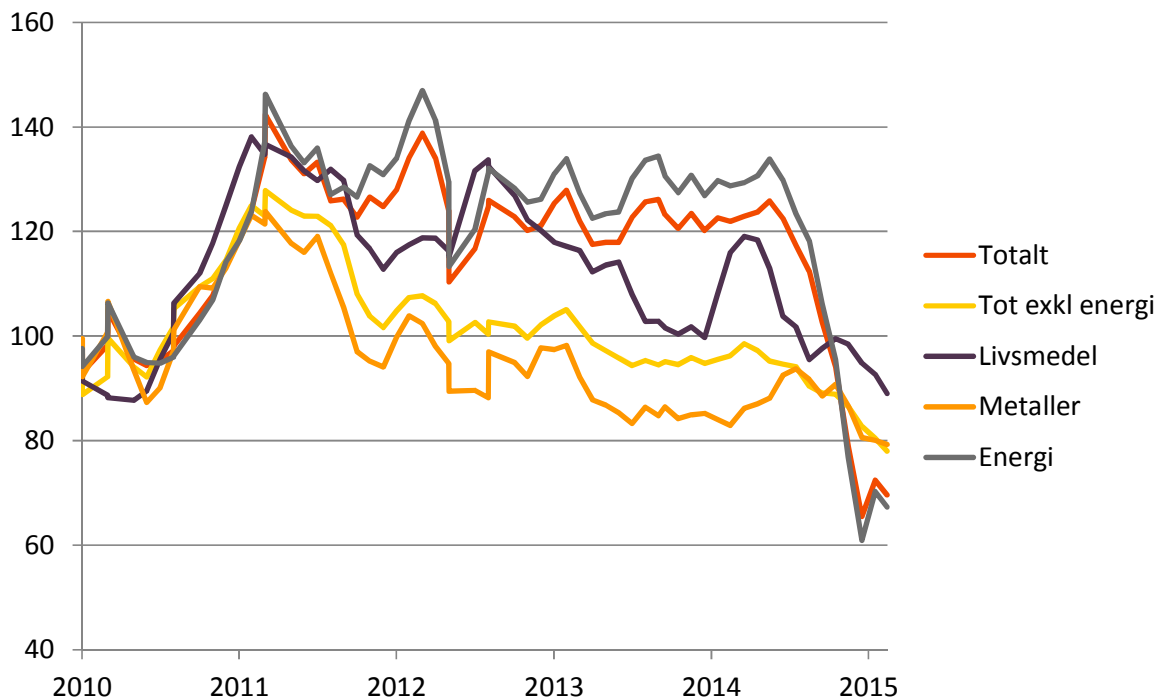


Råvaror och Energi

Makroanalys - 13 april 2015

Ökat utbud på råvaror pressar priserna

Swedbanks totala råvaruprisindex, 2010=100, USD



- **Det låga pristrycket på de globala råvarumarknaderna består och priserna sjunker på ett stort antal råvarugrupper. Utbudet ökar betydligt snabbare än efterfrågan. Dessutom har dollarförstärkningen förstärkt nedgången i råvarupriserna.**
- **Ett bestående överskott på råolja innebär ett fortsatt lågt oljepris där Iran kan få en avgörande roll för det framtida oljepriset. Även om vi förutser en gradvis uppgång i oljepriset är riskerna på nedsidan alltså betydande.**
- **Den kinesiska regeringens sänkta tillväxtmål till 7 procent och intentioner att minska obalanserna på bostadsmarknaden kommer att vara återhållande för metallvarumarknaden även framöver. Vi räknar med att metallpriserna i år (exklusive järnmalm) i genomsnitt faller med 7-8 procent.**
- **De globala livsmedelpriserna har fallit ned till femårslägsta. Vi bedömer att livsmedelspriserna fortsätter att vara nedtryckta under 2015, drivet av stigande lagernivåer och lågt oljepris.**

Swedbanks totala råvaruprisindex sjönk i mars med 4,1 procent i dollartermer efter att ha stigit med 9,1 procent i februari. Det innebär att totalindexet har fallit med 42,1 procent sedan mars förra året. I kronor räknat har priset fallit begränsats till 23 procent. Nedgången i råvarupriserna under mars var koncentrerad till metaller och livsmedel medan den kraftiga rekyl i oljepriset från februari förefaller ha varit temporär. Sannolikheten för ett växande utbud på olja och därmed ytterligare oljeprisfall ökar om västvärldens handels-sanktioner av iransk oljeexport hävs helt eller delvis till följd av det ramverk som träffats gällande det iranska kärnkraftsprogrammet.

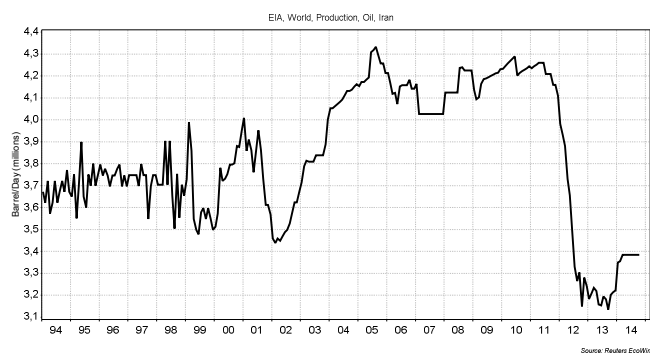
Oljeprisuppgången i februari var sannolikt inte driven av fundamentala orsaker utan snarare av minskade investeringsplaner och nedstängning av amerikanska oljerigggar. Mycket tyder på att det låga oljepriset kommer att bestå de närmaste kvartalen då förutsättningarna för ett varaktigt stigande oljepris ännu inte är på plats.

Iran är den femte största oljeproducenten i OPEC med världens fjärde största kända oljereserver (9 procent av de globala reserverna) och 3 procent av den globala oljeprodukt-

ionen. Uppskattningsvis skulle den iranska oljeexporten, som idag uppgår till 1 miljon fat per dag, kunna öka det globala utbudet på olja med ytterligare 1 miljon fat. Det lär dock dröja innan landets oljeproduktion kan växlas upp och flera bedömare räknar med att det tar upp till ett år för att öka den iranska oljeexporten med 1 miljon fat per dag. Inte minst behövs investeringar i infrastrukturen. Före sanktionernas införande uppgick den iranska oljeproduktionen till 3,8 miljoner fat.

Tidpunkten för en uppluckring av handelssanktionerna är osäkra. Trots stormakternas överenskommelse med Iran strax före påsk, om ett ramavtal som ska förhindra iransk kärnvapenutveckling, kvarstår flera frågetecken om när handelssanktionerna mot Iran ska hävas. Senast den 30 juni måste stormakterna, USA, Storbritannien, Frankrike, Ryssland, Kina och Tyskland, ha kommit överens med Iran om ett permanent avtal. Om inget permanent avtal nås före halvårsskiftet förskjuter ytterligare tidpunkten för en större iransk oljeexport.

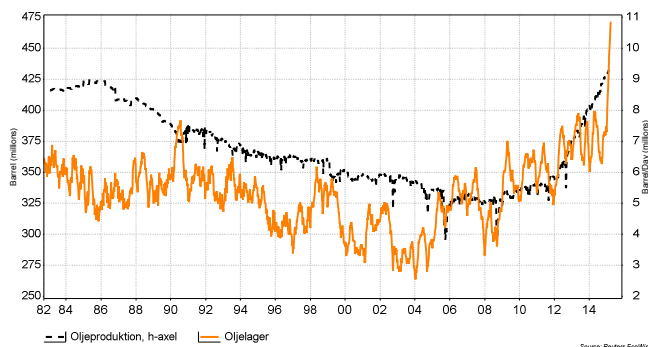
Oljeproduktionen i Iran



USA:s oljelager har fortsatt att stiga och förstärker bilden av ett stort utbud på olja, vilket pressat ned oljepriset under mars månad. Det amerikanska petroleuminstitutet (API) och IEA:s veckovisa lagerstatistik visar på de högsta lagernivåerna på flera decennier. Oljeproduktionen har dessutom fortsatt att öka och uppgick i februari till rekordhög 9,23 miljoner fat per dag men har sannolikt passerat produktionsstoppen för denna gång. Vid ett antal amerikanska oljekällor (Bakken, Eagle Ford) har produktionen skurits ned jämfört med ifjol. Samtidigt har det amerikanska energidepartementet skruvat ned oljeproduktionsprognosen med 120 000 fat per dag sedan prognosen i februari.

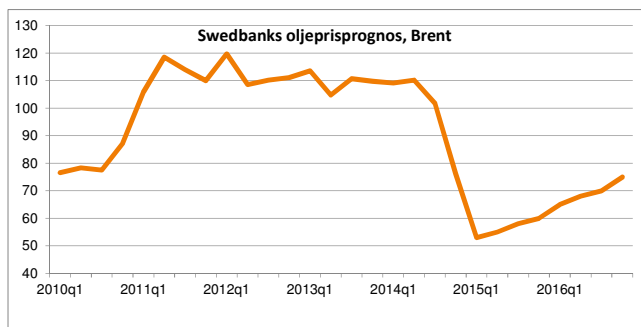
De växande obalanserna på den amerikanska oljemarknaden har bidragit till en ökad prisdifferens mellan West Texas Intermediate (WTI) och Brentolja efter att det i stort sett varit i paritet i början av året. OPEC-ländernas oljeproduktion fortsätter att överstiga kartellens produktionskvoter motsvarande 30 miljoner fat per dag och inga tecken finns på någon snar inbromsning. I Saudiarabien har oljeproduktionen nått rekordhög 10 miljoner fat per dag och flera OPEC-delegater tror inte att oljepriset kommer tillbaka till 100 dollar under överskådlig tid.

Amerikansk oljeproduktion och lager



Det bestående stora utbudet på råolja utgör en fortsatt press på oljepriset under de närmaste åren även om vi förutser en gradvis återhämtning under loppet av 2015/2016 när den globala tillväxten stärks och oljeproduktionen utanför OPEC dämpas. För i år förutser vi ett genomsnittligt oljepris på dryga 55 dollar för Brent-oljan och en uppgång till 70 dollar i genomsnitt för 2016. Riskerna ligger emellertid på nedsidan, inte minst om den iranska oljeexporten skulle öka snabbare än förväntat.

Swedbanks oljeprisprognos, Brent, USD



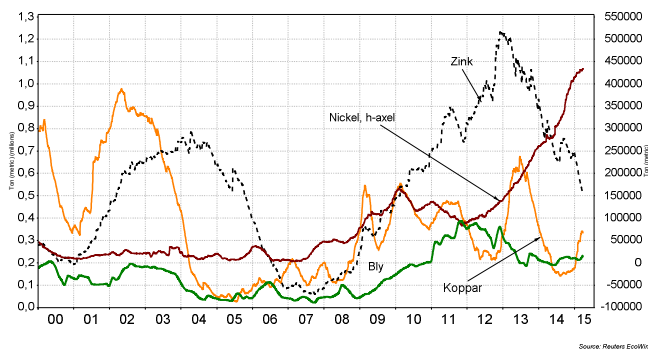
Metallprisuppgången dröjer

Rensat för energiråvaror sjönk Swedbanks råvaruprisindex med 4,0 procent i mars och med närmare 3,5 procent i februari, vilket ytterligare belyser det svaga efterfrågetrycket som råder på de globala råvarumarknaderna. Sedan mars förra året har indexet fallit med drygt 20 procent i dollartermer.

Priserna på industrimetaller fortsatte att sjunka i mars om än i en lägre takt jämfört med i början av året. Kopparpriset gick mot strömmen efter att ha fallit sedan sommaren förra året i spåren av växande kopparlager som nu nått högsta nivåerna på drygt ett år. Koppar, bly och nickel har haft den svagaste prisutvecklingen av industrimetallerna under den gångna tolv månadsperioden med prisfall på drygt 10 procent räknat i dollar.

Prisfallet på zink och aluminium har varit måttligare. Krympande zinklager, lägst på över fem år, och signaler om en annalkande brist på zink ger stöd för prisökningar framöver. Nickelpriset pressas av allt större nickellager, samtidigt som en lägre kinesisk stålproduktion begränsar efterfrågan på nickel. Införande av produktionsbegränsningar alternativt exportbegränsningar, vilket skedde under förra året och som gav en skjuts uppåt i nickelpriset, är sannolikt under 2015.

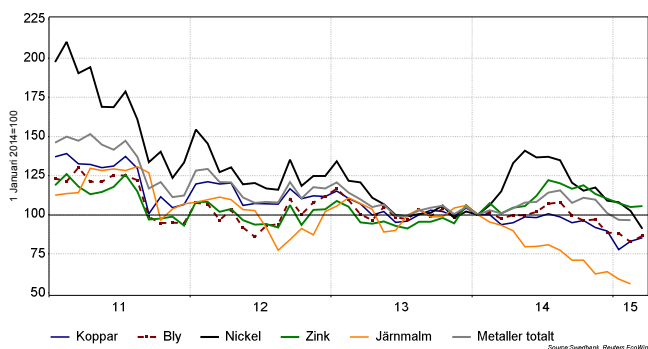
Metallvarulager, miljoner ton



Kräftgången för järnmalmpriset fortsatte i mars. Järnmalmpriset har mer än halverats under senaste tolv månaderna och prissätts nu under 50 dollar per ton. Marknaden för järnmalm kännetecknas av ett stort utbud. En svagare kinesisk stålproduktion i kölvattnet av regeringens ambitioner att minska obalanserna på bostadsmarknaden har slagit hårt på järnmalmsefterfrågan. De största järnmalmproducenterna – i Sydamerika och Australien – planerar samtidigt att öka produktionen under 2015. Förutom att det kan bero på redan genomförd kapacitetsutbyggnad kan det finnas strategiska skäl att höja produktionen för att minska konkurrensen från högkostnadsproducenter.

Den kinesiska regeringens tillväxtmål kan vara återhållande för metallvarumarknaden även framöver. I genomsnitt räknar vi med att metallpriserna (exklusive järnmalm) faller med 7-8 procent under 2015 i dollar termer. Prognosen implicerar dock en gradvis återhämtning under loppet av året, drivet mer av produktionsneddragningar snarare än av en växande efterfrågan på metaller. Vår bedömning om en utebliven uppgång i järnmalmpriset under 2015 ökar risken för utslagning av produktionskapacitet hos högkostnadsproducenter.

Metallpriser i USD, jan 2014=100

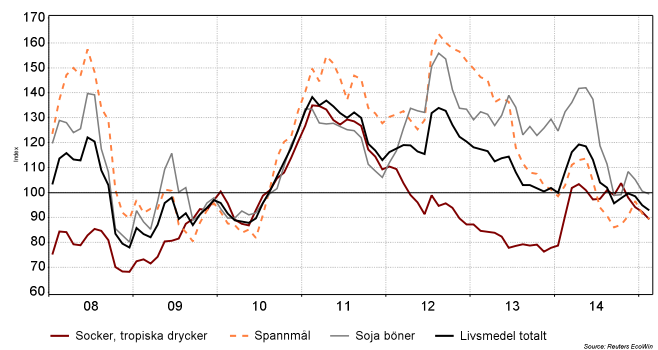


Lågt oljepris och goda spannmålsskördar

Prisfallet på livsmedel blev större än förväntat under årets första kvartal. I mars föll priserna med 5,5 procent och det var fjärde månaden i rad med sjunkande priser. Fjolårets kraftiga prisuppgång på kaffe har brutits och i mars föll kaffepriset med ytterligare 10 procent jämfört med månaden innan räknat i dollar.

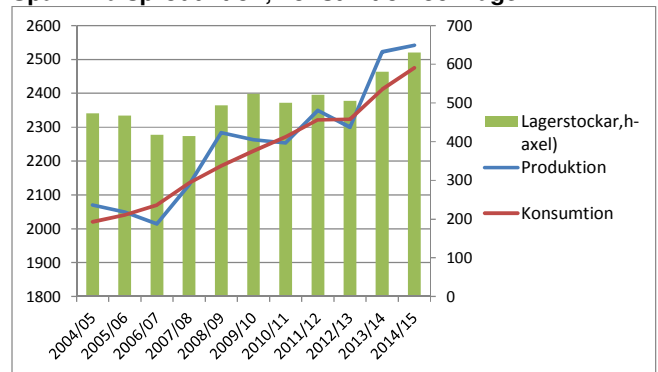
Fjolårets starka produktionsökning av livsmedel bidrar till större lagerstockar än tidigare prognosticerat. Det gäller bland annat för spannmål där FN:s jordbruksorganisation FAO räknar med 8 miljoner ton högre lagernivåer under 2015. Minskade produktionskostnader via det lägre oljepriset tenderar också att pressa tillbaka livsmedelspriserna.

Globala livsmedelspriser, 2010=100



De sjunkande livsmedelspriserna under årets första kvartal och stigande lagerstockar bidrar till att vi räknar med ett större genomsnittligt prisfall på livsmedel för 2015 än tidigare prognostiserat (-9 procent jämfört med -5 procent). Den höga produktionsnivån av livsmedel kommer sannolikt att bli allt svårare att upprepa efter de senaste årens kraftiga volymökningar. Prisfallet den senaste tiden minskar också motiven att utöka produktion. Sammantaget torde detta leda till högre globala livsmedelspriser under nästa år.

Spannmålsproduktion, konsumtion och lager



Swedbanks råvaruprisindex bygger på den svenska råvaruimportens sammansättning, där råoljan väger tyngst i indexet. Nedan visas viktorna i råvaruprisindexet för de olika huvudgrupperna.

Livsmedel	6,9
Jordbruksråvaror	9,6
Icke-järnmetaller	10,5
Järnmalm/skrot	3,7
Råolja	66,3
Kol	3,0
Totalt	100,0

Makroanalys

Jörgen Kennemar
Tel: +46 8 700 9804
e-mail: jorgen.kennemar@swedbank.se

Swedbanks Råvaruprisindex		i USD		
Basår 2000				
	1.2015	2.2015	3.2015	
Totalt inkl energi	193,0	210,6	202,0	
1 mån procent	-15,9	9,1	-4,1	
12 mån procent	-44,1	-40,1	-42,1	
Totalt exkl energi	206,5	199,2	191,2	
1 mån procent	-3,8	-3,5	-4,0	
12 mån procent	-15,6	-18,6	-21,6	
Industriråvaror	204,2	196,5	189,4	
1 mån procent	-4,0	-3,8	-3,6	
12 mån procent	-19,9	-20,9	-21,5	
varav massa	931,1	905,0	885,0	
1 mån procent	-0,1	-2,8	-2,2	
12 mån procent	2,3	-1,2	-3,9	
Icke-järnmetaller	196,7	195,4	193,5	
1 mån procent	-6,9	-0,6	-1,0	
12 mån procent	-5,4	-4,6	-4,3	
varav koppar	5815,3	5701,5	5925,5	
1 mån procent	-9,5	-2,0	3,9	
12 mån procent	-20,3	-20,3	-11,1	
varav aluminium	1808,2	1820,4	1772,3	
1 mån procent	-5,9	0,7	-2,6	
12 mån procent	4,7	7,5	4,1	
varav bly	1828,9	1804,1	1784,6	
1 mån procent	-6,0	-1,4	-1,1	
12 mån procent	-14,9	-14,5	-13,2	
varav zink	2110,4	2102,7	2103,7	
1 mån procent	-2,9	-0,4	0,0	
12 mån procent	3,5	3,3	4,5	
varav nickel	14768,2	14531,1	13742,2	
1 mån procent	0,0	-1,6	-5,4	
12 mån procent	4,9	2,4	-12,2	
järnmalm och skrot	367,6	333,0	305,1	
1 mån procent	-0,2	-9,4	-8,4	
12 mån procent	-38,8	-41,7	-42,4	
Energiråvaror	187,0	215,7	206,8	
1 mån procent	-20,8	15,3	-4,1	
12 mån procent	-52,0	-45,9	-47,8	
varav kol	235,3	260,2	243,5	
1 mån procent	-3,7	10,6	-6,4	
12 mån procent	-25,7	-12,5	-14,8	
varav råolja	184,8	213,7	205,2	
1 mån procent	-21,6	15,6	-4,0	
12 mån procent	-53,0	-47,1	-48,8	
Livsmedel	214,3	208,8	197,4	
1 mån procent	-3,1	-2,6	-5,5	
12 mån procent	2,2	-10,0	-21,9	
varav kaffe	148,2	141,1	127,0	
1 mån procent	-2,2	-4,8	-10,0	
12 mån procent	33,9	2,4	-23,0	

Swedbanks Råvaruprisindex		i SEK		
Basår 2000				
	1.2015	2.2015	3.2015	
Totalt inkl energi	170,1	191,3	187,2	
1 mån procent	-10,9	12,5	-2,1	
12 mån procent	-30,1	-22,9	-23,0	
Totalt exkl energi	182,0	181,0	177,2	
1 mån procent	2,0	-0,6	-2,1	
12 mån procent	5,6	4,8	4,3	
Industriråvaror	180,0	178,4	175,6	
1 mån procent	1,8	-0,9	-1,6	
12 mån procent	0,3	1,8	4,4	
varav massa	820,8	821,9	820,2	
1 mån procent	5,9	0,1	-0,2	
12 mån procent	28,0	27,2	27,9	
Icke-järnmetaller	173,4	177,5	179,3	
1 mån procent	-1,3	2,4	1,0	
12 mån procent	18,4	22,8	27,3	
varav koppar	5126,3	5178,4	5491,7	
1 mån procent	-4,1	1,0	6,0	
12 mån procent	-0,2	2,6	18,2	
varav aluminium	1593,9	1653,4	1642,5	
1 mån procent	-0,2	3,7	-0,7	
12 mån procent	31,1	38,4	38,4	
varav bly	1612,2	1638,6	1653,9	
1 mån procent	-0,3	1,6	0,9	
12 mån procent	6,5	10,1	15,5	
varav zink	1860,3	1909,8	1949,7	
1 mån procent	3,0	2,7	2,1	
12 mån procent	29,6	33,0	39,0	
varav nickel	13018,5	13198,1	12736,1	
1 mån procent	6,0	1,4	-3,5	
12 mån procent	31,3	31,8	16,8	
järnmalm och skrot	324,1	302,5	282,8	
1 mån procent	5,9	-6,7	-6,5	
12 mån procent	-23,3	-24,9	-23,4	
Energiråvaror	164,8	195,9	191,7	
1 mån procent	-16,1	18,8	-2,2	
12 mån procent	-40,0	-30,4	-30,5	
varav kol	207,4	236,4	225,6	
1 mån procent	2,1	14,0	-4,5	
12 mån procent	-7,0	12,6	13,4	
varav råolja	162,9	194,1	190,1	
1 mån procent	-16,9	19,1	-2,0	
12 mån procent	-41,2	-31,9	-31,9	
Livsmedel	188,9	189,7	182,9	
1 mån procent	2,8	0,4	-3,6	
12 mån procent	27,9	15,9	3,9	
varav kaffe	130,7	128,2	117,7	
1 mån procent	3,7	-1,9	-8,1	
12 mån procent	67,5	31,8	2,4	

Disclaimer

What our research is based on

Swedbank Research a unit within Large Corporates & Institutions bases the research on a variety of aspects and analysis.

For example: A fundamental assessment of the cyclical and structural economic, current or expected market sentiment, expected or actual changes in credit rating, and internal or external circumstances affecting the pricing of selected FX and fixed income instruments.

Based on the type of investment recommendation, the time horizon can range from short-term up to 12 months.

Recommendation structure

Recommendations in FX and fixed income instruments are done both in the cash market and in derivatives.

Recommendations can be expressed in absolute terms, for example attractive price, yield or volatility levels. They can also be expressed in relative terms, for example long positions versus short positions.

Regarding the cash market, our recommendations include an entry level and our recommendation updates include profit and often, but not necessarily, exit levels. Regarding recommendations in derivative instruments, our recommendation include suggested entry cost, strike level and maturity.

In FX, we will only use options as directional bets and volatility bets with the restriction that we will not sell options on a net basis, i.e. we will only recommend positions that have a fixed maximum loss.

Analyst's certification

The analyst(s) responsible for the content of this report hereby confirm that notwithstanding the existence of any such potential conflicts of interest referred to herein, the views expressed in this report accurately reflect their personal views about the securities covered. The analyst(s) further confirm not to have been, nor are or will be, receiving direct or indirect compensation in exchange for expressing any of the views or the specific recommendation contained in the report.

Issuer, distribution & recipients

This report by Swedbank Research is issued by the Swedbank Large Corporates & Institutions business area within Swedbank AB (publ) ("Swedbank"). Swedbank is under the supervision of the Swedish Financial Supervisory Authority (Finansinspektionen).

In no instance is this report altered by the distributor before distribution.

In Finland this report is distributed by Swedbank's branch in Helsinki, which is under the supervision of the Finnish Financial Supervisory Authority (Finanssivalvonta).

In Norway this report is distributed by Swedbank's branch in Oslo, which is under the supervision of the Financial Supervisory Authority of Norway (Finanstilsynet).

In Estonia this report is distributed by Swedbank AS, which is under the supervision of the Estonian Financial Supervisory Authority (Finantsinspektsioon).

In Lithuania this report is distributed by "Swedbank" AB, which is under the supervision of the Central Bank of the Republic of Lithuania (Lietuvos bankas).

In Latvia this report is distributed by Swedbank AS, which is under the supervision of the Financial and Capital Market Commission (Finanšu un kapitāla tirgus komisija).

In the United States this report is distributed by Swedbank First Securities LLC ("Swedbank First"), which accepts responsibility for its contents. This report is for distribution only to institutional investors. Any United States institutional investor receiving the report, who wishes to effect a transaction in any security discussed in the report, should do so only through Swedbank First. Swedbank First is a U.S. broker-dealer, registered with the Securities and Exchange Commission, and is a member of the Financial Industry Regulatory Authority. Swedbank First is part of Swedbank Group.

For important U.S. disclosures, please reference:
<http://www.swedbankfs.com/disclaimer/index.htm>

In the United Kingdom this communication is for distribution only to and directed only at "relevant persons". This communication must not be acted on – or relied on – by persons who are not "relevant persons". Any investment or investment activity to which this document relates is available only to "relevant persons" and will be engaged in only with "relevant persons". By "relevant persons" we mean persons who:

- Have professional experience in matters relating to investments falling within Article 19(5) of the Financial Promotions Order.
- Are persons falling within Article 49(2)(a) to (d) of the Financial Promotion Order ("high net worth companies, unincorporated associations etc").
- Are persons to whom an invitation or inducement to engage in investment activity (within the meaning of section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000) – in connection with the issue or sale of any securities – may otherwise lawfully be communicated or caused to be communicated.

Limitation of liability

All information, including statements of fact, contained in this research report has been obtained and compiled in good faith from sources believed to be reliable. However, no representation or warranty, express or implied, is made by Swedbank with respect to the completeness or accuracy of its contents, and it is not to be relied upon as authoritative and should not be taken in substitution for the exercise of reasoned, independent judgment by you.

Be aware that investments in capital markets – such as those described in this document – carry economic risks and that statements regarding future assessments comprise an element

of uncertainty. You are responsible for such risks alone and we recommend that you supplement your decision-making with that material which is assessed to be necessary, including (but not limited to) knowledge of the financial instruments in question and the prevailing requirements as regards trading in financial instruments.

Opinions contained in the report represent the analyst's present opinion only and may be subject to change. In the event that the analyst's opinion should change or a new analyst with a different opinion becomes responsible for our coverage of the company, we shall endeavour (but do not undertake) to disseminate any such change, within the constraints of any regulations, applicable laws, internal procedures within Swedbank, or other circumstances.

If you are in doubt as to the meaning of the recommendation structure used by Swedbank in its research, please refer to "Recommendation structure".

Swedbank is not advising nor soliciting any action based upon this report. If you are not a client of ours, you are not entitled to this research report. This report is not, and should not be construed as, an offer to sell or as a solicitation of an offer to buy any securities.

To the extent permitted by applicable law, no liability whatsoever is accepted by Swedbank for any direct or consequential loss arising from the use of this report.

Conflicts of interest

In Swedbank LC&I, internal guidelines are implemented in order to ensure the integrity and independence of the research analysts.

For example:

- Research reports are independent and based solely on publicly available information.
- The analysts are not permitted, in general, to have any holdings or any positions (long or short, direct or via derivatives) in such Financial Instruments that they recommend in their investment analysis.
- The remuneration of staff within the Swedbank Research department may include discretionary awards based on the firm's total earnings, including investment banking income. However, no such staff shall receive remuneration based upon specific investment banking transactions.

Planned updates

An investment recommendation is normally updated twice a month.

Reproduction & dissemination

This material may not be reproduced without permission from Swedbank Research. This report is not intended for physical or legal persons who are citizens of, or have domicile in, a country in which dissemination is not permitted according to applicable legislation or other decisions.

Produced by Swedbank Research a unit within Large Corporates & Institutions, Stockholm.

Address

Swedbank LC&I, Swedbank AB (publ), SE-105 34 Stockholm.

Visiting address: Landsvägen 40, Sundbyberg