

September 2018

Navigator

Att spara i SEK kostar

Av Henrik Unell, Chief Strategist

...en kappsäck full med pengar är ju också bra att ha”, som Pippi Långstrump sjöng för mig på 70:talet. På den tiden kunde du köpa 1 franc (CHF) för 1 krona. I dag kostar samma schweiziska raritet 9 kronor och 35 öre. Men Pippi var inte bara världens starkaste hon var också ett FX-geni då hon förstod att hedga sin SEK-exponering. I ett tidigt Pippi-avsnitt växlar hon sin kappsäck med SEK till guld eftersom hon insåg att keynesianism var en återvändsgränd.

SEK

Att spara i SEK kostar

USD

Trump-dollarars segertåg

GBP

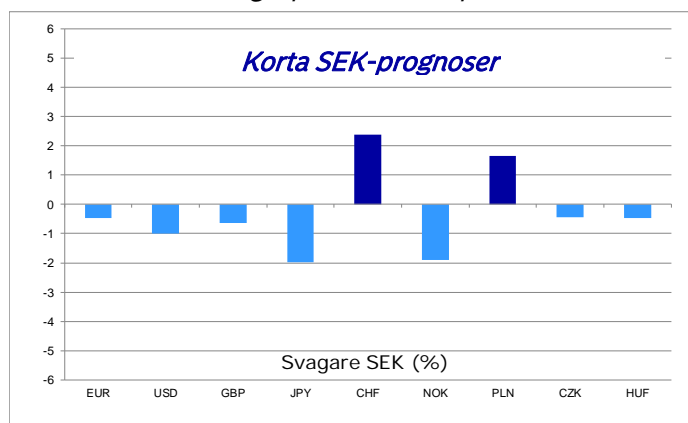
Förhandlingar infinitum

NOK

Frihet ställd mot förslavning

CNY

Ett geopolitiskt maktspel



Räntor – Riksbankens locktoner

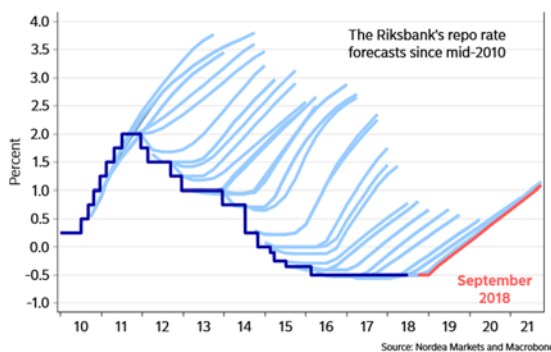
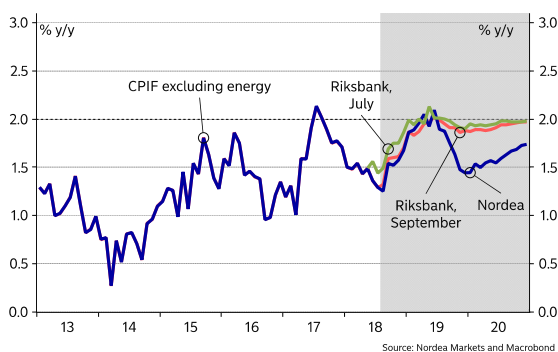
Efter Riksbankens räntebesked i förra veckan fällde min kollega kommentaren: "det hade varit katastrof om direktionen jobbat i ett flygledartorn." Riksbankens kommunikation i samband med mötet var återigen spretig eller vad sägs om följande i pressmeddelandet: "Gynnsam konjunktur, svensk inflation vid målet." Men höj styrrentan då är mitt svar! Riksbankens gängse processrutin: plocka bort höjningspremie i närtid och senarelägga den åldrande första höjningen ska dock vara över i vinter. Riksbanken säger nu att reporäntan "höjs med 0,25 procentenheter i antingen december eller i februari."

Jag kan inte dra mig till minnes att Ingves tidigare uttryckt sig så explicit om framtiden och frågorna haglade på presskonferensen: "Hur kan ni redan idag veta att det blir december eller februari?" "Varför talar ni om hur stor höjningen ska bli?" Ingves förklarade (med ett leende) att "säker om framtiden till 100 procent kan man inte vara..." och han sa vidare att det är rimligt att bilden är klarare när man väl närmar sig tidpunkten för en första höjning. Utanför gängse ramar var också Ingves formuleringar om det "onaturliga" med långa perioder av negativ realränta, ökade frihetsgrader v.s. ECB:s penningpolitik och "inflation i närheten av målet" (inte på eller över). Det papegojaliknande tillstånd som Riksbanken befunnit sig i under en så lång period gick inte att känna igen och helt plötsligt så riktades sökljuset åt ett annat håll. De tidigare falskklingande höjningsbudskapen var nu mer sirapsljuva åtstramningslöften och därtill trovärdiga.

Nordea har dock likt Odysseus bundit fast sig vid masten och lyssnar inte på locktonerna från Riksbanken. Skälet till det är att Riksbankens inflationsprognos är för hög. De närmaste sex månaderna sammanfaller våra prognoser, men längre fram är Nordeas betydligt lägre. Vår bedömning är att Riksbanken successivt justerar ned inflationsprognosen i oktober- och decemberrapporterna.

Undertonen i septemberbeskedet utmanar dock vår vy och sannolikheten för en höjning under vintern har ökat, vilket är i linje med marknadens prissättning. Kanske har Riksbanken insett att en svagare svensk konjunktur kan tänkas hinna ifatt dem och upptäcker sent att korträntetrenden internationellt är uppåt. Det finns ett höjningsfönster vid årsskiftet/q1 då inflationen är i linje med målet (KPIF ex energi) och där Riksbankens inflationsprognos kan ge stöd åt en höjning. Den stora frågan är dock framåt: var ska inflationen komma ifrån? Vad ska bli den emancipatoriska kraft som i närtid sveper bort ett lägre globalt pristryck och när ska lönetillväxten accelerera? Det är avgörande frågor för svensk penningpolitik som endast är en funktion av inflationsnivån.

Nordea har dock likt Odysseus bundit fast sig vid masten och lyssnar inte på locktonerna från Riksbanken. Skälet till det är att Riksbankens inflationsprognos är för hög.



Hö: Riksbankens räntebanor och oinfriade löften

Vä: Nordeas och Riksbankens inflationsprognoser avviker H2-19

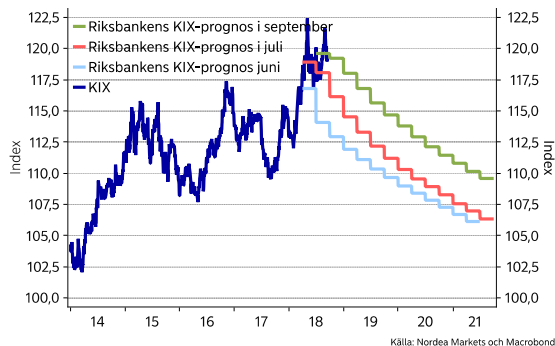
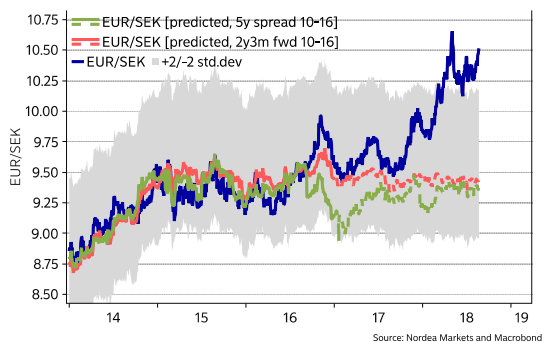
EURSEK – att spara i SEK kostar

...en kappsäck full med pengar är ju också bra att ha”, som Pippi Långstrump sjöng för mig på 70:talet. På den tiden kunde du köpa 1 franc (CHF) för 1 krona. Idag kostar samma schweiziska raritet 9 kronor och 35 öre. Men Pippi var inte bara världens starkaste hon var också ett FX-genie då hon förstod att hedga sin SEK-exponering. I ett tidigt Pippi-avsnitt växlar hon sin kappsäck med SEK till guld eftersom hon insåg att keynesianism var en återvändsgränd. Den återkommande läxan är att devalveringskronan är ett politiskt djur, en temporär avräkningsenhet som anger relativa priser i ett visst ögonblick men den kan aldrig vara en värdetillgång i sig. Att spara i SEK kostar.

Med Riksbankens septembermöte ur världen och valet likaså kan vi fokusera på kronans långsiktiga kraftfält. Det internationella kapitalet har sålt kronan de senaste valveckorna. Rädslan för SD:s framgångar har uppmärksammats i internationell press och stundom har informationen hos våra internationella SEK-kunder varit tämligen ihållig. SD-kronan hade en alldeles för stor riskpremie enligt vår mening. Svårigheten att bilda regering ska dock inte väga på kronan framåt. Låsta politiska situationer har förvisso en tendens att driva mot inflationslösningar men i Sverige bekänner sig samtliga partier till doxan: statsfinanser i balans. Det bygger en skyddsmur runt svenska räntor och kronan.

Nu har vi ”bara” the ”usual suspects” kvar som drivkrafter för kronan. Kronans bästa försvar är värderingen och det faktum att vi återigen hör FX-röster som säger att SEK är köpvärd på nuvarande nivåer. Vi håller med om att värdet på SEK är bortom rim och reson men det är också Riksbankens penningpolitik. Riksbanken måste börja höja räntan (en höjningscykel, inget duttande) för att kronstyrka åter ska bli aktuellt och var ska den penningpolitiska nytändningen komma ifrån? Nordeas inflationsprognos gör gällande att den höjning som Riksbanken ser i december eller februari ska rinna ut i sanden.

Vi ser dessutom framför oss en för kronan ogynnsam internationell miljö. En fortsatt svag industrikonjunktur utmanar en högt värderad tillgångsmassa med potentiellt högre börsvolatilitet. Fastighetspriser har stabiliserats sedan inledningen av året men höstens större utbud av nya lägenheter som når marknaden riskerar att vända den trenden. Nordeas EURSEK-prognos är 10,60 vid årsskiftet och 10,30 i mitten av nästa år. Kronans värde faller därmed under kategorin: ett i raden av samhällsprojekt som fullständigt havererat.



Riksbanken måste börja höja räntan (en höjningscykel, inget duttande) för att kronstyrka åter ska bli aktuellt

Hö: De flestas "fair value" prognos på kronan pekar tydligt lägre, inklusive Nordeas

Vä: Riksbankens handelsviktade kronprognos jun-sep

USD/SEK – Trumpdollarns segertåg

Dollarrenässansen fortsätter samtidigt som kronan är skadeskjuten. Kombinationen ger en historiskt hög USDSEK. Högoktanig USA-tillväxt jämfört med övriga världen pressar upp amerikanska räntor och USD stärks som en konsekvens. Stark dollar resulterar i att EM-länder går sönder där börser och valutor har imploderat i länder som Turkiet, Argentina, Sydafrika, Indien etc.

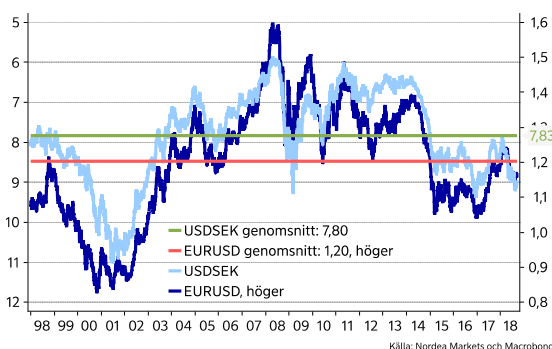
Grundkonditionen i dessa länders reala ekonomier kommer/har försämrats, i linje med de finansiella variablerna. Skulduppbyggnad i kombination med otillräkneliga valutareserver, omogna kapitalmarknader och underskott i utrikeshandeln har resulterat i ett osunt dollarberoende. 50 procent av världens FX-finansiering är i dollar och den siffran är ännu högre i EM-länder.

Stark efterfrågan i USA brukar förvisso betyda bra saker för råvarupriser och därmed för utvecklingsländer men redan genomförda och potentiellt framtida tariffer kortsletter delvis den effekten. Högre USA-räntor och dollarlikviditet som krymper via Feds omvända QE-program fick Indiens centralbankschef att i somras varna för effekterna av Feds politik. Att vända penningpolitiken på det sättet som Fed nu gör (höjer räntor/omvänd QE) samtidigt som Trumps underskottspolitik också kräver dollar (emitterar obligationer och absorberar dollar) leder till ett globalt underskott av dollar.

Att penningpolitiken i USA påverkar/drabbar andra delar av världen bryr sig Fed föga om. Med en arbetslöshet på 3,9% och en stark tillväxt kommer Feds Powell enbart fokusera på den inhemska ekonomin och inflationsrisker. Ska dollarstyrka gälla under Feds hela höjningscykel som enligt Nordeas prognos pågår till slutet 2019?

Vi räknar med ett dollarlågtryck mot slutet av det här året. Lägre aktivitet i omvärlden kommer till slut spilla tillbaka och bromsa den urstarka amerikanska ekonomin. Stark dollar och högre räntor ska också begränsa USA:s aktivitetsnivå. Nuvarande relativa tillväxt och inflationsfördel v.s. eurozonen ska därmed reverseras enligt vår prognos och som en konsekvens kan EURUSD stärkas. En högre EURUSD borde betyda en lägre USDSEK. Det är dessutom rimligt att anta att institutioner och pensionspengar i Sverige är långa USD-räntor. Den positionen kan vända till kronans fördel om trenden i dollar vänder.

Med en arbetslöshet på 3,9% och en stark tillväxt kommer Feds Powell enbart fokusera på den inhemska ekonomin och inflationsrisker



Vä: Högre EURUSD innebär lägre USDSEK

Hö: Stark dollar leder till svag EM som till slut spillar över på USA:s ekonomi

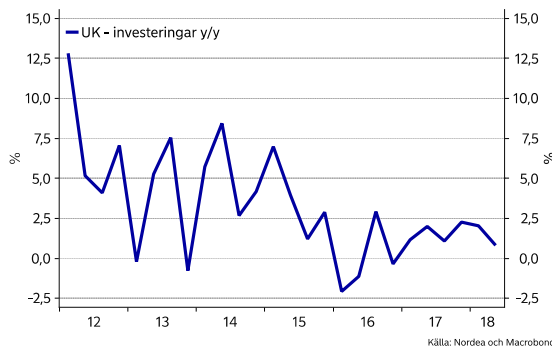
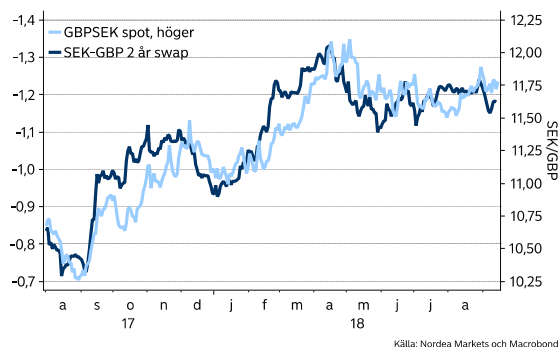
GBPSEK – förhandlingar infinitum

29 mars 2019 närmar sig. Då upphör UK:s medlemskap i EU. En övergångsperiod av status quo under hela 2020 är tänkt att ge britterna en mjuk övergång. EU och UK har ännu inte landat något handelsavtal som ska gälla efter skilsmässan men EU:s chefsförhandlare hävdar att 80% av ett kommande avtal (som därefter ska ställas inför en omröstning i europeiska och brittiska parlamentet) är framförhandlat. Det är uppenbart att regeringen May försöker få till stånd en tullunion som är omgiven av en myriad extrastrukturer och villkor bara för att undvika att kalla det tullunion. UK behöver den för alla tillverkningsjobb som fortfarande (något förvånande) finns kvar. Sen behövs den givetvis för att undvika den Nordirländska gränsdragningen. Theresa May väger sina ord på guldstofsvågar för att via oklara tolkningar få alla i sitt parti (Tories) att sluta upp.

Samtidigt har Theresa May börjat spela kortet att: om inte alla enas så faller hela paketet och det kanske inte ens blir en brexit. Gissningsvis är opinionsläget en faktor. Skulle Labour börja tappa i väljarstöd (och det vore inte underligt givet Corbyns galenskap och inte minst de senaste antisemitiska utspelen som han tillåtit i partiet) kanske Tories vågar fälla May och gå till nyval. Omvänt så lurar Labour i vassen och väljer att antingen fria eller fälla regeringen beroende på möjligheterna att ta makten.

Varje steg fram till nu har varit en röra av kompromisser med ändringar och revideringar och gissningsvis, givet att de fyra hörnpelarna ska hålla, blir det svårt för UK att landa ett avtal som EU kan godta. Det betyder att britterna, i god eller oordnad form, kan försöka få till en förlängning av avtalet i sin nuvarande struktur och fortsätta förhandlingarna in finitum. För EU är det ett tämligen bra utfall. Britterna har då förlorat allt inflytande men måste följa alla regler.

Ovan scenario faller inom ramen för en "soft brexit" och är det mest gynnsamma för brittisk ekonomi och för pundet. Det är rimligt att Bank of England i händelse av en soft brexit höjer styrräntan i en snabbare takt än marknaden i dagsläget diskonterar och mer aggressivt än de tidigare deklarerat. Hur vi än vänder och vrider på möjliga utfall så landar vi i slutsatsen att brexit var ett uselt val och möjligheten finns att det är som mörkast strax innan det blir becks svart. Nordeas vy är dock att GBPSEK ska stärkas till 11,90 vid årsskiftet. Vi är optimister.



Britterna, i god eller oordnad form, kan försöka få till en förlängning av avtalet i sin nuvarande struktur och fortsätta förhandlingarna in finitum.

Vä: GBPSEK och ränteskillnad

Hö: Få investeringar i UK, som en följd av brexit

NOK/SEK – frihet ställd mot förslavning

Som en europeisk FX-analytiker uttryckte saken: ...”the Riksbank will not raise rates until hell is freezing over”. Det ligger mycket i det och vår starkare NOKSEK-prognos bygger på att Riksbanken kommer leva i skuggan av Norges Bank. Riksbanken är fånge i sin fixering vid två procents inflation. Detta begränsade synfält är ett handikapp och en förslavning som står i bjärt kontrast till Norges Bank som utnyttjar sin penningpolitiska frihet till att tänka bortom sitt inflationsmål.

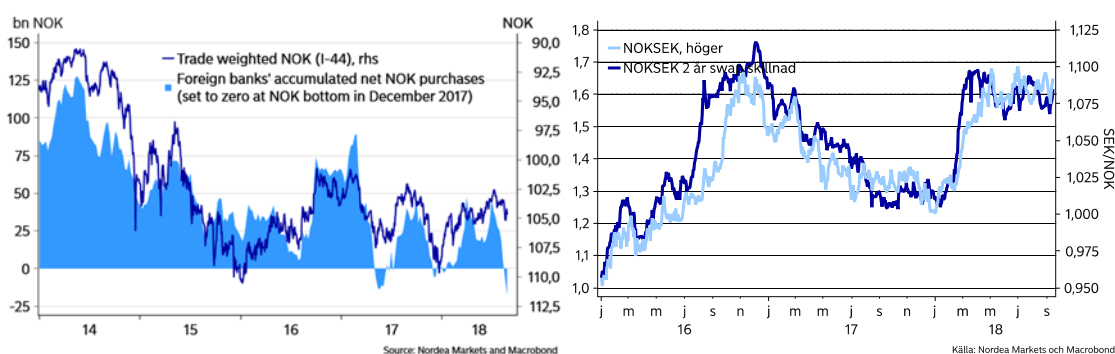
Det faktum att Riksbanken är fånge i sin egen kvarn mal ner värdet på kronan eftersom minusräntor lockar ingen att äga SEK. På senare tid har dock SEK oförtjänt delat med sig av det svenska kronelänet och NOK har sålt av när de bägge arktiska valutorna dras över en investerarkant. Statistik från Norges Bank gör gällande att utländska kunder varit stora nettosäljare av NOK under hela sommaren. Samma fenomen går att hitta i den svenska kronan där Riksbankens statsobligationsköp (QE) är resultatet av att utländska skuldägare säljer sina SEK-obligationer till den svenska centralbanken.

Riksbankens räntebesked i september kommunicerade att en 25 punkters höjning är sannolik i december eller februari-19. Nordeas prognos är dock att Riksbanken har en för offensiv inflationsprognos som gradvis kommer revideras ned och höjningen ska utebli. Förra veckans inflationsciffrer var också åt det lägre hållet och under Riksbankens prognos.

Norges Bank presenterar sitt räntebeslut den 20:e september. I linje med marknadens inprisning, ekonomers förväntan och Norges Banks räntebana från mötet i juni så kommer de höja med 25 punkter. Vi ser dock en stor sannolikhet att Norges Bank gungar till båten ytterligare och höjer sin räntebana och argumenten är följande:

- Inflationen i augusti var 0,4% högre än Norges Banks prognos och är nu 1,9%.
- Handelsviktad NOK är i skrivande stund 1,5% svagare än Norges Banks prognos för Q3 och har i genomsnitt varit 2% svagare under det tredje kvartalet. Norges Bank har en historia av att addera respektive plocka bort höjningar utifrån NOK-utvecklingen.
- Oljepriset, både spotpris och terminspriser, har stigit något sedan mötet i juni. På samma not kan tilläggas att oljeinvesteringenskäten och investeringsplaner för 2019 indikerade högre takt än Norges Banks prognos.

Nordea prognostiserar en högre NOKSEK, mot 1,12 vid årsskiftet.



Det faktum att Riksbanken är fånge i sin egen kvarn mal ner värdet på kronan eftersom minusräntor lockar ingen att äga SEK

Vä: Utländskt FX kapital sålde NOK under sommaren

Hö: Vi räknar med att NOK räntor ska stiga och NOKSEK likaså

CNYSEK – Ett geopolitiskt maktspel

Ekonomiska förlopp och kriser är svåra att på förhand detektera. Den globala ekonomin är ett komplext system där det i grunden inte finns några styrande centra. Till synes små och obetydliga händelser kan få stora konsekvenser medan "elefanter i rummet" passerar obemärkt förbi. Handelskriget mellan USA och Kina är okulärt en grandios elefant då Trump utmanar den rådande ordningen. Vad ska det lämna för avtryck?

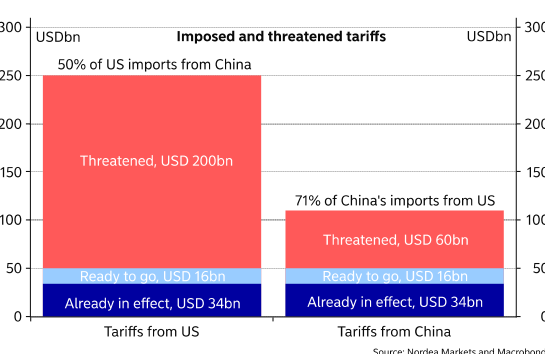
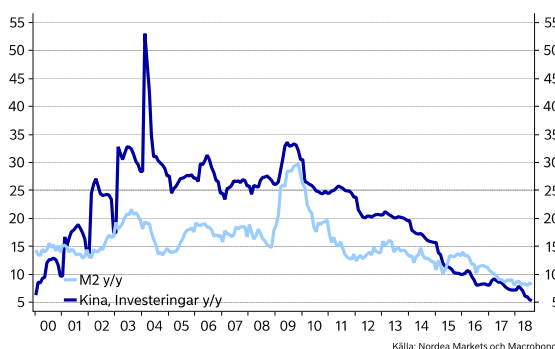
Efter att ha bedrivit ett lågintensivt handelskrig med mindre tariffåtgärder hotar nu en eskalerad process med potentiellt mer dramatik och volatilitet i både reala och finansiella marknader. Global ekonomi kan gå in i en "tail spin" om de strategiska korten spelas fel. Hitintills har Trumps hot och genomförande av tariffen haft en mindre effekt på världen.

Trump är inte Kinas enda bekymmer. Tillväxttakter och exporthjulet har bromsat in och tidigare annonserade infrastruktursatsningar har dragits tillbaka. Kinas korståg gentemot den privata sidans skuldberoende har resulterat i högre räntor, regleringar och därmed ett kredithjul som snurrar långsammare. USDCNY har stärkts med 10% sedan juni och handelsviktad yuan är ned 5%.

Om Trumps senaste hotbild realiseras, att USA i dagarna inför tullar (10% eller 25%?) på kinesiska varor för motsvarande 200 miljarder dollar, kommer det globala ekonomiska systemet att skakas om. Det är dock rimligt att tro att Trump gradvis portionerar ut sina umbäranden istället för att drämma till med allt på en gång. Vi noterar att i kinesisk press (People's Daily) ramas handelskriget in i ett större sammanhang där USA:s politik ska ses som ett geopolitiskt maktspel liknande kalla kriget och tidigare USA-Sovjet. Rättvisa handelsrelationer är således bara ett svepskäl från USA:s sida för att hålla tillbaka Kina. Att Kina betraktar Trumps tariffen som en stormaktsdrabbning ökar sannolikheten för konfrontation där Kina sannolikt vägrar backa.

Diskussioner pågår mellan USA och Kina och för tillfället råder någon form av vapenvila. Den kommer inte bestå. Trump begär stora eftergifter från Kina och verkar inte nöja sig med det "lilla" han får tillbaka. Statliga interventioner är en del i den kinesiska maktutövningen och det lär inte Trump kunna ändra på. Kinas lyckliga stjärna består i att Trump bedriver ett flerfrontsrig med potentiellt allierade, så som EU. USA, EU och t.ex Japan skulle tillsammans kunna driva en agenda som hela västvärlden står bakom. Det hade varit en förhandlingsklubba att svinga mot President Xi. Nordeas prognos är att CNY ska fortsätta att vara under press därmed en lägre CNYSEK på kort och lite längre sikt.

Om Trumps senaste hotbild realiseras, att USA i dagarna inför tullar på kinesiska varor för motsvarande 200 miljarder dollar, kommer det globala ekonomiska systemet att skakas om



Vä: Fallande kredit och lägsta investerings-takten någonsin i Kina

Hö: Realiserade tariffen och hot om kommande tullar

Prognoser

Valutakurser mot SEK

	Spot	3m	30jun19	31dec19	31dec20
EURSEK	10,55	10,60	10,30	10,00	9,70
USDSEK	9,05	9,14	8,66	8,13	7,58
GBPSEK	11,84	11,91	11,84	11,76	11,41
NOKSEK	1,09	1,12	1,13	1,11	1,08
JPYSEK	0,08	0,08	0,08	0,07	0,06
CHFSEK	9,36	9,14	8,66	8,33	8,08
DKKSEK	1,41	1,42	1,38	1,34	1,30
PLNSEK	2,45	2,41	2,42	2,44	2,34
CZKSEK	0,41	0,42	0,42	0,41	0,40
CNYSEK	1,32	1,32	1,31	1,25	1,18

Internationella valutakurser

	Spot	3m	30jun19	31dec19	31dec20
EURUSD	1,17	1,16	1,19	1,23	1,28
EURJPY	130,72	128,76	135,66	142,68	151,04
USDJPY	112,07	111,00	114,00	116,00	118,00
EURGBP	0,89	0,89	0,87	0,85	0,85
GBPUSD	1,31	1,30	1,37	1,45	1,51
EURCHF	1,13	1,16	1,19	1,20	1,20
EURNOK	9,64	9,50	9,15	9,00	9,00
EURPLN	4,31	4,40	4,25	4,10	4,15
EURCZK	25,49	25,50	24,75	24,50	24,50
EURCNY	8,01	8,00	7,85	8,00	8,19

Svenska räntor och spreadar

	Spot	3m	30jun19	31dec19	31dec20
Räntenivåer					
Reporänta	-0,50	-0,50	-0,50	-0,25	0,25
3M Stibor	-0,39	-0,40	-0,40	-0,15	0,35
2Y swap	-0,07	-0,05	-0,05	0,55	1,05
5Y swap	0,52	0,55	0,70	1,05	1,40
10Y swap	1,21	1,30	1,45	1,70	1,85
Spreadar					
10Y-2Y Sv	1,28	1,35	1,50	1,15	0,80
10Y-5Y Sv	0,69	0,75	0,75	0,65	0,45
Sv-Ty 10Y	0,27	0,30	0,35	0,50	0,45
US-Ty 10Y	2,10	2,40	2,60	2,60	2,35
US-Ty 2Y	3,08	3,25	3,40	3,20	2,50
10Y-2Y US	0,11	0,25	0,10	0,10	0,00

Internationella räntor

	Spot	3m	30jun19	31dec19	31dec20
EMU					
Styrränta	-0,40	-0,40	-0,40	-0,15	0,60
2Y swap	-0,15	-0,10	0,20	0,50	1,25
10Y swap	0,94	1,00	1,10	1,20	1,40
USA					
Styrränta	2,00	2,25	3,00	3,25	3,25
2Y swap	2,93	3,15	3,60	3,70	3,75
10Y swap	3,04	3,40	3,70	3,80	3,75
UK					
Styrränta	0,75	0,75	0,75	1,00	1,25
10Y swap	1,62	1,65	1,80	1,90	2,15
Norge					
Styrränta	0,50	0,75	1,25	1,50	2,25
10Y swap	2,28	2,40	2,55	2,60	2,85

Lyssna på min och Martins podd: <https://soundcloud.com/insightssverige>

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 www.nordea.com/mifid

Important disclosures of interests regarding this research material as well as recommendation changes in the past 12 months are available at: <https://research.nordea.com/FICC>

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.