

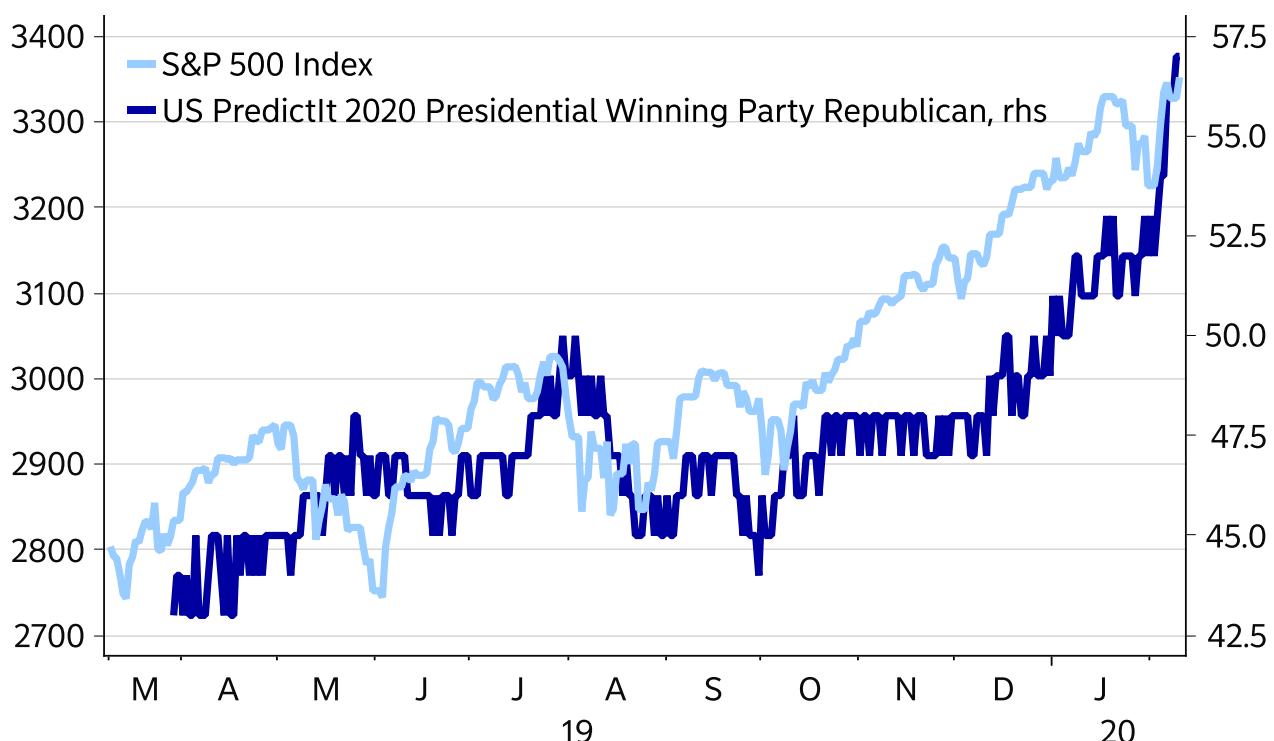
Februari 2020

Navigator

Det är dollarns år i år igen

Av Henrik Unell, Chief Strategist

Som centralbanker brukar konstatera i sin postmoderna sandlåda: marknader är korrekt värderade givet det låga ränteläget. Att de själva är spjutspetsen i denna räntenedgång utelämnas.

SEK*Kronans skyddshelgon är stigande räntor***USD***Det är dollarns år i år igen***GBP***Happy single time to mingle***NOK***NOK och SEK, det udda tvillingparet***CNY***Hög "fear factor" i CNY*

Source: Macrobond and Nordea

Räntor – ett pussel eller ett problem?

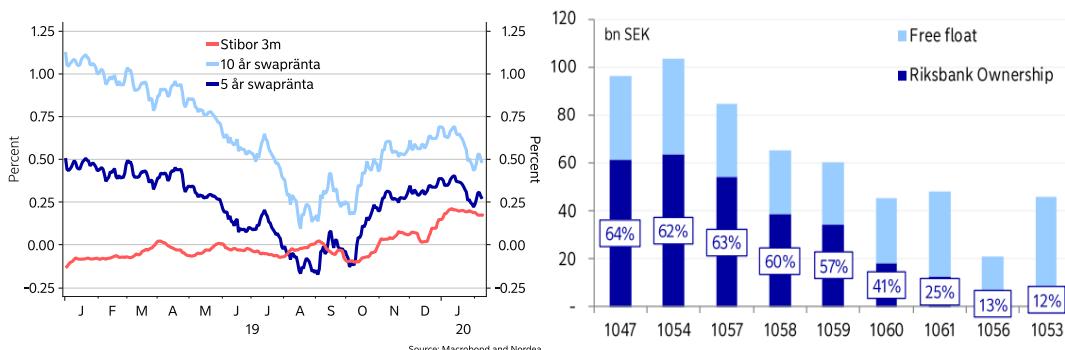
I dagens penningpolitik formulerar centralbanker och andra kommentatorer avsaknaden av ett globalt pristryck som ett "pussel". Eftersom ett pussel i princip är lösbart så tillåter samhället så kallade experter för att få bitarna på plats. Hade man istället valt att nära sig det lägre pristrycket som ett problem hade penningpolitiken sannolikt sett annorlunda ut. Det följer av den enkla sanningen att alla problem går inte att lösa.

Kinas positiva produktivitetsunder blev centralbankernas s.k. låginflationsproblem. I deras ramverk hotade apokalypsen om priset på tomater och begagnade bilar var tre tiondelar för lågt. Pusselläggarna rotade i sin "bristfälliga" inflationsstatistik, tolkade den till förbannelse och såg lösningen. I den nya ekonomiska ordningen skulle pengar vara gratis! Grundläggande styrprinciper åsidosattes och centralbanksarbitraget dök upp som en perverterad livsform. Frigolithus byggdes på höjden och folk var inte sena att flytta in. De ackompanjerades dessutom av postmodern retroinredning d.v.s. en föreställning om att företagens kassaflöden eller framtida överlevnadsförmåga var sekundär centralbankernas hjälpinsatser. Därav dagens "the everything bubble" i tillgångsmarknader.

Vad som började som en positiv utbudschock med billiga varor från Kina har tack vare pusselläggarna förvandlats till ett reellt deflationshot av den onda sorten. Kopplingen mellan konjunkturcykeln och marknadsrörelser existerar inte. Marknadsvärderingar vilar på pelare utan någon som helst markkontakt. Och ju mer belåningen växer samtidigt som riskpremier faller desto tydligare blir det att penningpolitiken har färre valmöjligheter.

Powell var lejontämjaren som aldrig träffat på ett lejon när hans höjningsambitioner gick om intet i samband med börsfallet i december 2018. Nu är Fed on hold, skrämda till lydnad av marknaden. I euroland kommer Lagarde förvalta arvet från Draghi vidare. Eurozonens ekonomi fortsätter att vara under belägring och ECB:s likviditetskranar är fullt påskruvade. Det förhållandet kommer inte att ändras.

Svenska räntor har smittats av virus och en 10-årig svensk swap är 15 punkter lägre än vad den var innan utbrottet. Det finns inga skäl att tro att den inte kan hitta tillbaka när viruset så småningom har oskadliggjorts. Under förmiddagen lämnade Riksbanken räntebesked och kommunicerade som förväntat att styrräntan var "on hold" i två år ish. Det är också vad Nordea och marknaden räknade med. En virusflack kurva ger skuldkunder +30 punkter på en svensk 10 årig swap visavi Stibor 3. Pusselläggarna regerar vidare. Suck.



Grundläggande
styrprinciper
åsidosattes och
centralbanksarbitraget
dök upp som en
perverterad livsform.

Vä: en virusflack
kurva i Sverige

Hö: "vi har väl inget
med ränteläget att
göra" säger Rix och ni
ser själva hur mycket
skuld de äger av
utestående
emissioner i stats-
obligationer

EURSEK – kronans skyddshelgon är stigande räntor

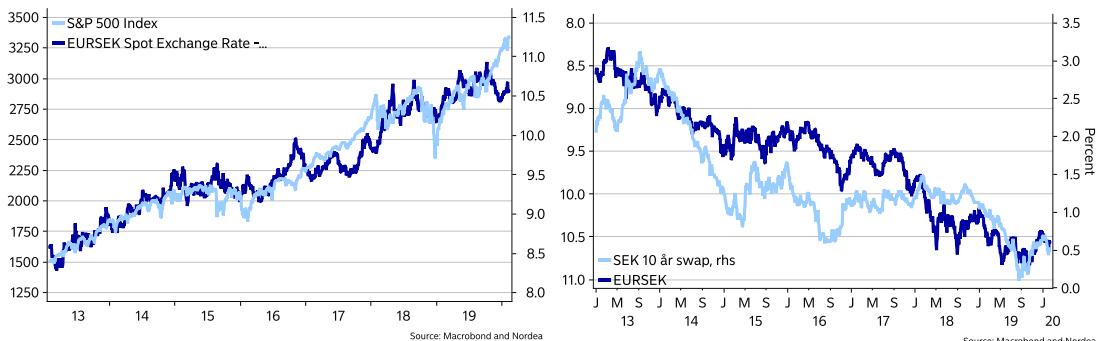
Likt en filosofisk diskussion mellan optimisten Leibniz och dystopikern Schopenhauer rör sig EURSEK mellan marknadens tolkning av coronaviruset som en pandemi eller en vanlig ormsnuva. Pendelrörelsen i kronan följer av att marknaden stundom säljer risk eller kastar sig över den och det verkar brinna i fickorna på köpparna. Flertalet aktieindex tar ut nya högsta nivåer, räntor letar sig sakta sakta tillbaka upp och EURSEK har fallit tvärt, från 10,69 till dagens 10,50. Nordea avstår från att ha en åsikt om virusets vidare framfart. Vi försöker istället fokusera på kronans drivkrafter exklusive coronavirus.

Det är en korsbefruktning av stabilare internationell miljö samt domestika drivkrafter som så småningom kan få EURSEK att röra sig ned mot 10,40. 2019 var det sämsta globala tillväxtåret sedan finanskrisen 2009 men det var ett fantastiskt avkastningsår. Starka börser paradesiterade på fallande räntor som i huvudsak manövrerades ned av centralbanks-sänknings och den kapprustningsspiral av löften att aldrig höja styrräntor igen. Som centralbankstjänstemän brukar konstatera i sin postmoderna sandlåda: marknader är korrekt värderade givet det låga ränteläget. Att de själva är spjutspetsen i denna räntenedgång utelämnas.

Det brukar ofta användas som ett axiom att kronans skyddshelgon är en marknad som omfamnar risk (definierat som börsuppgång). Det kan naturligtvis gälla i det korta perspektivet, som nu, men inte på sikt. 2019 inleddes EURSEK på kursen 10,16 och i oktober var den 10,9350. Under samma period steg OMX30 med 17%. Faktum är att från 2013 fram till dags datum har S&P500 stigit med 135% och kronan har tappat nästan 30% mot euron. För att en positiv börsrörelse ska få genomslag på kronan krävs att konjunkturen och framförallt räntemarknader konvergerar. Det gör den inte i dagsläget.

Slutsatsen är att konjunkturcykeln (nivån på tillväxt och inflation) är relevant för en starkare krona men bara om det visar sig i den längre delen av avkastningskurvan. Minusräntor och QE-köp har dessvärre lagt en våt filt över långa svenska räntor och begränsar kronans come-back. Riksbanken höjde förvisso styrräntan till noll i december men de har inga planer på att höja räntan vidare.

Om viruset försvinner kan konjunkturen eventuellt skördar frukterna av mer expansiva finansiella villkor samt USA och Kinas fas-ett avtal. Nordea har ärtill en tämligen positiv konjunktur-prognos för Sverige under det andra halvåret 2020 och för helåret 2021. Det kommer dock inte få Riksbanken ur startblocken så länge inflationen uteblir men det kan vara en tillräcklig näringslösning för långa räntor att sega sig upp en aning och stärka kronan. Nordeas EURSEK prognos är 10,60 på 3m och 10,40 i slutet av året.



USD/SEK – det är dollarns år i år igen

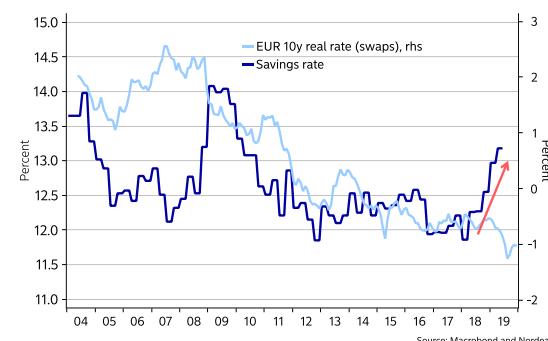
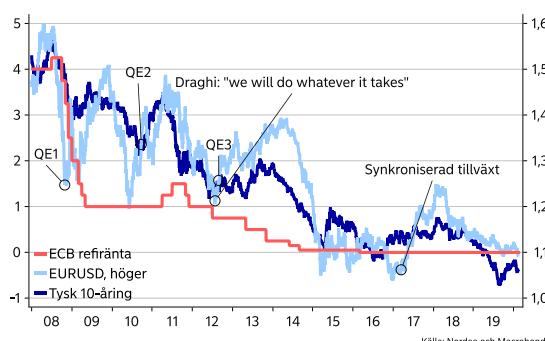
Feds Clarida har vid flertalet tillfällen konstaterat att den (aggregerade) amerikanska konsumenten aldrig mått bättre (ingen klassanalys i det konstaterandet). Claridas chef, Jerome Powell, håller med. Feds tre "försäkringssänkningar" under 2019 samt ett nystartat QE-program (tillfört 220 miljarder \$ i likviditet) har gjort susen säger Fed chefen.

Faktum är att den amerikanska ekonomin badar i pengar jämfört med för ett år sedan. En höjningscykel som förvandlats till en sänkningscykel med kollapsande räntor och skenande börser. Effekten har blivit att kassaflöden förbättrats och förmögenheter växte med 25-30% ett år då S&P500 bolagen redovisade noll procent i vinsttillväxt! (börsen har nått den andliga dimensionen som är oberoende av materia och energi). Därtill Trumps underskotts-politik / tidigare skattesänkningar samt vidare avregleringar.

När en konsumtionsdriven ekonomi, likt den amerikanska (80% av BNP är konsumtion) träffas av så mycket pengar blir resultatet positivt. BNP fjärde kvartalet var 2,1% (uppräknad årstakt) Det är att jämföra med den ökenvandring som stora delar av eurozonens ekonomier genomlidit under två år. EMU-lokomotivet Tyskland lyckades endast skrapa ihop 0,6% tillväxt under hela 2019. Tariffkrig och stark dollar har lagt locket på global handel och den europeiska exportdoktrinen har lidit därefter.

ECB:s tänkta lustbetonade farmakologi i form av QE och sänkt depositränta har tvärtom framkallat ångest och depression hos hushållen och näringslivet. Hushållens sparande ökar och bankutlåningen till näringslivet faller för tillfället. Med -50 punkter i depositränta har ECB nått vägs ände. Fed har en styrränta som är 2,12% högre. Det betyder i min värld att dollarn och Fed har en (ränte)fördel då reservfallsräntan är kvar i sitt hölje. ECB däremot har fått felfunktion på bågge skärmarna, samtidigt som ekonomin närmar sig noll/marken.

Kontentan är att vi är fortsatt dollarpositiva. De tecken, framförallt i högre PMI-siffror i Asien och Europa, som vi såg innan viruset slog till talar för att utvecklingen kanske kan vända i EMU-området om/när coronaviruset upplöses. Men samtidigt: bottenkänning i europeisk/svensk ekonomi kan på sin höjd stabilisera EURUSD och USDSEK runt nuvarande nivåer men de kommer inte ta sig vidare. För att reversera de senaste årens starka dollartrend krävs ett pålitligare reflationstema som bekräftas av stadigt stigande långräntor i både Tyskland och Sverige.



För att reversera de senaste årens starka dollartrend krävs ett pålitligare reflationstema som bekräftas av stadigt stigande långräntor i både Tyskland och Sverige

Vä: Stigande EUR- räntor är nyckeln till en svagare dollar...

Hö: ...men ECB:s minuspolitik slår bakut och hushållen ökar sitt sparande

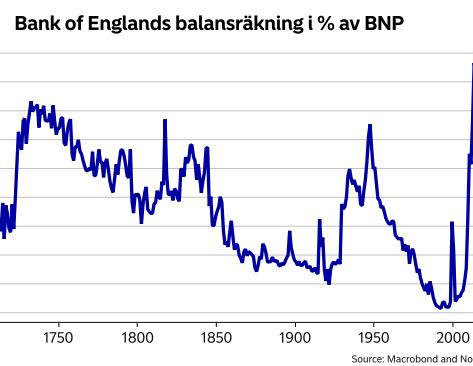
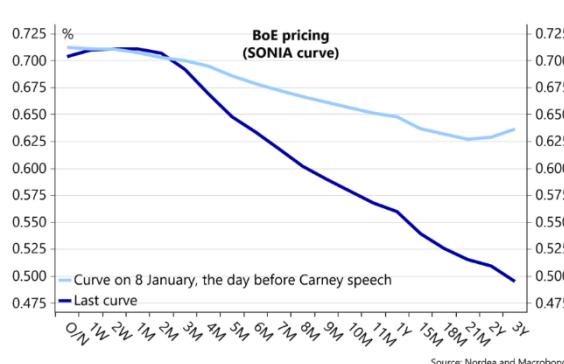
GBPSEK – happy single, time to mingle

Det går visst att vara en dålig förlorare trots att demokratin har segrat. I grunden är det inte brexit jag hänger upp mig på utan de irrationella argumenten och logiska tankevurporna som de förfördelade britterna blir skedmatade med. Fransmännen valde ändå proletariatet för att utkräva sin rätt efter den franska revolutionen. Anglosaxernas revolution och frontmän (Boris Johnson och Trump) är ju vår tids Marie Antoinette och de som sett till att cementera klassklyftorna. Den brittiska rentierklassen styr således vidare.

Nu inleds den första diskussionsrundan mellan EU:s representanter och UK. Hur kommer förhållandet dem emellan att se ut efter 31 december är frågeställningen? Tanken är att ett avtal ska vara på plats innan 2021 och Boris Johnson verkar inte vara intresserad av en förlängning av förhandlingsperioden. Inför de kommande diskussionerna har regeringen i UK har gått ut hårt och säger sig acceptera ett scenario där handelstullar blir verklighet. Det skulle dock få konsekvenser för den väljarbas som ledde Tories till en parlamentarisk seger och som normalt sett röstar på Labour. De tillhör hjärtat av brittisk industri och är i behov att ett globalt perspektiv och ett fritt flöde av varor parterna emellan. Jag gissar därför att EU ser igenom Boris Johnsons inledande vapenskrammel.

Det är dock i gränslandet mellan en samordnad internationalisering och nationens självbestämmande som hårda förhandlingar kommer att utkämpas. Med ökad suveränitet följer en prislapp säger EU som kommer använda sig av en *quid pro quo* strategi: om UK är villig att rätta in sig i ledet, desto större access får de till den inre marknaden. Ett avtal med fri rörlighet av varor innebär t.ex. att UK måste underkasta sig EU:s arbetslagstiftning, miljöstandarder, etc.

Att odla ett utanförskap kommer att kosta i termer av färre BNP enheter i framtiden och därmed en ökad politisk konflikt då Tories har fler väljarmunnar att mätta. Det finns således skäl att vara långsiktigt skeptisk till pundets framtid. Förra veckans besked från Bank of England var en oförändrad ränta med röstsiffrorna 7-2. Marknaden hade låtit sig förledas av bankens lövsångare att en sänkning med 25 punkter var aktuell och GBPSEK stärktes efter beskedet: från 12,50 till 12,70. Rekylen kom ett par dagar senare när FX marknaden insåg att ingångsvärdena från EU och UK, inför handelsförhandlingarna, gick i olika riktning. Vi hävdar fortfarande att den politiska riskpremien i kombination med bleka ekonomiska utsikter ska pressa pundet.



Med ökad suveränitet följer en prislapp säger EU som kommer använda sig av en quid pro quo strategi

Vä: BoE är fortsatt mjuk i sin retorik och sannolikheten är stor att de så småningom sänker räntan

Hö: det gäller att bygga balansräkning (från 1703) när krisen är som allvarligast. Vad är 2:a VK jämfört med 1,6% KPI.

NOK/SEK – det udda tvillingparet

Det är otvetydigt så att både NOK och SEK ger upphov till dystra reflektioner. De hanteras av FX-marknaden som ett udda tvillingpar som ingen vill ha med att göra, annat än i riktigt ljusa stunder. EURNOK är rekordstark och handelsviktad NOK är rekordsvag. Den svenska konfettikronan är inte mycket bättre den.

Det är flertalet korta och långa drivkrafter som ligger bakom nivåskiften i NOK. FX-marknadens belöningssystem fungerar enligt samma principer som en bolånehandläggare som ska bedöma en kredittagare. Det är framförallt det presumtiva kassaflödet framåt som är betydelsefullt, inte din eventuella förmögenhet.

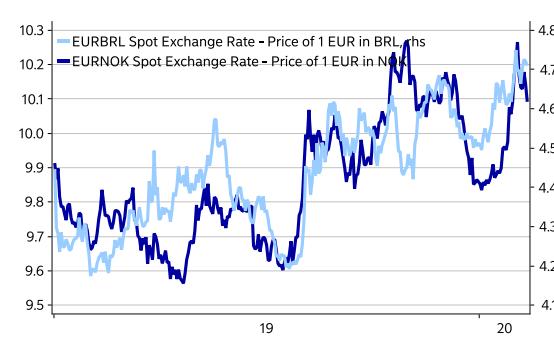
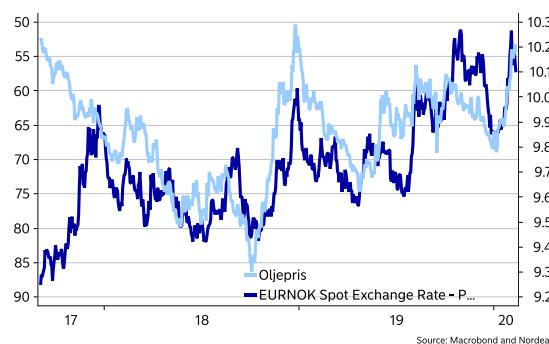
Norsk ekonomi gick miste om klöver när oljepriset föll från 110\$/fat till 40\$ under 2014-2015. Prisbilden har förvisso återhämtat sig en aning (55\$/fat) men det fortsätter att vara en smäck i ändan, trots oljebolagens rationaliseringar. Denna strukturella terms of trade chock, i kombination med olja/gas/CO2 långsiktigt sämre status (som dessutom sinar), accentuerar avsaknaden av bredd och diversifiering i norskt näringsliv.

Coronaviruset har drabbat NOK hårdare än SEK. Känsligheten i NOK inför fallande oljepris och en mer riskavert marknad gör att NOK stundom handlas som en EM-valuta. Norges bank har dessutom drabbats av en höjnings-fetigue efter totalt fyra räntehöjningar under 2018-2019. Makrodata i Norge har på senare tid underraskat å det grövsta och surprise-index (skillnad mellan makroutfall och förväntan) är det lägsta sedan maj 2018. Det är inget sjukdomstillstånd som drabbat norska makroförutsättningar men marknaden har gått från ytterligare höjningsförväntan till det motsatta. Lägre norska räntor är således ytterligare en drivkraft som destabilisering NOK.

Kronan har självfallet drabbats av virusets framfart men i mindre utsträckning än NOK. Därtill har svensk makrostatistik haft en bra period när det motsatta ägt rum i Norge. Vi fortsätter att tro på NOK relativt SEK och vi har en prognos i mitten av 2020 på 1,07.

När coronaviruset släpper sitt grepp om marknaden kommer kugghjulen att haka i återhämtningstemat. När det sker ska oljepriset tillbaka till en högre nivå och oljebolagens försäljningsvolymer ska öka. Marknadens uppfattning om risk kommer dessutom att förändras och motvinden i NOK ska bytas ut mot en medvind. Addera därtill det jättekliv som inflationen tog i januari, från 2% till 2,9%! Att marknaden har sänkningspremie kvar i den norska räntekurvan efter den inflationssiffran är obegripligt.

Känsligheten i NOK inför fallande oljepris och en mer riskavert marknad gör att NOK stundom handlas som en EM-valuta



*Vä: oljepris och EURNOK som varit på sin högsta nivå någonsin under februari
Hö: Stundom väljer FX-marknaden att handla NOK som en EM-valuta (ex. brasilianska BRL)*

CNYSEK – "fear factor" i CNY

Fas-ett avtalet mellan USA och Kina är en viktig del i det reflationsnarrativet som marknaden sätter sin tillit till. Avtalet har förändrat nutiden till ett trevligare tillstånd utan att förändra den långsiktiga konfliktytan länderna emellan. Innan coronaviruset dök upp fungerade denna goda distraktion som en allmän stämningshöjare i de flesta marknader. Vi hade initialt, i samband med fredspipan, stigande inköpschefsindex i Kina och övriga Asien där västvärldens PMI:er följde efter.

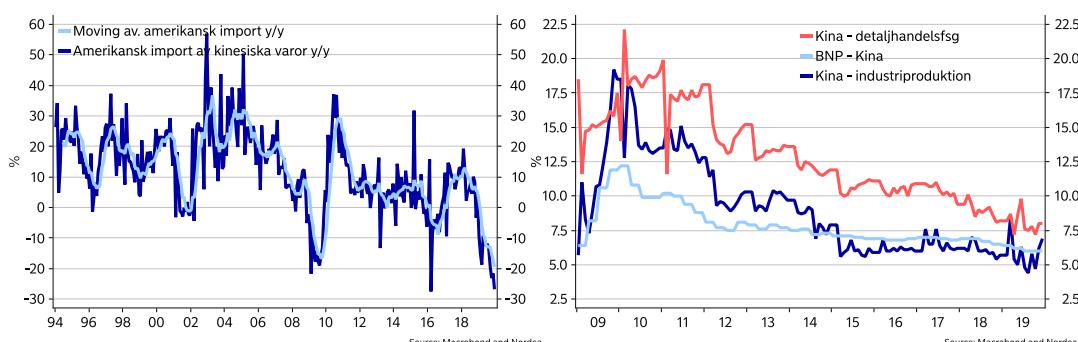
Det var ett stort steg framåt för global ekonomi. Decemberöverenskommelsen mellan Trump och Xi, samt globala centralbanksstimulanser, var tillräckligt för yuanen att stärkas. Kina hade ända fram till december använt växelkursen (försvagat CNY) för att neutralisera USA:s tariff-höjningar. När beslutet togs att skrota de av USA planerade tullarna i december tillåts USDCNY att komma ned en bit. Därefter har Kina inom ramen för det framförhandlade avtalet sänkt tullar på importvaror från USA motsvarande 75 miljarder dollar och gissningsvis har viruset haft en effekt på Kinas nyvunna välvilja visavi USA.

Coronavirusets entré har ändrat de kortssiktiga förutsättningarna för global handel och för Kinas ekonomi. Börser föll initialt och Shanghai comp. var ned 12% från toppen men har därefter rekylerat. People Bank Of China likvidiseras räntemarknaden och banksystemet med olika typer av stödåtgärder. De makroekonomiska effekterna för Kina och globalt är påtagliga. Statistik framåt kommer sannolikt att vara katastrofal när världens näst största ekonomi fullständigt paralyserats. Vi har svårt att se att FX-marknaden kommer kasta sig över och köpa CNY på kort sikt. Sett över tiden borde virusets påverkan på Kinas ekonomi vara minimal. Om ett år har ekonomin sannolikt tagit igen det förlorade innevarande kvartal som vi måste anta blir riktigt dassigt.

Statistik framåt kommer att vara katastrofal när världens näst största ekonomi fullständigt paralyserats

Marknadseffekterna av coronavirusets framfart härifrån är omöjliga att gissa. Det går ändå att konstatera att jämfört med t.ex. SARS är sjukdomsfallen tydligt fler och 99% av fallen är i Kina. Dödstalen är dock lägre med 2%, att jämföra med SARS 11%. Smittan fortsätter och rädsan är naturligtvis att viruset ska mutera till något mer elakartat. Men givet de massiva åtgärder som vidtagits finns det goda skäl att viruset, i takt med temperaturen stiger, dämpar sin framfart.

Det är rimligt att förvänta sig att när viruset väl försvinner kommer FX-marknaden både köpa kronor och CNY. Men runt hörnet har produktionsstoppet i världens fabrik fått hela Asien att stanna upp. Risken är naturligtvis att viruset breddar sig utanför Kina och därmed påverkar globala aktiemarknader.



Vä: Amerikansk import av kinesiska varor, som ett resultat av tariffer, är ned 20% y/y

Hö: Makrobilden innan viruset var något stabilare utan att vara bra. Härifrån väntar en abyss

Prognoser

Valutakurser mot SEK

	Spot	3m	30jun20	31dec20	31dec21
EURSEK	10,50	10,60	10,50	10,40	10,30
USDSEK	9,62	9,72	9,46	9,04	8,44
GBPSEK	12,49	12,05	12,07	12,09	12,12
NOKSEK	1,04	1,07	1,08	1,08	1,08
JPYSEK	0,09	0,09	0,09	0,08	0,07
CHFSEK	9,87	9,81	9,72	9,45	8,96
DKKSEK	1,40	1,42	1,41	1,39	1,38
PLNSEK	2,47	2,47	2,47	2,48	2,45
CZKSEK	0,42	0,40	0,40	0,41	0,40
CNYSEK	1,38	1,41	1,36	1,30	1,19

Internationella valutakurser

	Spot	3m	30jun20	31dec20	31dec21
EURUSD	1,09	1,09	1,11	1,15	1,22
EURJPY	119,98	120,99	123,21	129,95	140,30
USDJPY	109,95	111,00	111,00	113,00	115,00
EURGBP	0,84	0,88	0,87	0,86	0,85
GBPUSD	1,30	1,24	1,28	1,34	1,44
EURCHF	1,06	1,08	1,08	1,10	1,15
EURNOK	10,06	9,90	9,75	9,60	9,50
EURPLN	4,26	4,30	4,25	4,20	4,20
EURCZK	24,84	26,25	26,00	25,50	25,50
EURCNY	7,61	7,52	7,71	7,99	8,66

Svenska räntor och spreadar

	Spot	3m	30jun20	31dec20	31dec21
Räntenivåer					
Reporänta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
3M Stibor	0,16	0,20	0,20	0,20	0,40
2Y swap	0,17	0,25	0,25	0,28	0,55
5Y swap	0,26	0,33	0,35	0,40	0,45
10Y swap	0,48	0,63	0,60	0,70	0,95
Spreadar					
10Y-2Y Sv	0,31	0,38	0,35	0,42	0,40
10Y-5Y Sv	0,22	0,30	0,25	0,30	0,50
Sv-Ty 10Y	0,50	0,48	0,55	0,55	0,45
US-Ty 10Y	1,56	1,45	1,50	1,65	1,65
US-Ty 2Y	1,81	1,80	1,85	1,85	1,90
10Y-2Y US	0,09	0,10	0,05	0,20	0,30

Internationella räntor

	Spot	3m	30jun20	31dec20	31dec21
EMU					
Styrränta	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
2Y swap	-0,37	-0,30	-0,35	-0,25	-0,05
10Y swap	-0,02	0,15	0,05	0,15	0,50
USA					
Styrränta	1,75	1,50	1,50	1,50	1,50
2Y swap	1,45	1,50	1,50	1,60	1,85
10Y swap	1,54	1,60	1,55	1,80	2,15
UK					
Styrränta	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00
10Y swap	0,79	0,70	1,05	1,10	1,25
Norge					
Styrränta	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
10Y swap	1,81	1,88	1,85	1,85	1,85

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.