

Navigatøren

Er nedturen i Norge over?

11 mai 2016

Er nedturen i Norge over?

De to siste månedene har den registrerte ledigheten falt. Ikke mye, men bare at den går ned er oppsiktsvekkende. Er dette et tidlig tegn på at nedturen i Norge er over?

Side 2

Renter

Norske renter har kommet opp fra lavnivåene for en måneds tid siden, og markedet priser nå så lite sannsynlighet for videre rentekutt at vi ser lite oppsiden i den aller korteste delen av kurven.

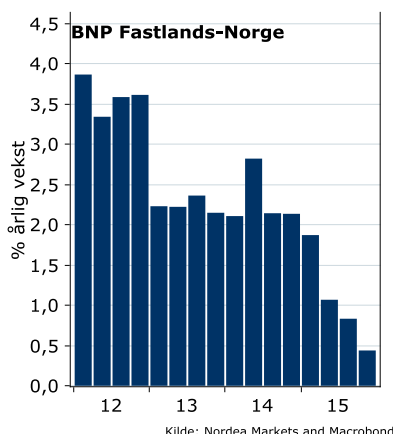
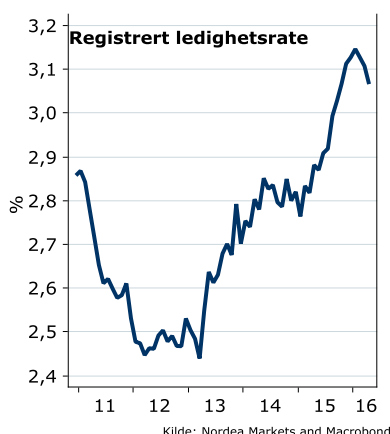
Side 4

Valuta

Oljeprisen fortsetter å være en viktig driver av NOK, men signalene fra Norges Bank kan også bidra til nedsiden i EURNOK etter hvert. FED gir uttrykk for en tregere renteoppgang enn tidligere. Dette har fått markedet til å selge USD, og den store optimismen er borte.

Side 9

Ledigheten i Norge faller, tross lav vekst i BNP



Kjetil Olsen
+47 22 48 79 56
kol@nordea.com

Gaute Langeland
+47 22 48 53 91
gaute.langeland@nordea.com

Ole Håkon Eek-Nilsen
+47 22 48 78 69
ohen@nordea.com

Er nedturen i Norge over?

De to siste månedene har den registrerte ledigheten falt. Ikke mye, men bare at den går ned er oppsiktsvekkende i lys av det kraftige oljeprisfallet og nedturen i oljeindustrien.

De som fryktet at oljebremsen skulle spre seg til resten av norsk økonomi ser ut til å ha tatt feil. Den lave renten, svekkelsen av kronen og moderat stimulerende finanspolitikk holder norsk økonomi oppe. Men går det så bra at vi virkelig kan ha ledighetstoppen bak oss?

Og hva tenker Norges Bank? Kan det tenkes at de begynner å få kalde føtter med hensyn til videre rentekutt, særlig med tanke på at boligprisene de siste to månedene i tillegg har vokst med en årlig rate på 10-12 %?

Norsk økonomi ser ut til å håndtere konsekvensene av oljeprisfallet bedre enn de fleste fryktet, og todelingen av økonomien blir mer og mer tydelig. Arbeidsledigheten stiger i oljefylkene på Sør-Vestlandet, men utviklingen utenfor oljebeltet har vært så positiv at arbeidsledigheten samlet sett har kommet litt ned både i mars og april, se figur på første side. Samtidig stiger boligprisene i de fleste fylker utenom Rogaland, og stedvis mye. Også i detaljhandelen ser vi klare tegn til todeling. I Oslo vokser verdien av omsetningen i varehandelen med rundt 6 %. I Rogaland er tilsvarende vekst nær null.

Utviklingen i arbeidsledigheten er også overraskende i lys av at veksten i norsk økonomi nå er nær null. Nullvekst i økonomien er sjelden forenlig med en stabil arbeidsledighet. Men det kan være at BNP-utviklingen til en viss grad "overdriver" avmattingen i norsk økonomi. Så langt er rundt 35 tusen personer sagt opp i oljerelatert virksomhet. Det står mye kapital bak hver sysselsatt i oljeindustrien. Sammenlignet med resten av økonomien er dermed verdiskapingen per sysselsatt langt høyere. La oss som et eksempel tenke oss at alle de oppsagte i oljeindustrien finner ny jobb i en bransje hvor verdiskapingen per sysselsatt er mye mindre. Da vil rene sammensetningseffekter vise et fall i BNP. Men sysselsettingen og arbeidsledigheten er uendret. Det er vanskelig å anslå eksakt hvor stor denne effekten har på BNP, men retningen er klar. Utviklingen i arbeidsmarkedet gir trolig et mer korrekt bilde av konjunktursituasjonen enn BNP akkurat nå.

Det er tidlig å konkludere. Oljeinvesteringene skal videre ned og nedgangen i leverandørindustrien er trolig ikke over. Mest sannsynlig vil det komme flere oppsigelser. Vi tør ikke helt tro på at nedturen er helt bak oss. Det tror vi ikke Norges Bank gjør heller enda. Men utviklingen i norsk økonomi har overrasket de fleste positivt. Vi kan derfor ikke utelukke at den siste tids utvikling fortsetter. Med stabil arbeidsledighet og fortsatt godvekst i boligpriser og gjeld kan det dermed heller ikke utelukkes at også Norges Bank etter hvert begynner å tenke at renta kanskje er lav nok allerede. Og hvis markedet også begynner å konkludere at nedturen i norsk økonomi er

over blir det store spørsmålet hva som skjer med kronekursen. Med bunnen i oljeprisen bak oss, en økonomi som viser tegn til stabilisering og en sentralbank som ikke lenger er i easing mode kan fort gi en betydelig styrking av kronen.

Norges Bank har lagt stor vekt på at pengepolitikken bidrag til den omstilling norsk økonomi nå skal gjennom kommer gjennom en svekket krone og en bedret konkurranseevne. Og en viktig grunn til at det går såpass bra i norsk økonomi, tross alt, er den svake krona. En styrking av krona vil svekke både denne viktige støtdemperen og også utsiktene for norsk økonomi. Sagt mer presist; skulle krona styrkes vesentlig vil det kanskje ikke gå så bra med økonomien. Derfor tror vi fortsatt at det kommer flere rentekutt fra sentralbanken, til tross for at det er positive tegn fra norsk økonomi.

Rentemarkedet

- Norske renter har kommet opp fra lavnivåene for en måneds tid siden
- Markedet priser nå så lite sannsynlighet for videre rentekutt at vi ser lite oppside i den aller korteste delen av kurven ...
- ... mens lange renter er så lave at de fortsatt har mye oppside

Den siste tiden har vi sett en oppgang i rentene langs hele kurven. Økningen var på opp til 30bp før rentene i det aller siste falt litt tilbake, spesielt i den lange delen av kurven.

Figur 1: Trenden ned i rentene er brutt



Kilde: Nordea Markets og Bloomberg

Oppgangen i rentene markerer et brudd i den lange trenden ned gjennom det siste året. Dette henger nok sammen med at trenden ned i oljepris også er brutt. Sammenligner vi utviklingen i rentemarkedet med utviklingen i oljepris (se neste side) ser vi at det har vært en svært høy korrelasjon mellom renter og olje.

Figur 2: Utviklingen i rentemarkedet har vært svært korrelert med oljepris

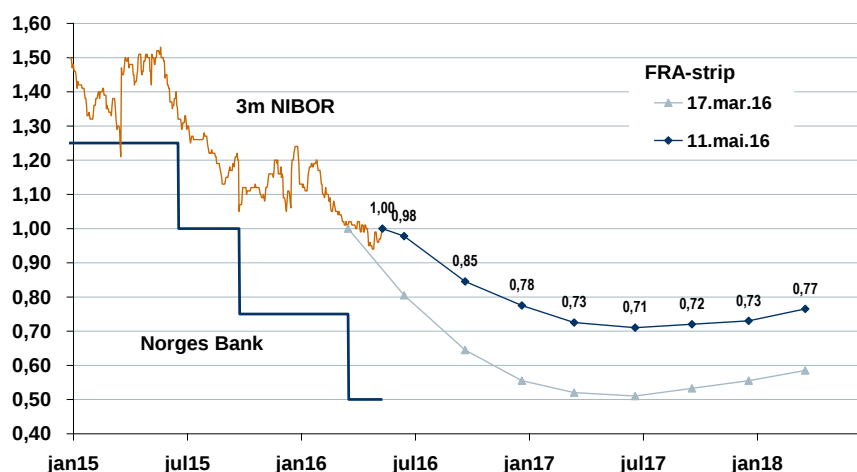


Kilde: Nordea Markets og Bloomberg

Korte renter

Oppgangen i de korte rentene har vært betydelig hvis vi oversetter dette til forventninger til Norges Bank. Etter at Norges Bank kuttet renten på mars-møtet ventet markedet et ytterligere fall i pengemarkedsrenten på 50bp, nå prises det i underkant av 30bp fall i renten.

Figur 3: Det prises bare et rentekutt fra Norges Bank

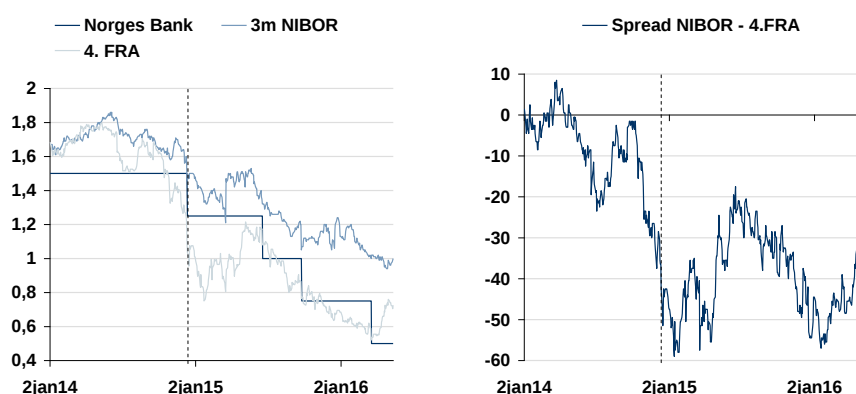


Kilde: Nordea Markets og Bloomberg

Til september er det bare priset 15bp fall i pengemarkedsrenten, til tross for at Norges Bank i mars la frem en rentebane med 100% sannsynlighet for kutt i på september-møtet. Markedet er med andre ord i sterk tvil på om Norges Bank vil kutte renten som indikert.

Inverteringen i FRA-strippen er nå bortimot det minste den har vært siden Norges Bank begynte å kutte renten. Grafen under viser hvor langt under NIBOR den 4. FRA-kontrakten har ligget. Dagens 25bp er lite og gjør at vi mener det er lite oppside i de korte rentene herifra.

Figur 4: FRA-strippen er lite invertert



Kilde: Nordea Markets og Bloomberg

Dette synet baserer vi på at oppgangen i oljepris ikke vesentlig endrer utsiktene for Norges Bank. Dette skyldes at oppgangen har medført en styrkelse av krona, noe som kanskje er verre for norsk økonomi enn drahjelpen vi får fra at oljeprisen ikke er fullt så lav som den var. En svak krone gir norske bedrifter bedret konkurranseevne, og dermed en forutsetning for at omstillingen av økonomien skal lykkes.

Lange renter

At oppgangen i rentene er drevet av norske forhold og oljepris er også synlig i de lange rentene. Der kan vi se at norske renter har steget relativt til utlandet. Figuren under viser norske renter har kommet opp til tross for at europeiske renter ligger ned i mot de laveste nivåene og spreaden har dermed økt med ca 20bp.

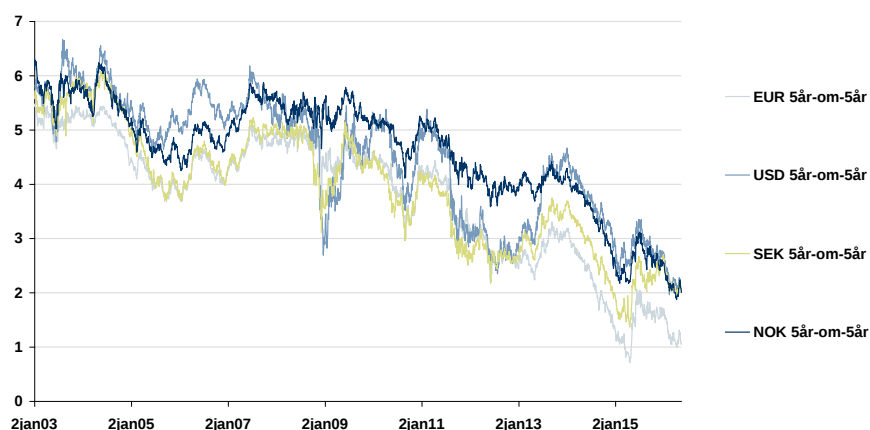
Figur 5: Lange norske renter har kommet opp på egen hånd



Kilde: Nordea Markets og Bloomberg

Vi mener at lange norske renter kan bare til en viss grad bevege seg uavhengig av internasjonale renter. Figuren under viser at det historisk har vært en høy grad av korrelasjon mellom de lange rentene. En høyere spread til utlandet kan derfor bare i begrenset omfang være en drivkraft for høyere renter i Norge. Skal lange renter i Norge mye mer opp må vi derfor se en økning i de lange rentene internasjonalt.

Figur 6: Det er de lange forwardrentene som virkelig har falt

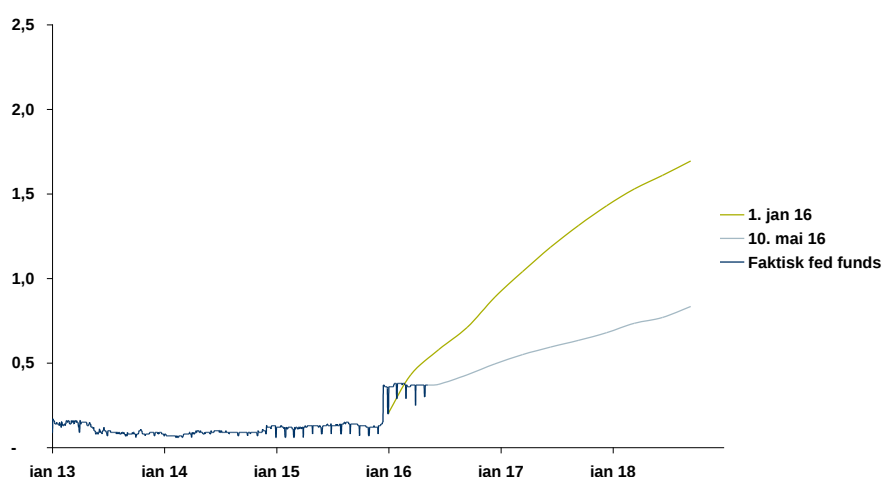


Kilde: Nordea Markets og Bloomberg

De lave rentene er en konsekvens av at markedet har svært forsiktige forventninger til utviklingen i styringsrentene internasjonalt. For Eurosonens del er nok dette rimelig: det lenge til det i det hele blir aktuelt å vurdere en renteøkning. Men for USAs del kan man sette spørsmål ved om dagens forventninger til styringsrentene er for forsiktige. Der venter markedet bare to renteøkninger de neste to og et halvt årene. Skulle Fed sette opp renten i

løpet av de neste kvartalene kan disse forventningene vise seg å være for forsiktige. Dette kan være en utløsende mekanisme for en internasjonal renteoppgang. Vi venter at Fed setter opp renten i desember.

Figur 6: Svært forsiktige forventninger til rentehevinger i USA



Kilde: Nordea Markets og Bloomberg

De lange rentene ligger ikke langt fra all time lows etter å ha falt nesten 100bp siden toppen i fjor sommer. Vi mener dagens prising utgjør en god mulighet for låntager å gjøre nye sikringer for å vedlikeholde durasjonen i sin sikringsportefølje: over tid vil låntager oppleve at durasjonen i porteføljen faller, og det er fra tid til annen nødvendig å gjøre nye sikringer for at durasjonen ikke skal falle for mye. For å holde sikringsgraden lav kan dette med fordel gjøres ved å forlenge eksisterende sikringer eller nye sikringer med fremtidig start.

Valuta

EURNOK; bunnen av den store rangen holdt

Oljeprisoppgangen tok med seg NOK samme retning og på det laveste kom EURNOK ned til 9.15. Der har den stoppet mange ganger før, og det skulle nok hard skyts til for å komme gjennom nivået.

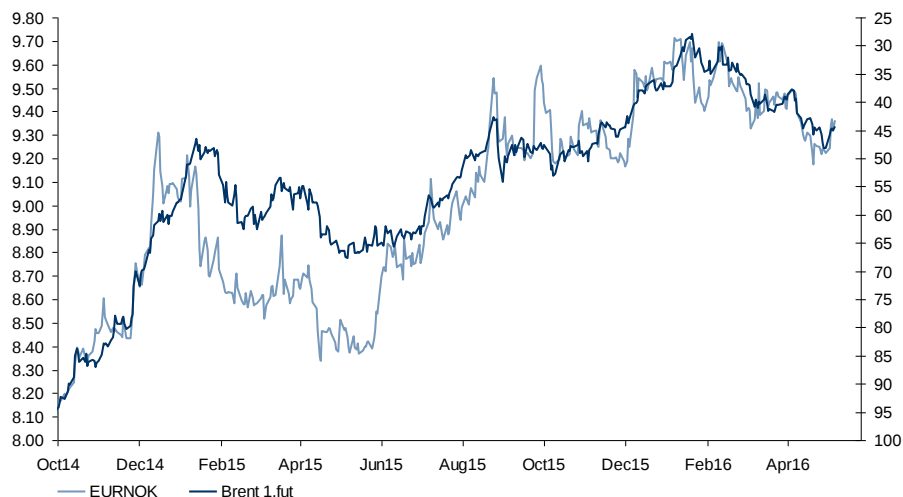
I skrivende stund har oljeprisen falt noe tilbake fra toppen på nesten 49 USD per fat. Vi har lenge sett for oss en oppgang i oljeprisen, men har egentlig tenkt at det fysiske markedet burde være enda mer balansert før vi etter hvert kan nå nivåer rundt 50-60 USD per fat. Det ble ikke enighet i OPEC om produksjonsfrys, og Irans produksjon har nå steget ca. 500 000 fat per dag. Produksjonen i USA er på vei ned, men den faller sakte og i sum bygges det fremdeles lager.

På den annen side ser vi betydelig fall i aktiviteten innen amerikansk skiferolje. Mengden oljerigger i operasjon faller uke for uke og er nå nede i 340 fra toppen på 1600. Tregheten i systemet gjør at det vil ta tid før effekten merkes i det fysiske markedet, men dagens aktivitetsnivå tilsier lavere produksjon på sikt hvilket også er årsaken til vår langsiktige prognose om oljeprisoppgang. Det er for øvrig også verdt å minne om at man på denne tiden i fjor så økt aktivitet i USA som følge av oljeprisoppgangen vi da hadde sett på senvinteren. Det ble den gangen uttalt at prisøkningen hadde gjort skiferolje lønnsom igjen. Vi har sett noe av dette i år også, hvilket også gir grunn til mild skepsis til oppsiden i oljepris på kort sikt.

Den egentlige grunnen til at EURNOK følger oljeprisen er at oljeprisen er avgjørende for norsk økonomi og norske renter. Konsekvensene av oljeprisfallet begynner etter hvert å bli noe mer tydelig. Arbeidsledigheten har steget mye på Vestlandet, men falt i andre deler av landet. De siste tallene viser også utflating av ledigheten i sum for landet og man kan til og med ane konturene av fall. Slik vi ser det, er det fremdeles ganske sannsynlig at ledigheten øker mer enn vi har sett så langt, men man skal ikke glemme at store deler av norsk økonomi går bra med lave renter og svak krone. Kanskje vel så viktig er Norges Banks litt nye signaler i den siste pengepolitiske rapporten. Her kommer det tydelig frem at man nå ønsker å gå sakte frem med rentekuttene. En eventuell kronestyrking som følge av ytterligere oljeprisoppgang og/eller bedring i norsk økonomi vil med andre ord kunne bli lettere å godta enn før.

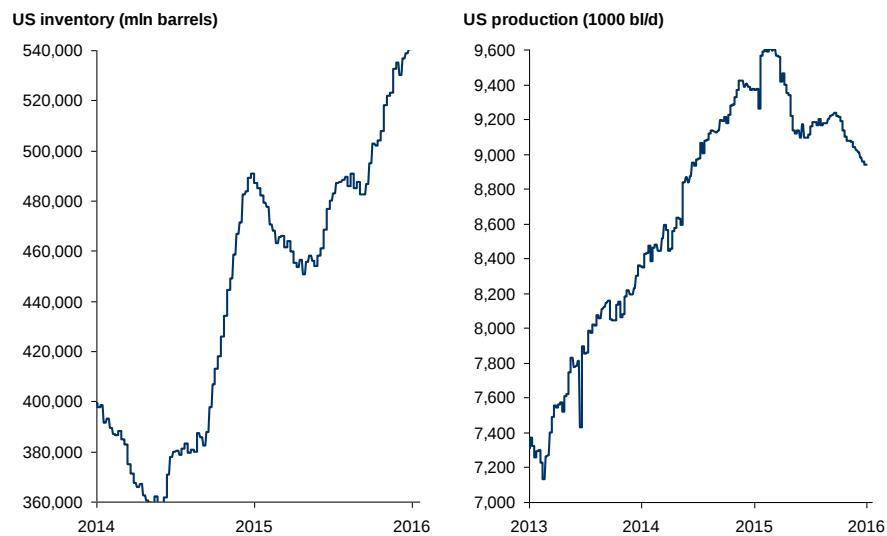
Etter den aller siste korreksjonen opp til 9.37 ser vi egentlig for oss nedsiden både på kort og lang sikt, men vi ser ikke bort fra at korreksjonen vi nå ser kan ta krysset noe høyere, før vi får en ny test av nedsiden som etter hvert blir til en trend med høyere oljepris og bedre utsikter for norsk økonomi.

Oljepris er den viktigste driveren av EURNOK nå



Source: Nordea Markets og Bloomberg

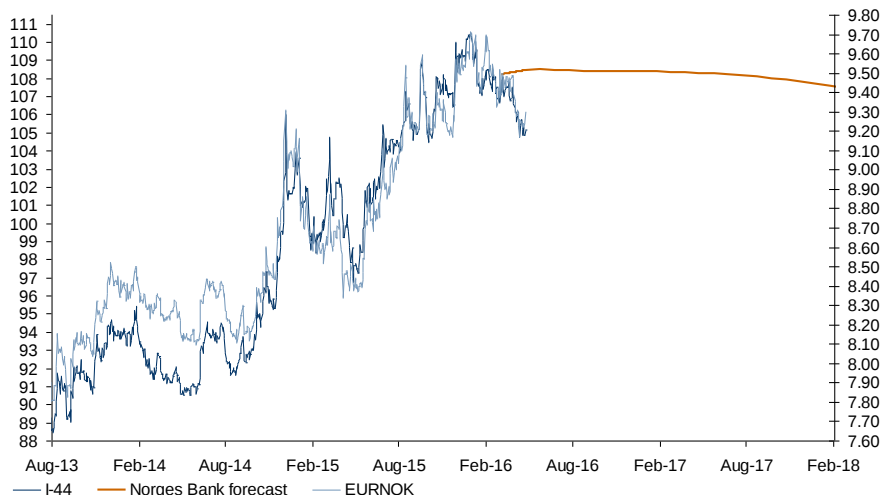
Lagerbygging i oljemarkedet til tross for fall i amerikansk produksjon



Source: Nordea Markets og Bloomberg

NOK er sterkere enn Norges Banks anslag, men det betyr mindre enn før

Norges Bank I-44 and EURNOK



Source: Nordea Markets og Bloomberg

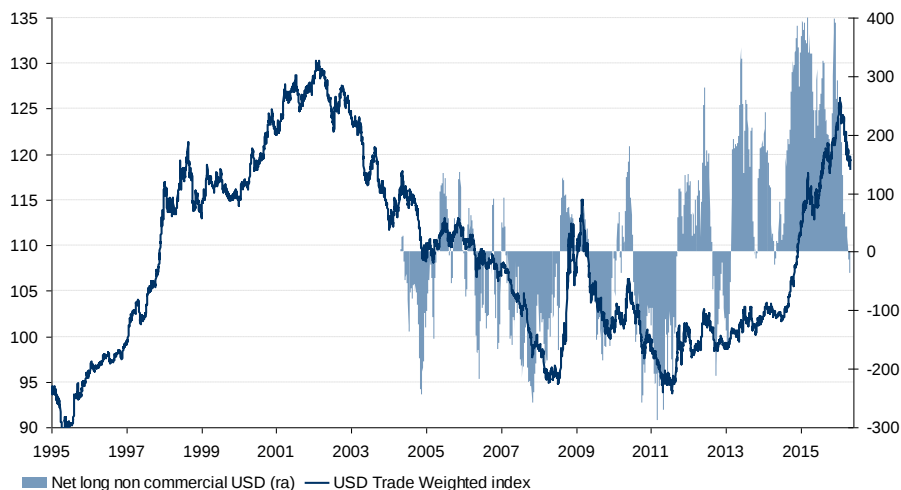
USDNOK: bekymret FED går hardt utover USD

Med høyere oljepris følger naturligvis også lavere USDNOK. Nå som før har USDNOK fulgt oljeprisen enda tettere enn EURNOK. Med andre ord USD har svekket seg mot andre valutaer enn NOK også. (Vi skriver om vårt syn på oljepris under delen for EURNOK). Den sterke linken mellom oljepris og USD skyldes at olje handles i USD. Sammenhengen forsterkes trolig også at FED er mindre opptatt av inflasjon enn en del andre sentralbanker. Høyere oljepris er mer positivt for andre renter enn USD.

De siste par månedene har signalene fra FED også vært på den litt dueaktige siden. Mens man i desember så for seg fire renteøkninger innen utgangen av 2016, ser man nå bare to. Usikkerhet knyttet til veksten i verden, kanskje i sær fremvoksende økonomier trekkes frem, men man uttrykker også usikkerhet rundt inflasjonsutsiktene i hjemme. Markedet har gått langt i å ta inn over seg disse signalene. Markedet forventer nå kun to økninger de neste to årene, et dramatisk fall i forventningene. Det som var en rekordstor posisjon blant spekulanter for oppsiden i USD har nå snudd og i sum er man faktisk marginalt short USD blant spekulative aktører.

I våre øyne er det amerikanske arbeidsmarkedet relativt sterkt, og lønnsveksten vil etter hvert trekke med seg inflasjonsforventninger i så stor grad at FED blir nødt til å øke renten raskere enn de nå ser for seg. Dette gjør oss også positive til USD på litt sikt. Det vil for øvrig ta litt tid før FED og markedet endrer holdning og i denne perioden tror vi USD blir liggende på svake nivåer. Styrken i USD vil imidlertid komme omtrent samtidig som NOK, slik at bevegelsen i USDNOK i våre øyne blir mer sideveis enn noe annet.

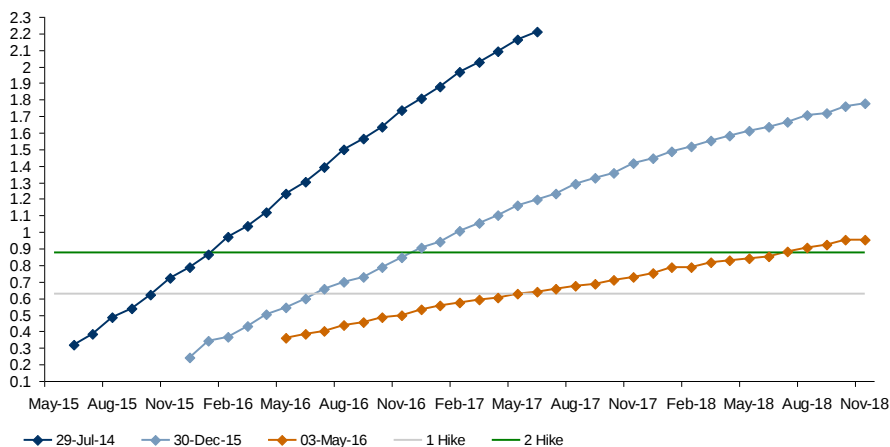
Spekulantene har gått fra å være rekordlong USD til å bli litt short



Source: Bloomberg

Forventningene til FED dramatisk redusert

Implied FED funds target



Source: Bloomberg

GBPNOK; Hva om UK forblir medlem av EU?

23. juni går britene til urnene for å stemme over landets EUR-fremtid. Allerede har vi sett betydelig volatilitet i GDP som følge av Brexit-temaet, og det vil trolig vedvare frem til utfallet av folkeavstemningen er klar. Per nå viser meningsmålingene en marginal overvekt for å forlate unionen, men det er ikke avgjort ennå og vi holder en knapp på at medlemskapet holder. Cameron sikret en avtale med andre EU-ledere rundt britenes krav for å bli værende i unionen i februar. Med denne avtalen i baklomme bør et EU-medlemskap være lettere å svelge for britene.

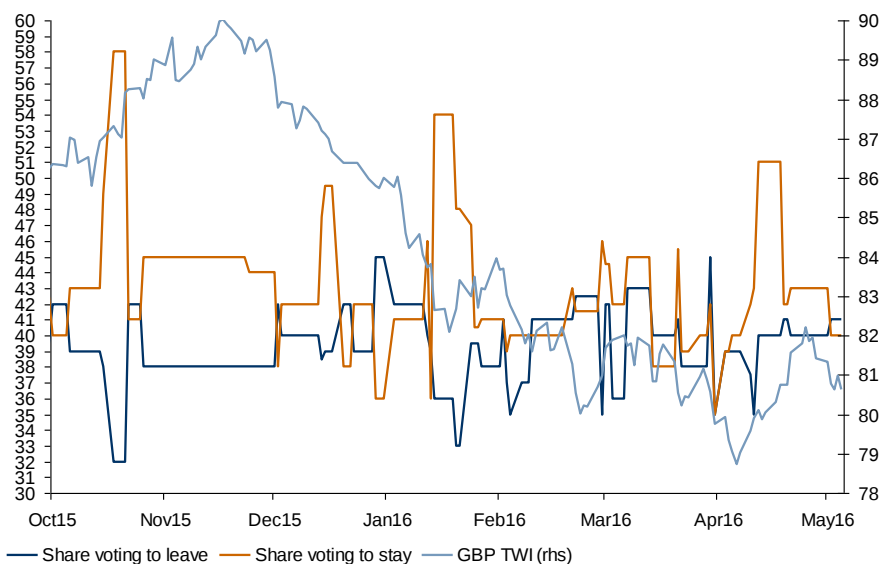
Markedet ser ut til å legge en betydelig premie på Brexit-muligheten. Handelsvektet GBP har svekket seg 10% siden begynnelsen av desember, og

markedet har lagt renteøkning fra Bank of England (BoE) på is. I tillegg til Brexit-risikoen så har kanskje de innenlandske nøkkeltallene vært noe på den svake siden, men det forsvarer uansett ikke dagens prising av BoE.

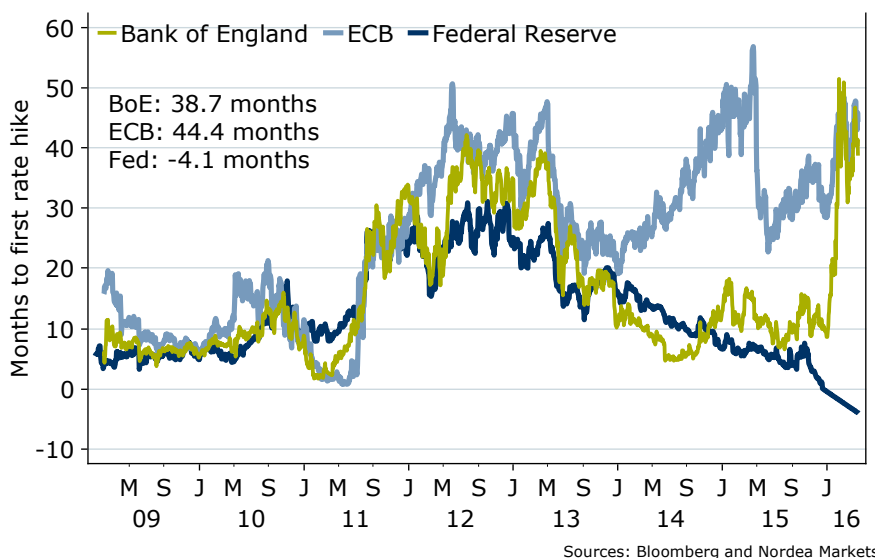
2 år swaprente har falt med 30bp siden nyttår og markedet priser inn første hike fra BoE om 40 måneder! vi kan være med på at Brexit-risikoen kan utsette første BoE-hike noe, mer her synes markedet å ha gått for langt. Det samme gjelder GBP-svekkelsen.

Mot NOK var GBP helt nede på 11.60 i april, ned fra 13,25 i midten av desember. Vi ser for oss en brukbar oppside enten når valget er over eller inn mot valget dersom meningsmålingene snur mer mot medlemskap.

Marginal overvekt for å forlate unionen i meningsmålinger



Ingen renteøkning priset inn med det første fra Bank of England



SEKNOK; Trolig siste rentekutt fra Riksbanken

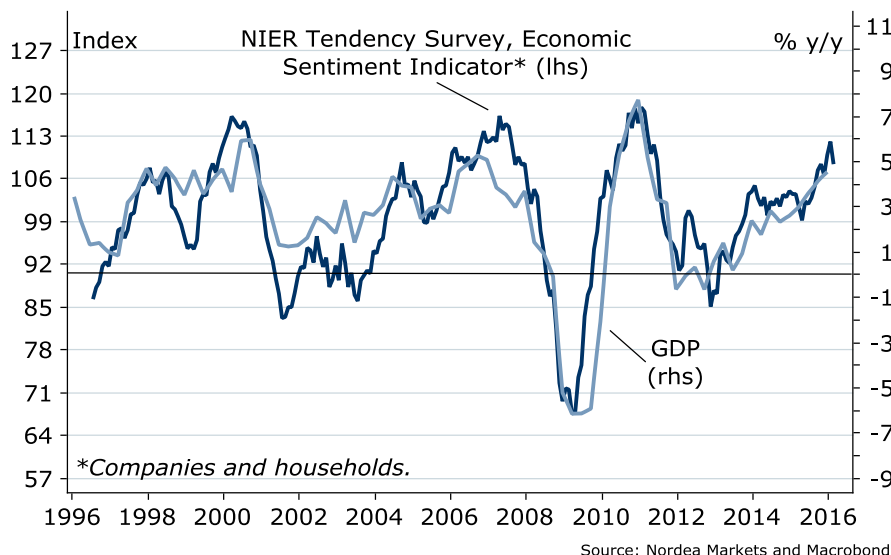
Vi tror Riksbankens rentekutt til -0.5% var det siste rentekuttet i denne runden. Trolig går det også mot slutten på perioden med ekspansjoner i pengepolitikken. Flere rentekutt vil trolig ha ytterst begrenset effekt, hvis positiv i det hele tatt, og QE-programmet er allerede ganske stort. Riksbanken selv er allerede splittet og motstanden også fra politisk hold vil kunne bli massiv om man skulle begi seg inn på flere tiltak.

Svensk økonomi fortsetter å levere med god vekst i industriproduksjonen og PMI'er i samsvar med ytterligere vekst. BNP-veksten som var på hele 4.5% (å/å) i fjerde kvartal 2015, kan med andre ord ventes å forbli relativt høy. I april var også inflasjonen noe høyere enn analytikerne ventet. 0.8% (å/å) er fremdeles veldig lavt, og det er først og fremst dette som har fått Riksbanken til å føre en så ekstrem pengepolitikk.

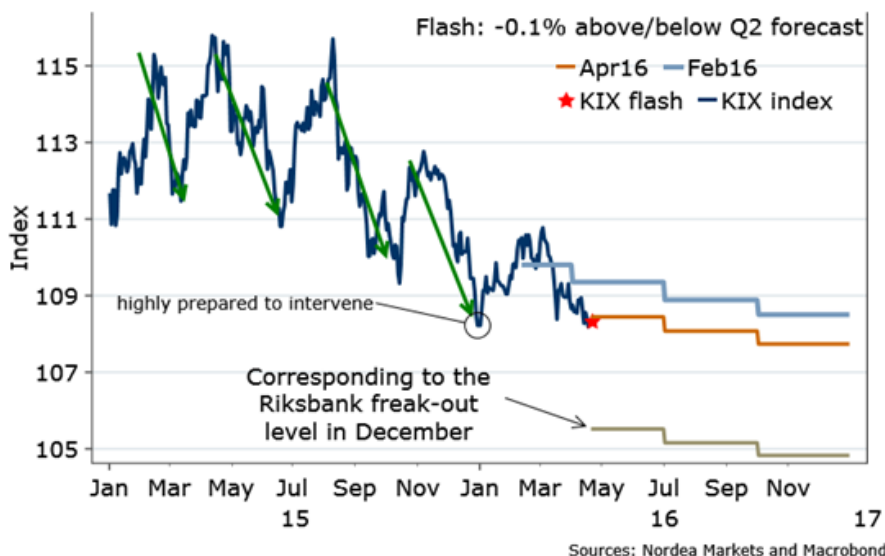
Valutakursen har vært et viktig virkemiddel for Riksbanken. Som for mange andre sentralbanker har ideen vært at en svakere valuta vil gi høyere importert prisvekst (og kanskje eksport) og dermed ta økonomien nærmere inflasjonsmålet. Riksbanken valgte å opprevidere prognosen sin for handelsvektet SEK ved forrige rentemøte. Den indikerer da også en videre styrking. Slik vi tolker det, tåler man med andre ord en sterkere SEK enn tidligere. Dermed kan det være klart for nedsiden i EURSEK. Den eneste mulig innvendingen måtte være at de fleste er av samme oppfatning.

For SEK mot NOK tror vi allikevel at høyere oljepris etterhvert vil bli en viktigere driver og svekke SEK mot NOK fra historisk svært høye nivåer.

Voldsom fart i svensk økonomi



Riksbanken ser ut til å tåle sterkere SEK enn tidligere



CHFNOK; speilbildet av EURNOK

Som figuren på neste side viser, CHFNOK går i takt med EURNOK, eller sagt på en annen måte; EURCHF gjør fint lite ut av seg.

Vi ser fremdeles for oss en svakere CHF mot både EUR og NOK på litt sikt. Dette er delvis en fair-value betraktning og delvis en normalisering av markedene generelt der vi også ser for oss høyere renter.

På kort sikt vil den sveitsiske sentralbanken (SNB) bli viktig. Rentenivået i Sveits er betydelig lavere enn i Europa. Basert på den siste tidens retorikk fra SNB synes det klart for oss at om eventuelle rentekutt fra ECB skulle svekke

EUR mot CHF så vil trolig SNB svare. I den siste tiden har det ikke vært det helt store behovet for å intervenere. Et noe kjøligere boligmarked i takt med lavere pengemengdevekst gjør allikevel at Sveits trolig kan sette i gang intervensjoner om det skulle bli nødvendig. Nye kutt fra ECB eller økninger av QE-programmet vil med andre ord trolig bli besvart med minst like sterke tiltak fra SNB. Dermed burde også potensialet for sterkere CHF være begrenset.

CHF/NOK er langt på vei det samme som EUR/NOK



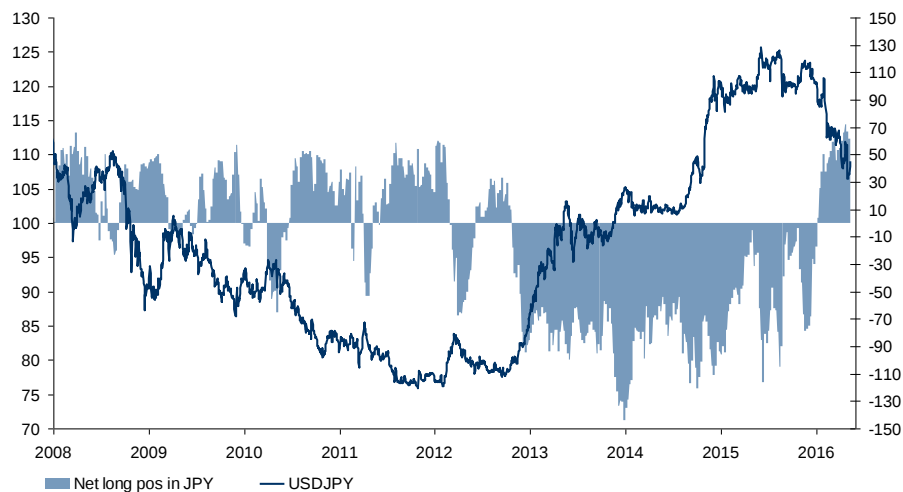
JPY/NOK; er arsenalet brukt opp?

Utviklingen i JPY har vært særs interessant og relativt uventet de siste par månedene. Det å peke på den åpenbare grunnen til den kraftige styrken vi ser i JPY nå er egentlig litt vanskelig. Bidragene kommer imidlertid trolig fra både FED og Bank of Japan.

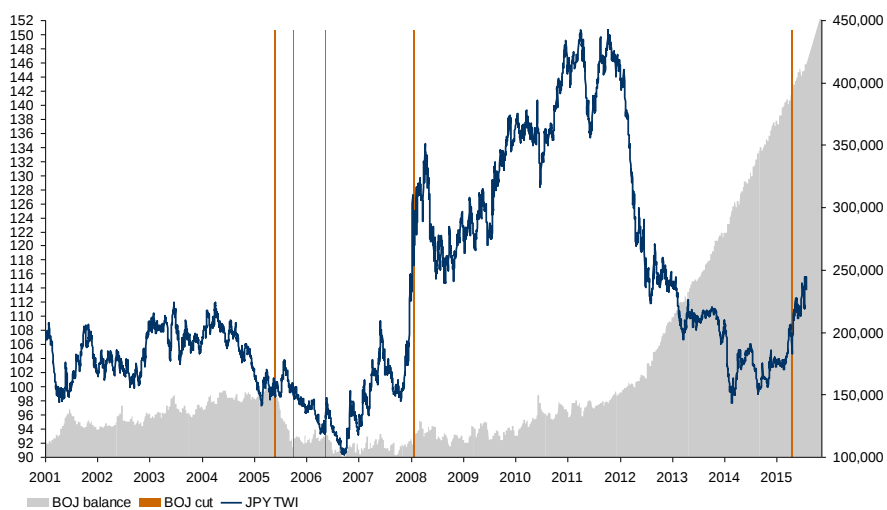
FED har som tidligere beskrevet valgt å tone ned sin haukeaktige retorikk og uttrykker bekymring for utviklingen. Markedet har respondert med å selge USD, men det må også kjøpe noe for å få gjort akkurat det. Det har blitt kjøpt EUR, til tross for at ECB har gjort flere lettelsers både i form av økte kjøp og rentekutt. Bank of Japan har også kuttet renten, men det kan virke som om markedet enten tenker seg at det ikke har så mye å si når renten har blitt så lav eller at det snart ikke er mulig å kutte mer. Det var ventet ytterligere stimulanser ved sist møte i BOJ, men da var kommentaren fra sentralbanken at man nå ønsker å vente og se hvordan virkningen av de eksisterende tiltakene blir. Dette ble møtt med enda sterkere JPY.

Japansk økonomi har på ingen måte bruk for sterk valuta, veksten er så svak at man nærmer seg en teknisk resesjon. Inflasjonen er ekstremt lav og vil bli lavere med styrken i JPY. Legg til at markedet aldri har vært så long JPY, og muligheten for en betydelig korreksjon er så absolutt til stedet. Det fordrer imidlertid at en annen sentralbank kan overta rollen som haukeaktig, vi tror det blir FED, men også at det kan ta litt tid.

All time high i spekulative long JPY posisjoner



Pengetrykking og rentekutt – hvor mye hjelper det egentlig



Prognoser

Valutakurser mot NOK

	11.mai.16	3M	6M	1Y	2Y
USDNOK	8,191	7,931	7,946	8,286	7,727
EURNOK	9,359	9,200	8,900	8,700	8,500
JPYNOK	0,076	0,069	0,071	0,075	0,074
SEKNOK	1,006	1,011	1,000	0,989	0,966
DKKNOK	1,258	1,234	1,194	1,167	1,141
CHFNOK	8,430	8,214	7,876	7,632	7,391
GBPNOK	11,827	12,267	12,535	12,985	11,644

Swaprenter

	11.mai.16	3M	6M	1Y	2Y
USA					
3M	0,63	0,65	0,85	1,30	1,80
2Y	0,88	0,95	1,25	1,75	2,30
5Y	1,18	1,30	1,75	2,10	2,50
10Y	1,60	1,75	2,25	2,45	2,75
Euroland					
3M	-0,26	-0,35	-0,35	-0,35	-0,35
2Y	-0,14	-0,25	-0,20	-0,10	0,00
5Y	0,01	0,00	0,10	0,20	0,30
10Y	0,54	0,40	0,60	0,75	0,95
Norge					
Styringsrente	0,5	0,50	0,25	0,00	0,00
3M	1,00	0,90	0,65	0,40	0,40
2Y	0,96	0,65	0,65	0,65	0,75
5Y	1,14	0,90	1,00	1,10	1,30
10Y	1,55	1,30	1,50	1,70	2,00

Note: De 2-, 3-, 5- og 10-årige rentene over er alle swaprenter.

Valutakurser mot USD

	11.mai.16	3M	6M	1Y	2Y
USDJPY	108,465	115,00	112,00	110,00	105,00
EURUSD	1,143	1,160	1,120	1,050	1,100
GBPUSD	1,444	1,547	1,577	1,567	1,507
USDCHF	0,972	0,966	1,009	1,086	1,045
USDSEK	8,140	7,845	7,946	8,381	8,000
USDNOK	8,191	7,931	7,946	8,286	7,727

Valutakurser mot EUR

	11.mai.16	3M	6M	1Y	2Y
EURJPY	123,942	133,40	125,44	115,50	115,50
EURGBP	0,791	0,750	0,710	0,670	0,730
EURCHF	1,110	1,120	1,130	1,140	1,150
EURSEK	9,301	9,100	8,900	8,800	8,800
EURNOK	9,359	9,200	8,900	8,700	8,500

Pengemarkedsrenter og 10 årig stat

	11.mai.16	3M	6M	1Y	2Y
GBP 3M	0,59	0,60	0,80	1,05	1,55
GBP 10Y	1,39	1,45	1,60	1,80	2,20
SEK 3M	-0,44	-0,50	-0,40	-0,40	-0,40
SEK 10Y	0,73	0,70	0,95	1,45	1,70

Nordea Markets is the name of the Markets departments of Nordea Bank Norge ASA, Nordea Bank AB (publ), Nordea Bank Finland Plc and Nordea Bank Danmark A/S. The information provided herein is intended for background information only and for the sole use of the intended recipient. The views and other information provided herein are the current views of Nordea Markets as of the date of this document and are subject to change without notice. This notice is not an exhaustive description of the described product or the risks related to it, and it should not be relied on as such, nor is it a substitute for the judgement of the recipient. The information provided herein is not intended to constitute and does not constitute investment advice nor is the information intended as an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument. The information contained herein has no regard to the specific investment objectives, the financial situation or particular needs of any particular recipient. Relevant and specific professional advice should always be obtained before making any investment or credit decision. It is important to note that past performance is not indicative of future results. Nordea Markets is not and does not purport to be an adviser as to legal, taxation, accounting or regulatory matters in any jurisdiction. This document may not be reproduced, distributed or published for any purpose without the prior written consent from Nordea Markets.

Nordea, Markets Division