

Januari 2019

Navigator

Kronan, schamanism och osynliga andar

Av Henrik Unell, Chief Strategist

Riksbankens Stefan Ingves säger i en TT intervju: mitt jobb är att vara, i ekonomiska sammanhang, en kombination av schaman, väderleksgubbe och estradör. På samma sätt som ironin dog efter att Kissinger tilldelats Nobels fredspris så blir konsekvensen densamma för undertecknad. Ingves beskrivning av sig själv överträffar det mesta jag skrivit om Riksbanken och det finns därmed ingen mer kritik att ge.

SEK

Schamanism och osynliga andar

USD

Homer Simpson är något på spåren

GBP

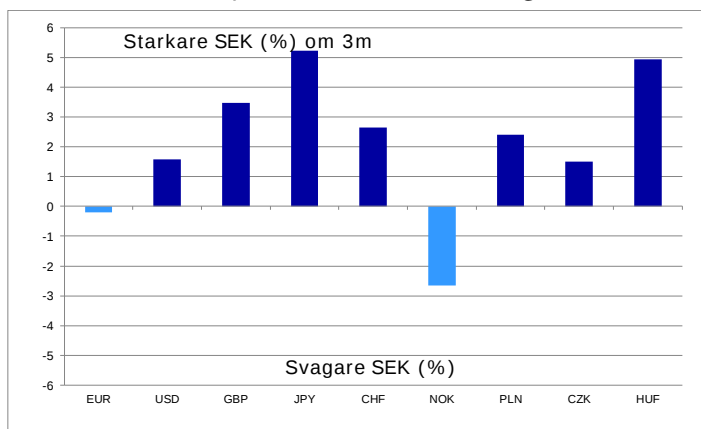
She May or she May not

NOK

Höjningsbekräftelse från Norges Bank?

CNY

Alla pratar kinesisk avmattning



Räntor – lejonämjaren som aldrig stött på ett lejon

Tio år efter startskottet av finanskrisen är vi halvvägs igenom. Krisen är över den dagen västvärldens centralbanker når sina "neutrala" styrräntenivåer. Hitintills har centralbanker sänkt räntor och delat ut gratislikviditet via olika typer av QE-åtgärder. Det har varit en bekväm tillvaro för tillgångsmarknader jämfört med nästkommande tio år då räntor och balansräkningar är tänkta att "normaliseras".

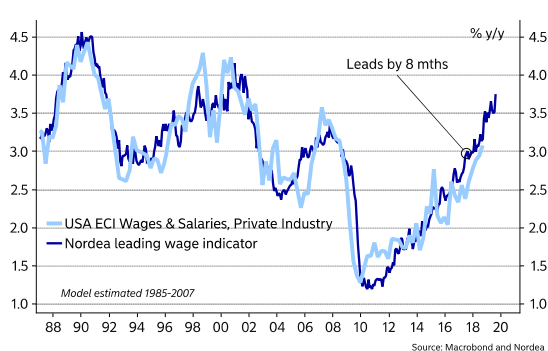
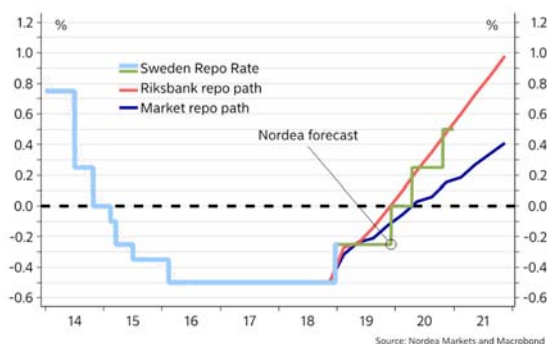
Fed har höjt styrräntan nio gånger men dagens noll i realränta kan knappast kvalificera sig som ett slutmål. Det är dock uppenbart att Fed befinner sig i ett vänta och se tillstånd efter att amerikanska börsindex imploderat, under framförallt december. Som det verkar är dagens Fed av samma skrot och korn som tidigare och det är tillgångsmarknader som håller i taktpinnen. Att konfrontera finansiella marknader och "the Greenspan put" (att konstant ha en för låg styrränta oaktat konjunktur) såg ut att vara Powells inledande strategi men nu U-svänger han.

Så här lät Powell under vår och sensommar: *there can be no macroeconomic stability without financial stability* och *"risk management suggests looking beyond inflation for signs of excesses"*. Det följdes upp i oktober av *"we may go past neutral, but we're a long way from neutral at this point"* till december och börsfallet som fick honom att vackla: *"no preset path for policy. Always prepared to shift the stance of policy and to shift it significantly..."*. Powells förvandling är att likna vid en lejonämjare som aldrig hade träffat ett lejon.

Powells förvandling är att likna vid en lejonämjare som aldrig hade träffat ett lejon

Fed har dock att ta hänsyn till att löner sannolikt ska fortsätta stiga, upp mot 3,5%, samtidigt som konjunkturen är någorlunda stabil. Marknaden drar förhastade slutsatser i närtid då den utgår från att nästa steg är en sänkning från Fed (2020). Fed är mjukare än tidigare men framförallt är de "data dependant". Om makrodata är tillräckligt bra, bör den återhämta sig och det blir vapenvila mellan USA och Kina, då är dagens noll i realränta alldeles för lågt. Det borde finnas mer höjningspremie i den amerikanska kurvan än det i dagsläget gör.

Retorikskiftet har dock stoppat blodflödet i tillgångsmarknader och Powells mjukare linje ser vi spåren av hos Riksbanken som förvisso höjde styrräntan med 25 punkter men plockade bort en höjning under 2019 från sin tidigare räntebana. Nu får vi sannolikt vänta till slutet av året innan Riksbanken höjer nästa gång eller som marknaden diskonterar, till mars-20. The world is not a happy place, för tillfället ska tilläggas, och den politiska riskpremien sänker hushållens vilja att konsumera samtidigt som handelskonflikter, brexit etc. lägger locket på företagens investeringar. Dags att klicka starta igång världen med expansiv finanspolitik.



Vä: Riksbankens reporäntebana, marknaden och Nordeas prognos

Hö: En tillfällig Fed-pause men med det här lönetrycket är det bara....tillfälligt?

EURSEK – schamanism och osynliga andar

Riksbankens Stefan Ingves säger i en TT intervju: mitt jobb är att vara, i ekonomiska sammanhang, en kombination av schaman, väderleksgubbe och estradör. På samma sätt som ironin dog efter att Kissinger tilldelats Nobels fredspris så blir konsekvensen densamma för undertecknad. Ingves beskrivning av sig själv överträffar det mesta jag skrivit om Riksbanken och det finns därmed ingen mer kritik att ge. Schamanism enligt Wikipedia: *”Schamanismen anser att världen är fylld av osynliga andar, förfäder och krafter vilka kan påverka de levande. Ofta ses den ordinära verkligheten som en illusion”*.

Riksbanksprotokollet från decembermötet andades dock en klarsynthet från Ingves sida. Äntligen lyfte han blicken och slutade diskutera tiondelar på inflationen. Han gav det perspektiv på penningpolitiken som vi på Nordea så länge efterfrågat: Han konstaterar att världen och Sverige ser helt annorlunda ut idag än när Riksbanken i början av 2015 sänkte räntan till minus och började köpa svenska statsobligationer.

De frågeställningar som Ingves tidigare avfärdat har helt plötsligt blivit argument för att höja styrräntan: Fed har höjt räntan nio gånger, är inte det en signal för Riksbanken? Varför ta rygga på ECB:s penningpolitik när svensk makro utklassar den i eurozonen? Och för första gången på fem år sträcker han ut en hand till Finansinspektionen när han konstaterar att en höjd ränta ”kan medverka till att reducera skuldökningstakten hos hushållen”, något finansinspektionen efterfrågat en längre tid

Ingves och Riksbanken vill fortsätta höja styrräntan men timingen är otäckt dålig. Räntehöjningsfönstret har varit öppet under två års tid men under andra halvan 2018 har Europa och Sverige kört i diket. Ingves tämligen muntra beskrivning av svensk ekonomi håller inte och min kollega twittrade efter protokollet: Ingves har glömt att trycka på F9 (uppdatera). Om Riksbanken fortsätter att villkora framtida räntehöjningar med prognosuppfyllelse på tillväxt och inflation, då riskerar det att bli en ihållig höjningscykel.

Vår BNP indikator pekar mot 1% BNP-tillväxt i mitten av 2019 och i oktober, då Riksbankens egen räntebana indikerar höjning nr två, säger Nordea att inflationen är 1,5% ish. Höjningen i december var tänkt att markera slutet på Riksbankens penningpolitiska ökenvandring. Nu framstår den höjningen snarare som en isolerad oas, en ”one and done”.

En höjning i kombination med Nordeas dystra makroprognoser räcker tyvärr inte för att locka tillbaka kronköpare. Vi noterar dock att kronan parerat marknadsturbulensen väl och vi gissar att positioneringen i kronan är tämligen neutral. En svårighet i bedömningen av kronans utveckling är Riksbankens obligationsinnehav. I frånvaro av räntehöjningar kan förändringar av innehavet få förhållandevis stor betydelse för kronan. Till exempel kan obligationsförfallet i mars 2019 bidra till kronstyrka då utbudet av kronor minskar.

En höjning i kombination med Nordeas dystra makroprognoser räcker inte för att locka tillbaka kronköpare



Vä: Handelsviktad krona och relativa USA-SEK långräntor

Hö: Fy badboll va baissigt det ser ut för svensk tillväxt skulle våra indikatorer få rätt

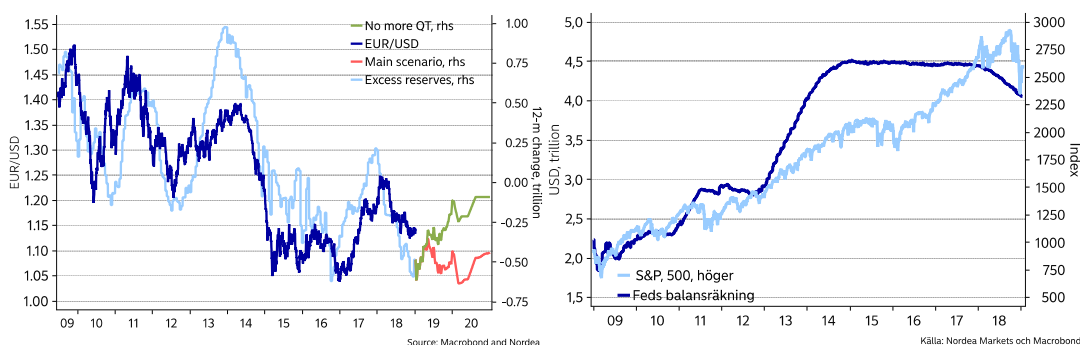
USD/SEK – Homer Simpson är något på spåren

Fed släppte ut QE monstret (sedelpressen) ur sin bur 2008 och därefter följde flertalet centralbanker efter, inklusive vår egen Riksbank. Regnet av dollar från ovan, när Fed byggde världens största balansräkning, var tänkt att pressa ned amerikanska statsobligationsräntor och därmed minska dess attraktionskraft. Istället för att äga lågavkastande statsskuld skulle finanskapitalet styras in i aktier och företagsobligationer med bättre avkastning. Den positiva förmögenhetseffekten, som ett resultat av stigande aktiekurser och lägre kreditriskpremier, skulle därefter lyfta tillväxten via företagsinvesteringar och större efterfrågan. Rekordlåga amerikanska räntor och en glödhet sedelpress försvagade dollarn, eldade på tillgångsmarknader men lämnade få eller inga avtryck i den reala ekonomin. Sedan en tid tillbaka har Fed bytt strategi och QE (Quantitative Easing) har blivit QT (Quantitative Tightening). Monstret är således på väg tillbaka in i buren. Den processen har delvis sammanfallit med globala aktiemarknader och amerikanska börsindex som har imploderat.

Lika effektivt som QE drev upp tillgångspriser lika destruktiv blir effekten när Fed bantar sin balansräkning. Fed har inte velat lyssna på marknadens vädjan att stänga av sin likviditetsdamsugare samtidigt som de höjer räntan. Feds ledamöter är av åsikten att QT "is like watching paint dry" (Janet Yellen 2017) och har ingen effekt på marknaden. Vad är sant och inte? Jag tror att Homer Simpson är något på spåren när han sveper en burk majonnäs blandad med vodka och konstaterar innan han svimmar: "that's a problem for future Homer, man I don't envy that guy". Sedelpressen stabiliserade och inflaterade tillgångsmarknader när det fanns skottkärror med dollar att tillgå. Att dessa åtgärder skulle få bieffekter i en odefinierad framtid var tämligen självklart.

Mängden likviditet i det finansiella systemet påverkar värdet på tillgångspriser. Kausaliteten är svår att exakt härleda i bevis men vi ser tydligt spåren i marknaden och det faktum att marknaden uppfattar det som väsentligt gör det relevant, sant eller inte. En middag har innebörd för det gör en mått, liksom en flygresa då det är en transport. En Andy Warhol tavla däremot som föreställer en blek Mona Lisa kan trots sin miljardprislapp bara vara ett socialt spel, en subjektiv bedömningsfråga. Marknaden har bestämt sig för att QT ingår i marknadens spel, rätt eller fel, men det har betydelse i nuvarande kontext. Vår vy är att mängden dollar har varit det globala systemets skyddsnät och när det nu tas bort så blir det farligare att vistas nära branten. Fed pausar för tillfället vidare räntehöjningar men låter balansräkningen förfalla. Det dränerar systemet på dollar.

Nordea ser dock en dollarförsvagning i mitten av året då vi förväntar oss ett sämre makrotillstånd i USA. Frågan kvarstår dock huruvida Feds QT omöjliggör en tydligt svagare dollar. Handlingar bakåt i tiden bestämmer och begränsar framtiden. Kanske är det inte svårare än så. Vi räknar dock med en lägre USDSEK, mot 8,50 om 6m.



Marknaden har bestämt sig för att QT ingår i marknadens spel, rätt eller fel, men det har betydelse i nuvarande kontext

Vä: Svagare dollar skulle Fed avbryta QT och fortsatt stark dollar om Feds plan fullföljs

Hö: QE och Trumps skattesänkningar drev upp börsen. QT jobbar i andra riktningen

GBPSEK – she May or she May not

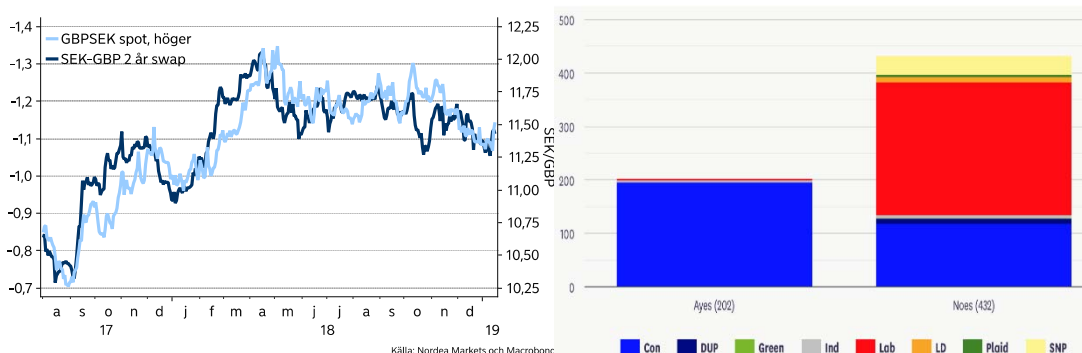
Parlamentets beslut att i går kväll refusera Theresa Mays brexitförslag var i linje med förväntan. Röstsiffrorna blev dock förnedrande: 432 mot 230. 118 Tories rebellerade i det som var det största nederlaget någonsin för en sittande regering. Därefter begärde labours Corbyn en förtroendeomröstning mot May-regeringen. Av allt att döma kommer May att överleva en dylik omröstning och hon har 14 dagar på sig, skulle hon förlora, att bygga en ny majoritet. Därefter utlyses nyval skulle Theresa May ha misslyckats.

Det kommer krävas ett myteri från det egna leden för att fälla regeringen. Vi tror inte att det kommer ske. I händelse av ett nyval riskerar Tories att tappa mandat och Jeremy Corbyn har goda chanser att bli näste premiärminister. Förtroendeomröstningen äger rum ikväll (16/1) klockan 20:00 svensk tid. Om regeringen sitter kvar har de fram till måndag den 21/1 på sig att presentera ett nytt förslag. En jämnare omröstning hade sannolikt kunnat resultera i mindre eftergifter från EU:s sida där parterna utgick från regeringen och EU:s ursprungliga dokument. Pulveriseringen i parlamentet tyder dock på att det inte är möjligt. Det krävs något nytt.

Givet att det inte finns ett mandat i parlamentet för en andra folkomröstning, så riskerar brexitsoppan att puttra längre än det tänkta förfalldatumet 29 mars. Det betyder inte nödvändigtvis bra saker för pundet men det undslipper sitt värsta scenario, en no deal brexit. Vi tror att Theresa May kommer tillbaka till parlamentet med någon form av tullunions lösning, en upp eller ned pimpad version av t.ex. Norge modellen. Den typen av lösning kommer ändå kräva ett utträdesavtal liknande det som förhandlats fram och röstats ned av parlamentet.

“Time is almost up” sa Juncker, ordförande i EU-kommissionen, och han har delvis rätt. Det var den snäva tidsramen som var Theresa Mays starka kort för att få igenom sitt förslag. Nu går inte det kortet att spela och då är det rimligt att EU till slut går med på en förlängning av utträdesdatumet. Den obefintliga pundrörelsen gör gällande att det är vad marknaden räknar med när den blickar framåt och letar efter nästa steg i processen.

Hela EU blocket, inklusive UK, innefattar 504 miljoner människor med en myriad av småländer som satelliter. Det är en gigantisk ekonomisk maktfaktor skulle de uppnå en enighet och gemensam rörelse. Ryssarna är blott en tredjedel av EU och fattiga dessutom. USA är 65% av EU men ännu mer delade...? UK säger sig vara frihandelsvänliga men tackar nej till världens största frihandelsområde dit 48% av landets export går. Tid plus tragik blir komedi och brexit har blivit en utdragen såpa med bullrande romantiker, bandhundskällande trashtidningar och förskrämda vardagliga politiker som försöker lösa omöjliga ekvationer. En förlängning av tidsfristen, säg till årsskiftet, kan få valutamarknaden att glömma en framtida avgrund och köpa pund på sannolikheten att en mjuk brexit följer alternativt en andra folkomröstning. Det håller vi med om.



NOK/SEK – höjningsbekräftelse från Norges Bank?

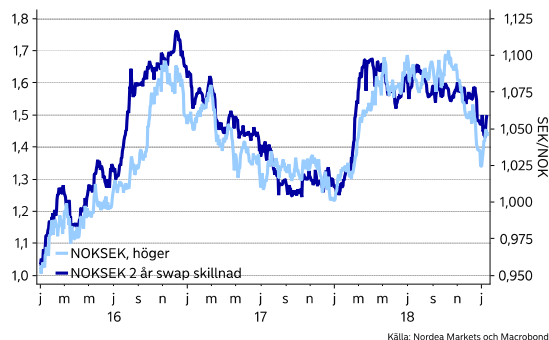
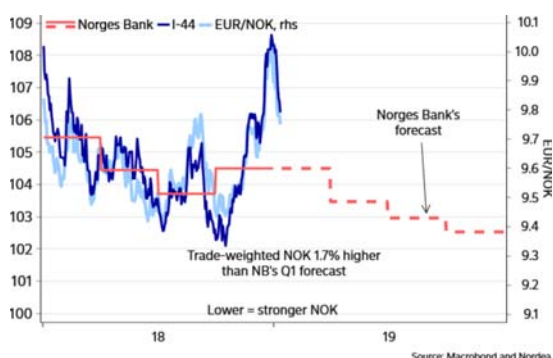
I september höjde Norges Bank styrräntan med 25 punkter till 0,75%. Den framåtblickande räntebanan revideras dock ned en aning när marknaden förväntade sig det motsatta och NOK föll på beskedet. Vid det penningpolitiska mötet i december lämnades styrräntan oförändrad men återigen justerades räntebanan ned. Den 24 januari är det dags för årets första räntebesked från NB. Förväntat är att de ligger kvar med 0,75% och att de bekräftar tidigare intentioner att höja styrräntan i mars. I kölvattnet av tidigare "risk off" miljö har marknaden lyft bort höjningspremie i den kortare delen av kurvan och NOK har försvagats. Gradvis har samma riskpremie kommit tillbaka och nu diskonterar marknaden 65% sannolikhet för 25 punkters åtstramning i mars.

Eftersom Nordea räknar med att styrräntan höjs till 1% och att Norges Bank konfirmerar det vid mötet i januari, borde det finnas potential för NOK att stärkas framåt. Det är dock rimligt att ställa sig frågan hur marknader och makrobilden har förändrats sedan mötet den 13 december. Finns det en risk att NB signalerar en senareläggning av nästa höjning? Det skulle i så fall få negativa konsekvenser för den norska kronan.

Så här tänker vi: Oljeprisfallet och det sämre makroläget resulterade i en nedjustering av räntebanan den 13 december. Därefter har den internationella konjunkturbilden försämrats ytterligare. Tyskland, eurozonens ekonomiska lokomotiv, befinner sig sannolikt i teknisk recession. Franskt konsumentförtroende har kollapsat efter gula västarnas protester och detaljhandelsdata kommer sannolikt följa efter. Det finns inget i dagsläget som talar för att en lösning i handelskonflikten mellan Kina och USA är nära förestående och kinesisk import och export har imploderat. Därtill brexit-situationen där tidskrokodilen i snabb takt åter upp dagarna inför utträdet den 29 mars. Börser har tillfälligt stabiliserats. Oljepriset bottnade på 50\$/fat men har rekylerat och prisbilden är i linje med nivån vid mötet i december. Norges Banks beskrivning av en relativt balanserad omvärld har således tiltats i en sämre riktning sedan förra mötet.

Den inhemska ekonomin ser dock bättre ut och framförallt är inflationen högre än Norges Banks prognos. I december var NB:s KPI-prognos 1,9% y/y men utfallet landade två tiondelar högre, på 2,1% y/y. Det inhemska prstrycket stiger, som ett resultat av högre löneökningstakter och ett högre resursutnyttjande. Att den norska kronan är svagare än NB:s prognos lyfter dessutom importerad inflation. Norges Banks räntebana gör gällande att styrräntan är 2% i slutet av 2021, en tämligen ihållig höjningscykel. Att urholka den ytterligare genom att senarelägga höjningen i mars tror vi inte ligger i korten för tillfället. Den internationella riskbilden talar dock för att nuvarande inprisning av Norges Bank är "fair" men Nordea är positiva till NOK och räknar med att NB höjer räntan i mars.

Den internationella riskbilden talar dock för att nuvarande inprisning av Norges Bank är "fair" men Nordea är positiva till NOK och räknar med att NB höjer räntan i mars



Vä: Handelsviktad NOK 2% svagare än NB:s prognos

Hö: Vi tror på högre korträntor i Norge och en höjning från NB i mars. Det borde resultera i starkare NOKSEK

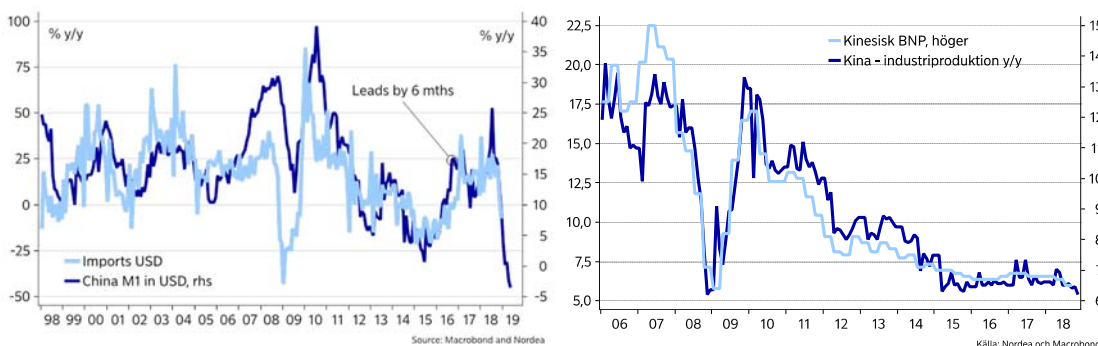
CNYSEK – alla pratar kinesisk avmattning

G-20 mötet i Buenos Aires i början av december resulterade i 90 dagars vapenvila och de tariffer som USA hade planer på att införa, och som Kina sannolikt hade retaliert, sköts på framtiden. Men 90 dagar (2 mars) räcker inte för att lösa nuvarande handelskonflikt. Det är för stora värden och principer som står på spel. Det man kan hoppas på är att parterna, framförallt Kina, kommer överens om att global handel kräver marknadsekonomiska förhållanden och att det i dagsläget finns brister som behöver rättas till.

Vi räknar med att Kina kommer presentera en lista av fortsatta reformer som amerikanarna kräver ska införas. Det är förändringar och beslut som redan är tagna och ingår i Kinas ekonomiska transformation, från en traditionell industrination till ett högteknologiskt centra. Marknaden tolkar i dagsläget vapenvilan som något positivt. USDCNY har bromsat sin resa mot sju och faller stadigt. Globala börser, inklusive kinesiska index, har stigit på senare tid. Det är naturligtvis en kombination av att Fed gjort en U-sväng när det gäller penningpolitiken samt positiva tecken i samtalen mellan USA och Kina.

Yuanen mår bra i den ficka av stabilitet som nu existerar men är det rimligt att tro att den ska fortsätta? På ett övergripande och geopolitiskt plan har relationen mellan USA och Kina förändrats och försämrats under Trump. USA:s tidigare närmande av Kina med falskklingande artighet, att se mellan fingrarna strategin, har ersatts av konfrontation och en känsla av kallt krig och konflikt länderna emellan. Kina kommer inte backa från sina strategiska vägval och kommer fortsätta att bromsa konkurrens från utländska aktörer och endast gradvis förändra sin industriplattform. USA och Trump kommer fortsätta uppröras över ett otillfredsställande skydd av immateriella rättigheter och efterlevandet av överenskomna regler.

Kina vill inom kort bli Sydkorea i termer av högteknologisk producent av varor och den ambitionen kan Trump inte bromsa. Handelskriget och vikande globalt tillväxtnmomentum syns i den kinesiska statistiken. Exportorder är på 2-års lägsta och aktiviteten i tillverkningsindustrin har gått i stå. För oss är det uppenbart att tillväxten i dagsläget är lägre än de 6,5% y/y som rapporterades i Q3. Kina signalerar "massiva" skattesänkningar, Xi tidigare lägger infrastruktursatsningar och centralbanken bedriver en mer ackommoderande penningpolitik. Avmattning i Kina är det stora narrativet för tillfället. Vår bedömning är att CNYSEK ska försvagas. Något otrevligt puttrar i Kina.



USA:s tidigare närmande av Kina med falskklingande artighet, att se mellan fingrarna strategin, har ersatts av konfrontation och en känsla av kallt krig

Vä: mindre kredit-stimulanser(M1) och handelskrig gör att varuimporten fallerar. Kanske lyckas Xi skaka liv i M1...

Hö: ...för om han inte lyckas, kommer nedgången bli värre än i denna graf

Prognoser

Valutakurser mot SEK

	Spot	3m	30jun19	31dec19	31dec20
EURSEK	10,23	10,25	10,15	10,00	9,70
USDSEK	8,98	8,84	8,53	8,33	7,76
GBPSEK	11,54	11,14	11,53	11,49	11,28
NOKSEK	1,05	1,08	1,09	1,11	1,08
JPYSEK	0,08	0,08	0,07	0,07	0,07
CHFSEK	9,08	8,84	8,75	8,40	8,08
DKKSEK	1,37	1,37	1,36	1,34	1,30
PLNSEK	2,39	2,33	2,39	2,41	2,28
CZKSEK	0,40	0,39	0,40	0,39	0,36
CNYSEK	1,33	1,26	1,24	1,23	1,18

Internationella valutakurser

	Spot	3m	30jun19	31dec19	31dec20
EURUSD	1,14	1,16	1,19	1,20	1,25
EURJPY	123,97	131,08	135,66	139,20	141,25
USDJPY	108,79	113,00	114,00	116,00	113,00
EURGBP	0,89	0,92	0,88	0,87	0,86
GBPUSD	1,29	1,26	1,35	1,38	1,45
EURCHF	1,13	1,16	1,16	1,19	1,20
EURNOK	9,73	9,50	9,30	9,00	9,00
EURPLN	4,29	4,40	4,25	4,15	4,25
EURCZK	25,56	26,00	25,50	25,50	27,00
EURCNY	7,70	8,12	8,21	8,16	8,25

Svenska räntor och spreadar

	Spot	3m	30jun19	31dec19	31dec20
Räntenivåer					
Reporänta	-0,25	-0,25	-0,25	0,00	0,50
3M Stibor	-0,08	-0,15	-0,15	0,10	0,65
2Y swap	0,06	0,10	0,29	0,55	1,15
5Y swap	0,47	0,65	0,70	1,05	1,40
10Y swap	1,09	1,30	1,45	1,70	1,85
Spreadar					
10Y-2Y Sv	1,03	1,20	1,16	1,15	0,70
10Y-5Y Sv	0,62	0,65	0,75	0,65	0,45
Sv-Ty 10Y	0,29	0,38	0,40	0,40	0,25
US-Ty 10Y	1,95	2,33	2,40	2,25	1,70
US-Ty 2Y	2,87	3,28	3,25	3,00	2,00
10Y-2Y US	0,05	0,10	0,00	0,05	0,00

Internationella räntor

	Spot	3m	30jun19	31dec19	31dec20
EMU					
Styrränta	-0,40	-0,40	-0,40	-0,15	0,10
2Y swap	-0,17	-0,13	0,20	0,50	1,30
10Y swap	0,80	0,92	1,05	1,30	1,60
USA					
Styrränta	2,50	2,50	3,00	3,00	3,00
2Y swap	2,70	3,15	3,45	3,50	3,30
10Y swap	2,75	3,25	3,45	3,55	3,30
UK					
Styrränta	0,75	0,75	0,75	1,00	1,25
10Y swap	1,51	1,65	1,80	1,90	2,15
Norge					
Styrränta	0,75	0,75	1,00	1,50	2,25
10Y swap	2,14	2,50	2,55	2,70	2,95

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

Henrik Unell
Chief Analyst
henrik.unell@nordea.com

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.