

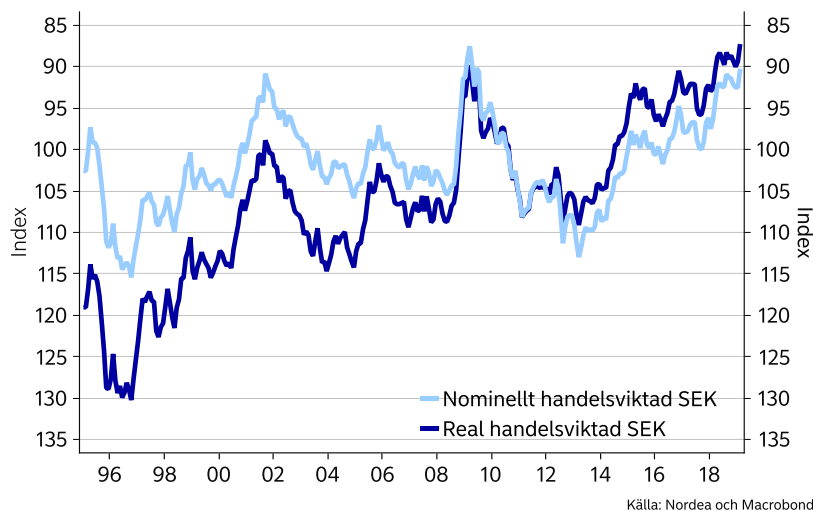
April 2019

Navigator

Svagaste kronan någonsin!

Av Henrik Unell, Chief Strategist

Jag behöver väl knappast nämna att det är Riksbanken som står i centrum för Nordeas reviderade EURSEK-prognos. Det översta analyslagret tangerar det som sociologen Zygmunt Bauman kallar för flytande ondska: att kronrisken är fundamentalt inbyggd i det system som Ingves är en del av. Den långa devalveringstrenden i kronan sedan mitten av 70-talet ingår i det svenska arvet och våra beslutsfattares DNA. Det är ett stryppgrepp kring sinnet och det kommer inte att förändras.

SEK*Svagaste kronan någonsin***USD***Ska FX-marknaden låta sig luras igen?***GBP***Väck mig när det är färdigt***NOK***Det uppenbara: Norge är inte Sverige***CNY***Gröna skott eller luftslott?*

Räntor – minusränta och QE men nu behövs luktsalt igen

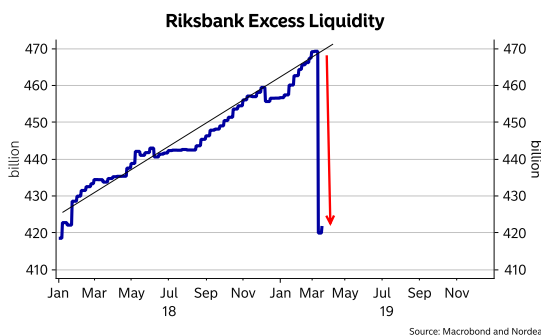
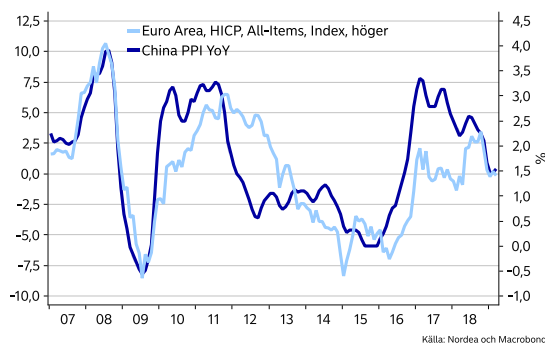
Konjunkturavmattningen har resulterat i att centralbanker (återigen) sträcker sig efter luktsaltet. Fed har pausat sin penningpolitik. ECB lanserar nya stimulanser. Bank of Japans Kuroda är i vanlig ordning en kreditgivningskille. Riksbanken står kvar på perrongen och ser höjningståget försvinna i horisonten. Penningpolitiska företrädare i export-exponerade ekonomier har störst problem. Den globala inbromsningen påverkar eurozonen mer än USA då den senare i större utsträckning är en stängd ekonomi som drivs runt av inhemsk efterfrågan.

Förhoppningen var att tillverkningsindustrin i t.ex. Tyskland skulle återhämta sig kvartal ett, det har den inte gjort. Samtidigt har den italienska regeringen reviderat sin tillväxtprognos för 2019: till 0,1% från tidigare 1%. Det försämrar utsikterna för italiensk budgetbalans i linje med EU:s kravbild. Men det som framförallt trycker ned räntor i vår del av världen är fortsatt låga inflationstakter. Och hur ska de kunna stiga när producentpriser i Kina är 0,4% i årstakt. Produktionskostnader för varor faller och den ständigt pågående kvalitetsförbättringen (s.k. produktivitetsvinster) sänker kostnader löpande. Den kinesiska "supply chocken" fortsätter således pressa den globala prisbilden och inflationsutvecklingen i både Sverige och eurozonen har sammantaget under q1 varit en besvikelse.

Både Riksbanken och ECB har gått in i den penningpolitiska väggen. Det borde nu uppstå en dialog, en omprövning för att skapa ytterligare förståelse varför centralbankerna som kollektiv har misslyckats. Centralbanker är inte längre "centrala" när räntor når noll. Vi räknar dock inte med någon beteendeförändring. ECB planerar ytterligare stimulanser i form av billig utlåning och om tillväxten uteblir lovar Draghi mer drastiska åtgärder.

Vi tror inte att europeiska räntor nämnvärt ska lyfta härifrån, trots gröna skott i framförallt Asien. Vi kan ha sett en botten i europeisk konjunktur men det betyder inget för räntor så länge inflationen uteblir. Ta BoJ som exempel. Japan har vid flertalet tillfällen de senaste 15 åren haft nominell BNP norr om 3% utan att det för den skull resulterat i en omprövning av stimulanspolitiken.

Marknaden prissätter att Riksbankens styrränta är -12p vid året slut. Riksbankens räntebana säger +7 punkter. Vi tycker att det är en rimlig bild som marknaden tecknar givet Nordeas dystra utsikter för både tillväxt och inflation framåt. Vi räknar dessutom med att Riksbanken reinvesterar tidigare köp av obligationer (se mer [här](#)) och därmed bidrar till att trycka ned längre räntor. Stibor 3m har stigit omotiverat mycket under året och är ca 10 punkter för hög. Vår bedömning är att Stibor 3m ska falla framöver. Diverse bankregleringar (LCR krav) samt mindre överskott i det finansiella systemet har bidragit till uppgången.



Den kinesiska "supply chocken" fortsätter således pressa den globala prisbilden

Vä: Kinesiska producentpriser bestämmer västvärldens inflation

Hö: Obligationsförfall har resulterat i mindre överskottslikviditet och högre Stibor 3m

EURSEK – svagaste kronan någonsin

Nordea har reviderat sin EURSEK prognos. Den nya prognosen gör gällande att EURSEK återigen ska besöka och eventuellt passera sommaren 2018 års nivå på 10,70. För ett par veckor sedan nådde handelsviktad real krona sin lägsta nivå någonsin och den passerade sitt tidigare "finanskrisekord". Svenska hushåll stoppar in en krona i AB Sverige och får tillbaka 80 öre, ett tydligt avtalsbrott men ingen protesterar. En konstant infarkt. It's bad stuff.

Totalfallet i kronan liknar det man ser i länder där en statskupp ägt rum och jag behöver väl knappast nämna att det är Riksbanken som står i centrum för vår nya bedömning. Det översta analyslagret tangerar det som sociologen Zygmunt Bauman kallar för flytande ondska: att kronrisken är fundamentalt inbyggd i det system som Ingves är en del av. Den långa devalveringstrenden i kronan sedan mitten av 70-talet är en del i det svenska arvet och våra beslutsfattares DNA. Det är ett stryppgrepp kring sinnet och det kommer inte att förändras.

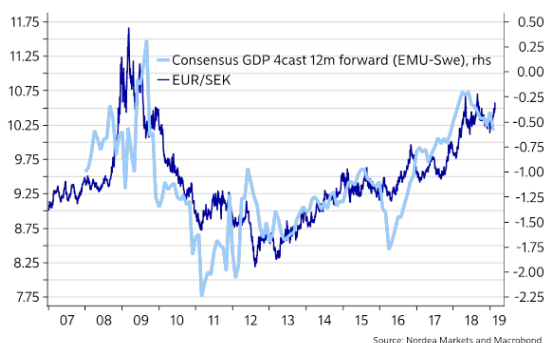
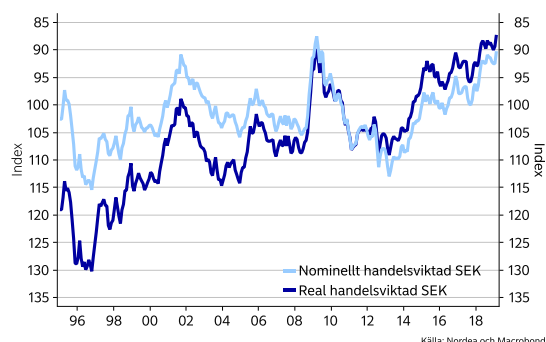
I en nyligen publicerad debattartikel i DN svär sig Ingves fri från totalfallet i kronan: "Inte Riksbankens uppgift att stärka kronans växelkurs". När den institution som ska gå i täten för att försvara kronan säger sådana saker meddelar de till omvärlden att de bortser från alla konsekvenser av sin inflationspolitik. Dåligt omdöme är den dyraste av risker. Riksbankens motsägelsefulla hantering av den s.k. rörliga svenska växelkursen, att endast tillåta att kronan försvagas, måste tolkas som ett tydligt policy val.

För ett par veckor sedan nådde handelsviktad real krona sin lägsta nivå någonsin

Det är rimligt att anta att det redan i dagens EURSEK-kurs ingår en svensk avmattning samt en lägre inflationstrend. Vi vill ändå hävda att konsensusprognosen för både inflation och tillväxt fortfarande ligger för högt i förhållande till Nordeas prognoser och att det därmed finns en fallhöjd i kronan. Som en konsekvens räknar vi med att Riksbankens höjningscykel blir kraftigt försenad (nästa höjning juni-2020) och vi ställer oss tvivlande till om de överhuvudtaget lyckas landa en styrränta över noll.

De svenska avvikelserna med en lång period av genomgående bättre makrodata än eurozonen förbyts nu till sin motsats. Då uppstår frågan: om FX-marknaden inte ville äga kronor när svensk tillväxt var överlägsen den i euroområdet, så varför nu?

Därtill räknar Nordea med att Riksbanken för återinvesterar obligationer med förfall under nästa år, som en del i QE-avvänningsplanen. Det betyder att Riksbanken i praktiken fortsätter köpa svenska obligationer, likvidiserar det finansiella systemet och pressar ned räntor.



Vä: Svagaste handelsviktade kronan i reala termer NÅGONSIN!!

Hö: Relativ tillväxtfördel Sverige mot EMU peakade 2012. Så gjorde också kronan. Nu är EMU:s tillväxt snart ikapp...

USD/SEK – ska FX-marknaden låta sig luras igen?

När ECB i inledningen av finanskrisen var fullt upptagen med att hålla ihop eurozonen tryckte Fed igång sedelpressen och genomförde under åren 2008-2013 QE1-3. Det var en kvantitativ ökning av de monetära enheterna vilket resulterade i att det fanns mer och billigare dollar i omlopp. Dollar för alle bidrog bland annat till att tillfälligt lyfta global handel/tillväxt, devalvera dollarn och stärka EUR (EURUSD upp).

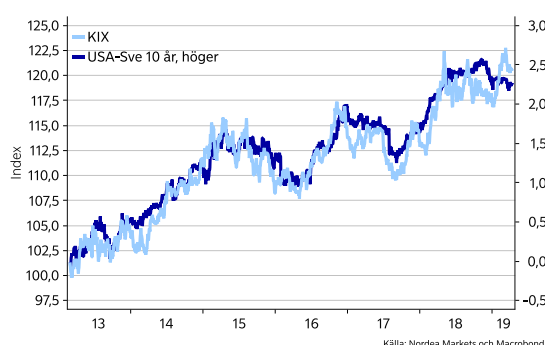
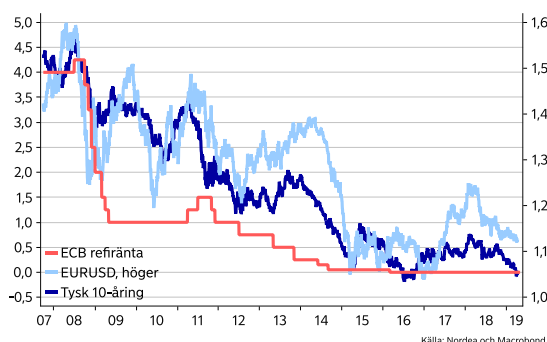
Varje gång Feds Bernanke dollar-drogade det finansiella systemet steg långa tyska/svenska räntor och EURUSD. Marknaden drog slutsatsen att den amerikanska sedelpressen hade löst finanskrisen och därmed räddat världen från stupstocken. Eurozonens åtstramningspolitik i kombination med ett defekt banksystem (bankernas tillgångssida imploderade) gjorde att Bernankes sedelpresslösning sköt förbi eurozonen och den s.k. stimulansen blev inte någon långvarig tillväxt- och inflationsraket. När drömmen gick i kras säckade EURUSD ihop och långa europeiska räntor sjönk tillbaka.

Fed upprepade sin patenterade medicin tre gånger och marknaden gick i fällan varje gång. Dollarn försvagades, EUR stärktes och långa tyska räntor steg. Därefter var det ECB:s tur. I juli 2012 öppnade Draghi upp för mer expansiv europeisk kreditgivning: "we will do whatever it takes". Marknaden såg inledningsvis framför sig en radikal åtgärd som skulle bära frukt (EURUSD upp, långa räntor upp) för att kort därefter implodera likt en dålig sufflé då tillväxt och inflation uteblev.

Varje gång dollarn föll och EURUSD steg stärktes kronan mot dollarn. Senast USDSEK befann sig under åtta var andra halvåret 2017. Då var marknadsnarrativet synkroniserad global konjunkturuppgång och mönstret i valuta och räntemarknaden gick att känna igen. Dollarn försvagades, tyska räntor steg och EURUSD stärktes. Draghi passade på, när konjunkturvindarna låg i rätt riktning, att blåste faran över för eurozonen i juni-2017. Marknaden drog slutsatsen att ECB skulle följa i Feds fotspår och snart börja höja räntan. FX-kapitalet köpte kronor eftersom marknaden satte likhetstecken mellan ECB:s penningpolitik och Riksbanken. Styrkan 2017 höll dock inte i sig och utvecklingen 2018 blev i eurozonen en smärre katastrof i förhållande till förväntansbilden. Dollarstyrkan kom tillbaka och EURUSD föll parallellt med långa tyska räntor samtidigt som USDSEK steg.

Nu pratar marknaden om gröna skott i Kina/Asien som ska få hela tillväxttundran att blomma och dollarn att försvagas. Och visst kan EURUSD komma upp en aning (USDSEK ned) men inte mer än så. Poängen är att (se graf) EURUSD topparna blir allt lägre i takt med att europeiska räntor har fallit. Den ene dödar den andra och eurozonen håller på att bli Japan. Marknaden låter sig inte längre luras på samma sätt som tidigare och dollarn förblir the only game in town. Lösningen är kraftiga räntesänkningar från Fed och en återgång till sedelpressen (QE4) där världen sprayas med dollar. Det är sannolikt först då USDSEK kan komma ned på ett tydligt sätt.

EURUSD topparna blir allt lägre i takt med att europeiska räntor har fallit. Den ene dödar den andra och eurozonen håller på att bli Japan



Vä: EURUSD och tysk 10-åring där ränterekylerna har tappat kraft och USD förblir stark som en konsekvens

Hö: Handelsviktad krona är "fair" enligt relativa USDSEK-räntor

GBPSEK – väck mig när det är färdigt

Brexiturerna är så många och har pågått så länge att jag nu tänker: Väck mig när det här är färdigt, jag orkar inte längre! EU:s senaste bud säger att UK kan skjuta på exitdatum i sex månader. Det betyder att "the end game" fortsätter att hänga i luften och vi kan inte vara säkra på att det ens blir en brexit.

FX-marknadens uppfattning har varit att GBP kommer att kollapsa skulle det bli en "no deal brexit" och handla starkt om parlamentet accepterar regeringens och Theresa Mays framförhandlade avtal. Jag har också underhållit tanken här i Navigator att en senareläggning av brexit (ju senare desto bättre) är bra för pundet. Förhandlingar infinitum där britternas medlemskap i princip förblir status quo är en pundvinnare.

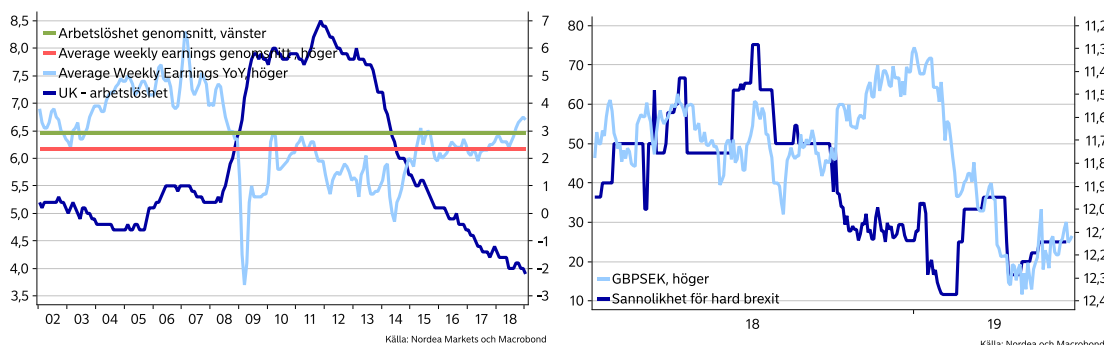
Nuvarande senareläggning med sex månader faller inom ramen för en halvmesyr. Det finns inga klarlägganden och britterna kan fortfarande krascha ut ur EU utan ett avtal i höst. Vi vet inte mer om britternas framtida relation med EU, och därmed pundets förutsättningar, än vi tidigare kände till. Vi har inte en aning om på vilka villkor UK ska bedriva handel i framtiden och det kan knappast vara bra för företagens investeringsvilja.

Nuvarande "delay" fick inte pundet att röra sig. Marknaden var således förberedd på beslutet. UK har en option att lämna EU tidigare skulle parlamentet rösta fram det framförhandlade avtalet (4th time is a charm efter tre misslyckade försök) eller att Theresa May lyckas sy ihop en överenskommelse med labour som EU accepterar. Hon hävdar trots allt att hon bedriver konstruktiva samtal med sin antagonist Jeremy Corbyn.

Att flytta fram exit till 31 oktober innebär att UK kommer delta i EU-valet den 23 maj. Väljer de att inte genomföra valet åker de ut med huvudet före 1:a juni. Det är rimligt att anta att Bank of England och penningpolitiken har pausat så länge förhandlingar pågår. Det finns ingenting som brådskar i termer av höja eller sänka räntan och brittisk ekonomi har uppvisar ungefär samma egenskaper som övriga Europa med lägre industriproduktion, fallande fastighetspriser men fortsatt habil privat konsumtion.

Pundets kraftfält kommer avgöras av den politiska utvecklingen framåt: Theresa Mays överlevnadsförmåga och Boris Johnson som möjlig efterträdare (sälj pund) alt. nyval där labour faller Tories, tar regeringsmakten och Jeremy Corbyn blir statsminister (sälj sälj sälj pund). Eller varför inte konstatera att den allmänna opinionen är den värsta av alla opinioner och rösta igen (köp pund)?

Vi vet inte mer om britternas framtida relation med EU, och därmed pundets förutsättningar, än vi tidigare kände till



Vä: Rekordlåg arbetslöshet och stigande löner ger stöd åt brittisk ekonomi

Hö: Sannolikheten för hard brexit och GBPSEK

NOK/SEK – det uppenbara: Norge är inte Sverige

Penningpolitik är ingen hållfasthetsberäkning. Nationalekonomi liknar inte naturvetenskapen med kontrollerade experiment som kan upprepas och resultaten förblir densamma. Dagens penningpolitik är inget annat än en tidsbunden idé som med säkerhet inte har någon beständighet. Uppfattningar som kommer spolas bort av tiden. Den liknar istället högstadiets samhällskunskapsböcker där någon tycker si och en annan så.

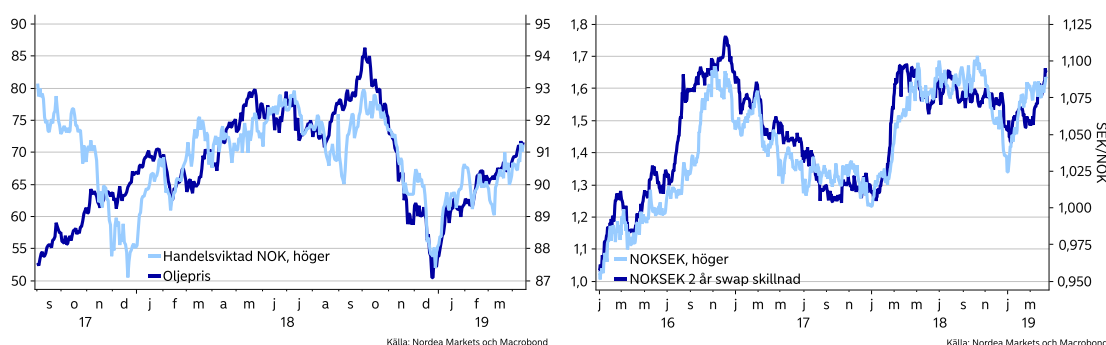
På det temat har Norges Bank valt en styrränta som är 1% och Riksbanken -0,25%. Norges Bank har en pragmatisk syn på penningpolitik som är överlägsen vår egen Riksbank. Norges Bank har naturligtvis också ett inflationsmål men de är smarta nog att ställa frågan: varför är inflationen i västvärlden låg och är det något vi kan komma åt med penningpolitiken?

NB inser dessutom att låga räntor, den penningpolitiska medicinen mot låg inflation, får bieffekter i form av ökad skuldsättning hos hushåll och företag. Av det skälet har Norges Bank en reaktionsfunktion som modifieras allt eftersom terrängen förändras. Riksbankens modell är statisk. De stirrar på en hastighetsmätare som inte rör sig. Hade de bemödat sig att titta ut genom sidrutan hade de sett med vilken fart AB Sverige färdas i och att det under en lång tid blinkat röda varningslampor. I mars höjde Norges Bank återigen styrräntan med 25 punkter till 1%. Nordea var tämligen övertygade att Norges Bank skulle gå den vägen men marknaden tvekade in i det sista. Den internationella riskbilden, som fick Fed att pausa och ECB att panikera, talade mot en höjning. Inhemska faktorer var däremot robusta och faktum är att Norges Banks räntebana kommunicerar ytterligare en höjning (70% sannolikhet) redan vid mötet i juni.

Nordeas prognos är att Norges Bank höjer vidare till 1,25% i juni

Vår prognos är att Norges Bank höjer vidare till 1,25% men marknaden tvivlar i skrivande stund. Vi förväntar oss en gradvis infasning av höjningspremie från ränte- och valuta-marknaden, liknande den vi såg inför marsmötet. Vi är tämligen övertygade att norsk ekonomi kan leverera tillväxt och inflation i linje med de prognoser som Norges Bank i dagsläget har. Eftersom oljesektorn dominerar norsk industri drabbas inte Norge på samma sätt av den pågående globala industrikonjunkturavmattningen. Vi villkorar vår prognos med oljepriset som inte får rasa. Det finns också en känslighet i den norska kronan inför riskaversion och börsfall.

Norska inflationssiffror är notoriskt volatila men kärninflationen var ändå höga 2.7% i mars och högre än Norges Banks prognos. Vi är dessutom övertygade om att fackföreningar, i pågående löneförhandlingar, kommer dra nytta av nuvarande starka arbetsmarknad och landa högre än förväntad kompensation. Vi fortsätter att lyfta fram avvikande konjunkturbilder för Sverige och Norge som skäl för högre NOKSEK. Vi räknar med stigande korträntor i Norge som supporterar NOK. Vi ser två höjningar i år (juni och september), ett scenario som marknaden i dagsläget inte prisar in.



Vä: Oljepris och NOKSEK

Hö: i itakt med att norska räntor stiger kommer NOKSEK att stärkas

CNYSEK – Gröna skott eller luftslott?

Marknaden är V-troende. Lönsamheten kommer, vänta bara. Det finns äkta inkomster att hämta ur aktiemarknaden. Konstlat framtagen förvisso men sötman finns där. Artificiellt så tillvida att centralbanker, framförallt Fed, backar upp tillgångsmarknader genom att avstå från att höja räntor. Därtill att Kina gör det de alltid gör när tillväxten bromsar in, d.v.s. eldar på kredit tillväxten. Börser stiger globalt och Kinas tillgångsmarknader utgör inget undantag. Så Feds paus, kinesiska stimulanser och Trumps försäkran om att ett handelsavtal när nära föreliggande är jordmånen som nu får gröna skott att växa.

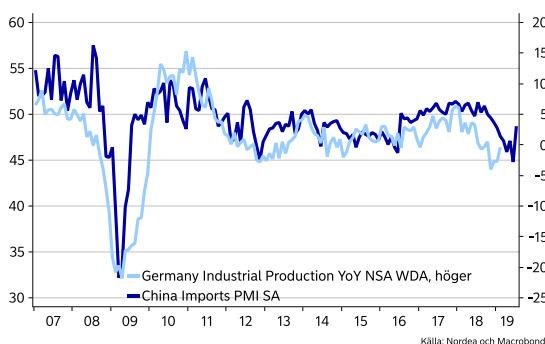
Mjuka indikatorer så som PMI säger att bottenplattan i industrikonjunkturen är lagd. Uppgången i kinesisk PMI har fått bekräftelse av andra asiatiska inköpschefsindex så som den i Taiwan. Den senare tar rygg på kinesisk konjunktur. Ovan nämnda datapunkter är dock volatila och kan mycket väl visa sig vara brus och vi behöver se en serie av positiv produktion- och konsumtionsdata innan vi kan blåsa faran över

Metallpriser stiger och det brukar vara positiva nyheter för global ekonomi och global tillverkningsindustri. Förra veckan landade dessutom starka exportsiffror från Kina. Men återigen: Kinas ambition sträcker sig sannolikt så långt som att stabilisera tillväxten, inte accelerera den. Senare den här veckan följer ett batteri av intressant produktion och detaljhandelsdata. Vi noterar också hur försäljningen av personbilar och smartphones till kinesiska hushåll faller med tvåsiffriga årstakter.

Klassiska finansiella piruetter, som Kina tidigare använt sig av, så som lägre reservkrav för banker (frigör utlåningskapital) har hitintills inte burit frukt. Faktum är att reservkraven har sänkts fem gånger på ett år och med förstöringsglas går det att skönja effekterna. Vi hävdar att transmissionsmekanismen är mer trögrörlig än tidigare. Det följer av att sofistikeringsgraden i ekonomin utvecklats. Nu vill det till att kreditefterfrågan finns där, att företagen och hushåll vill låna. Det är inte enbart en utbudsfråga.

Statliga stimulanser tyder ändå på att kinesiska beslutsfattare ser allvarligt på nuvarande avmattning. Det går dock inte att landa i någon annan slutsats än att Kina mjuklandar sin ekonomi. Det är för mycket som står på spel för att tro motsatsen.

USDCNY har handlat oerhört stabilt under hela året. Allt för att inte uppröra pågående förhandlingar med USA. Vi räknar med att CNY ska fortsätta handla sidledes innan dess att vi vet vad förhandlingarna mellan Trump och Xi utmynnar i.



Mjuka indikatorer så som PMI säger att bottenplattan i industrikonjunkturen är lagd

Vä: Kinesisk import PMI studsar och borde betyda bra saker för t.ex. tysk export

Hö: USDCNY vol. är låg så länge förhandlingar pågår mellan USA och Kina

Prognoser

Valutakurser mot SEK

	Spot	3m	30jun19	31dec19	31dec20
EURSEK	10,47	10,70	10,80	10,60	10,50
USDSEK	9,25	9,22	9,08	8,83	8,61
GBPSEK	12,12	12,02	12,56	12,47	12,65
NOKSEK	1,09	1,11	1,16	1,15	1,14
JPYSEK	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08
CHFSEK	9,23	9,22	9,31	8,91	8,75
DKKSEK	1,40	1,43	1,45	1,42	1,41
PLNSEK	2,45	2,46	2,51	2,52	2,50
CNYSEK	1,38	1,36	1,35	1,30	1,28
HUFSEK	0,033	0,034	0,035	0,034	0,033

Internationella valutakurser

	Spot	3m	30jun19	31dec19	31dec20
EURUSD	1,14	1,16	1,18	1,20	1,25
EURJPY	125,78	127,60	132,16	139,20	141,25
USDJPY	111,95	110,00	112,00	116,00	113,00
EURGBP	0,86	0,91	0,89	0,87	0,86
GBPUSD	1,32	1,27	1,33	1,38	1,45
EURCHF	1,13	1,13	1,15	1,19	1,20
EURNOK	9,80	9,60	9,50	9,30	9,20
EURPLN	4,29	4,35	4,25	4,15	4,25
EURHUF	320,64	313,00	310,00	313,00	315,00
EURCNY	7,59	7,89	7,97	8,16	8,17

Svenska räntor och spreadar

	Spot	3m	30jun19	31dec19	31dec20
Räntenivåer					
Reporänta	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	0,25
3M Stibor	-0,02	-0,10	-0,10	-0,10	0,40
2Y swap	0,12	0,20	0,25	0,50	0,60
5Y swap	0,43	0,60	0,75	1,00	1,10
10Y swap	0,93	0,85	1,00	1,15	1,20
Spreadar					
10Y-2Y Sv	0,81	0,65	0,75	0,65	0,60
10Y-5Y Sv	0,50	0,25	0,25	0,15	0,10
Sv-Ty 10Y	0,38	0,35	0,40	0,30	0,35
US-Ty 10Y	1,97	1,95	2,10	1,90	1,95
US-Ty 2Y	2,67	2,45	2,75	2,55	2,55
10Y-2Y US	0,05	0,05	0,00	0,00	0,05

Internationella räntor

	Spot	3m	30jun19	31dec19	31dec20
EMU					
Styrränta	-0,40	-0,40	-0,40	-0,15	-0,15
2Y swap	-0,20	-0,05	-0,05	0,20	0,20
10Y swap	0,55	0,50	0,60	0,85	0,85
USA					
Styrränta	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
2Y swap	2,47	2,40	2,70	2,75	2,75
10Y swap	2,52	2,45	2,70	2,75	2,80
UK					
Styrränta	0,75	0,75	1,00	1,00	1,25
10Y swap	1,41	1,30	1,55	1,55	1,65
Norge					
Styrränta	1,00	1,25	1,50	1,75	2,00
10Y swap	2,12	2,10	2,15	2,35	2,40

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.