

Navigator

Sammanfattning

Nordea Research & Strategy, 20 februari 2018

ECB och Riksbanken – en väntan på oinfriade löften

Den period av till synes stabil set up som minusräntor och QE gett upphov till närmar sig sitt slut. I nästan 9-års tid har centralbanker sanktionerat och underhållit en gigantisk våg av kapitalvinster i hopp om att en förmögenhetseffekt skulle spilla över på den reala ekonomin och addera tillväxt och inflation.

Den reala överlevnadsekvationen för västvärlden har på senare tid förbättrats och tillväxten har stigit men det handlar mer om att tid har förflutit, bort från finanskrisen, än att den penningpolitiska sinnesförvirringen har burit frukt.

SEK

EURSEK och "two wolves and a sheep"

USD

Stora hål i statsbudgeten och dollarn pyser

GBP

Radikala beslut får radikala växelkurskonsekvenser

NOK

Hushållens skuld tynger både NOK och SEK

CNY

Tänk om Kinas exportpriser börjar stiga

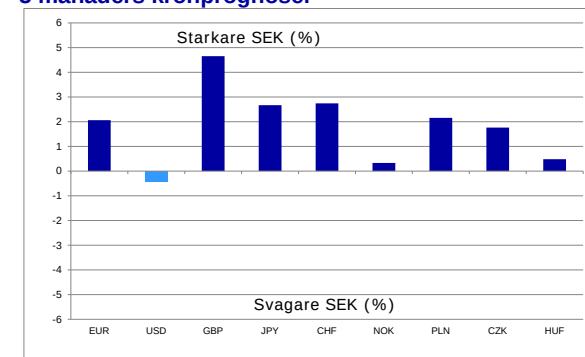
Valutaprognoser

	19-feb	3M	2018-06-30
EURUSD	1,2407	↓	↑
USDSEK	7,9826	↔	↓
EURSEK	9,9042	↓	↓
NOKSEK	1,0245	↔	↑
GBPSEK	11,1795	↓	↓
JPYSEK	0,0749	↓	↓
CHFSEK	8,5981	↓	↓

Ränteprognoser

	19-feb	3M	2018-06-30
3M SEK	-0,46	↔	↔
2Y SEK	-0,11	↔	↑
10Y SEK	1,46	↓	↑

3 månaders kronprognoser



Navigator

Räntor

Av Henrik Unell, Chief Analyst, +46 8 407 91 33

ECB och Riksbanken – en väntan på oinfriade löften

Den period av till synes stabil set up som minusräntor och QE gett upphov till närmar sig sitt slut. I nästan 9-års tid har centralbanker sanktionerat och underhållit en gigantisk våg av kapitalvinster i hopp om att en förmögenhetseffekt skulle spilla över på den reala ekonomin och addera tillväxt och inflation. Den reala överlevnadsekvationen för västvärlden har på senare tid förbättrats och tillväxten har stigit men det handlar mer om att tid har förflutit, bort från finanskrisen, än att den penningpolitiska sinnesförvirringen har burit frukt. Inflationstakter är dock alltjämt låga rensat för volatila varor och växelkursmanipulering (att en frihetstörstande västvärld gått med på en antiliberal manipulering och socialisering av marknaden är obegripligt).

Politiska aktiviteter, så som nollränta och sedelpress, ska dessutom utvärderas över en längre tidshorisont då de stora och osynliga kostnaderna ligger framför oss. Det vi nu märker, efter den senaste tidens stora börsrörelser, är att riggade marknadspriser får finansiella konsekvenser (så småningom också reala) när den våta centralbanksfilten lyfts bort. Marknaden ser ut att byta regim, från låg volatilitet till hög(re) volatilitet och i den processen blir en aktieexponerad omvärld delvis avklädd. I inledningen av februari föll globala börser cirka 10%, OMX30 inkluderat, och en svensk 10-årig swap steg något under samma

tidsperiod. En högst ovanlig situation att både aktie- och räntemarknaden resignerar samtidigt.

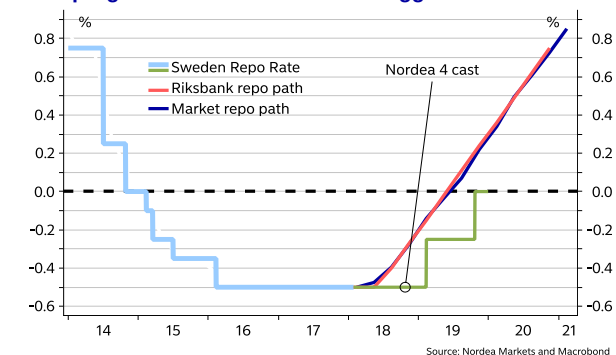
En stark omvärld med habil tillväxt flåsar centralbankerna i nacken och göder bilden av att penningpolitiken måste justeras i en mer åtstramande riktning när riskpremier förändras. Samtidigt letar marknaden efter en ny jämvikt där både börs och räntor kan samexistera utan att den ene förintar den andre. I USA, där räntorna är högre, blir den balansen mer delikat. I Europa och i Sverige är långa räntor fortfarande flera procent lägre än utdelningen på t.ex. EUROSTOXX50 (3,44%) och OMX30 (3,85%).

Nedräkningen inför en första höjning från Riksbanken och ECB har inletts men Nordeas vy är att marknaden springer för fort. Vi är inflationspessimister både när det gäller Sverige och eurozonen. Dagens prissättning kommer visa sig vara en väntan på oinfriade löften. Det budskapet har dock ingen mottagare i dagsläget när räntemarknaden, enligt vissa bedömare, genomgår ett strukturellt skifte. Förra veckans räntebesked från Riksbanken gav intrycket att de är beredda att ge sig, trots att inflationen framåt ska trenda ned enligt deras prognos. En något mer dynamisk reaktionsfunktion måhända, i linje med flertalet andra centralbanker. Jag litar dock inte på Riksbanken, inte för en sekund. De tyngs av sitt mörka förflutna.

S&P utdelning v.s en 10-årig amerikansk statsobligation



Vår prognos är att Riksbanken ligger still hela 2018



Navigator

EURSEK

EURSEK och "two wolves and a sheep"

I min värld är kronan att likna vid och ett offer för "two wolves and a sheep voting what to have for dinner". Kronan är helt enkelt svag för att den strukturellt ska vara svag och vare sig Riksbanken, regeringen eller svenskt näringsliv försvarar ett stabilt penningvärde. Våra politiska institutioner bär alla devalveringsglasögon. För svenska importörer och konsument (the sheep) är det bara att beklaga. Valutapolitiken är således rationell, om än för några få särintressen.

Martin Flodén i Riksbanken kommenterade alldeles nyligen att kronan inte längre var i fokus för Riksbanken och såg inte några risker med att höja styrräntan innan ECB. Efter att ha bevittnat fem år av plaskdammsmentalitet där Riksbanken glidit omkring och devalverat och omfördelat den svenska tillgångsmassan så skickar de nu signalen att penningpolitiken skiftat fokus, bort från kronan. Med EURSEK i närheten av 9,90 så är den typen av uttalande mindre riskfyllt jämfört med om EURSEK hade handlat 40 öre lägre. I synnerhet när drivkrafterna för FX-marknaden ser ut att ha förändrats och relativa kortränt har mindre bäring på växelkurser.

Riksbankens räntebesked tidigare i veckan var en "mixed bag" av budskap men det fick oss ändå att höja på våra "hawkish" ögonbryn. Det faktum att Riksbanken

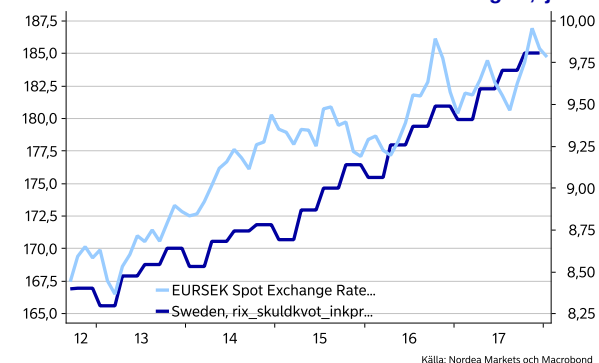
kraftigt reviderade ned sin inflationsprognos (under 2% t.o.m. 2021) men lämnade räntebanan (höjning Q3) oförändrad var något udda. Marknaden ställer sig frågan huruvida Riksbanken ändrat sin reaktionsfunktion? Har de till slut upptäckt den positiva globala korträntetrenden och agerat därefter? Har de övergivit inflationsmålet? Henry Ohlsson i direktionen har gjort det då han förespråkade att höja räntan med 25 punkter.

HOX-data (huspriser) för januari steg med 0,7% m/m och den stabilisering som vi letat efter ser ut att materialiseras. FX-marknaden kräver sannolikt ytterligare ett par månader av stabila priser innan riskpremien lyfts bort ur kronan. Den premien är vårt tyngsta argument varför EURSEK ska ned till 9,70 på 3m sikt.

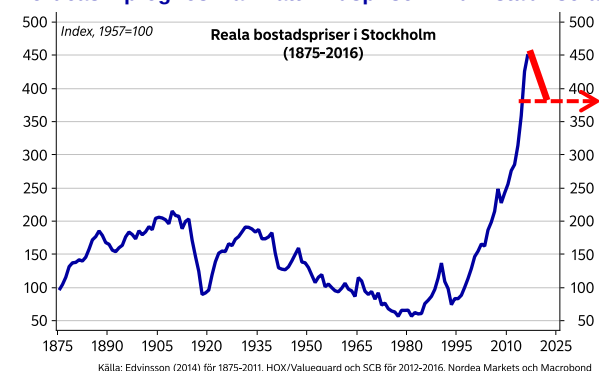
I förra Navigator skrev jag om hur EURSEK, till och med under de bästa av omständigheter, vägrar att komma ned från sina höga höjder. Den oron lever vidare. Stark tillväxt, högre inflation än omvärlden och nu också en på marginalen mer hög Riksbank. Vad är problemet med kronan? Sannolikt att ingen beslutsfattare tycker att kursen ett problem. Two wolves and a sheep som sagt. Men också: Risken är överhängande att det är nivån på hushållens skuldsättning som är det som håller tillbaka kronan. Ju närmre Riksbanken kommer en höjning av reporäntan desto svagare ska kronan således handla.

Av: Henrik Unell, Chief Analyst, +46 8 407 91 33

Hushållens skuld och EURSEK – tendentiös graf, javisst



Nordeas prognos är att huspriser nu stabiliseras



Navigator

USDSEK

Av: Henrik Unell, Chief Analyst, +46 8 407 91 33

Stora hål i statsbudgeten och dollarn pyser

What a difference a year makes: För ett år sedan definierades marknadsmiljön av låga räntor, stark dollar och ett lägre oljepris. Nu flåsar räntemarknaden Fed i nacken, ständigt ett par steg efter. Samtidigt jagar Fed den amerikanska konjunkturen som oberörd av fem höjningar spurtar på.

Dollarn har fortsatt att tappa i inledningen av året och drivkrafterna är i stort desamma som under hela 2017. När omvärldstillväxten accelererar i de breda lagren så förvandlas dollarn till en handelsvaluta, från en buy and hold. När dollarn tappar ökar värdet på omvärldens valutor och transmissionsmekanismen som gör att global tillväxt ökar ytterligare går via den förbättrade skuldsidan hos omvärldens balansräkningar.

Apprecierande omvärldervalutor gör de skuldsatta mer kreditvärdiga (skuldens storlek i förhållande till tillgången faller) vilket ökar möjligheten att addera ytterligare kredit och tillväxten stiger när investeringar ökar. På samma sätt tenderar en stark dollar att plugga igen den globala kreditkanalen och global CAPEX faller.

Vad som ytterligare talar för att dollarn befinner sig på ett sluttande plan är just dess oförmåga att stärkas trots att räntor i USA är rekordhöga relativt t.ex. Europa. Och den

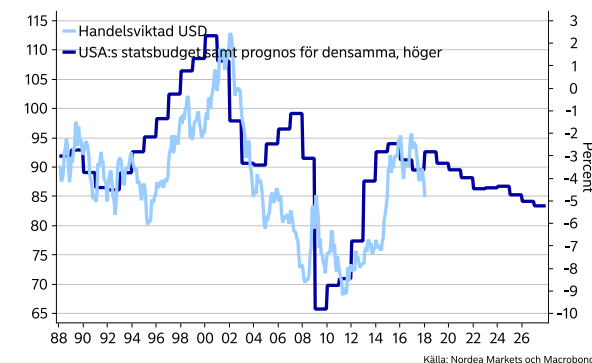
senaste tidens "shake out" i tillgångsmarknader har heller inte lyckats bryta den ett år långa deprecieringstrenden.

Därtill är narrativet i marknaden, efter Trumps skattereform, att det finns en politisk konsensus att hellre låna och dela ut pengar än att beskatta och omfördela, vilket borde vara det mest lämpliga givet storleken på statsskulden. Den i marknadens ögon oansvariga budgetpolitiken kan således på marginalen vara ett långsiktigt skäl att sälja dollar.

Om nuvarande fiskala "push" inte resulterar i en ökad produktivitet, och därmed högre tillväxt på sikt, förvandlas skattesänkningen till en belastning och en skuld som långsiktigt måste finansieras. Att den amerikanska administrationen dessutom ser ut att överge mantrat: "strong dollar policy" hjälper heller inte dollarn.

På medellång sikt är vår prognos en lägre USDSEK men där måste valutaparet få lite hjälp från en lägre EURSEK (starkare krona). Jag vill dock lyfta fram osäkerheten i Nordeas EURSEK-prognos som förstås har bäring på vår USDSEK-prognos. Hushållen i Sverige har lånat mer och häftigare än någon annan och det tynger vår krona.

Am. statsfinanser (samt prognos) & handelsviktad dollar



Ränteskillnad har inget att göra med USD-utvecklingen



Navigator

GBPSEK

Radikala beslut får radikala växelkurskonsekvenser

Det är stort omöjligt att i dagsläget se ett scenario där UK stabiliseras politiskt och ekonomiskt på ett sätt som tydligt smittar av sig på pundet. Bank of England drog förvisso sitt strå till stacken i förra veckan och flaggade för något snabbare räntehöjningar framöver. Pundet handlade initialt starkare på beskedet från BoE men FX-marknadens köpglädje kom av sig tämligen omgående. Nu diskonterar marknaden nästintill två räntehöjningar under 2018 vilket sannolikt är ett "fair" antagande och GBPSEK handlar i häraden 11,20.

Bank of England lyfter fram att den internationella bilden är den bästa och starkaste på 10 år och investeringstakter accelererar på bred front. För UK håller dock brexitrelaterad osäkerhet tillbaka näringslivets investeringsbeslut men exportörerna gynnas ändå av den starka efterfrågan.

Den högre inflationstakten (3% - som ett resultat av pundsvaghet) dämpar privat konsumtion då lönenivåer släpar efter inflationen. Trots BoE måttliga tillväxtprognos framöver (1,7% i snitt 2018-2019) så hävdar de ändå att utbudet av lediga resurser understiger en större efterfrågan. Den rekordlåga arbetslösheten kommer så småningom att resultera i högre löner vilket i sin tur berättigar högre räntor.

Centralbankschef Mark Carney hävdar dock att den viktigaste pusselbiten för hushållens och företagens framtida konsumtions- och investeringsbeslut följer av utgången i nuvarande brexitförhandlingar och där lever osäkerheten vidare.

Ni som följer den politiska debatten i UK vet att den är ett stort skämt och det ser ut som om att Tories imploderar inifrån. Inom ett år skall man hitta en kompromiss mellan EU-skeptiker och EU-vänliga (som backas av i stort sett hela den ekonomiska strukturen).

Den fråga som slitit Tories i stycken i 30 års tid ska nu komma till ett snabbt avgörande. På trettio år har partiet inte lyckats gjuta ihop dessa motsättningar och nu ska det ske i en realpolitisk situation där valen kommer att ha synliga ekonomiska effekter. Good luck with that! Det är en sak att leva med sina idéer och teorier, en annan sak att offra sig för dem och ta konsekvenserna för dess genomförande. Den politiska polariseringen är total med en gigantisk underklass och en elit som klamrar sig fast vid spån av flården från förr.

Att lämna EU var ett radikalt beslut och vi utgår från att pundet är "permanent" devalverat tills vidare. Nordeas prognos gör gällande att det finns mer nedsida i GBPSEK men då måste kronan få lite medvind.

Av: Henrik Unell, Chief Analyst, +46 8 407 91 33

Hög inflation innebär en lägre köpkraft för hushållen



Bank of Englands BNP-prognos för UK - 1,75% i snitt



Navigator

NOKSEK

Hushållens skuld är öket som tynger

Anpassningen i norsk ekonomi, till en ny verklighet med ett lägre oljepris, fortsätter. 2014-2016 var tuffa år men under 2017 förbättrades konjunkturen avsevärt. Arbetslösheten i de delarna av Norge som förlitade sig på oljeindustrin steg kraftigt under krisåren men sedan en tid tillbaka ökar sysselsättningen igen.

Kostnadsbesparingar och effektiviseringar hos oljebolagen har gjort att dagens oljepris på mellan 60-65\$/fat betyder något helt annat än det gjorde 2015. Av Norges samlade olja- och gastillgångar är det få fyndigheter som inte bär (break even) sig med ett pris på 70\$.

Under hela 2014-2017 föll oljeinvesteringar kraftigt men nu förväntar vi oss att de ökar igen. Oljeinvesteringar kommer, enligt vår prognos för 2018 och 2019, kompensera för fallande fastighetsinvesteringar

Med en total arbetslöshet på låga 2,7% (att jämföra med Sveriges 6,5%) kvalificerar sig Norge i topp när det gäller internationell arbetslöshet. Det som "förstör" den positiva bilden av en ekonomi på stark frammarsch är fortsatt fallande norsk inflation. Inflationstakten i januari kom in på låga 1,1% mot förväntat 1,5%. Det var i våra ögon tillfälliga faktorer som låg bakom då jul-REA på kläder och skor sänkte KPI. Framåt ska den avvikelsen rekylera (när vårkollektionen kommer i mars) och Norges Bank ska

återigen bli bekväma i sin bedömning att styrräntan mot slutet av året måste höjas. Med tanke på det höga resursutnyttjandet och ytterligare förbättrade ekonomiska utsikter är det rimligt att anta att Norges Bank tar rygg på den åtstramningstrend där allt fler centralbanker inleder vad de betraktar som en normalisering av penningpolitiken.

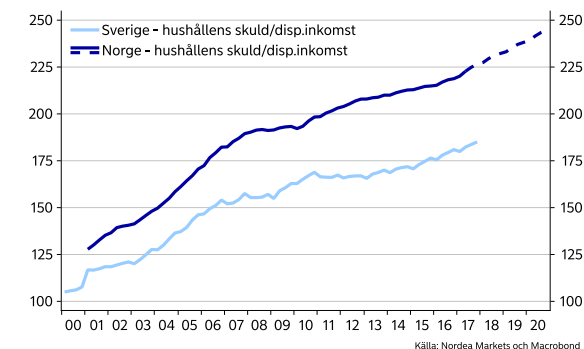
Huspriser i Norge såg ut ha stabiliserats i inledningen av 2018 vilket var i linje med motsvarande svensk statistik. Vi gör bedömningen att det krävs en period av stabilare priser för att FX-marknaden ska plocka bort den riskpremie som den adderade i NOK under höst/vinter.

Nordea ansluter sig förvisso till den vedertagna beskrivningen: att huspriser och kreditillväxt sedan länge har passerat en osund gräns i både Norge och Sverige och det går inte att utesluta att det är skuldsättningsnivån som är öket som tynger. Därav de historiskt höga nivåerna i EURNOK och EURSEK.

På kort sikt handlar NOKSEK i linje med vår prognos men vi räknar med att det finns en större potential i NOK än i SEK på medellång sikt.

Av: Henrik Unell, Chief Analyst, +46 8 407 91 33

Gemensamt för NOK och SEK är hushållens stora skulder



SEK och NOK har blivit en parhäst – fördel NOK tror vi



Navigator

CNYSEK

Av: Henrik Unell, Chief Analyst, +46 8 407 91 33

Tänk om Kinas exportpriser börjar stiga

Globaliseringen pågår oförtrutet, Trumps tuppfäkningar till trots. Den liberala plattformen är i grunden intakt och väst världen behöver inte omedelbart oroa sig för ett större nivåskift i räntor eftersom inflationstrycket kommer att utebli. Kinas varuproduktion är omfattande och arbetskraften i väst saknar i stort pricing power. Marknader ska således fortsätta att arbitrera den ojämlikhet som råder där nationell politik är näst intill maktlös och vinnarna är de som spelar det sant globala och marknadsekonomin fortsatta existens. Centralbanker kan därmed, sin vana given, bedriva en förödande lågräntepolitik under överskådlig tid.

De senaste två tillfällena av synkroniserad konjunkturuppgång har regisserats av Kina, både 2009-2010 samt den som pågår. Det överordnade makromålet för kineserna har varit tillväxt till vilket pris som helst. Men en ny agenda ser ut att ta form där en renare tillväxt eftersträvas. Det är inte längre fritt fram att addera ny kapacitet i form av kolgruvor, stålverk eller att exploatera mark på ett osunt sätt. President Xi kommunicerar således socialt ansvar samt en hållbar tillväxt med mindre miljöförstöring.

Den 19:e partikongressen som gick av stapeln i oktober 2017 ska ur det perspektivet betraktas som en märkeshändelse. Att ohämmat addera produktionskapacitet in i en ekonomi som inte behöver mer investeringar av den typen kan vara historia. Att Kina omgrupperar kraftfältet

kommer få tydliga implikationer på västvärlden den dagen de upphör exportera sin överskottskapacitet. Olönsamma State Owned Enterprises (SOE), från den gamla industrieran, har dessutom varit ett stort problem i termer av kapitalförstöring och nu pågår en upprepning som genererar sammanslagningar och mer effektiv kapital- och resursallokering. Att skapa värde härifrån betyder per definition mer fine tuning av produktion och färre lediga resurser. Det intressanta för västvärlden är om hög volym/låg marginalproduktion, utifrån överskottskapacitetsargumentet, är på väg att fasas ut? Vilken inflation och räntesmäll det då kan bli i västvärlden!

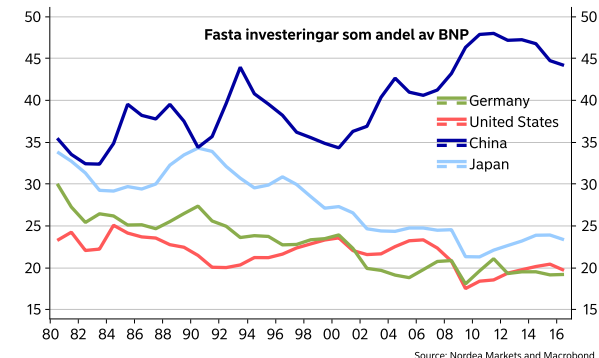
Växelkursmanipulering/hantering har länge varit "high politics" men i och med Trump så har det accentuerats. Den amerikanska administrationen ifrågasätter öppet sitt mantra: strong dollar policy och som en konsekvens har USD naturligtvis tappat. Kina och CNY hjälper USA att devalvera genom att stoiskt ta emot dollarförsvagningen. Det finns ett gemensamt intresse i att hålla dollarn svag då det bidrar till att stärka den globala konjunkturen och därmed kinesisk ekonomi. Kinesiska exportörer får naturligtvis sämre valutavillkor men det kompenseras av att balansräkningar förbättras och att efterfrågan förblir stark.

Nordeas prognos är CNYSEK ska ligga kvar kring nuvarande spotnivå på 3m sikt men att kronan ska stärkas framåt. Det ger en lägre CNYSEK mot slutet av det här året.

Producentpriser har stigit i Kina på senare år



Investeringar ska falla när fokus skiftar mot intjäning



Navigator - Prognoser

Prognoser

Valutakurser mot SEK

	Spot	3m	30jun18	31dec18	31dec19
EURSEK	9,90	9,70	9,70	9,50	9,30
USDSEK	7,98	8,02	7,95	7,48	6,99
GBPSEK	11,18	10,66	10,78	10,80	10,94
NOKSEK	1,02	1,02	1,05	1,06	1,06
JPYSEK	0,07	0,07	0,07	0,06	0,06
CHFSEK	8,60	8,36	8,29	8,05	7,75
DKKSEK	1,33	1,30	1,30	1,28	1,25
PLNSEK	2,39	2,34	2,34	2,32	2,33
CZKSEK	0,39	0,38	0,39	0,38	0,38
CNYSEK	1,26	1,25	1,24	1,19	1,13

Internationella valutakurser

	Spot	3m	30jun18	31dec18	31dec19
EURUSD	1,24	1,21	1,22	1,27	1,33
EURJPY	132,21	133,10	137,86	147,32	159,60
USDJPY	106,56	110,00	113,00	116,00	120,00
EURGBP	0,89	0,91	0,90	0,88	0,85
GBPUSD	1,40	1,33	1,36	1,44	1,56
EURCHF	1,15	1,16	1,17	1,18	1,20
EURNOK	9,66	9,50	9,25	9,00	8,80
EURPLN	4,15	4,15	4,15	4,10	4,00
EURCZK	25,33	25,25	25,00	25,00	24,50
EURHUF	311,15	310,00	307,50	305,00	295,00

Svenska räntor och spreadar

	Spot	3m	30jun18	31dec18	31dec19
Räntenivåer					
Reporänta	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	0,00
3M Stibor	-0,46	-0,40	-0,40	-0,40	0,15
2Y swap	-0,11	-0,10	0,00	0,40	1,00
5Y swap	0,67	0,70	0,90	1,00	1,40
10Y swap	1,46	1,20	1,35	1,65	2,10
Spreadar					
10Y-2Y Sv	1,56	1,30	1,35	1,25	1,10
10Y-5Y Sv	0,79	0,50	0,45	0,65	0,70
Sv-Ty 10Y	0,31	0,30	0,35	0,50	0,60
US-Ty 10Y	1,73	1,45	1,55	1,80	1,95
US-Ty 2Y	2,57	2,35	2,55	2,80	2,90
10Y-2Y US	0,42	0,15	0,10	0,15	0,05

Internationella räntor

	Spot	3m	30jun18	31dec18	31dec19
EMU					
Styrränta	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,15
2Y swap	-0,12	-0,15	-0,10	0,00	0,50
10Y swap	1,15	0,90	1,00	1,15	1,50
USA					
Styrränta	1,50	1,75	2,00	2,25	3,00
2Y swap	2,45	2,20	2,45	2,80	3,40
10Y swap	2,88	2,35	2,55	2,95	3,45
UK					
Styrränta	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
10Y swap	1,67	1,25	1,30	1,45	1,55
Norge					
Styrränta	0,50	0,50	0,50	0,75	1,00
10Y swap	2,29	2,00	2,15	2,45	2,80

Disclaimer

Origin of the publication or report

This publication or report originates from: Nordea Bank AB (publ), including its branches Nordea Danmark, filial af Nordea Bank AB (publ), Sverige, Nordea Bank AB (publ), filial i Finland and Nordea Bank AB (publ), filial i Norge (together "Nordea") acting through their unit Nordea Markets.

Nordea Bank AB (publ) is supervised by the Swedish Financial Supervisory Authority and the branches are supervised by the Swedish Financial Supervisory Authority and the Financial Supervisory Authorities in their respective countries.

Content of the publication or report

This publication or report has been prepared solely by Nordea Markets.

Opinions or suggestions from Nordea Markets may deviate from recommendations or opinions presented by other departments in Nordea. The reason may typically be the result of differing time horizons, methodologies, contexts or other factors.

Opinions and price targets are based on one or more methods of valuation, for instance cash flow analysis, use of multiples, behavioural technical analyses of underlying market movements in combination with considerations of the market situation and the time horizon. Key assumptions of forecasts, price targets and projections in research cited or reproduced appear in the research material from the named sources. The date of publication appears from the research material cited or reproduced. Opinions and estimates may be updated in subsequent versions of the publication or report, provided that the relevant company/issuer is treated anew in such later versions of the publication or report.

Validity of the publication or report

All opinions and estimates in this publication or report are, regardless of source, given in good faith, and may only be valid as of the stated date of this publication or report and are subject to change without notice.

No individual investment or tax advice

The publication or report is intended only to provide general and preliminary information to investors and shall not be construed as the basis for any investment decision. This publication or report has been prepared by Nordea Markets as general information for private use of investors to whom the publication or report has been distributed, but it is not intended as a personal recommendation of particular financial instruments or strategies and thus it does not provide individually tailored investment advice, and does not take into account the individual investor's particular financial situation, existing holdings or liabilities, investment knowledge and experience, investment objective and horizon or risk profile and preferences. The investor must particularly ensure the suitability of an investment as regards his/her financial and fiscal situation and investment objectives. The investor bears the risk of losses in connection with an investment.

Before acting on any information in this publication or report, it is recommendable to consult one's financial advisor.

The information contained in this publication or report does not constitute advice on the tax consequences of making any particular investment decision. Each investor shall make his/her own appraisal of the tax and other financial merits of his/her investment.

Sources

This publication or report may be based on or contain information, such as opinions, recommendations, estimates, price targets and valuations which emanate from:

Nordea Markets' analysts or representatives,

Publicly available information,

Information from other units of Nordea, or

Other named sources.

To the extent this publication or report is based on or contain information emanating from other sources ("Other Sources") than Nordea Markets ("External Information"), Nordea Markets has deemed the Other Sources to be reliable but neither Nordea, others associated or affiliated with Nordea nor any other person, do guarantee the accuracy, adequacy or completeness of the External Information.

The perception of opinions or recommendations such as Buy or Sell or similar expressions may vary and the definition is therefore shown in the research material or on the website of each named source.

Limitation of liability

Nordea or other associated and affiliated companies assume no liability as regards to any investment, divestment or retention decision taken by the investor on the basis of this publication or report. In no event will Nordea or other associated and affiliated companies be liable for direct, indirect or incidental, special or consequential damages resulting from the information in this publication or report.

Risk information

The risk of investing in certain financial instruments, including those mentioned in this document, is generally high, as their market value is exposed to a lot of different factors such as the operational and financial conditions of the relevant company, growth prospects, change in interest rates, the economic and political environment, foreign exchange rates, shifts in market sentiments etc. Where an investment or security is denominated in a different currency to the investor's currency of reference, changes in rates of exchange may have an adverse effect on the value, price or income of or from that investment to the investor. Past performance is not a guide to future performance. Estimates of future performance are based on assumptions that may not be realized. When investing in individual shares, the investor may lose all or part of the investments.

Conflicts of interest

Nordea, affiliates or staff in Nordea, may perform services for, solicit business from, hold long or short positions in, or otherwise be interested in the investments (including derivatives) of any company mentioned in the publication or report.

To limit possible conflicts of interest and counter the abuse of inside knowledge, the analysts of Nordea Markets are subject to internal rules on sound ethical conduct, the management of inside information, handling of unpublished research material, contact with other units of Nordea and personal account dealing. The internal rules have been prepared in accordance with applicable legislation and relevant industry standards. The object of the internal rules is for example to ensure that no analyst will abuse or cause others to abuse confidential information. It is the policy of Nordea Markets that no direct link exists between revenues from capital markets activities and individual analyst remuneration. Research analysts are remunerated in part based on the overall profitability of Nordea Bank, which includes Markets revenues, but do not receive bonuses or other remuneration linked to specific capital markets transactions. Nordea and the branches are members of national stockbrokers' associations in each of the countries in which Nordea has head offices. Internal rules have been developed in accordance with recommendations issued by the stockbrokers associations. This material has been prepared following the Nordea Conflict of Interest Policy, which may be viewed at

Important disclosures of interests regarding this research material as well as recommendation changes in the past 12 months are available at:

Distribution restriction

The securities referred to in this publication or report may not be eligible for sale in some jurisdictions. This research report is not intended for, and must not be distributed to private customers in Great Britain or the US.

In Singapore, this research report is intended only for, and may be distributed only to, accredited investors, expert investors or institutional investors who may contact Nordea Bank AB Singapore Branch of 138 Market Street, #09-01 CapitaGreen, Singapore 048946.

This publication or report may be distributed by Nordea Bank Luxembourg S.A., 562 rue de Neudorf, L-2015 Luxembourg which is subject to the supervision of the Commission de Surveillance du Secteur Financier.

This publication or report may be distributed by Nordea Bank, Singapore Branch, which is subject to the supervision of the Monetary Authority of Singapore.

This publication or report may not be mechanically duplicated, photocopied or otherwise reproduced, in full or in part, under applicable copyright laws.