

# Navigatøren

## Olsen tok markedet på senga

### Kronekursen tvang frem rentekutt

Norges Bank leverte et overraskende rentekutt etter å ha brukt årstalen til å forklare hvorfor et kutt ikke var veien å gå. Etter dette er sentralbanken på hold og ser for seg uendret rente langt inn i 2013

side 2

**Lars-Erik Aas**

+47 22 48 45 62  
 lars-erik.aas@nordea.com

### Norske renter

Mens korte renter selvsagt falt på rentekuttet har de lange rentene steget på bakgrunn av en internasjonal renteoppgang. Som figuren nederst på siden viser ser vi nå tegn på at rentemarkedet har startet å følge resten av kapitalmarkedet høyere.

side 3

**Gaute Langeland**

+47 22 48 53 91  
 gaute.langeland@nordea.com

**Ole Håkon Eek-Nilsen**

+47 22 48 78 69  
 ohen@nordea.com

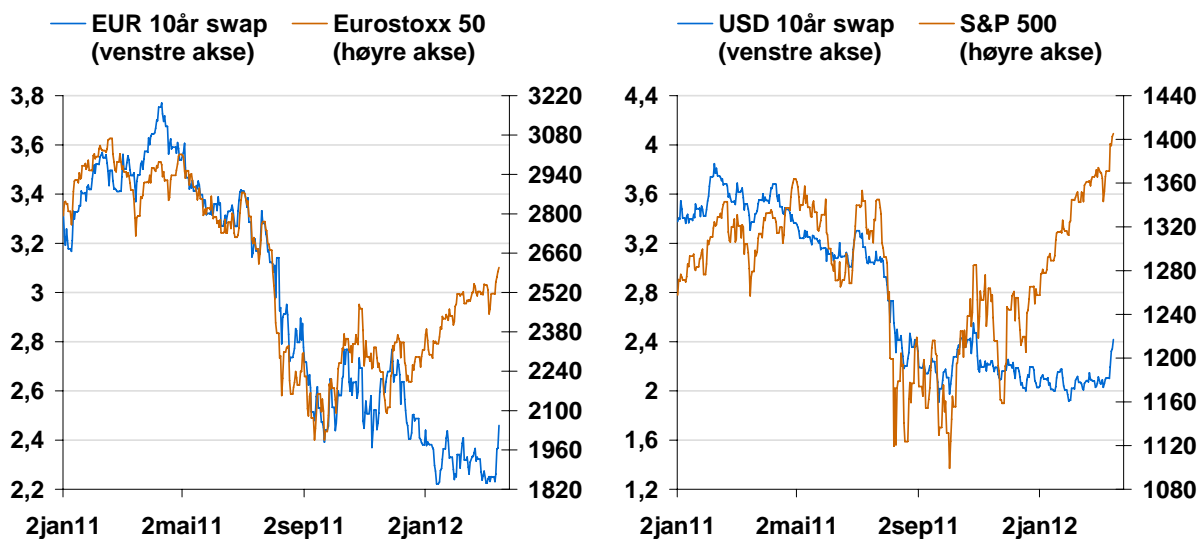
### Valuta

Etter et fall i EURNOK på over 30 øre og NOK styrking generelt ble rentekuttet en kraftig overraskelse for markedet og mye av bevegelsen reversert. Trenden i EURNOK er svekket og vi vurderer utsiktene som relativt nøytrale herfra

side 5

Figur 1: God stemning i kapitalmarkedet (her representert ved aksjemarkedet) etter ECBs LTRO har begynt å løtfe også rentemarkedet

Kilde: Nordea Markets og Bloomberg



Lars-Erik Aas og Steinar Juel  
+47 22 48 45 62  
Lars-Erik.Aas@nordea.com

## Kronekursen tvang frem rentekutt

- Kronekursen gav rentekutt
- Dårlig kommunikasjon med markedet
- Vil vi få et lavere inflasjonsmål snart?

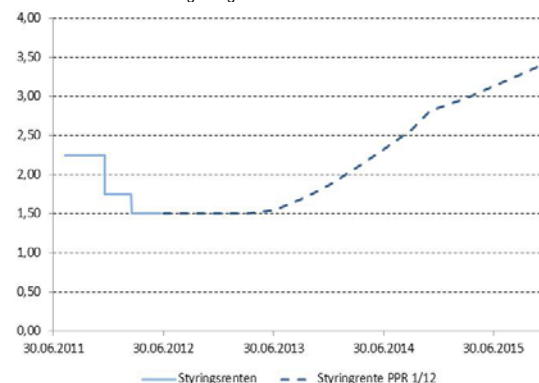
Norges Bank kuttet onsdag 14 mars renten overraskende med 25bp. Rentekuttet gav en umiddelbar svekkelse av kronen, noe som helt sikker var intensjonen fra sentralbanken. Etter de signalene sentralbanksjefen ga i sin årstale en måned tidligere hadde markedet helt tydelig undervurdert Norges Banks fokus på valutakursen i den nåværende situasjonen. Selv om Norges Bank gav opp fastkurspolitikken sent på nittitallet er valutakursen viktig for rentesettingen fordi store bevegelser gir store utslag i inflasjonen. Vår vurdering før rentemøtet var at Norges Bank ville forsøke å snakke kronen svakere, men ikke gå til dette skrittet. Det vil kunne forsterke en særegen norsk kostnadsvekst og nøre opp under en prisvekst i boligmarkedet som vil kunne gi ustabilitet på sikt.

Norges Banks kommunikasjon forut for rentemøtet var ikke god, noe direktør Jon Nicolaisen også vedgikk. "Vi har åpenbart ikke vært forutsigbare" sa han på møtet i Finansanalytikernes forening. I følge Pengepolitisk rapport vil styringsrenten ligge på 1,5 % frem til sommeren 2013. Inflasjonen vil ikke nå 2,5 % målet før etter 2015. Hadde vi hatt inflasjonsmål på 2 % eller lavere, som alle andre industriland, ville vi i følge Norges Banks anslag nådd inflasjonsmålet allerede neste år. Renten ville nok da ikke være satt ned fordi man ikke ville trengt å skape en kapasitetsutnyttelse i norsk økonomi som var noe over 100 %. Med andre ord, Olsen kunne gjort det han i årstalen mente var riktig, ikke presset frem en særegen norsk kostnadsvekst. Vårt særegne inflasjonsmål representerer et styringsmessig problem.

Norges Bank kom med en nyvinning i går, de formaliserte at de i rentesettingen tar hensyn til risiko for finansiell ustabilitet. De hevder dette ikke endrer deres adferd, men bare utgjør en formalisering av hvordan de har tenkt etter finanskrisen. Vi er ikke helt overbeviste om det. Men uansett er det positivt at de har gjort denne endringen, selv om det ikke ble særlig synlig i gårsdagens rentebeslutning. Vi utenfra lenge har etterlyst en slik endring.

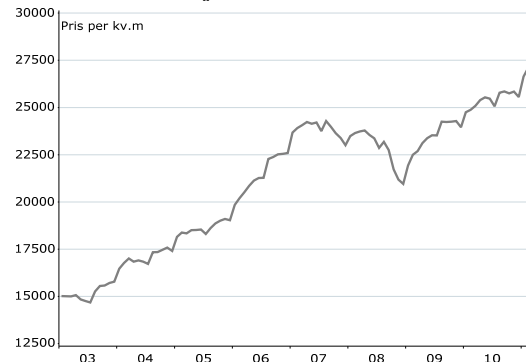
Figur 1: Lave renter lenge

Kilde: Nordea Markets og Norges Bank



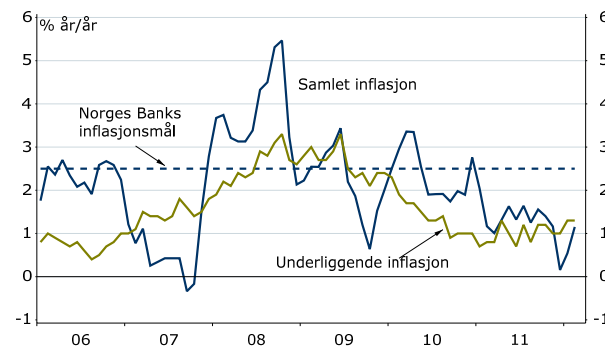
Figur 2: Boligprisene fortsetter å stige

Source: Nordea Markets og Ecwin



Figur 3: Konstant lav inflasjon

Source: Nordea Markets



Source: Nordea Markets and Reuters Ecwin

Gaute Langeland  
+47 22 48 53 91  
gaute.langeland@nordea.com

## Norske renter – Olsen tok markedet på senga

- Norges Banks rentekutt kom overraskende på markedet
- Til tross for dette er de lange rentene opp på internasjonal renteoppgang.
- Internasjonale renter ute viser nå tegn på å følge aksjemarkedet høyere

”Varsko her!” for å si det som Dynamitt Harry. Når Øystein Olsen tar ordet er det ikke alltid like lett å vite hva konsekvensen blir. Sist rentemøte slo ned som en bombe i rentemarkedet. Norges Bank kuttet renten med 25bp og 3mnd NIBOR falt med hele 23bp (se figur 1). Markedet var med andre ord fullstendig uforberedt på at Olsen kunne finne på noe sånt.

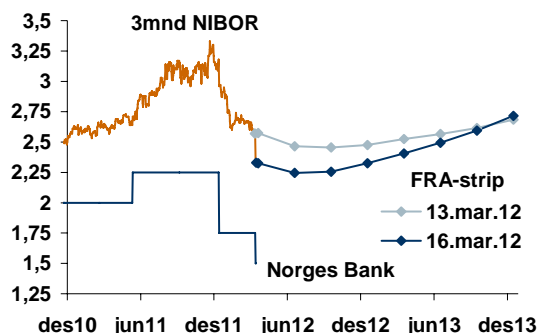
De første FRA kontraktene fulgte bevegelsen i NIBOR tett, men lengre ut falt kontraktene mindre, og FRA strippen ligger nå på det laveste bare 4bp under dagens NIBOR. Dette betyr at markedet ikke seg for seg at Norges Bank skal kutte renten flere ganger.

Dette stemmer bra med signalene fra Norges Bank. I sentralbankens rentebane skal styringsrenten ligge uendret frem til neste sommer. Rentebanen er vist sammen med markedsforventningene i figur 2. Markedet forventer nå en utvikling som i stor grad er konsistent med denne. Den eneste forskjellen er at sentralbanken ser for seg at NIBOR kan falle litt med p.g.a. lavere påslag i pengemarkedet, noe vi er enige i. I så måte synes bunnen i FRA-strippen noe høy.

De korteste fastrentene falt selvsagt på rentekuttet, men lengre ut på kurven har faktisk fastrentene steget, som vist i figur 3. Dette gjør at rentekurven har bruttet en god del den seneste tiden. Forskjellen mellom 2- og 10-års renten lå rundt 75bp i ukene før rentemøtet, nå ligger den på like over 100bp.

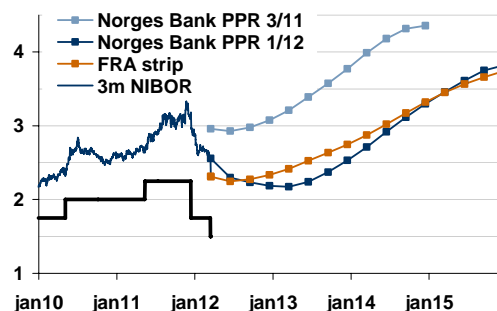
Figur 1: Norges Bank tok markedet på senga

Kilde: Nordea Markets og Bloomberg



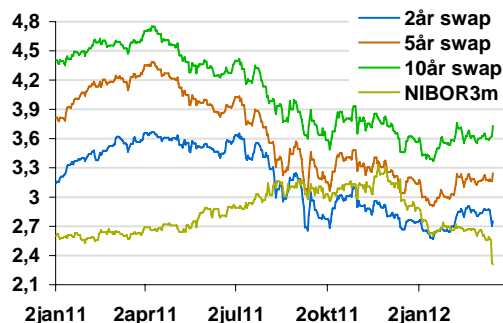
Figur 2: Norges banks prognose for 3mnd NIBOR og markedsforventningene

Kilde: Nordea Markets og Bloomberg



Figur 3: Lange renter har kommet opp til tross for rentekuttet

Kilde: Nordea Markets og Bloomberg

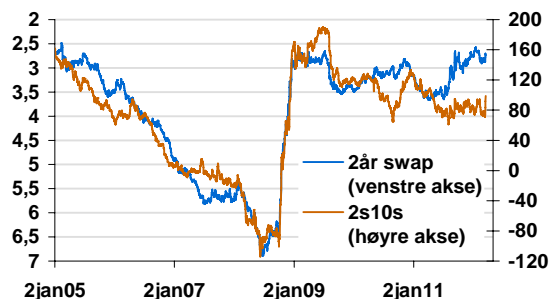


Dette kan være starten på en større bevegelse. Globalt har lange swap-renter blitt trykket ned av flight-to-quality i forbindelse med gjeldskrisen og som figur 4 viser har rentekurven vært mye flatere enn det nivået på korte renter har pleid å tilsi. Rentekurven har som figuren viser potensial til å bratte mer.

Grunnen til brattingen og oppgangen i de lange rentene finner internasjonalt som vist i figur 5. Denne oppgangen kan synes å være drevet av at dekoblingen mellom aksjemarkedet og rentemarkedet som vi påpekte i forrige Navigatør har startet å korrigere, se figur 6. Bedringen i aksje og kredittmarkedene så langt i år gjør at makrobildet ser lysere ut og vi mener det derfor er fornuftig at swaprentene nå også har begynt å komme etter. Dette har også vært utviklingen etter tidligere kapitaltilførsler fra bl.a. den amerikanske sentralbanken og hvis historien gjentar seg kan vi nå ha en periode med stigende lange renter foran oss.

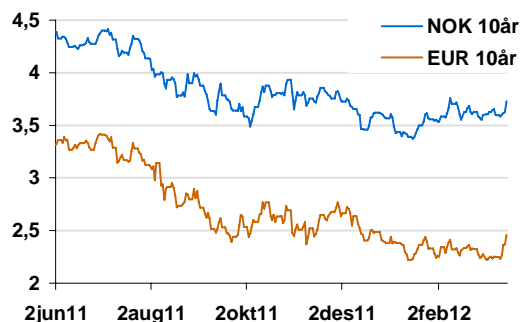
Figur 4: Rentekurven er flat gitt nivået på korte renter

Kilde: Nordea Markets og Bloomberg



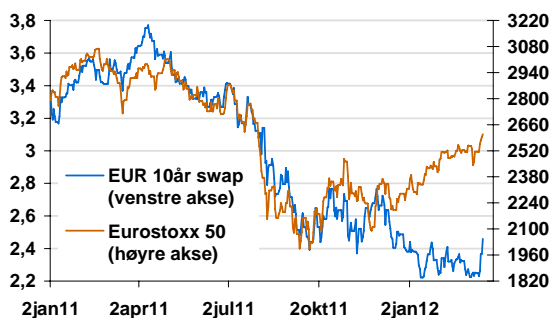
Figur 5: Oppgangen i lange renter skyldes at lange renter ute har startet å komme opp

Kilde: Nordea Markets og Bloomberg



Figur 6: Rentemarkedet har startet å korrigere dekoblingen med aksjemarkedet

Kilde: Nordea Markets og Bloomberg



Ole Håkon Eek-Nielsen  
+47 22 48 78 69  
ohen@nordea.com

## Valuta

- EURNOK; En sentralbank til besvær
- EURUSD; Nedsiden i spill igjen
- EURGBP; Tross alt verre i Eurosonen
- EURCHF; Holder gulvet?
- USDJPY; Mer oppside?
- EURSEK; Sterk SEK foreløpig?

### EURNOK; en sentralbank til besvær

Etter et fall i EURNOK på over 30 øre og NOK styrking generelt ble rentekuttet en kraftig overraskelse for markedet og mye av bevegelsen ble reversert. Som tidligere omtalt kan man kanskje lese rentekuttet som en følge av nettopp sterk NOK.

Det som var en trend i samtlige av NOK-driverne har med andre ord avtatt ganske mye. Rentedifferansen har kommet ned med omlag 25 basispunkter i 2 års swapene. Med bedringen i likviditeten og dermed fall i USD renter kan man også se for seg ytterligere fall i Nibor og dermed også 2 års rentedifferanse.

Oljeprisoppgangen har stagnert noe med utsikter til at partene i konflikten med Iran i alle fall skal forsøke å forhandle.

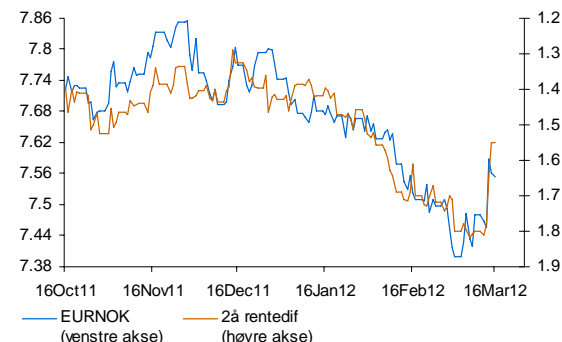
Med tanke på risikoappetitten har den også oppgangen her avtatt noe. Kanskje mer som følge av lave nivåer for implisitt volatilitet enn faktisk risikoaversjon. Effekten av ECBs likviditetstilførsler vil nok være med oss i markedet en stund til.

Utenlandske investorer har tilsynelatende kommet seg ut av posisjonene de tok på under dagens nivåer. Det burde ta bort noe av frykten for kraftig stop loss aktivitet herfra. Kanskje vel så viktig oljeskatteinngangen er fortsatt betydelig høyere enn kjøpene til oljefondet. Dette fenomenet besvarer dels hvorfor vi trolig har en sesongmessig sterk NOK akkurat nå, men også noe av den generelle styrken i NOK. Med høyere oljekorrigerte underskudd de siste par årene har norsk økonomi fått tilført mer valuta enn tidligere.

EURNOK er lav og NOK sterk med relativt god grunn. Trenden er svekket sammen med trenden i driverne og vi vurderer utsiktene som relativt nøytrale herfra.

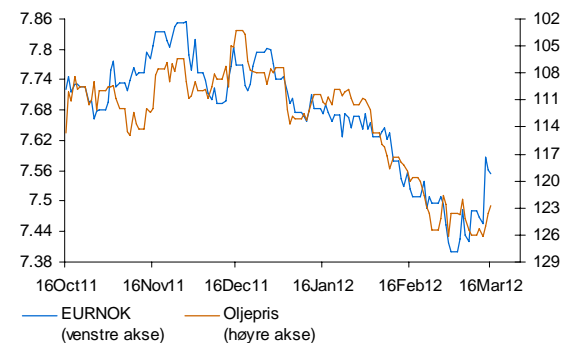
Figur 1: Rentedifferansen kom kraftig ned etter Norges Bank

Kilde: Nordea Markets og Bloomberg



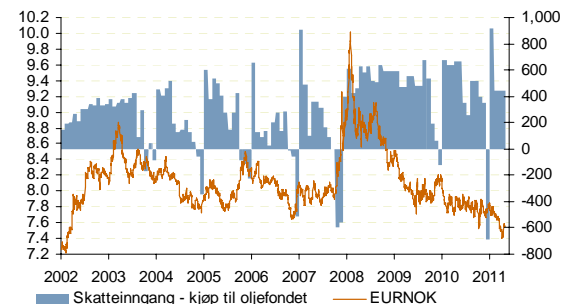
Figur 2: Trenden i oljeprisen har avtatt

Kilde: Nordea Markets og Bloomberg



Figur 3: Fremdeles betydelig tilstrømninger fra oljeskatten sammenliknet med kjøpene til oljefondet

Kilde: Nordea Markets og Bloomberg



## EURUSD; Nedsiden i spill igjen

Med bedre resultater i USA enn i eurosonen og den betydelige gjeldsreduksjonen og innstramningen som vil skje i eurosonen, ser vi fortsatt EURUSD betydelig lavere i et ettårs-perspektiv.

Den 29. februar lånte bankene EUR 529 milliarder i Den europeiske sentralbankens andre LTRO. Dette var noe over forventningene på EUR 489 milliarder, og resulterte i en netto økning i sentralbankens balanse på EUR 300 milliarder.

Siden dette i stor grad var som forventet, var reaksjonene små. Ben Bernankes pengepolitiske uttalelse samme dag ble til en viss grad tolket positivt for økonomien, og løftet USD fordi markedet vurderte muligheten for ytterligere kvantitative lettelsener som lavere. På grunn av bedre tall enn ventet i det siste tror ikke vår amerikanske makroøkonom på en tredje runde med kvantitative lettelsener før tidligst i juni. I tillegg kan høye oljepriser også være en viktig grunn til at Bernanke ikke ønsker at flere klare kvantitative lettelsener skal svekke dollaren ytterligere og gjøre olje og bensin enda dyrere.

Den høye oljeprisen tynger også dollaren. Korrelasjonen mellom olje og EURUSD har de siste årene gått fra tett til null til negativ. Dette kan delvis forklares med at oljeprodusentene plasserer overskuddene sine i euro.

Med avtalen om gresk statsgjeld lettet stemningen i eurosonen noe, men vi opprettholder vårt syn om at veksten i eurosonen vil bli svak.

I løpet av måneden har den amerikanske forbrukertilliten bedret seg dramatisk fra 61,1 til 70,8 på grunn av sterke egenkapitalmarkeder. Både detaljhandelen og industriproduksjonen var lavere enn forventet, mens BNP i fjerde kvartal ble revidert opp fra 2,8% til 3,0% på årsbasis. Sysselsettingen utenfor landbruket var stort sett som forventet på +227.000 i februar, mens måneden før ble revidert opp med 28.000.

Selv om spredningsrisikoen for eurosonen på kort sikt er tatt hånd om gjennom Den europeiske sentralbankens likviditetsoperasjoner, er de grunnleggende problemene fortsatt der. USA har allerede vært gjennom deler av den gjeldsreduksjonsprosessen som må skje i eurosonen, og vi forventer derfor at USD vil gjøre det bedre enn EUR.

## EURGBP; Tross alt verre i Eurosonen

Etter at BoE utvidet de kvantitative lettelsene med GBP50 milliarder i februar kom det ikke som noen overraskelse at de lot styringsrenten være uendret. Men medlemmene i den pengepolitiske komiteen er tilsynelatende delt når det gjelder fremtidig verdipapirkjøpsprogram.

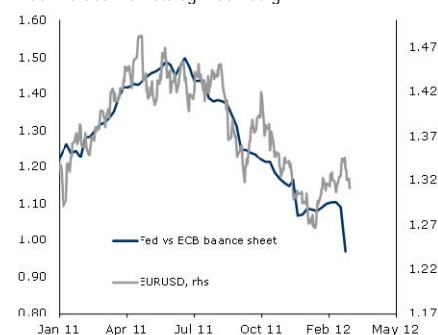
Ikke desto mindre har ECBs likviditetsprogrammer (LTRO) redusert risikoen for en gjeldskollaps i Storbritannia fordi britiske banker har fått tilgang til ECBs midler gjennom sine europeiske datterselskaper. I tillegg har bedringene i det europeiske kredittmarkedet gjort det enklere for britiske banker å utstede nye gjeldspapirer. Kredittindikatorer som 5-årige CDS-premier og marginene på obligasjoner med fortrinnsrett har falt etter at ECB startet programmet sitt.

Tallene den siste tiden har vært blandede. Til tross for høye bensinpriser steg Conference Boards forbrukertillit til 70,8 i februar som er den høyeste på 12 måneder, fra et tidligere nivå på 61,5 i januar. Dette gjenspeiler sannsynligvis de siste bedringene i arbeidsmarkedet og oppgangen på aksjemarkedene. Markits PMI-indeks for produksjonsvirksomheten antyder imidlertid at oppgangen i industrien har begynt å avta, ettersom den falt fra 52,0 i januar til 51,2 i februar etter å ha steget tre måneder på rad.

Generelt går oppgangen i Storbritannia fortsatt tregt, men etter vårt syn har Storbritannia fremdeles bedre forutsetninger enn eurosonen for å få økonomien på beina igjen. Myndighetene i Storbritannia har allerede gjennomført tiltak for å bedre den økonomiske situasjonen, mens eurosonen må gjennomføre et stort antall strukturelle tiltak samtidig som de må redusere gjeld. Derfor forventer vi at EURGBP vil svekke seg fremover

Figur 4: ECBs LTRO kan gi mer nedside til EURUSD

Kilde: Nordea Markets og Bloomberg



## EURSEK; Sterk SEK foreløpig?

Vi har justert EURSEK-prognosen vår til å bedre gjenspeile de nivåene SEK handles til. Vi har lenge pekt på de svake økonomiske utsiktene og uroen på finansmarkedene som drivere for en svakere SEK. Men en markert svekkelse av SEK har uteblitt, og SEK har i stedet festet seg på et sterkere risikosentiment.

Dette kan i stor grad tilskrives ECBs enorme likviditetsprogram som har endret forutsetningene på valutamarkedet totalt. Vi kan heller ikke se helt bort fra et visst innslag av flukt til SEK som "trygg havn", som i alle fall til en viss grad bryter med det historiske mønstret.

I vår nye EURSEK-prognose tror vi fortsatt at SEK vil svekke seg. Vi ser at den svake økonomiske aktiviteten i Sverige (som vi faktisk befinner oss i akkurat nå) tvinger Riksbanken til å følge kollegaene sine når det gjelder stimuli, og senke reporenten. Rentedifferansen mot eurosonen vil dermed bli mindre enn det som er innpriset i dag, noe som taler for en svakere SEK.

Vi kan heller ikke forvente at risikomiljøet vi har sett siden det første likviditetstilskuddet i desember vil vare. Styrkingen av SEK har dessuten vært ganske begrenset i dette sjeldent gode risikomiljøet. I tillegg har SEK reelt sviktet i de korte tilbakeslagene som markedet har opplevd i denne perioden. Dette taler imot SEK som "trygg-havn-valuta".

Risikoene forbundet med vår prognose er naturligvis at den europeiske sentralbanken vil fortsette å forstyrre verdien på EUR gjennom ytterligere tiltak. Etter den siste runden med likviditetstilskudd har imidlertid flere ledermøter i den europeiske sentralbankens styrende råd signalisert at det ikke kommer flere tiltak. ECB fikk dessuten offentlig kritikk fra den tyske sentralbankens leder Jens Weidmann, som påpekte risikoene med de reduksjonene som ble gjennomført i krav til sikkerheter. Tatt i betraktning at den tyske sentralbanken er den største kreditoren i det europeiske finanssystemet, og den store innflytelsen Tyskland/Bundesbank har, så taler kritikken imot ytterligere likviditetstiltak.

Vår nye prognose er at EURSEK vil bli handlet til rundt 8,95 om tre måneder, og rundt 9,15 mot utgangen av 2012.

## EURCHF; Holder gulvet?

I Sveits overrasket BNP-tallene for fjerde kvartal positivt, og tilsa en vekst i økonomien på 1,3 % fra året før, og 0,9 % over forventningene. Dette har dempet presset på den sveitsiske nasjonalbanken om å heve EURCHF-taket fra dagens nivå på 1,20 CHF per EUR.

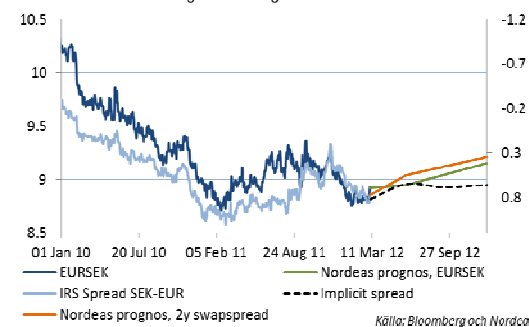
Veksttallene viste at den sterke valutaen innvirket på eksporten i lavere grad enn det som først ble antatt. Fagforeningene har snakket varmt for en sterk heving av gulvet, men disse tallene vil ikke støtte om dette. Selv om innenlandsøkonomien virker robust, er det lite sannsynlig at den vil løsrive seg fra Tyskland og resten av eurosonen. Vår makroøkonom forventer at gulvet vil bli hevet i juni i år.

Nasjonalbankens midlertidige leder, Jordan, gjentok forgjengerens kommentarer om en sterkt overvurdert CHF, og sa at sentralbanken fortsatt ville verne om valutagulvet. Fremover forventer vi at EURCHF vil bli drevet av flytting av midler til trygge plasseringer i lys av spekulasjoner om en mulig heving av EURCHF-gulvet.

Vi ser det ikke som sannsynlig at den sveitsiske nasjonalbanken vil la CHF bli værende på dette dyre nivået lenge, og vi forventer at EURCHF vil bli handlet høyere mot utgangen av året.

Figur 5: Vi tror på lavere rentedifferanse og svakere SEK

Kilde: Nordea Markets og Bloomberg



## USDJPY; mer oppside?

Den japanske sentralbanken, BoJ, kunngjorde på februar-møtet at den ville kjøpe japanske statsobligasjoner for i alt JPY 10 trillioner, som tilsvarer rundt USD 130 milliarder. I tillegg ble det bestemt at inflasjonsmålet fra nå av skulle være på 1,0% på mellomlang sikt. Ryktene vil ha det til at det har vært press på BoJ om å gjennomføre ytterligere tiltak mot den vedvarende deflasjonen som Japan har slitt med altfor lenge.

Siden offentliggjøringen av inflasjonsmålet har JPY svekket seg mot de fleste valutaene og USDJPY handles nå nært opp mot det høyeste på ett år. Den overvurderte japanske valutaen har vært et problem for eksporten, og dermed kommer svekkelsen som en lettelse. Effektene av tidligere intervensjoner av BoJ har vært temmelig kortsiktige, men siden sentralbanken faktisk har forpliktet seg til et mer langsiktig mål denne gangen, virker det som om markedet endelig har reagert.

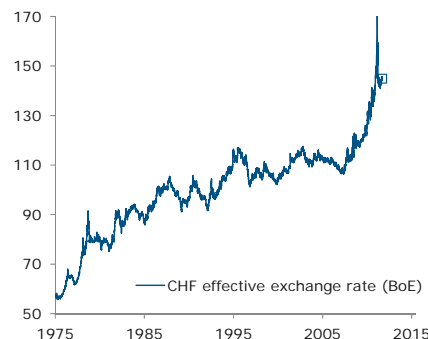
Detaljvarehandelen og industriproduksjonen overrasket positivt i januar, og detaljvarehandelen økte med 1,9% på årsbasis mens konsensus var på -0,2%. Industriproduksjonen økte med 2% sammenliknet med konsensus på 1,5%. Den sterke økningen i detaljvarehandelen sier imidlertid ingenting om noen økning i forbruket, men gjenspeiler heller midlertidige faktorer, spesielt den midlertidige subsidieringen av øko-biler frem til utgangen av mars. Dette vil sannsynligvis øke detaljvarehandelen i første kvartal, mens man antakelig kan forvente en nedgang i andre kvartal når subsidieringen har opphørt. Det er også sannsynlig at oppgangen i industriproduksjonen i januar er påvirket av bilsubsidieringen. Det er også sannsynlig at sterke restriksjoner på energibruken i sommer, som bedriftene antakelig vil begynne å forberede seg på ganske snart, vil innvirke på industriproduksjonen fremover.

Selv om det er enkelte lyspunkter, har den japanske økonomien ennå ikke kommet seg helt etter jordskjelvet. Produsentene ble hardt rammet av naturkatastrofen på grunn av avbrudd i forsyninger, og konsekvensen var at den japanske eksporten falt, mens importen steg for å dekke opp den sviktende innenlandsproduksjonen. Dette har ført til økende bekymring om Japans driftsbalanse, som var negativ i januar. Japan er kjent for å ha stor offentlig gjeld, og historisk har det store overskuddet på driftsbalansen gjort det relativt enkelt for landet å låne. Dermed vil et vedvarende underskudd på driftsbalansen ikke se særlig lovende ut for Japan.

Vi fortsetter å være optimistiske til USD, men tror JPY vil fortsette å svekke seg mot dollaren, og tror på et USDJPY på 95 på svært lang sikt.

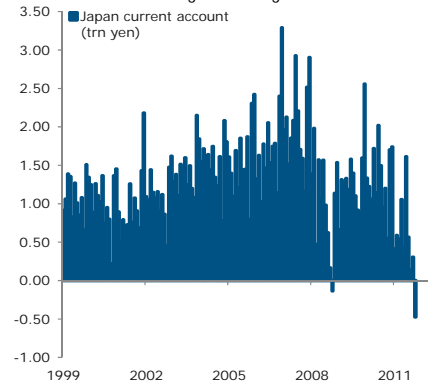
Figur 6: Selv om valutagulvet har bidratt til en billigere CHF, er valutaen fortsatt på historisk høye nivåer.

Kilde: Nordea Markets og Bloomberg



Figur 7: Ingen tegn til høy inflasjon i Sveits ennå

Kilde: Nordea Markets og Bloomberg



## Prognoser

### Valutakurser mot NOK

	16-Mar-12	3M	6M	1Y	2Y
USDNOK	5.749	6.080	6.609	6.909	7.600
EURNOK	7.550	7.600	7.600	7.600	7.600
JPYNOK	0.069	0.074	0.078	0.081	0.080
SEKNOK	0.852	0.849	0.831	0.840	0.864
DKKNOK	1.015	1.022	1.022	1.021	1.019
CHFNOK	6.255	6.333	6.080	6.080	5.846
GBPNOK	9.091	9.048	9.500	9.744	10.133

### Swaprenter

	16-Mar-12	3M	6M	1Y	2Y
USA					
3M	0.47	0.45	0.50	0.70	1.50
2Y	0.65	0.50	1.00	1.50	2.75
5Y	1.38	1.20	1.55	2.25	3.50
10Y	2.39	2.10	2.40	3.00	4.15
Euroland					
3M	0.85	0.85	0.80	0.85	1.00
2Y	1.20	1.20	1.45	1.75	2.25
5Y	1.76	1.65	2.10	2.20	2.80
10Y	2.47	2.35	2.60	2.90	3.40
Norge					
Styringsrente	1.5	1.50	1.50	2.00	2.50
3M	2.31	2.23	2.03	2.55	2.93
2Y	2.77	2.66	2.75	3.35	3.75
5Y	3.26	3.07	3.22	3.77	4.07
10Y	3.75	3.53	3.69	4.09	4.49

Note: De 2-, 3-, 5- og 10-årige rentene over er alle swaprenter.

### Valutakurser mot USD

	16-Mar-12	3M	6M	1Y	2Y
USDJPY	83.639	82.00	85.00	85.00	95.00
EURUSD	1.313	1.250	1.150	1.100	1.000
GBPUSD	1.581	1.488	1.438	1.410	1.333
USDCHF	0.919	0.960	1.087	1.136	1.300
USDSEK	6.746	7.160	7.957	8.227	8.800
USDNOK	5.749	6.080	6.609	6.909	7.600

### Valutakurser mot EUR

	16-Mar-12	3M	6M	1Y	2Y
EURJPY	109.846	93.60	97.75	93.50	95.00
EURGBP	0.831	0.820	0.800	0.780	0.750
EURCHF	1.207	1.200	1.250	1.250	1.300
EURSEK	8.859	8.950	9.150	9.050	8.800
EURNOK	7.550	7.600	7.600	7.600	7.600

### Pengemarkedsrenter og 10 årig stat

	16-Mar-12	3M	6M	1Y	2Y
GBP 3M	1.04	1.10	0.90	1.00	1.50
GBP 10Y	2.45	2.20	2.80	3.20	3.80
SEK 3M	2.30	1.95	1.45	1.50	2.15
SEK 10Y	2.10	1.95	2.30	2.75	3.45

Nordea Markets is the name of the Markets departments of Nordea Bank Norge ASA, Nordea Bank AB (publ), Nordea Bank Finland Plc and Nordea Bank Danmark A/S. The information provided herein is intended for background information only and for the sole use of the intended recipient. The views and other information provided herein are the current views of Nordea Markets as of the date of this document and are subject to change without notice. This notice is not an exhaustive description of the described product or the risks related to it, and it should not be relied on as such, nor is it a substitute for the judgement of the recipient.

The information provided herein is not intended to constitute and does not constitute investment advice nor is the information intended as an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument. The information contained herein has no regard to the specific investment objectives, the financial situation or particular needs of any particular recipient. Relevant and specific professional advice should always be obtained before making any investment or credit decision. It is important to note that past performance is not indicative of future results.

Nordea Markets is not and does not purport to be an adviser as to legal, taxation, accounting or regulatory matters in any jurisdiction.

This document may not be reproduced, distributed or published for any purpose without the prior written consent from Nordea Markets.

Nordea, Markets Division

Nordea Bank Norge ASA  
17 Middelthuns gt.  
PO Box 1166 Sentrum  
N-0107 Oslo  
+47 2248 5000

Nordea AB (publ)  
10 Hamngatan  
SE-105 71 Stockholm  
+46 8 614 7000

Nordea Bank Finland Plc  
Aleksis Kiven katu 9, Helsinki  
FIN-00020 Nordea  
+358 9 1651

Nordea Bank Danmark A/S  
3 Strandgade  
PO Box 850  
DK-0900 Copenhagen C  
+45 3333 3333