

Navigator

Sammanfattning

Nordea Research & Strategy, 14 maj 2018

Flacka yieldkurvor v.s. fortsatt låga realräntor

Den allt flackare yieldkurvan i USA ger dock en klassisk och begynnande lågkonjunktursignal. Skulldynamiken förändras när den korta finansieringsräntan närmar sig längre avkastnings- och tillväxträntor. Det blir då också uppenbart vilka bolag som har varit kreativa, arbetssamma och produktiva och inte bara sysslat med högbelåningslekar. Billiga pengar leder alltid till misstag och stigande kapitalkostnader tenderar att lyfta fram företagstrollen i solen.

SEK

En krona är inte värd ett öre

USD

Dollartorka leder till ökenvandring i EM

GBP

Mayday Mayday

NOK

Norges Bank bryr sig inte om tiondelar på inflationen

CNY

Är upplysningens tid förbi?

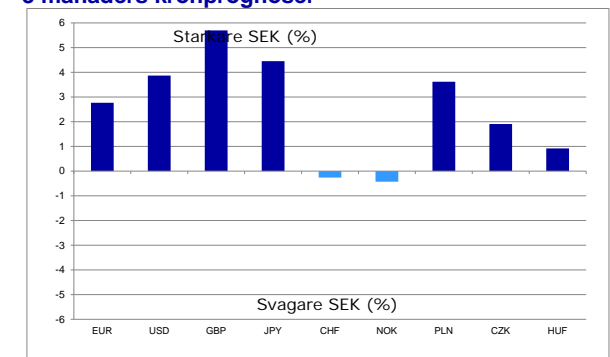
Valutaprognoser

	14-maj	3M	2018-06-30
EURUSD	1,1963	↑	↑
USDSEK	8,5970	↓	↓
EURSEK	10,2847	↓	↓
NOKSEK	1,0765	↔	↑
GBPSEK	11,6530	↓	↓
JPYSEK	0,0786	↓	↓
CHFSEK	8,5985	↔	↓

Ränteprognoser

	14-maj	3M	2018-06-30
3M SEK	-0,37	↔	↔
2Y SEK	-0,12	↔	↑
10Y SEK	1,29	↔	↑

3 månaders kronprognoser



Navigatör

Räntor

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

Flacka yieldkurvor v.s. låga realräntor

Den makroromantiska tillväxtperioden å la 2017 är (tillfälligt?) över. BNP i EMU-området halverades i princip från Q4-17 till Q1-18 (0,7% q/q till 0,4% q/q). Tillfälliga effekter kan ligga bakom så som extraordinär kyla, flunsasäsong etc. Långa räntor i EMU-området har fallit under Q1 och bekräftar därmed nuvarande "soft patch" men diskonterar ingalunda en accelererande konjunkturavmattning i eurozonen.

Den allt flackare yieldkurvan i USA ger dock en klassisk och begynnande lågkonjunktursignal. Faktum är att en proxy på avkastningskurvan i näringslivet (Moody's Baa 10 år - 4,85% mot US prime rate - 4,75%) närmar sig noll och varningsklockor ringer. Skulddynamiken förändras när den korta finansieringsräntan närmar sig längre avkastnings- och tillväxträntor. Det blir då också uppenbart vilka bolag som har varit kreativa, arbetssamma och produktiva och inte bara sysslat med högbelåningslekar. Billiga pengar leder alltid till misstag och stigande kapitalkostnader tenderar att lyfta fram företagstrollen i solen. Hög belåning är dock inte bara förbehållet västvärlden utan också dollarskuldssatta EM-länder vars aktiemarknader vobblar när dollarn stärks.

Skiftet från ränteinkomst till aktieinkomst har stannat av och "höguppgångare" får det mer besvärligt när volatiliteten

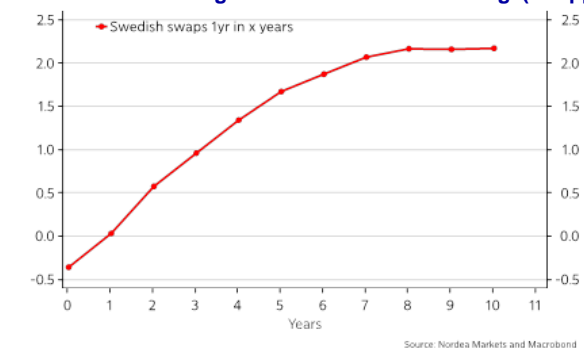
slår till. Det ser ut som om att global ekonomi på kort sikt ska plana ut och vår bedömning är att fortsatt låga realräntor kortsluter signalerna i flacka amerikanska kurvor. För USA gäller dock att tillväxthorisonten inte är oändlig. Trump ser till att flytta fram alla cash flow fördelar i tiden, så som skattesänkningar, "repatriation" flöden och en tidigare (2017) svag dollar. Det kommer ge konjunkturen en boost. Republikanernas ovilja att höja skatter för att kunna sänka skatter kommer dock på sikt att göra avtryck i amerikansk statsskuld och därmed högre räntenivåer. Det har aldrig inträffat att statsbudgeten taktar underskott på minus 4% samtidigt som det råder högkonjunktur och arbetslösheten är under fyra procent.

En 10-årig svensk swappränta befinner sig på samma nivå som i oktober 2017. Under samma period har den amerikanska 10-åringen gått upp 80 punkter. Sverige har högre inflation än USA (2% mot 1,9%), samma löneökningstakt (2,6%), starkare BNP siffror och därtill en skenande kreditykel och fastighetsinflation. Skillnaden i kortränta mellan Sverige och USA är 3%! Som sagt: Vetenskapen gav oss ett trevligt liv – det var när vi fick för oss att penningpolitik var en vetenskap som det blev obegripligt och obehagligt igen. Vi tror på ett sencykliskt tryck uppåt på inflationen i USA. Det ska pressa upp amerikanska långräntor som spiller över något på Sverige. Korta delen av den svenska kurvan dödas av Riskbanken.

Tydlig svacka i eurozonen – IFO pekar mot 0% i ind.prod



1 år om x år enligt marknadens diskontering (swappar)



Navigator

EURSEK

En krona är inte värd ett öre

Vi har länge varnat för uppsidan i EURSEK och därmed kronans nedsida. Förra veckans 10,695, efter att Riksbanken publicerat ytterligare ett mjukt räntebesked, är den näst högsta EURSEK-kursen sedan första världskriget. Och när FX-marknaden i panik säljer kronor är det underbart (i sin naivitet) men också alarmerande att läsa Riksbankens penningpolitiska protokoll från april. Där säger t.ex. Per Jansson att den svenska ekonomin och dess institutioner inte lider av ett förtroendeproblem!? Men jösses då.

Eftersom jag på daglig basis kommunicerar med FX-kapitalet (utländska aktörer och domestika) som handlar kronan och som svär så det osar över svensk penningpolitik så vet jag att bristande förtroende utgör huvudskälet till nuvarande krondevalvering. Handelskrig, Trumuttalanden eller geopolitisk stress är helt ovidkommande. Att utan eftertanke återupprepa, som Ingves gör: "det gäller fortfarande att en alltför snabb kronförstärkning kan försvåra en stabilisering av inflationen nära målet" blir helt obegripligt. Han kunde lika gärna varna för "risken" att regeringen sänker skatterna och därmed urholkar offentliga finanser. Sannolikheten för att något av ovan ska inträffa är obefintlig. Det är en nednötning som ägt rum där Sverige och Riksbanken erbjuder eländiga förhållanden för både ränte- och FX-kapitalet. Det är nu uppenbart för alla som

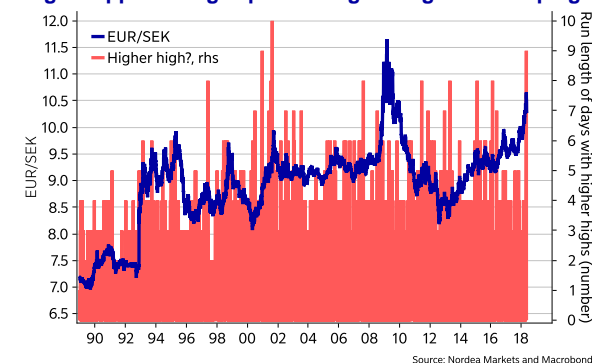
handlar kronan att vi har en rörlig växelkurs så länge kronan försvagas men inte när den stärks.

Vår bedömning är att EURSEK över tio är här för att stanna, trots att den är historiskt billig. Drivkrafterna i EURSEK är ofta utvecklingen av dataövertäckningar, ränteskillnader mot omvärlden samt större globala risk off händelser. I dagsläget gör starkare svensk makro inga som helst avtryck i kronan och relativa EURSEK räntor kommunicerar en kurs på tio. Volatiliteten i tillgångsmarknader har stigit relativt 2017 men inte på ett sätt som är alarmerande.

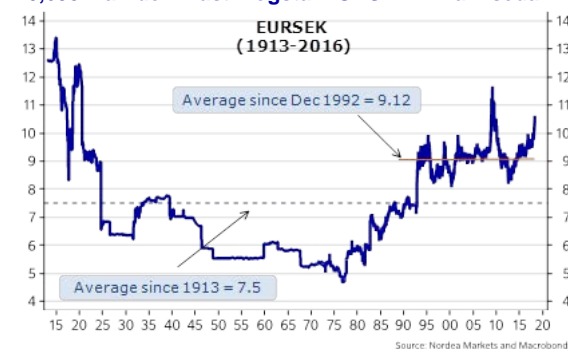
Det vi dock noterar är att i en trendföljande "algovärld" så kan det faktum att EURSEK, efter Riksbankens räntebesked, stängde på nya högsta nivåer nio dagar i rad, ha drivit upp EURSEK. Nu när den sorgliga trenden blivit något mindre sorglig måste den typen av positioner vändas. Vi väljer att ligga kvar med vår EURSEK prognos på 10 kr på kort och medellång sikt. FX-hedge-nivån hos svenska företag och hos exportbolagen är sannolikt lägre än normalt då trenden i EURSEK har varit så stark. Med EURSEK 40 öre lägre från toppen ökar sannolikheten för ytterligare hedgeköp av kronor. Därtill alla ekonomers mantra: kronan är billig i ett historiskt perspektiv. Men se upp därute: makroriskerna och fastighetsprispremien för Sverige framöver är överhängande. Och glöm heller inte bort Riksbankspremien!

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

Högre toppar 9 dagar på raken gav "algos" en köpsignal



10,695 var den näst högsta EURSEK nivån sedan 1910



Navigators

USDSEK

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

Dollartorka blir till ökenvandring i EM

Sedan årsskiftet outperformar svenska börsen (OMXall) den amerikanska (S&P500). Det är dock en lek med nominella tal eftersom kronan har devalverats och USDSEK har stärkts. En ohedgad dollarinvestor har inte tjänat på att placera i Sverige. Riksbankens "blinda" omfördelningspolitik belönar dem som äger exportindustrins aktier (i en ISK-depå) med hög belåning och gråter gör svenska importörer och konsumenter som betalar högre priser för t.ex. frukt och grönt. Allt detta manipulerande av finansiella variabler för att Riksbanken ska kunna läsa 2% på KPI-index och därmed anse sig ha fullgjort sitt uppdrag.

Den senaste tidens dollarstyrka är i vår värld resultatet av en avmattning i global konjunktur. Det är i synnerhet EMU-området som något överraskande har bromsat in mer än förväntat. Vi noterar också att andra klassiska kanariefåglar i gruvan, så som t.ex. sydkoreansk export, har slutat att kvittra och varnar för en svagare global konjunktur. Högre oljepris och räntor samt Feds reverserade QE och ECB:s färre köp av obligationer kan ligga bakom inbromsningen.

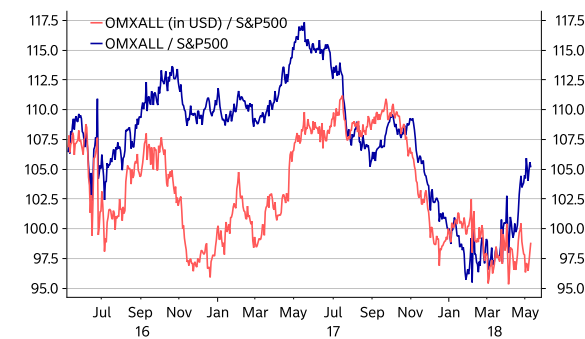
Dynamiken i FX-marknaden har som konsekvens förändrats. När eurozonens (och global ekonomi) livskraft nu ifrågasätts förvandlas den tidigare energin i icke dollarvalutor till USD-styrka. Därtill det tilltagande "bruset":

Iran-affären, USA-Kina debaclet samt en presumtiv högerpopulistisk regeringsbildning i Italien. Det är inte bruset som försämrat makroutsikterna men de utgör ett lager av oro som bidrar till att FX-marknaden väljer att ompröva sin tidigare kortposition i dollar.

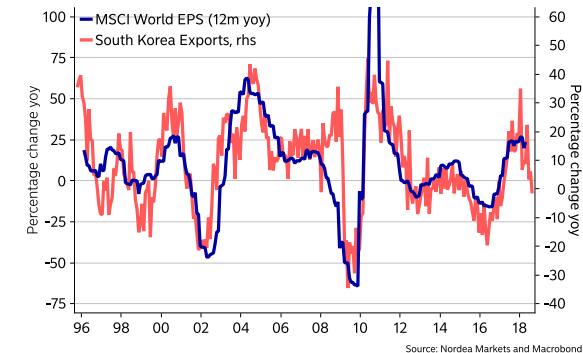
Och med en starkare dollar följer som ett brev på posten en högre grad av stress i vissa EM länder. Dollarskuldssatta EM-länder utan en fungerande domestik kapitalmarknad är särskilt utsatta när dollarn blir dyrare. Sårbarheten i balansräkningar spiller i sin tur över på tillgångsmarknader och just nu upplever vi en mini repris av 2014-2015 då en positivt accelererande dollartrend fällde hela EM kollektivet, inklusive Kina.

De signaler om förändring som måste till för att USDSEK ska realisera Nordeas 3m prognos är "fortsatt" kronstyrka samt en stabilisering av makro och tillväxtdata. Skulle det visa sig att 1:a kvartalets lägre BNP-utfall endast var en ficka av svaghet och survey data vänder tillbaka, då kan världen pusta ut och sälja dollar igen. På längre sikt fortsätter vi att trumma dollarsvaghet som ett resultat av den amerikanska konsumtion och underskottspolitik (twin deficits). Men också: USA och dollarn isolerar sig från övriga världen när Trump återinför sanktioner mot Iran. Att underminera dollarn som världsvaluta i ett läge då PAX Americana befinner sig i reträtt och där kartan för den globala världsordningen håller på att ritas om känns rimligt.

Svensk börs bättre än USA? Inte justerat för växelkursen



Sydkoreansk export varnar globala tillgångsmarknader



Navigator

GBPSEK

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

Mayday Mayday

"Remember George, this is no time to go wobbly." De orden ska Margaret Thatcher ha uttalat till den äldre President Bush i samband med Iraks invasion av Kuwait 1990. En centralbanksperson som personifierar "wobbly" är Bank of Englands Mark Carney. Han är en livs levande vindflöjel som historiskt har haft få eller inga övertygelser angående Bank of Englands framtida penningpolitik. Carneys senaste insats bestod i att han i mitten av april "guidade" marknaden bort ifrån förväntningar om en höjning i maj. En förväntansbild som han själv varit med och regisserat. Pundet föll rejält på Carneys apriluttalande och det försvagades vidare när BoE:s räntebeslut i förra veckan följde hans redan planerade tankar.

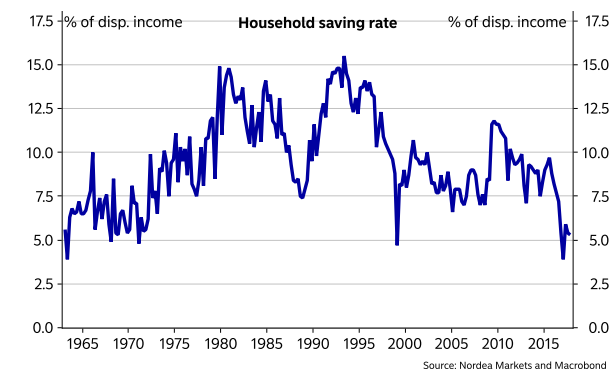
Det blev således ingen höjning av styrräntan från 0,50% men andemeningen i Bank of Englands räntebesked var: inte nu men senare. Nordeas prognos är dock att det blir inget "senare" då makrofönstret helt enkelt inte kommer att öppna sig. Vi anser att BoE tillväxtprognos är alltför optimistisk och ser dessutom nedsiderisk på Bank of Englands inflationsprognos. Det inflationsmomentum som BoE väntar på kommer inte dyka upp. Vi noterar dessutom att BoE egen inflationsbana revideras ned, mest i närtid men även längre framåt under 2019-2020.

Det är uppenbart att Bank of England är oroad över sämre ekonomisk data och förra veckans besked andas att

de vill köpa sig tid. De har sannolikt, till skillnad från många andra centralbanker (Riksbanken inkluderat), en underliggande vilja att höja räntan och det var två dissidenter av de nio ledamöterna som pekade på det faktum att inflationen faktiskt befinner sig över målet (2,3%) och arbetslösheten är den lägsta på över 40 år (4,3%). Majoriteten ledamöter väljer dock en annan analysram och oroar sig istället över hushållens tillstånd: den sämre köpkraften, det allt lägre sparandet och därtill vobbliga fastighetspriser.

Den senaste tidens politiska föreställning i regeringen May, angående det brexitavtal som planeras vara framförhandlat i oktober/november, ger heller inget förtroende och påverkar naturligtvis BoE:s penningpolitik. Överhuset har tydligt tagit ställning för ett mjukare utträde där UK behåller minst en fot i den gemensamma marknaden. Splittringen är uppenbar då ingen falang förmår mobilisera en parlamentarisk majoritet. Vi fortsätter att tro att politisk osäkerhet från tid till annan ska påverka pundet. Att UK valde att kasta bort ett halv sekel av lyckosamt samarbete med EU utan att ha någon reservplan var ett ödesdigert beslut. För tillfället är det dock penningpolitik och makrobilden som driver pundet. Nordea prognostiserar inga höjningar från BoE under 2018-2019 men det gör ränte- och därmed FX-marknaden. Vi fortsätter således att tro på lägre GBPSEK framöver, både på kort och lång sikt.

Hushållens sparande befinner sig på rekordlåg nivå



BoE sänkte sin inflationsprognos i maj jmf med februari



Navigator

NOKSEK

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

Norges Bank bryr sig inte om tiondelar på inflationen

EURSEK är 4,5% starkare YTD och EURNOK har tappat 2,5%. Den norska kronan tillhör toppskiktet av G-10 valutor under 2018 och SEK ligger naturligtvis sist i samma tabell. Norsk tillväxt, enligt Nordeas prognos, närmar sig vår och kommer under den senare delen av 2018 att realiseras högre än den svenska.

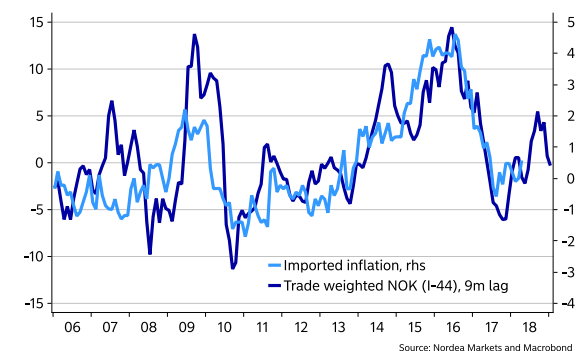
Norges Bank har ett mer flexibelt angreppssätt i sina relationer till den yttre världen och de vet bättre hur man anpassar sig till olika situationer. De känner till sina egna förmågor och möjligheter att påverka inflationstakten men ser också penningpolitikens begränsningar i nuvarande låginflationsvärld. Norges Bank har ett flexibelt inflationsmål som tillåter KPI-nivån att avvika under längre perioder. Stigande oljepris och starkare tillväxtförutsättningar både internationellt och domestiskt har resulterat i att Norges Bank kommunicerar en höjning av styrräntan efter sommaren 2018. Nordeas prognos är att den äger rum i september. Nordeas vy landar tämligen väl i konsensusgeggan av spåmakare men en höjning är inte fullt ut diskonterad i räntemarknaden. Det betyder att det finns utrymme för ytterligare NOK förstärkning i takt med att vi närmar oss sensommar/höst.

Även om Norges Bank intar en flexibel hållning till sitt inflationsmål så kan inte den faktiska inflationen avvika för mycket i förhållande till NB:s prognos. Under ett par

månaders tid har pristrycket i norsk ekonomi varit lägre än Nordeas prognos. Inflationen i april var tre tiondelar ifrån NB:s prognos (1,3% y/y mot 1,6%). Vår bedömning är att den dyrare vår-kollektionen på kläder och skor ännu inte slagit igenom i KPI men att avvikelsen ska justeras. Vi är dock något förbryllade då april normalt sett inte är någon REA-månad. Därtill: den svaga utvecklingen av NOK under 2017 borde dra upp inflationen och inte ned. Skulle inflationssiffran i maj fortsätta att vara tre tiondelar lägre än NB:s prognos så kommer det sannolikt att resultera i en lägre räntebana vid mötet i juni. Norges Bank har dock att ta hänsyn till en historiskt svag NOK och ett oljepris som nu nått 77\$/fat.

Nordea ligger kvar med sin EURSEK prognos på 10 kr och vi utgår ifrån att marknaden noterade Riksbankens bekymrade min över den senaste tidens hiskeliga kronförsvagning. Samtidigt ser vi en något svagare norsk BNP siffra för Q1 (0,4% q/q) jämfört med Q4-17 (0,6%). Husprisfall under framförallt 2017 har sannolikt resulterat i lägre bygginvesteringar men också en lägre konsumtions-takt hos hushållen. Får vi rätt i vår prognos så kommer marknaden sannolikt betrakta norsk ekonomi som vobblig med lägre inflation och tillväxt. Vi är positiva till NOKSEK mot slutet av sommaren men ser en strategisk svacka i det ultrakorta perspektivet.

Tidigare NOK försvagning ska lyfta importerad inflation



NOKSEK ser aningen för hög ut givet ränteskilnad



Navigator

CNYSEK

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

Är upplysningens tid förbi?

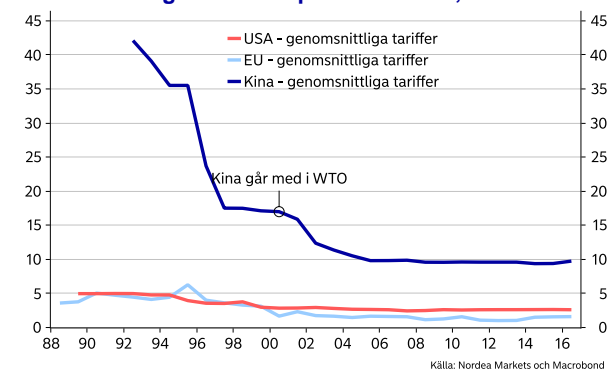
En smula ironiskt att när Trumps påtryckningar på Kina, att justera sitt bilaterala handelsöverskott mot USA, rasar som värst så släpper kineserna en bytesbalanssiffra som är negativ. Det är första gången på 17 år som Kinas balans mot omvärlden befinner sig på minus mätt i kvartalstakt. I valutatermer, för en fortsatt exportberoende nation som Kina, så kan det betyda att yuanen har blivit för dyr. Det har länge varit Kinas dilemma att manövrera växelkursen på ett sådant sätt att den ger stöd åt exportsektorn utan att generera kapitalflykt. Nordeas vy är att Trumps megalomaniska visioner inte kommer realiseras i sin värsta form. Ett handelskrig utgör inte ett reellt hot mot tillvaron än så länge och det finns en djup klyfta mellan retorik och vad som är möjligt att genomföra. Det går dock inte att utesluta att Trumps simplistiska modell av världen leder till fördärvet.

"When a country (USA) is losing many billions of dollars on trade with virtually every country it does business with, trade wars are good, and easy to win" / Tweet från den Donald i mars 2018. **Akademiska studier** gör gällande att ett globalt handelskrig, där WTO är överspelat, kommer resultera i 30-procentiga tariffer för den genomsnittliga globala exportören. USA kräver att kineserna justerar sitt handelsöverskott med 100 miljarder dollar inom 12 månader med start i juni 2018. Därefter ska det bantas med ytterligare 100 miljarder dollar inom loppet av 12

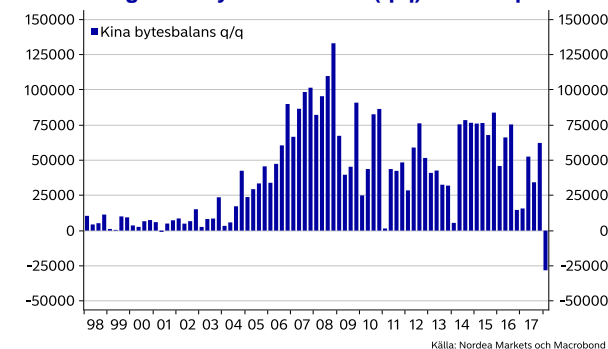
månader med start i juni 2019. Trump har därtill formulerat krav som gör gällande att alla typer av subventioner som åsidosätter fria marknader ska upphöra. Kravlistan fortsätter och hanterar allt från ekonomiskt spioneri till immateriella rättigheter. Tonläget i det **dokument** som USA författat och som ligger till grund för vidare diskussioner mellan Kina och USA är ett arrogant mästrande och ingalunda utredande. USA tror sig ha alla ess i rockärmen då handelsrelationen är asymmetrisk till USA:s favör. Det är uppenbart att kineserna inte följer WTO:s regler om tit for tat och skulle bland annat behöva sänka sina genomsnittliga tariffnivåer samt tillämpa en reciprocitet när det gäller marknadsaccess men USA:s verbala attack på Kina riskerar att slå bakut.

Yuanen (och alla andra finansiella priser) är naturligtvis oerhört sårbar skulle Trump rulla tillbaka sammanväxandet av världen och interdependensen mellan ekonomier. Sammanlänkningskedjor skulle vara en mardröm att bryta upp. De globala ekonomiska vävnaderna har de senaste 20 åren, under globaliseringens tidevarv, vuxit sig så starka att kaos skulle följa givet att de brast. Med dagens prisbild utgår marknaden från att Kina och USA gemensamt ska landa i ett nytt avtal och där processen präglas av samarbete. Vi räknar förvisso med att rationella aktörer gör rationella val och att förnuftet ska segra. Men tänk om upplysningens tid är förbi.

Genomsnittliga tariffer i procent i USA, EU och Kina



Första negativa bytesbalansen (q/q) i Kina på 20 år



Valutakurser mot SEK

	Spot	3m	30jun18	31dec18	31dec19
EURSEK	10,28	10,00	10,00	10,00	9,70
USDSEK	8,60	8,26	7,87	7,69	7,29
GBPSEK	11,65	10,99	11,36	11,49	11,41
NOKSEK	1,08	1,08	1,11	1,12	1,10
JPYSEK	0,08	0,08	0,07	0,07	0,06
CHFSEK	8,60	8,62	8,47	8,40	8,08
DKKSEK	1,38	1,34	1,34	1,34	1,30
PLNSEK	2,41	2,33	2,35	2,41	2,37
CZKSEK	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40
CNYSEK	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03

Internationella valutakurser

	Spot	3m	30jun18	31dec18	31dec19
EURUSD	1,20	1,21	1,27	1,30	1,33
EURJPY	130,92	133,10	147,32	153,40	159,60
USDJPY	109,44	110,00	116,00	118,00	120,00
EURGBP	0,88	0,91	0,88	0,87	0,85
GBPUSD	1,35	1,33	1,44	1,49	1,56
EURCHF	1,20	1,16	1,18	1,19	1,20
EURNOK	9,55	9,25	9,00	8,90	8,80
EURPLN	4,26	4,30	4,25	4,15	4,10
EURCZK	25,48	25,25	25,00	24,75	24,50
EURHUF	315,18	310,00	307,50	305,00	300,00

Svenska räntor och spreadar

	Spot	3m	30jun18	31dec18	31dec19
Räntenivåer					
Reporänta	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,25
3M Stibor	-0,37	-0,40	-0,40	-0,40	0,15
2Y swap	-0,12	-0,15	0,00	0,25	0,75
5Y swap	0,58	0,45	0,85	1,00	1,35
10Y swap	1,29	1,26	1,36	1,65	2,00
Spreadar					
10Y-2Y Sv	1,40	1,41	1,36	1,40	1,25
10Y-5Y Sv	0,71	0,81	0,51	0,65	0,65
Sv-Ty 10Y	0,29	0,26	0,11	0,35	0,40
US-Ty 10Y	1,98	1,90	2,15	2,40	2,20
US-Ty 2Y	2,87	2,70	3,00	3,20	2,90
10Y-2Y US	0,24	0,30	0,30	0,10	0,10

Internationella räntor

	Spot	3m	30jun18	31dec18	31dec19
EMU					
Styrränta	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,15
2Y swap	-0,14	-0,10	0,10	0,40	0,80
10Y swap	1,00	1,00	1,25	1,30	1,60
USA					
Styrränta	1,75	2,00	2,50	3,00	3,25
2Y swap	2,73	2,60	3,10	3,60	3,70
10Y swap	2,98	2,90	3,40	3,70	3,80
UK					
Styrränta	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75
10Y swap	1,60	1,60	1,80	1,90	1,90
Norge					
Styrränta	0,50	0,50	0,75	1,00	1,25
10Y swap	2,24	2,30	2,65	2,75	2,85

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.