank	Nigeria	9,3%	4 572	Nigerias största bank, även verksamhet i Kenya, Tanzania och Uganda.	8,2	8,1	7,2	6,7%	0,9%	NGN	3,4%
Nigerian Breweries	Nigeria	7,6%	7 722	Nigerias största bryggeri, kontrollerat av Heineken.	31,7	29,4	24,7	2,0%	-2,4%	NGN	0,0%
FBN Holdings	Nigeria	7,4%	3 312	Nigerias tredje största bank.	7,1	5,9	5,2	8,0%	0,1%	NGN	2,5%
Zenith Bank	Nigeria	7,3%	3 867	Nigerias näst största bank, även verksamhet i Ghana, Gambia och Sierra Leone.	6,4	6,7	5,8	8,4%	-1,0%	NGN	1,4%
Nestlé Nigeria	Nigeria	4,1%	4 856	Nestlés Nigerianska dotterbolag.	37,1	31,2	26,0	2,3%	3,4%	NGN	5,9%
Mauritius Commercial Bank	Mauritius	3,6%	1 594	Mauritius ledande bank.	10,7	N/A	N/A	N/A	-2,3%	MUR	0,0%
East African Breweries	Kenya	3,4%	3 010	Östra Afrikas ledande bryggeri.	36,9	26,4	21,7	2,5%	13,9%	KES	15,8%
United Bank For Africa	Nigeria	3,1%	1 510	Verksamhet i 19 Afrikanska länder, ledande i 3 av dem.	4,5	4,6	4,0	8,6%	-1,4%	NGN	1,0%
Safaricom	Kenya	3,1%	4 090	Kenyas "Telia" och största mobiloperatör.	20,0	16,6	14,5	4,5%	12,8%	KES	14,7%
Access Bank	Nigeria	2,7%	1 466	Nigeriansk bank med verksamhet i Ghana, Gambia, Kongo, Rwanda, Elfenbenskusten m.fl.	5,5	6,3	5,0	0,1	-2,5%	NGN	-0,2%

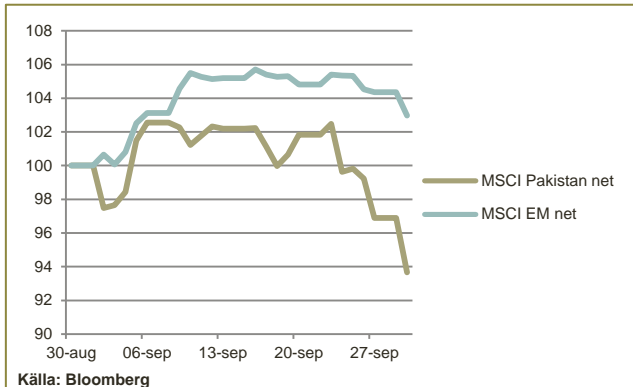
Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

Månadsbrev september 2013 – Tundra Pakistanfond

Marknaden under september

Marknaden föll under september med 6,3% (SEK) jämfört med MSCI EM net (SEK) som steg 2,9%. Större delen av nedgången var valutarörelser där den pakistanska rupeen försvagades 1,5% mot USD under månaden medan USD försvagades 3,3% mot svenska kronan.

Diagram 12: Pakistan vs tillväxtmarknader (SEK)



Tristessen som präglade augusti fortsatte under september. Dagsomsättningen sjönk till USD 73 miljoner jämfört med USD 85 miljoner under augusti månad. Utlänningar var nettosäljare om USD 7 miljoner, jämfört med nettoköpare om USD 28 miljoner under augusti. En viss optimism i samband med signeringen av IMF-avtalet den 4:e september följdes av vinsthemtagningar. Centralbankens väntade höjning av styrräntan den 13:e september initierade en ny säljvåg. Den 26:e september noterade vi ovanligt kraftiga valutakursrörelse (4% intradag). Dessa föranleddes av rykten på marknaden om att centralbanken aktivt agerade för att försvaga rupeen på marknaden men även rykten om väsentliga valutaflöden från utländska investerare. Att centralbanken mot slutet av dagen gick in och intervenerade och rupeen återhämtade sig eliminerade ej oron kring valutarörelser och det fortsatte viskas om risken för nya spekulative försäljningar av rupees. När centralbanken mot slutet av månaden sedermera tillkännagav en ny reglering för banksektorn avseende lägsta möjliga ränta på sparkonto såg vi ett fritt fall i banksektorn under två dagar som drog med sig övriga marknaden nedåt. En, även med pakistanska mått mätt, väsentlig våg av terrorattentat förbättrade inte humöret på marknaden då det minskar möjligheterna till fredsförhandlingar med talibanerna i närtid.

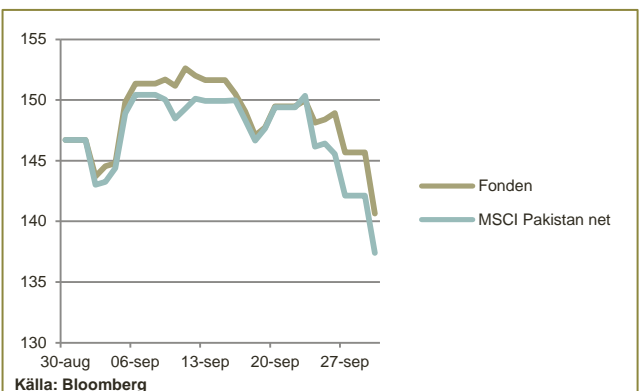
Vi befinner oss just nu i en konsolideringsfas på marknaden där investerare i valet mellan att betrakta glaset som halvfyllt respektive halvtomt fokuserar på det

senare. Ett tecken på detta är att vi, tidigare än förväntat, noterar ett visst ifrågasättande av resultaten som den nya regeringen åstadkommit. Detta förvävar oss något givet den i våra ögon politiskt oerhört svåra men ack så viktiga aktionen att huvudsakligen eliminera elprissubventionerna, en stående stötesten för bl.a. IMF de senaste sju åren. Högsta domstolens invändningar emot höjningen av elpriserna ter sig av teknisk natur (fel tillkännagivande myndighet). Givet att Högsta domstolens chef skall bytas ut i mitten av december ser vi en i värsta fall eventuell fördröjning som tillfällig. Marknaden står nu under nivåerna från innan valet den 11:e maj, ett val som innebar en såväl överraskande som positiv utgång. Vi ser inga inhemska eller externa fundamentala faktorer som utvecklats sämre än väntat sedan dess. Vi konstaterar samtidigt att marknadens nervositet och riktning behöver brytas av någon positiv trigger. Detta kan vara så generiskt som förnyat utländskt köpintresse (vi såg stort inflöde i Kenya senaste veckorna), eller av mer fundamental karaktär så som kvartalsrapporterna för september (start mitten av oktober). I pipeline ligger även utbetalningar av militärt stöd (s.k. CSF om totalt USD 1,2 mdr innan halvårsskiftet 2014), 3G-auktionerna (USD 0,5-1 mdr inom 6 mån), och potentiella tillkännagivande av större utländska direktinvesteringar. En notoriskt otålig inhemska opinion kan snabbt vändas till positiv vid tecken på tydliga resultat. Marknaden som helhet värderas nu till omkring 7,5 gånger årsvinsten, drygt 30% rabatt till MSCI Asia Pacific Index, med förväntad vinsttillväxt om drygt 15% för 2014.

Fonden

Fonden föll 4,1% under månaden, jämfört med marknaden som föll 6,3%.

Diagram 13: Fonden vs marknaden



Fonden klarade sig något bättre än sitt jämförelseindex under månaden. Huvuddelen av vår relativa intjänning härrörde sig från undervikter i de mest index tunga aktierna (OGDC, MCB Bank, Fauji Fertilizer samt Hub

Månadsbrev september 2013 – Tundra Pakistanfond

Power). Tre av fondens något större innehav (Meezan Bank, Packages och Murree Brewery) levererade absolutavkastning under en månad som i övrigt får kännetecknas som unisont trist.

Vi konstaterar att Meezan Bank nu faktiskt är fondens nästa största innehav i banksektorn. Ökningen skedde tursamt lägligt dagarna innan beskedet om att den traditionella banksektorn tvingas följa reporäntan (med ett avdrag på tre procent) på sparkonton. Meezan Bank är verksam inom islamic banking. Mycket förenklat skiljer sig denna verksamhet på två sätt från traditionell bankverksamhet. Dels är det inte tillåtet att ge ränta på besparingar. Detta innebär att Meezan inte drabbas av

högre inlåningskostnader till följd av centralbankens nya regleringar. Den andra stora skillnaden är säkerhet vid utlåning. På samma sätt som att det ej är tillåtet att ge ränta på sparkonton får banken inte heller ta ut ränta vid lån. Islamic banking kringgår detta genom att det är banken som på pappret äger tillgången de finansierar. Istället för ränta betalas leasingkostnad. Skillnaden mellan leasingkostnad och ränta kan diskuteras. Det innebär dock en fördel avseende säkerhet och risk för kreditförluster. Detta anges som huvudanledningen till att Pakistan vill stimulera framväxten av Islamic banking som idag utgör omkring 9% av banksektorns totala tillgångar. För tio år sedan var sektorn obefintlig.

Tabell : 10 största innehav Tundra Pakistanfond

Bolag	Tundra vikt i portfölj	Börsvärde (USD m)	Kort beskrivning	P/E		Förändr. 1 Noterings mån (SEK) valuta	Förändr. 1 Förändr. 1 (lokal valuta)		
				FY2012	FY2013EDir. avk. (senast)				
OGDC	7,3%	9530	Pakistans största olje- och gasbolag	10,8	9,5	3,5%	-11,2%	PKR	-6,8%
National Bank of Pak	7,0%	989	Pakistans näst största bank, fortfarande statligt majoritetsägd, likvid aktie, hög direktavkastning	6,3	6,7	12,5%	-0,7%	PKR	4,2%
Pakistan Petroleum	7,0%	3543	Pakistans näst största olje- och gasbolag	8,8	8,4	2,8%	-8,0%	PKR	-3,5%
Engro Corp	6,3%	655	Ledande pakistanskt konglomerat. Stora inom bl a livsmedelsindustri och gödseltillverkning.	33,2	8,1	0,0%	-8,6%	PKR	-4,0%
Shezan Int	5,1%	40	Ledande pakistanskt livsmedelsbolag, stora inom bl.a. juicer, ketchup, såser	17,0	13,0	1,7%	-0,3%	PKR	4,6%
Packages	4,8%	203	Ledande tillverkare av förpackningar till livsmedelsindustrin, även samriskbolag med Stora Enso inom papperstillverkning	14,0	12,0	1,9%	1,5%	PKR	6,5%
Meezan Bank	4,6%	351	Ledande islamiska banken, hög tillväxt	10,7	10,0	3,9%	1,4%	PKR	6,4%
National Foods	4,4%	141	Ledande pakistansk livsmedelstillverkare, allt från ketchup till kryddblandningar. På väg att lansera färdiglagad mat	24,0	17,0	1,0%	-5,0%	PKR	-0,3%
Pakistan Telecom	4,4%	931	Pakistans Telia men också 23 miljoner mobilabonnenter och största bredbandoperatören	9,3	7,9	3,9%	6,9%	PKR	12,2%
United Bank	4,2%	1531	Pakistans tredje största bank, sannolik beneficiär på ökande utländskt intresse	8,9	9,7	0,0%	-4,6%	PKR	0,1%

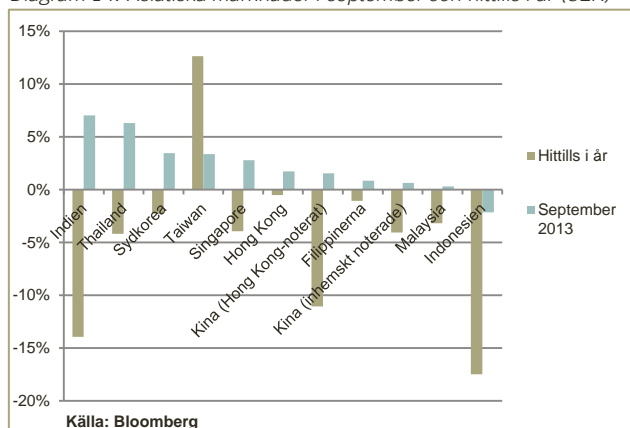
Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

Månadsbrev september 2013 – Tundra QuAsia

Asien under september

September blev årets hittills bästa månad för de asiatiska aktiemarknaderna och MSCI AC Asia ex Japan Net slutade månaden på +1,9% i SEK. Asien utvecklades därmed bättre än utvecklade marknader i det att MSCI World Net steg 1,5% under september. Hittills i år har MSCI AC Asia ex Japan Net fallit 1,7% mot MSCI World Net:s +15,7%. Samtliga etablerade marknader i Asien undantaget Indonesien slutade månaden på plus mätt i SEK. Bäst utvecklades Indien (+7,7%) och Thailand (+6,4%) (se Diagram 14).

Diagram 14: Asiatiska marknader i september och hittills i år (SEK)



Samtliga asiatiska valutor undantaget Indonesiens rupiah (-2,0%) och Kinas renminbi (+/- 0%) apprecierade mot USD i efterdyningarna av FED:s beslut att fortsätta köpa obligationer i marknaden. Indiska rupien stärktes mest (+4,7%) och var efter brasilianska realen tillväxt- och gränsmarknadernas starkaste valuta under september.

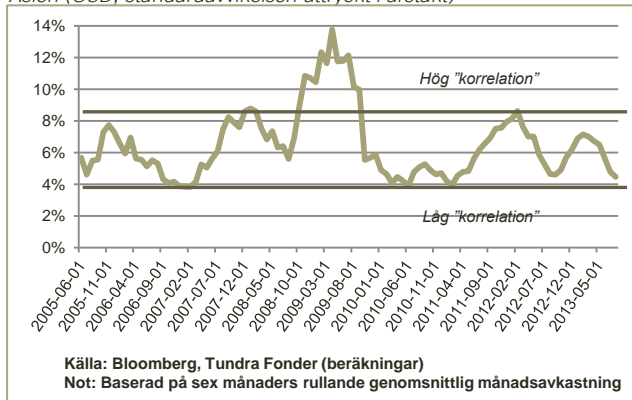
Det regionala nyhetsflödet präglades av fortsatt stark makrostatistik från Kina, accelererande exporttillväxt för flertalet asiatiska länder i spåren av en återhämtning i Europa och USA samt hög aktivitet hos de centralbanker i regionen som kämpar med bytesbalansunderskott och därmed risk för en valutaförsvagn. Vad gäller den kinesiska ekonomin publicerades inköpschefsindex för landet, vilka överraskade marknaden positivt. Industriproduktionen i augusti överraskade också positivt. Tillväxttakten inom detaljhandeln, investeringar och exporten ökade dessutom sekventiellt i den statistik som publicerades. Exporten förbättrades även i bl.a. Indien, Korea, Thailand, Malaysia och Taiwan. I såväl Indonesien som Indien, de två länder i regionen som kämpar med bytesbalansunderskott, valde respektive centralbank att höja policyräntorna för att motverka valutaförsvagn.

Tundra QuAsia under september

Tundra QuAsia gav under september en avkastning på 3,7%. Fonden utvecklades därmed 1,8 procentenheter bättre än sitt jämförelseindex. Överavkastningen kan tillskrivas lyckosamt aktieval i Singapore där fonden haft ett innehav i Blumont Group. Bolaget, vars huvudsakliga verksamhet består i att investera i råvarutillgångar, steg 99% (räknat i SGD) under månaden.

Efter att ha ökat exponeringen mot mer riskfyllda faktorer något under september, har Tundra QuAsia sedan oktobers inledning åter tagit en mer defensiv positionering. Bolag och sektorer som typiskt sett erbjuder överavkastning i en haussemärkt med relativt mer exponering mot risk (value- och tillväxtbolag) är förvisso billiga men har trots utvecklingen i september ännu inte etablerat en trovärdig trend mot fortsatt överavkastning. Vid oktober månads ingång implicerade QuAsias modell således en försiktig börsutveckling under den kommande månaden. En utdragen konflikt i de amerikanska budgetförhandlingarna, ny oro för att FED tidigare snarare än senare kan komma att trappa ned sin likviditetsinjektion och/eller att det positiva nyhetsflödet vad gäller Kinas makrosituation tillfälligt har nått sin kulmen är alla faktorer som kan materialisera dessa farhågor. I sammanhanget ska nämnas att på bolagsnivå fortsatte analytikerna under september att revidera ned sina vinstprognoser. På aggregerad nivå har analytikerna reviderat ned prognoserna i sex av de åtta senaste månaderna och Asien är nu den region globalt sett där analytikerna är mest aggressiva i sin nedrevidering. Vårt att notera är att skillnaden i avkastning mellan olika investeringsstilar nu är den lägsta sedan hösten 2012 och att sannolikheten är stor att vi framöver kommer se större skillnad i avkastning (se Diagram 15). Det borgar för goda möjligheter att skapa överavkastning i en aktivt förvaltd portfölj.

Diagram 15: Standardavvikelse i avkastning mellan investeringsstilar i Asien (USD, standardavvikelsen uttryckt i årstakt)



Månadsbrev september 2013 – Tundra QuAsia

Tabell 5: 10 största innehav Tundra QuAsia

Bolag	Land	Tundra vikt i portfölj	Börsvärde (USD m)	Kort beskrivning	P/E			Dir. avk. (senast)	Förändr. 1 mån (SEK)	Noteringsvaluta	Förändr. 1 mån (lokal valuta)
					FY2012A	FY2013E	FY2014E				
Blumont Group	Singapore	4,7%	5 043	Investmentbolag inom råvarusektorn	245,0	-	-	-	95,3%	SGD	98,7%
Kingsoft	HK / Kina	2,1%	2 797	Kinesisk utvecklare av spel och mjukvara för internet	39,0	27,5	22,2	0,5%	8,4%	HKD	12,1%
Netdragon	HK / Kina	1,8%	1 366	Kinesisk utvecklare av spel för internet	33,6	13,8	17,9	1,8%	10,3%	HKD	14,0%
Haier Electric	Taiwan	1,7%	4 946	Vitvaruproducent i Kina	16,7	15,0	12,6	0,5%	7,1%	HKD	10,8%
Eclat Textile	Taiwan	1,6%	2 203	Tyg- och garn tillverkare	35,7	24,3	18,1	1,6%	-5,0%	TWD	-3,0%
SJM Holdings	HK / Kina	1,5%	15 610	Macaubaserat casino.	18,1	16,2	14,8	3,2%	6,1%	HKD	9,7%
Galaxy Entertainment	HK / Kina	1,5%	29 571	Macaubaserat casino.	30,6	23,8	19,7	-	11,5%	HKD	15,3%
Tencent	HK / Kina	1,5%	97 485	En av Kinas mest besökta internetportalen.	45,5	36,3	28,9	0,2%	8,2%	HKD	11,9%
Wynn Macau	HK / Kina	1,4%	17 693	Macaubaserat casino.	20,8	19,4	18,0	1,8%	9,1%	HKD	12,8%
Great Wall Motor	HK / Kina	1,4%	22 362	Kinesisk producent av pick-ups och SUVar	17,8	12,8	10,6	1,6%	3,0%	HKD	6,5%

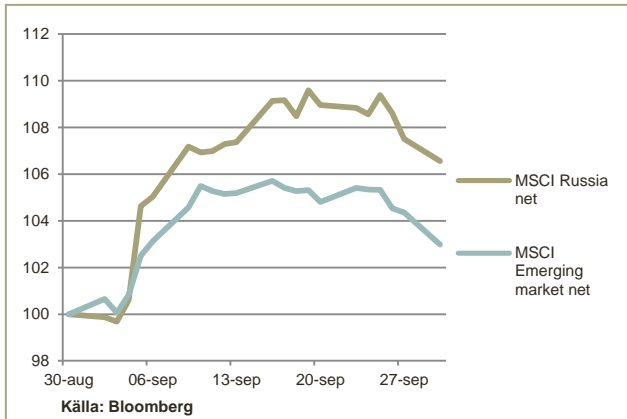
Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

Månadsbrev september 2013 – Tundra Rysslandsfond

Ryska marknaden i september

Den ryska marknaden, mätt som MSCI Russia Net, steg 6,6% (SEK) i augusti, jämfört med övriga tillväxtmarknader (MSCI Emerging Markets Net) som steg 2,9%. USD föll 3,3% mot SEK under september.

Diagram 16: Ryssland vs tillväxtmarknader (SEK)



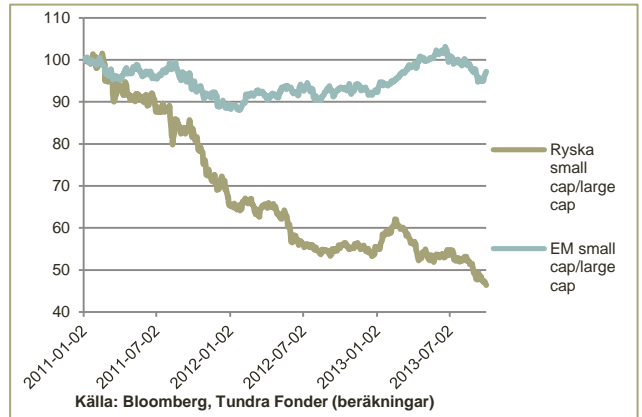
Oljepriset föll 8% under september då omedelbara vapeninsatser i Syrien kunde avstyras. Trots fallande oljepris steg ryska aktiemarknaden 3,7 procentenheter mer än tillväxtmarknadsindex. Den ryska aktiemarknadens relativa styrka trots fallande oljepris förklaras av en kombination av låg värdering och ökad riskaptit globalt under större delen av månaden, men framförallt då det den 18 september annonserades att den amerikanska centralbanken fortsätter köpa obligationer i oförminskad takt.

Bästa sektor under månaden var Bank & Finans och Konsumentbolag som steg 8%. Sämsta sektor var Kraft, som föll 4%, och därefter småbolag, som var oförändrade.

Under innevarande år har stora utflöden noterats för fonder som investerar i den ryska aktiemarknaden. Totalt närmar sig utflödena för året SEK 20 mdr. Under september var situationen dock mer balanserad med till och med små inflöden under första halvan av månaden. Med tanke på storleken på utflödena från utländska investerare har marknaden mätt som MSCI Russia klarat sig relativt väl under året, -1% per sista september. Var utflödena har spelat väsentligt större roll är i mindre ryska bolag. I diagrammet nedan ses kvoten mellan MSCI Russia och MSCI Russia Small Cap sedan början av 2011. Småbolagen har utvecklats drygt 50% sämre än de stora bolagen. Den trenden höll i sig under september trots ökad riskaptit då storbolagsindex steg

6,6% medan småbolagsindex slutade månaden oförändrat (båda i SEK). Mönstret med väsentligt sämre utveckling i mindre bolag jämfört med stora gäller inte för de övriga större tillväxtmarknaderna. Under samma tidsperiod, sedan början av 2011, har småbolag på tillväxtmarknader endast utvecklats marginellt sämre än stora bolag.

Diagram 17: Ryska småbolag vs småbolag på tillväxtmarknader



Under månaden har Rosneft annonserat ett bud på minoriteten i TNK-BP. Vid tillfället för nyheten var budet 25% över dåvarande börskurs för TNK-BP. Aktiemarknaden mottog beskedet positivt. Detta har varit ett återkommande missnöje från framförallt utländska investerare i kontakt med ryska ledande politiker. Det skall dock tilläggas att budet är 40% under vad huvudägarna bland annat BP fick tidigare under våren.

Rysslands ledande oppositionspolitiker, Alexei Navalny, som tidigare i år blivit dömd till fem års fängelse för förskingring, lyckades få 27% av rösterna i Moskvas borgmästarval i början på september. Det var det första borgmästarvalet i Moskva på tio år. Vann gjorde den sittande borgmästaren Sergei Sobyenin med 51% av rösterna. Navalny fick nästan dubbelt så stort stöd som opinionsundersökningarna hade pekat på före valet.

Makroekonomisk statistik fortsätter vara svag för Ryssland. Alexei Ulyukayev, minister för ekonomisk utveckling, talade i Sochi i slutet av september och hävdade att säsongsjusterat var BNP-tillväxten under årets första åtta månader noll. Huvudproblematiken för ryska ekonomin är fortfarande att privata investeringar är fallande. Det finns vissa tecken på att inflationen faller under 6%, som tidigare varit den nivå centralbanken haft som riktmärke för att börja sänka räntan. Tyvärr är dock rubeln så svag att någon omedelbar räntesänkning i Ryssland inte är trolig. Under

Månadsbrev september 2013 – Tundra Rysslandsfond

de senaste veckorna stödköpte centralbanken rubel för USD 200 miljoner i veckan.

Den allmänna globala riskaptiten avgör även fortsättningsvis riktningen på ryska börsen. Värderingen av den ryska marknaden är låg, inte minst för Gazprom som är Rysslands största bolag. Trots att Gazpromaktien har stigit hela 32% i SEK sedan början av juli är P/E-talet för innevarande år endast 3,1 gånger.

Fonden under september

Fonden steg 4,3% under september medan marknaden mätt som MSCI Russia net steg 6,6% (SEK).

Diagram 18: Fonden vs marknaden

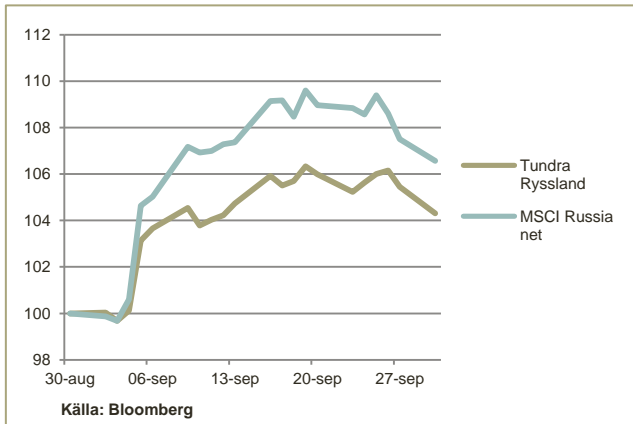
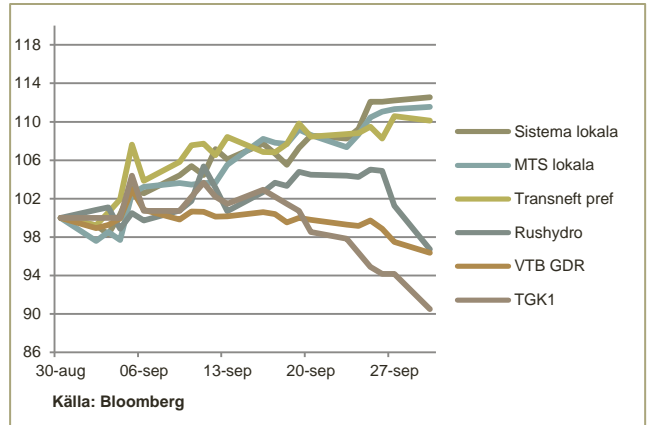


Diagram 19: Bäst/sämst (SEK)



Det största negativa bidraget till avkastningen jämfört med index i september kom från Bank & Finans, -0,6 procentenheter. Merparten av detta var Sberbanks starka utveckling, +11% (p.g.a rådande fondlagstiftning får fonden inte äga mer än 10%). Energi och Informationsteknologi var de två övriga större negativa bidragen på sektornivå under månaden med vardera -0,3 procentenheters negativt bidrag. Inom Energi steg Gazprom 8% under månaden och väger över 20% i index. IBS, Rysslands största IT-företag, där fonden har knappt 4% kom med en svag rapport under den gångna månaden, vilket var negativt för aktiekursen.

Bäst utveckling (SEK) under månaden i fonden uppvisade Sistema lokala (+13%), MTS lokala (+12%) och Transneft (+10%). Sämst utveckling uppvisade TGK1 (-10%), VTB (-4%) och Rushydro (-3%).

Månadsbrev september 2013 – Tundra Rysslandsfond

Tabell 6: 10 största innehav Tundra Rysslandsfond

Bolag	Tundra vikt i portfölj	Börsvärde (USD m)	Kort beskrivning	FY2012A	FY2013E	FY2014E	Dir. avk. (2013) mån (SEK)	Förändr. 1 mån (SEK)	Noteringsvaluta	Förändr. 1 mån (lok valuta)
Sberbank pref	9,8%	65 113	Rysslands största bank, 50% marknadsandel av all privat inlåning	6,3	4,7	4,4	5,2%	6,9%	RUB	7,5%
Gazprom ADR	9,6%	104 282	Världens största gasbolag	2,8	3,1	3,3	6,0%	8,4%	USD	12,1%
Lukoil ADR	9,5%	53 926	Rysslands största privat ägda oljebolag	4,4	4,6	4,8	5,6%	5,8%	USD	9,4%
Surgut pref	9,3%	31 423	Ett av Rysslands största oljebolag med nettokassa på över USD 10 mdr	4,8	3,4	5,5	5,3%	3,7%	RUB	4,3%
MTS lokala	5,0%	20 606	Rysslands största mobiloperatör	8,4	9,7	9,3	7,6%	11,6%	RUB	12,2%
Magnit lokala	4,9%	23 956	Rysslands största livsmedelsdetaljist	30,0	24,3	19,9	1,3%	10,0%	RUB	10,7%
Novatek lokala	4,6%	36 184	Rysslands största privata gasföretag	16,0	13,2	11,6	2,6%	6,1%	RUB	6,8%
Rosneft GDR	4,6%	85 845	Världens största oljebolag (produktion)	6,7	6,8	6,8	3,6%	6,6%	USD	10,2%
IBS	4,0%	548	Rysslands största IT företag	15,3	12,8	8,4	4,0%	-0,8%	EUR	0,1%
Sistema lokala	3,5%	10 189	Rysslands "Investor" eller "Kinnevik". Stor ägare i bl a MTS och Bashneft	6,3	5,6	5,7	3,8%	12,6%	RUB	13,2%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

Appendix I – Utveckling aktiemarknader

	Avkastning i lokal valuta*				Avkastning i SEK*			
	September 2013	3 månader	Hittills i år	12 månader	September 2013	3 månader	Hittills i år	12 månader
Tillväxtmarknader								
MSCI Emerging Markets TR (net)	6,5%	5,8%	-4,4%	1,0%	3,0%	1,0%	-5,6%	-1,2%
Brasilien	4,7%	10,3%	-14,1%	-11,6%	8,2%	5,1%	-22,3%	-21,2%
Chile	5,4%	-5,1%	-11,1%	-9,6%	3,0%	-8,8%	-16,9%	-16,8%
Colombia	2,7%	10,0%	-1,9%	3,1%	0,6%	6,1%	-10,1%	-4,8%
Egypten	6,7%	20,0%	5,3%	-2,2%	5,3%	16,3%	-4,1%	-15,1%
Filippinerna	2,1%	-3,6%	8,8%	18,5%	1,0%	-8,9%	1,0%	11,0%
Indien	4,2%	0,4%	1,2%	5,0%	7,2%	-8,8%	-12,7%	-13,3%
Indonesien	2,9%	-10,0%	1,8%	3,4%	-2,1%	-25,9%	-16,0%	-15,7%
Kina (A-aktier)	4,2%	10,7%	-2,1%	7,7%	0,8%	6,0%	-1,6%	8,2%
Kina (H-aktier)	5,5%	11,4%	-6,0%	9,4%	2,0%	6,4%	-7,3%	7,0%
Malaysia	3,1%	0,7%	7,7%	12,0%	1,0%	-6,2%	-0,4%	3,0%
Marocko	3,3%	-0,7%	-3,3%	-4,7%	1,9%	-2,0%	-2,6%	-2,9%
Mexiko	1,8%	-0,8%	-7,0%	-0,3%	-0,2%	-6,3%	-10,0%	-4,7%
Peru	-4,4%	2,4%	-22,8%	-26,6%	-6,1%	-2,3%	-30,2%	-32,9%
Polen	2,9%	12,4%	6,0%	15,0%	3,1%	14,6%	3,1%	15,2%
Ryssland	7,2%	10,4%	2,8%	4,4%	6,6%	6,9%	-5,1%	-1,7%
Sydafrika	5,1%	12,6%	15,3%	27,2%	3,8%	6,3%	-4,0%	2,7%
Sydkorea	3,7%	7,2%	0,2%	1,2%	3,5%	8,7%	-2,1%	2,5%
Taiwan	2,0%	4,1%	9,1%	8,9%	-0,1%	0,8%	5,7%	5,7%
Thailand	7,2%	-3,7%	2,2%	9,7%	6,6%	-8,4%	-1,4%	5,9%
Tjeckien	1,3%	9,0%	-4,2%	4,4%	0,6%	9,6%	-5,5%	5,0%
Turkiet	12,2%	-2,4%	-2,9%	14,4%	9,6%	-10,9%	-15,4%	-0,5%
Ungern	2,6%	-1,9%	2,7%	0,4%	2,9%	-3,3%	1,2%	-1,1%
Latinamerika	8,6%	4,1%	-11,3%	-7,5%	5,0%	-0,6%	-12,5%	-9,5%
Asien	5,4%	5,7%	-0,3%	5,3%	2,0%	1,0%	-1,7%	3,1%
EMEA	8,8%	9,5%	-5,3%	0,3%	5,2%	4,1%	-6,6%	-1,8%
Gränsmarknader								
MSCI Frontier Markets 100 TR (net)	3,4%	6,4%	17,8%	21,3%	0,0%	1,6%	16,2%	18,7%
Argentina	21,5%	60,9%	68,6%	97,0%	15,1%	42,9%	40,9%	56,2%
Bangladesh	-4,5%	-5,0%	-3,2%	-8,1%	-7,6%	-9,2%	-1,9%	-5,5%
Bosnien & Herz.	0,5%	1,4%	1,5%	5,5%	-0,4%	0,7%	2,3%	8,6%
Bulgarien	3,0%	4,0%	38,7%	47,9%	2,0%	3,4%	39,8%	52,1%
Ecuador	0,5%	0,3%	4,2%	3,6%	-2,8%	-4,6%	2,8%	1,5%
Estland	-0,5%	2,9%	13,9%	25,2%	-1,4%	2,3%	14,8%	28,7%
Förenade Arabem.	9,5%	24,7%	78,1%	84,1%	6,7%	18,8%	75,7%	80,7%
Kazakhstan	-0,7%	3,0%	-2,8%	-3,4%	-3,8%	-2,9%	-6,2%	-7,9%
Kenya	7,1%	10,6%	38,4%	50,6%	5,3%	5,1%	36,3%	45,9%
Kroatien	-1,7%	0,5%	6,9%	8,6%	-3,3%	-2,6%	7,1%	8,8%
Kuwait	1,8%	-1,8%	35,5%	34,3%	0,1%	-5,8%	33,0%	30,9%
Lettland	-0,9%	4,4%	14,7%	17,9%	-1,8%	3,7%	14,8%	20,2%
Litauen	2,2%	4,5%	18,8%	22,7%	1,3%	3,8%	19,8%	26,2%
Mongoliet	1,1%	-3,8%	-21,5%	-21,8%	-3,7%	-19,3%	-34,8%	-35,2%
Nigeria	1,1%	1,6%	34,3%	45,3%	-1,3%	-2,6%	27,8%	38,1%
Pakistan	-3,1%	0,4%	19,4%	25,0%	-6,3%	-4,6%	17,8%	22,4%
Qatar	-0,1%	3,3%	21,3%	19,3%	-2,7%	-1,6%	19,6%	17,2%
Rumänien	4,2%	14,8%	22,1%	33,0%	2,6%	1,2%	22,5%	39,2%
Serbien	0,8%	9,3%	2,3%	24,5%	-0,1%	7,8%	1,8%	28,5%
Slovakien	-2,9%	1,4%	6,1%	7,2%	-3,8%	0,7%	7,3%	10,3%
Slovenien	-2,5%	2,5%	2,6%	10,3%	-3,3%	1,9%	3,5%	13,4%
Sri Lanka	-0,4%	-4,6%	5,3%	0,0%	-3,0%	-9,8%	0,5%	-4,1%
Ukraina	-3,6%	-3,6%	-7,3%	-17,5%	-7,5%	-8,6%	-10,3%	-19,8%
Vietnam	4,7%	3,6%	23,0%	31,1%	1,2%	-1,2%	19,5%	26,6%
Utvecklade marknader								
MSCI World TR (net)	5,0%	8,2%	17,3%	20,2%	1,6%	3,3%	15,7%	17,6%
Hong Kong	5,7%	10,7%	4,3%	13,6%	2,2%	5,7%	2,8%	11,2%
Nasdaq	5,1%	11,2%	26,1%	23,0%	1,7%	6,2%	24,4%	20,3%
Nikkei 225	8,5%	6,3%	41,1%	65,6%	4,9%	2,6%	21,8%	28,6%
OMX Stockholm 30	3,7%	9,5%	18,5%	22,0%	3,7%	9,5%	18,5%	22,0%
S&P 500	3,1%	5,2%	19,8%	19,3%	-0,3%	0,5%	18,2%	16,7%
Singapore	4,6%	1,9%	2,8%	6,8%	2,9%	-1,7%	-1,2%	2,1%
STOXX Europe 600	4,5%	9,5%	14,5%	19,8%	3,6%	8,8%	15,8%	23,1%
Sektorer (tillväxtmarknader)								
Bank och finans	7,6%	3,4%	-4,9%	4,8%	4,1%	-1,2%	-6,1%	2,5%
Verkstad	7,7%	7,2%	-3,8%	1,7%	4,2%	2,3%	-5,1%	-0,6%
Dagligvaror	7,3%	-0,2%	-2,2%	5,3%	3,8%	-4,7%	-3,5%	3,1%
Energi	7,3%	10,8%	-8,1%	-7,1%	3,7%	5,8%	-9,3%	-9,1%
IT	4,5%	9,0%	5,7%	11,6%	1,1%	4,1%	4,2%	9,2%
Kraft	5,9%	1,3%	-7,1%	-5,6%	2,4%	-3,3%	-8,4%	-7,7%
Läkemedel	5,8%	2,3%	4,3%	9,5%	2,3%	-2,4%	2,9%	7,1%
Basindustri	5,6%	9,1%	-18,6%	-13,6%	2,1%	4,2%	-19,7%	-15,5%
Sällanköpsvaror	7,0%	9,1%	3,1%	7,5%	3,5%	4,2%	1,7%	5,1%
Telekom	5,0%	3,1%	-1,4%	-0,7%	1,5%	-1,6%	-2,7%	-2,8%

* Prisförändringen inkluderar återinvesterade utdelningar.

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

Appendix II – Utveckling råvaror

	Utveckling i USD			
	September 2013	3 månader	Hittills i år	12 månader
Soft commodities				
Kaffe	1,4%	-5,3%	-20,9%	-34,5%
Kakao	9,4%	20,3%	18,1%	4,9%
Majs	-8,4%	-13,6%	-26,4%	-30,0%
Palmolja	-0,9%	-1,7%	-4,9%	-8,5%
Ris	-4,3%	-3,9%	1,8%	-2,2%
Soja	-5,5%	2,5%	-1,5%	-4,1%
Vete	3,7%	1,0%	-17,3%	-22,4%
Energi				
Kol (coking coal, Kina)	15,9%	-5,6%	-29,0%	-23,2%
Kol (steam coal, Australien)	1,6%	0,7%	-13,6%	-7,1%
Kol (steam coal, Kina)	-1,6%	-7,7%	-10,6%	-11,1%
Naturgas (Henry Hub)	-2,1%	-2,2%	1,9%	13,3%
Olja (Arabian Light)	-5,3%	7,1%	-2,1%	-2,7%
Olja (WTI)	-4,9%	6,0%	11,4%	11,0%
Gödsel				
Ammonia	4,3%	-13,3%	-28,5%	-30,5%
Fosfat	-12,5%	-12,5%	-44,7%	-44,7%
Potash	0,0%	-12,1%	-16,7%	-21,6%
Sulfur	0,0%	-38,7%	-40,6%	-44,1%
Urea	0,4%	-8,9%	-22,6%	-28,1%
Metaller				
Aluminium	1,7%	4,1%	-11,0%	-12,6%
Guld	-4,7%	7,7%	-20,7%	-25,0%
Järnmalm	-5,0%	12,7%	-8,3%	20,9%
Koppar	2,8%	8,2%	-7,9%	-11,0%
Nickel	1,1%	1,8%	-18,2%	-24,5%
Paladium	0,2%	9,8%	2,9%	13,5%
Platinum	-7,8%	4,7%	-8,5%	-15,5%
Silver	-7,7%	10,3%	-28,2%	-37,1%
Stål	-1,9%	2,9%	-5,2%	-3,1%
Zinc	0,7%	3,5%	-7,8%	-8,5%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

Appendix III – Utveckling valutor

	SEK per 1 lokal valuta							
	2013-09-30	2013-06-28	2012-12-31	2012-08-31	September 2013	3 månader	Hitills i år	12 månader
Argentina (peso)	1,1068	1,2519	1,3219	1,3934	-5,3%	-11,6%	-16,3%	-20,6%
Bangladesh (taka)	0,0825	0,0867	0,0815	0,0802	-3,3%	-4,8%	1,3%	3,0%
Bosnien Hercegovina (mark)	4,4337	4,4878	4,3803	4,2998	-1,0%	-1,2%	1,2%	3,1%
Brasilien (real)	2,8912	3,0216	3,1671	3,2295	4,0%	-4,3%	-8,7%	-10,5%
Bulgarien (lev)	4,4331	4,4857	4,3841	4,3001	-1,1%	-1,2%	1,1%	3,1%
Chile (peso) X100	0,0127	0,0133	0,0136	0,0138	-2,3%	-4,2%	-6,3%	-7,9%
Colombia (peso) x100	0,0034	0,0035	0,0037	0,0036	-1,9%	-4,1%	-8,5%	-7,5%
Egyptien (pund)	0,9301	0,9611	1,0210	1,0730	-1,9%	-3,2%	-8,9%	-13,3%
Euro	8,6971	8,7159	8,5837	8,4414	-0,6%	-0,2%	1,3%	3,0%
Filippinerna (peso)	0,1474	0,1563	0,1585	0,1568	-0,9%	-5,7%	-7,0%	-6,0%
Förenade Arabem. (dirham)	1,7451	1,8360	1,7690	1,7817	-3,3%	-4,9%	-1,4%	-2,1%
Hong Kong (dollar)	0,8264	0,8694	0,8383	0,8439	-3,3%	-4,9%	-1,4%	-2,1%
Indien (rupee)	0,1024	0,1135	0,1182	0,1238	1,5%	-9,8%	-13,4%	-17,3%
Indonesien (rupia) X100	0,0006	0,0007	0,0007	0,0007	-5,2%	-16,6%	-15,3%	-17,6%
Japan (yen) X100	0,0652	0,0680	0,0750	0,0839	-3,4%	-4,1%	-13,0%	-22,3%
Kazakstan (tenge)	0,0417	0,0444	0,0432	0,0437	-3,8%	-6,2%	-3,5%	-4,6%
Kenya (shilling)	0,0744	0,0785	0,0755	0,0767	-1,7%	-5,2%	-1,4%	-3,0%
Kina (renminbi)	1,0472	1,0987	1,0429	1,0413	-3,3%	-4,7%	0,4%	0,6%
Kroatien (kuna)	1,1395	1,1782	1,1335	1,1319	-1,6%	-3,3%	0,5%	0,7%
Kuwait (dinar)	22,6423	23,6494	23,1070	23,3034	-2,5%	-4,3%	-2,0%	-2,8%
Lettland (lati)	12,3384	12,5086	12,2853	12,0855	-1,1%	-1,4%	0,4%	2,1%
Malaysia (ringgit)	1,9665	2,1338	2,1248	2,1394	-2,6%	-7,8%	-7,5%	-8,1%
Marocko (dirham)	0,7737	0,7880	0,7681	0,7579	-1,5%	-1,8%	0,7%	2,1%
Mexiko (peso)	0,4896	0,5215	0,5027	0,5089	-1,2%	-6,1%	-2,6%	-3,8%
Mongoliet (togrog)	0,0039	0,0047	0,0047	0,0047	-4,7%	-16,5%	-16,7%	-17,0%
Nigeria (naira)	0,0397	0,0415	0,0416	0,0416	-3,2%	-4,2%	-4,5%	-4,5%
Pakistan (rupee)	0,0604	0,0677	0,0669	0,0690	-4,8%	-10,7%	-9,7%	-12,4%
Peru (ny sol)	2,3015	2,4236	2,5466	2,5195	-2,5%	-5,0%	-9,6%	-8,6%
Polen (zloty)	2,0537	2,0283	2,0992	2,0444	0,1%	1,3%	-2,2%	0,5%
Qatar (rial)	1,7604	1,8520	1,7844	1,7973	-3,3%	-4,9%	-1,4%	-2,1%
Rumänien (lei)	1,9500	1,9650	1,9274	1,8541	-1,3%	-0,8%	1,2%	5,2%
Ryssland (rubel)	0,1979	0,2053	0,2129	0,2099	-0,6%	-3,6%	-7,0%	-5,7%
Serbien (dinar)	0,0757	0,0772	0,0763	0,0733	-1,1%	-1,9%	-0,7%	3,3%
Singapore (dollar)	5,1042	5,3186	5,3190	5,3318	-1,8%	-4,0%	-4,0%	-4,3%
Sri Lanka (rupe)	0,0486	0,0516	0,0509	0,0506	-2,7%	-6,0%	-4,6%	-4,0%
Sydafrika (rand)	0,6392	0,6825	0,7664	0,7871	-0,9%	-6,3%	-16,6%	-18,8%
Sydkorea (won)	0,0060	0,0059	0,0061	0,0059	-0,1%	1,0%	-2,3%	1,3%
Taiwan (dollar)	0,2163	0,2249	0,2238	0,2233	-2,3%	-3,8%	-3,3%	-3,1%
Thailand (bhat)	0,2052	0,2172	0,2125	0,2123	-0,5%	-5,5%	-3,4%	-3,3%
Tjeckien (koruny)	0,3376	0,3373	0,3418	0,3348	-0,8%	0,1%	-1,2%	0,8%
Turkiet (lira)	3,1755	3,4974	3,6422	3,6418	-2,4%	-9,2%	-12,8%	-12,8%
Ukraina (hryvnia)	0,7825	0,8269	0,8072	0,8031	-4,1%	-5,4%	-3,1%	-2,6%
Ungern (forint)	0,0291	0,0297	0,0294	0,0295	0,1%	-1,9%	-1,0%	-1,2%
USD (dollar)	6,4295	6,6999	6,5042	6,5650	-2,9%	-4,0%	-1,1%	-2,1%
Vietnam (dong) X1000	0,0003	0,0003	0,0003	0,0003	-3,1%	-4,5%	-2,6%	-3,1%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder