

Makroøkonomisk ugefokus

Uge 23 – Fokus er på ECB-rentemøde og inflation i USA

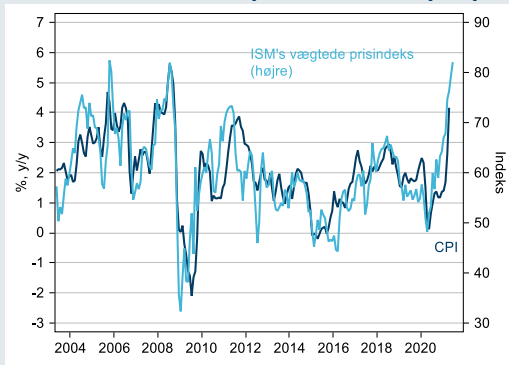
USA: Inflationstemaet er fortsat i fokus

Torsdag offentliggør USA **forbrugerpriserne** for maj. Der er ekstremt stort fokus på inflationsudviklingen for tiden; ikke mindst efter forbrugerpriserne i den forrige opgørelse steg langt mere end ventet. Stigningen på 0,8% m/m i april var således den største siden 2009, mens stigningen på 0,9% m/m i kerneinflationen var den største siden 1982. Det bragte de årlige inflationsrater op i henholdsvis 4,2% og 3,0%. Dermed var der tegn på, at virksomhederne er begyndt at sende regningen fra de stigende inputpriser videre til forbrugerne. Det var dog fortrinsvist priskategorier, som er berørt af genåbningen som steg. I maj ventes inflationsraterne at fortsætte i vejret til henholdsvis 4,6% og 3,4%, hvor der dog ventes lidt mindre månedsstigninger på omkring 0,4% m/m. Vi har således allerede set fortsat pres opad på producentpriserne, som i et vist omfang igen ventes overført til forbrugerpriserne. ISM's prisindeks for virksomhedernes betalte priser har ligeledes peget på dette (se figur). Til gengæld ventes maj at være den sidste måned, hvor årsbasiseffekten fra energipriserne for alvor skubber opad i den årlige inflationsrate, hvormed stigningen i inflationsraten efterfølgende ventes at blive mere afdæmpet.

Fredag modtager vi University of Michigans **forbrugertillidsindeks** for juni. I maj faldt forbrugertilliden efter ellers at være trukket op i det højeste niveau siden corona-chokket i foråret 2020. Faldet blev især tilskrevet de voksende inflationsbekymringer, og vi så da også, at husholdningernes vurdering af inflationen om et år steg voldsomt til det højeste niveau i 10 år. Der har senest været lidt modsatrettede effekter, som sandsynligvis påvirker forbrugertillidsmålingen for juni. På den negative side tæller fortsat højere faktisk inflation, som kan puste yderligere til inflationsbekymringerne. Det har især været tydeligt i de stigende benzinpriser. Derudover ventes rentestigningen tidligere på året at tynde vurderingen lidt yderligere. På den positive side har vi set fremgang i pandemikampen i form af faldende smittetempo og lempede restriktioner (se figur), og i sammenhæng med dette er aktiemarkederne kravlet op i nye rekordhøje niveauer. De positive faktorer ventes dog at have en marginal overvægt, og der ventes således en lille stigning i juni-tilliden, på linje med de ugentlige målinger vi senest har set i Bloombergs forbrugertillidsindeks.

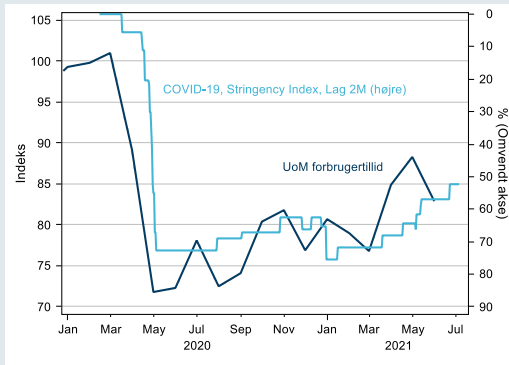
Der vil derudover være lidt fokus på arbejdsmarkedet tirsdag, hvor vi modtager rapporter fra **JOLT og NFIB**. JOLT er den alternative arbejdsmarkedsrapport, som blandt andet ser på jobopslag og jobomsætning. Rapporten er for april, og den har siden august sidste år budt på en større stigning i jobopslagene end ventet, så de i marts nåede historisk højt niveau (i statistikkens levetid siden 2000) på 8,12 mio. opslag (se figur). Det var ca. 2 mio. højere end antallet af ansættelser, og denne rekordstore difference understreger de aktuelle problemer med at skaffe arbejdskraft. Umiddelbart er der ikke udsigt til, at knapheden bliver bedret i april, hvor der fortsat har været meldinger om, at pandemien bremser udbuddet af arbejdskraft via virusfrygt, hjemmegående børn og gunstige

USA: Virksomheder oplever markant prispres



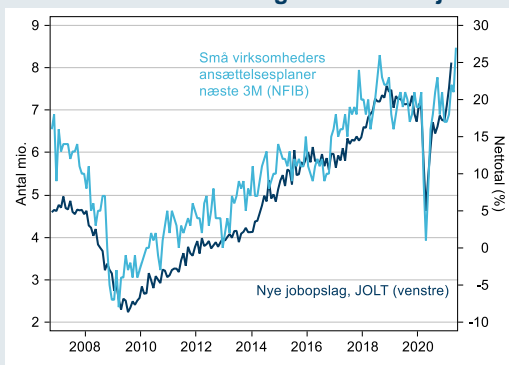
Kilde: Macrobond

USA: Tillid støttes af lempede restriktioner



Kilde: Macrobond

USA: Virksomheder hungre efter arbejdskraft



Kilde: Macrobond

krise-ledighedskompensationsordninger. NFIB-indekset måler til liden blandt de mindre virksomheder, og den er kun steget langsomt de seneste måneder, idet de er mere plaget af covid-restriktionerne i USA, hvoraf flere fortsat er på plads. Således har indekset kun generobret ca. halvdelen af det tabte terræn under første del af coronakrisen, men der ventes dog en ny lille stigning i majmålingen i takt med at økonomien er genåbnet yderligere. Også her vil der nok være mest fokus på underindeksene for arbejdsmarkedet samt prisudviklingen. Her er målinger på knapheden af arbejdskraft også helt i top med rekorderterspørgsel efter nye ansatte (se figur nederst forrige side), mens næsten 50% af virksomhederne melder om ledige job, der ikke kan besættes, hvilket aldrig er set før. Lønplanerne er da også på vej tilbage til normalen mens planerne om at overvælde højere priser på forbrugerne er tilbage oppe på 2008-niveauer. Således er der i hvert fald på kort sigt udsigt til et øget prispres fra denne kant.

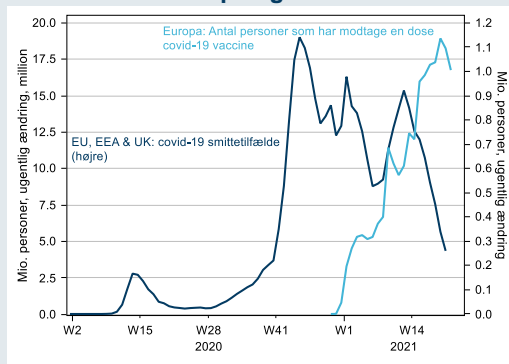
Euroområdet: ECB med forsigtig QE-opbremsning

Torsdag er der **rentemøde i den Europæiske Centralbank (ECB)**. Grundlæggende bør ECB kunne finde en mere optimistisk tone frem på mødet primært som følge af fremgangen i pandemikampen, hvor vi har set at smitteudviklingen er aftagende, mens vaccinationerne er kommet fint op i tempo (se figur). Det har rettet medlemslandenes fokus mod lempelser af restriktioner, om end der fortsat lever en frygt for en ny smittebølge qua nye virusvarianter.

Således ventes ECB stort set at fastholde sine vækstskøn i den opdaterede prognose, hvor den fortsatte pandemiusikkerhed formentligt vil betyde, at ECB stadig ser en lille overvægt af negative risici på kort sigt. Samtidigt er forbrugerpris-inflation steget kraftigt de seneste par måneder til 2% og dermed over ECB's målsætning om en inflation "tæt på men lige under 2%" for første gang siden 2018 (se figur). Stigningen er således kommet tidligere, end hvad ECB ventede i sin marts-prognose. En stor del af stigningen er dog drevet af energipriser, og kerneinflationen har ind til videre vist sig afdæmpet, men vi ser ikke desto mindre en vis sandsynlighed for, at ECB opjusterer estimatet for inflationen i år.

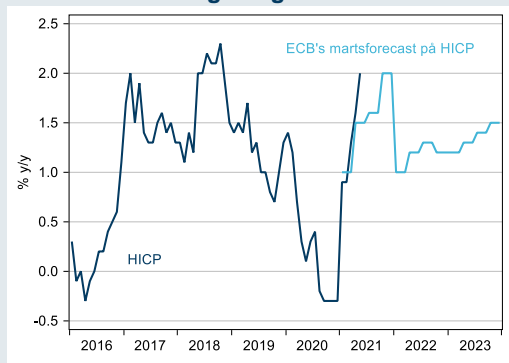
Det har medført spekulationer, om hvorvidt ECB overvejer at bremse sit pandemi- nødopkøbsprogram af obligationer (PEPP) i 3. kvartal. ECB har dog over de seneste par uger tydeligt markeret, at man fortsat venter, at inflationsstigningen vil være af midlertidig karakter. Først var ECB-chef Lagarde på banen med dette budskab, og supplerede desuden med, at det stadig er for tidligt at begynde en diskussion om en mulig nedtrapning af PEPP. Det blev fulgt op af en række andre medlemmer af Styrelsesrådet i ECB. ECB's franske Villeroy udtalte således, at ideen om at ECB vil reducere PEPP i 3. kvartal er "rent spekulativ", at ECB's inflationsmål bør være 2% og ikke under 2%, samt at inflationen kan accepteres på over 2% i nogen tid. Endelig og nok så interessant understregede italienske Panetta, at kun en vedholdende stigning i inflationspresset kan retfærdiggøre en neddrøsling af opkøbene. Men det er ikke hvad ECB så i sin prognose i marts, og han ser ikke megen grund til at dette har ændret sig siden, tværtimod så er EUR blevet styrket. Det har utvivlsomt medvirket til, at obligationsrenterne de seneste par ugers tid har udviklet sig afdæmpet trods styrkede opsvingstegn og højere inflation, samt at EUR nu ser ud til at stabilisere sig lidt oven på den seneste styrkelsestendens.

EUR: Pandemikampen går fremad



Kilde: Macrobond

EUR: Inflation steg tidligere end ECB ventede



Kilde: Macrobond, ECB

ECB har understreget, at udviklingen i PEPP-opkøbene i høj grad afhænger af udviklingen i de finansielle betingelser, hvor ECB utvivlsomt skæver meget til de relative statsrentespænd. Her har udviklingen været nogenlunde stabil siden det forrige rentemøde i april, med en udvidelse der blev vendt til en indsnævring igen de seneste tre uger (se figur). Derfor ventes ECB, at være meget påpasselig med at signalere en nedtrapning af PEPP-opkøbene, men vi kan dog muligvis se en vis opblødning af formuleringen om, at ECB vil foretage PEPP-opkøb "...i et signifikant højere tempo end i de første måneder af året". Det indikerer, at opkøbstempoet kan gå lidt ned i gear i 3. kvartal.

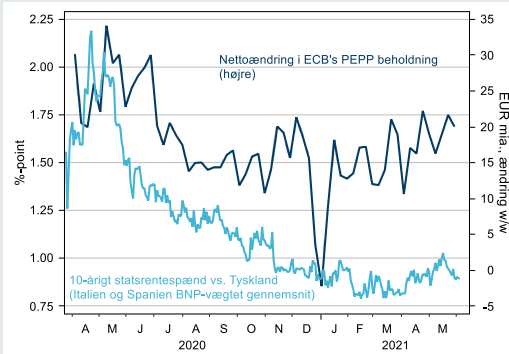
Det er småt med nøgletal i den kommende uge, men vi modtager dog de første investorbaserede barometre for juni fra **Sentix** for euroområdet mandag og **ZEW** for Tyskland tirsdag. Investorenes optimisme er steget hurtigere end ventet i de forrige to måneder, hvilket især må tilskrives øget pandemi-optimisme, i takt med at vaccinationerne er kommet op i tempo, og smittevæksten er faldet. Det har således især været forventningsindekset til økonomien om seks måneder, der har trukket op og dermed nået rekordniveauer. Stigningen i maj har overgået, hvad der umiddelbart kunne forklares af udviklingen på aktiemarkederne samt af de generelle finansielle betingelser. Disse er dog steget en smule yderligere henover månedsskiftet ind i juni. På den anden side har vi set en mindre opbremsning i vaccinevæksten (se figur), men vi venter dog, at Sentix vil formå at køre nogenlunde sidelæns i juni. Det tyske ZEW-forventningsindeks ventes tilsvarende at stabilisere sig, efter i maj at have nået et højdepunkt siden februar 2000.

Danmark: Kapacitetsproblemer i industrien?

I en relativt tæt pakket nøgletalsuge lægger vi for mandag med tal for **konkurserne** i maj. Efter en stigning i antallet af konkurser i de såkaldte aktive virksomheder (med ansatte og/eller med omsætning over DKK 1 mio.) hen over årsskiftet, har de haft pilen nedad igen, og der er for indeværende ingen tegn på, at vi står over for en omfattende konkursbølge. De såkaldte ugentlig konkursbegæring, jf. figur, peger i hvert fald ikke på, at vi vil se nogen dramatiske ændringer i det aktuelt gunstige billede i maj. Antallet af virksomheder, der melder om nogen eller stor konkurserisiko over de kommende måneder, er da også faldet til de laveste niveauer under krisen, hvor genåbningen og et stærkt økonomiske opsving nok også hjælper til. Det virker dog stadig sandsynligt, at udfasningen af hjælpepakkerne på et tidspunkt vil give anledning til et øget antal konkurser, men vi har aktuelt svært ved at se alarmklokkerne for alvor begynde at ringe på det område.

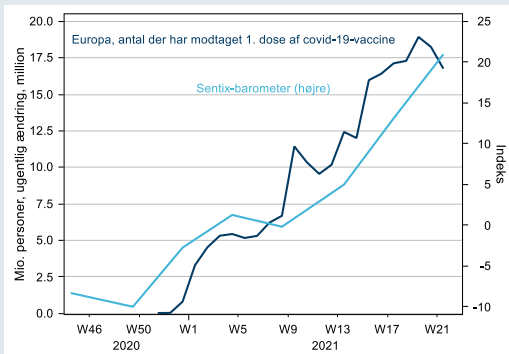
Tirsdag får vi friske april-tal for **industriproduktionen**, som på det seneste har været præget af markante månedlige udsving, også når man ser bort fra den normalt volatile medicinalproduktion. Trods udsvingene har pilen dog været entydigt opad igennem de seneste måneder. I marts steg produktionen eksklusiv medicin da også med hele 5,6% m/m til et historisk højt niveau. Givet produktionens volatile natur venter vi dog, at vi vil se et fald i april. Den negative effekt kan endvidere blive forstærket af betydelige problemer med mangel på materialer og generelle kapacitetsproblemer, som giver risiko for, at virksomhedernes produktion ikke kan følge med den solide efterspørgsel efter varer. 18% af industrivirksomhederne herhjemme har således meldt om mangel på materialer som en produktionsbegrænsende faktor, hvilket er tæt ved dobbelt så meget som i boom-årene forud for finanskrisen, jf. figur. Især elektroniksektoren er hårdt ramt,

EUR: Finansielle betingelse stabile



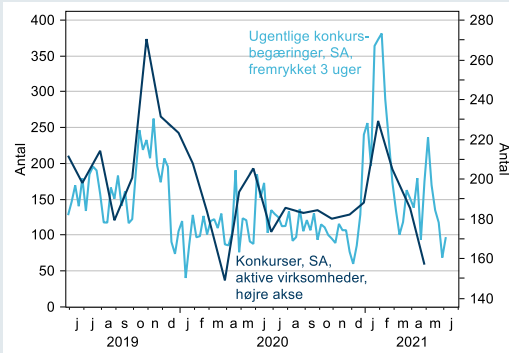
Kilde: Macrobond

EUR: Vaccinevækst fladet lidt ud



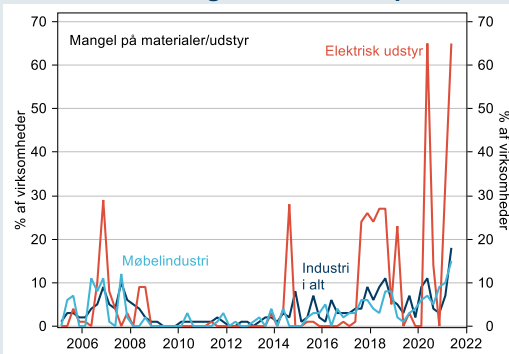
Kilde: Macrobond

DK: Ingen faresignaler for konkurserne



Kilde: Macrobond

DK: Materiale mangel kan hæmme produktion



Kilde: Macrobond

hvor 65% af virksomhederne indikerer problemer med materialemangel i 2. kvartal. Også i møbelindustrien melder virksomhederne om rekordmangel på materialer, og det bliver interessant at se, om der er tegn på, at produktionen er begyndt at blive hæmmet af dette. Samlet venter vi, at produktionen eksklusiv medicin faldt med 3,5% m/m i maj. Den store medicinalindustri melder dog indtil videre ikke om betydelige problemer med mangel på materialer og kan derfor muligvis virke som en stabiliserende faktor for dansk økonomi i en verden plaget af forsyningsproblemer.

Udenrigshandlen, som vi får april-tal for onsdag, har sammen med industriproduktionen været et af de absolutte lyspunkter for dansk økonomi i den seneste tid. En markante fremgang i vareeksporten var således en primær årsag til, at tilbageslaget i dansk økonomi ikke blev større end tilfældet var det i 1. kvartal. Tjenesteeksporten har dog hængt mere i bremsen, men i marts så vi en mulig gunstig konsekvens af tendensen til genåbninger rundt omkring i verden, med en stigning på hele 6,6% m/m. Efter en stigning i den samlede eksport på 4,6% m/m i marts, venter vi dog, at en noget mere afdæmpet udvikling på i omegnen af 1,0% m/m i april, som også indikeret af diverse aktivitetsindikatorer for fremstillingssektoren, jf. figur.

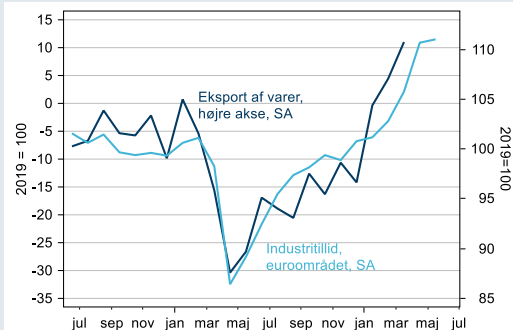
Vi slutter ugen af fredag med tal for udviklingen i **forbrugerpriserne** i maj, hvor vi venter, at årsinflationen vil være trukket yderligere i vejret. Det skal dog understreges, at der fortsat hersker en vis grad af usikkerhed om udviklingen, hvor bl.a. de normale sæsonmønstre inden for flere brancher kan være sat ud af spil. Set over måneden venter vi, at højere energipriser samt en grad af normalisering af priserne i de hårdest pandemiramte sektorer, i takt med at økonomien åbner op, vil have bidraget til at trække forbrugerpriserne op. Et 'tidligt' udsalg i tøjbutikkerne samt lavere priser på fødevarer ses dog at have trukket i den anden retning, og samlet venter vi, at forbrugerpriserne er steget med 0,1% m/m i maj. Basiseffekter fra sidste års fald i energipriserne, der dog er tæt på at toppe, men også i priserne på fritid og kultur, jf. figur, betyder imidlertid, at årsinflationen ventes at stige fra 1,5% til 1,7% - det højeste niveau siden 2012.

Analytikere:

Rasmus Gudum-Sessingø ragu02@handelsbanken.dk

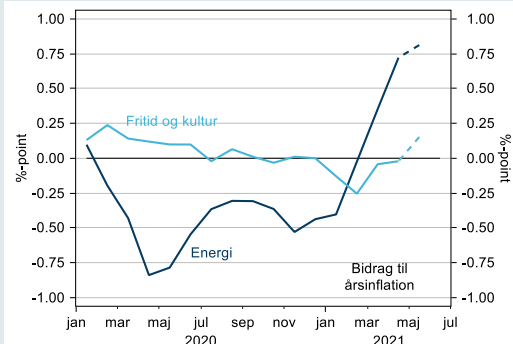
Jes Asmussen, jeas01@handelsbanken.dk

DK: Lidt mere afdæmpet eksportvækst?



Kilde: Macrobond

DK: Basiseffekter trækker op i inflationen



Kilde: Macrobond

Nøgletalskalender

Dato	Tid	Land	Indikator	Periode	Survey	SHB	Forrige
07. jun		Kina	Exports/Imports (YoY)	May	32.0%/54.1%	--	32.3%/43.1%
07-Jun		Kina	Foreign Reserves	May	\$3214.50b	--	\$3198.18b
07-Jun	07:45	Schweiz	Unemployment Rate SA	May	--	--	3.1%
07-Jun	08:00	Tyskland	Factory Orders (MoM/YoY)	Apr	0.5%/--	--	3.0%/27.8%
07-Jun	08:00	Norge	Industrial Production (MoM)	Apr	--	--	0.9%
07-Jun	08:00	Danmark	Bankruptcies SA				
07-Jun	08:30	Schweiz	CPI (MoM/YoY)	May	--	--	0.2%/0.3%
07-Jun	09:00	Spanien	Industrial Production (MoM)	Apr	--	--	0.4%
07-Jun	10:30	EMU	Sentix Investor Confidence	Jun	23.8	--	21.0
08-Jun	01:50	Japan	GDP SA (QoQ)	1Q F	-12%	--	-13%
08-Jun	08:00	Danmark	Industrial Production (MoM)	Apr	--	-3.5%	5.0%
08-Jun	08:00	Tyskland	Industrial Production SA (MoM)	Apr	-0.5%	--	2.5%
08-Jun	09:30	Sverige	GDP Indicator SA (MoM/YoY)	Apr	--	--	2.1%/3.5%
08-Jun	10:00	Italien	Retail Sales (MoM/YoY)	Apr	--	--	-0.1%/22.9%
08-Jun	11:00	Tyskland	ZEW Survey Expectations	Jun	85.0	--	84.4
08-Jun	11:00	EMU	ZEW Survey Expectations	Jun	--	--	84.0
08-Jun	11:00	EMU	GDP SA (QoQ/YoY)	1Q F	-0.6%/-1.8%	--	-0.6%/-1.8%
08-Jun	12:00	USA	NFIB Small Business Optimism	May	100.8	--	99.8
08-Jun	14:30	USA	Trade Balance	Apr	-\$68.5b	--	-\$74.4b
08-Jun	16:00	USA	JOLTS Job Openings	Apr	--	--	8123k
9.-15. jun		Kina	Aggregate Financing CNY	May	2000.0b	--	1850.7b
9.-15. jun		Kina	New Yuan Loans CNY	May	1400.0b	--	1470.0b
09. jun	03:30	Kina	CP/PPI (YoY)	May	16%/8.5%	--	0.9%/6.8%
09. jun	08:00	Danmark	Current Account SA	Apr	--	--	15.2b
09. jun	08:00	Danmark	Exports/Imports SA (MoM)	Apr	--	10%/10%	4.6%/4.6%
09. jun	08:00	Tyskland	Exports/Imports SA (MoM)	Apr	--	--	1.3%/7.1%
09. jun	08:00	Norge	GDP Mainland (MoM)	Apr	--	--	-0.5%
09. jun	13:00	USA	MBA Mortgage Applications	jun-4	--	--	-4.0%
10. jun	01:01	UK	RICS House Price Balance	May	--	--	75%
10. jun	08:00	Danmark	CPI (MoM/YoY)	May	--	0.1%/1.7%	0.4%/1.5%
10. jun	08:00	Danmark	CPI EU Harmonized (MoM/YoY)	May	--	0.1%/1.7%	0.5%/1.5%
10. jun	08:00	Danmark	Car Sales, Households SA (MoM)	May	--	8.0%	-16.8%
10. jun	08:00	Norge	CPI (MoM/YoY)	May	--	--	0.3%/3.0%
10. jun	08:00	Norge	CPI Underlying (MoM/YoY)	May	--	--	0.4%/2.0%
10. jun	08:45	Frankrig	Industrial Production (MoM)	Apr	0.5%	--	0.8%
10. jun	09:30	Sverige	CPI (MoM/YoY)	May	--	--	0.2%/2.2%
10. jun	09:30	Sverige	CPI Excl. Energy (MoM/YoY)	May	--	--	0.4%/1.7%
10. jun	10:00	Italien	Industrial Production (MoM)	Apr	0.0%	--	-0.1%
10. jun	13:45	EMU	ECB Main Refinancing Rate	Jun-10	0.00%	0.00%	0.00%
10. jun	13:45	EMU	ECB Marginal Lending Facility	Jun-10	0.25%	0.25%	0.25%
10. jun	13:45	EMU	ECB Deposit Facility Rate	Jun-10	-0.50%	-0.50%	-0.50%
10. jun	14:30	EMU	ECB President Lagarde Holds Press Conference				
10. jun	14:30	USA	CPI (MoM/YoY)	May	0.4%/4.6%	--	0.8%/4.2%
10. jun	14:30	USA	CPI Ex Food and Energy (MoM/YoY)	May	0.4%/3.4%	--	0.9%/3.0%
10. jun	14:30	USA	Initial Jobless Claims	Jun-05	--	--	385k
10. jun	15:45	USA	Larger Consumer Comfort	Jun-06	--	--	55.6
11. jun	08:00	UK	Monthly GDP (MoM)	Apr	--	--	2.1%
11. jun	08:00	UK	Industrial Production (MoM)	Apr	2.0%	--	1.8%
11. jun	10:00	Italien	Unemployment Rate Quarterly	1Q	--	--	9.2%
11. jun	16:00	USA	U. of Mich. Sentiment	Jun P	83.8	--	82.9
11. jun	16:00	USA	U. of Mich. 1Yr/5-10Yr Inflation	Jun P	--	--	4.6%/3.0%

Udvalgte finansielle skøn fra Handelsbanken Capital Markets

Ultimo	Officielle renter			10-årig statsrenter			Valuta			
	Aktuelt	Q2 2021	Q3 2021	Aktuelt	Q2 2021	Q3 2021	Aktuelt	Q2 2021	Q3 2021	
USA	0.125	0.125	0.125	1.63	1.80	1.85	EUR/USD	1.214	1.200	1.200
Euroland	-0.50	-0.50	-0.50	-0.19	-0.27	-0.25	USD/JPY	109.9	107.0	106.0
Storbritannien	0.10	0.10	0.10	0.84	0.45	0.45	EUR/GBP	0.857	0.850	0.850
Schweiz	-0.75	-0.75	-0.75				EUR/CHF	1.094	1.090	1.080
Danmark	-0.50	-0.60	-0.60	0.17	0.05	0.10	EUR/DKK	7.437	7.44	7.44
Sverige	0.00	0.00	0.00	0.43	0.35	0.35	EUR/SEK	10.094	10.00	9.90
Norge	0.00	0.00	0.00	1.55	1.50	1.55	EUR/NOK	10.144	10.05	10.00

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

Analyser – ansvar og forbehold (Disclaimer)

Risikoadvarsel

Alle investeringer er forbundet med risici, og investor anbefales derfor selv at træffe beslutning om, hvorvidt en investering i nogen af de værdipapirer, der dækkes af denne analyse, er hensigtsmæssig på baggrund af investors konkrete investeringsformål, økonomiske situation og risikovillighed. Et finansielt instruments historiske afkast er ikke en garanti for et fremtidigt afkast. Værdien af finansielle instrumenter kan stige eller falde, og der er ikke sikkerhed for, at man vil få hele den investerede kapital tilbage.

Analyser – ansvar og forbehold (Disclaimer)

Handelsbanken Capital Markets, en division af Svenska Handelsbanken AB (publ) (i det følgende samlet benævnt "SHB"), er ansvarlig for udarbejdelsen af analyserapporter. I Norden er SHB underlagt de respektive finanstilsyn, således Finansinspektionen i Sverige, Finanstilsynet i Norge, Finanssivalvonta i Finland og Finanstilsynet i Danmark. Alle analyserapporter udarbejdes på baggrund af regnskaber og statistikoplysninger samt yderligere informationer, som SHB anser for at være troværdig. SHB har ikke foretaget nogen uafhængig kontrol af oplysningerne, og SHB står ikke inde for, at oplysningerne er korrekte, nøjagtige eller fyldestgørende.

Hverken SHB eller nogen af SHB's koncernforbundne selskaber, deres ledende medarbejdere, direktører eller ansatte vil under nogen omstændigheder være erstatningsansvarlige over for andre for eventuelle direkte, indirekte, specielle skader eller følgeskader, der måtte opstå i forbindelse med anvendelsen af oplysninger i analyserapporterne, herunder uden begrænsning tab af fortjeneste, selv hvis SHB udtrykkeligt er blevet gjort opmærksom på muligheden eller sandsynligheden for skadens opståen.

De synspunkter, der er indeholdt i SHB's analyserapporter, er udtryk for holdningerne hos SHB's ansatte og koncernforbundne selskaber og afspejler nøjagtigt de respektive analytikeres personlige synspunkter pr. dags dato og er med forbehold for ændringer. Der er ingen sikkerhed for, at fremtidige begivenheder vil være i overensstemmelse med sådanne synspunkter. Enhver analytiker, der nævnes ved navn i nærværende analyserapport, står inde for, at de synspunkter, der fremføres heri og tillægges denne analytiker, nøjagtigt afspejler dennes individuelle syn på de virksomheder eller de værdipapirer, der omtales i analyserapporten.

SHB udarbejder alene analyserapporter til orientering. Oplysningerne i analyserapporterne udgør ikke nogen personlig anbefaling eller tilpasset investeringsrådgivning, og sådanne rapporter og synspunkter bør ikke danne grundlag for investeringsmæssige eller strategiske beslutninger. Nærværende dokument udgør hverken helt eller delvist et tilbud om salg eller tegning af værdipapirer eller nogen tilskyndelse til accept af et tilbud om at købe eller tegne værdipapirer. Ligeledes udgør dokumentet ikke på nogen måde noget kontraktligt eller forpligtende grundlag. Det er ikke sikkert, at en tidligere udvikling gentages, og tidligere udvikling bør ikke ses som en indikation på fremtidig udvikling. Værdien af investeringer og afkastet derfra kan både falde og stige, og investorer kan risikere at tabe hele den oprindeligt investerede kapital. Investorerne har ingen garanti for at tjene på investeringer, og de risikerer at tabe penge. Valutakurser kan medføre, at værdien af udenlandske investeringer og afkastet derfra stiger eller falder. Nærværende analyseprodukt opdateres løbende.

SHB's analyserapporter eller dele heraf må ikke gengives eller videregives til tredjemand uden SHB's forudgående skriftlige samtykke. I nogle jurisdiktioner kan videregivelse af nærværende dokument være begrænset ved lov, og de personer, der kommer i besiddelse af nærværende dokument, bør holde sig orienteret om – og overholde – sådanne begrænsninger.

Rapporten dækker ikke nogen form for juridiske eller skattemæssige aspekter i forbindelse med udsteders planlagte eller nuværende gælds-emissioner.

Vær opmærksom på følgende vigtige erklæringer vedrørende videregivelse af analyseoplysninger:

SHB-medarbejdere, herunder analytikere, aflønnes på grundlag af virksomhedens generelle lønsomhed. Aflønning af analytikere er ikke baseret på specifikke serviceydelser inden for Corporate Finance eller Debt Capital Markets. Ingen del af analytikernes aflønning er eller vil være direkte eller indirekte relateret til konkrete anbefalinger eller synspunkter ifølge analyserapporter.

SHB og/eller dennes koncernforbundne selskaber kan til enhver tid levere serviceydelser inden for Investment Banking mv., herunder corporate banking og rådgivning om værdipapirer, til et hvilket som helst af de selskaber, der nævnes i SHB's analyser.

Vi kan fungere som rådgiver og/eller mægler for et hvilket som helst af de selskaber, der nævnes i vores analyser. SHB kan også gå efter Corporate Finance-opgaver for sådanne selskaber.

Vi køber og sælger værdipapirer, der er nævnt i vores analyser, fra kunder for egen regning. Vi kan derfor når som helst have en kort eller lang position i sådanne værdipapirer. Vi kan også fungere som prisstiller (*market maker*) i værdipapirer i alle de selskaber, der er nævnt i denne rapport. [Yderligere information og relevante oplysninger findes i vores analyserapporter.]

SHB, bankens koncernforbundne selskaber, deres respektive klienter, direktører, bestyrelsesmedlemmer eller medarbejdere kan eje eller have positioner i værdipapirer, der er nævnt i analyserapporter.

I forbindelse med ydelser vedrørende finansielle instrumenter kan Banken under visse omstændigheder betale eller modtage tilskyndelser, dvs. gebyrer eller provisioner fra andre parter end kunden. Sådanne tilskyndelser kan være i form af både økonomiske eller ikke-økonomiske fordele. Hvis tilskyndelser betales til eller modtages fra tredjemand, er det en betingelse, at betalingen skal sigte mod at forbedre kvaliteten af ydelsen og betalingen må ikke forhindre Banken i at sikre kundens interesser. Kunden skal oplyses om eventuelle betalinger, som Banken modtager. Når Banken tilvejebringer investeringsanalyser, modtager Banken alene mindre ikke-økonomiske fordele. Sådanne mindre ikke-økonomiske fordele består af følgende:

- Oplysninger eller dokumentation om et finansielt instrument eller en investeringsydelse, der er af generel karakter.
- Skriftligt materiale frembragt af tredjemand, som er en udsteder, der er i gang med at markedsføre en ny emission.
- Deltagelse i konferencer og seminarer vedrørende et specifikt instrument eller en specifik investeringsydelse.
- Forplejning og/eller underholdning op til et rimeligt beløb.

Banken har vedtaget Retningslinjer for Analyser, som har til hensigt at sikre analytikernes og analyseafdelingens integritet og uafhængighed samt at identificere faktiske eller mulige interessekonflikter i forhold til analytikere eller banken og at løse sådanne konflikter ved at eliminere eller begrænse dem og/eller fremlægge sådanne oplysninger, som måtte være hensigtsmæssige. Som en del af kontrollen med interessekonflikter har banken indført restriktioner (vandtætte skotter) i kommunikationen mellem analyseafdelingen og andre afdelinger i banken. Endvidere

er analyseafdelingen organisatorisk adskilt fra Corporate Finance-afdelingen og andre afdelinger med lignende ansvarsområder. Retningslinjerne for Analyse omfatter også regler for, hvordan betaling, bonus og løn må udbetales til analytikere, hvilke markedsføringsaktiviteter en analytiker må deltage i, hvordan analytikere skal håndtere egne og nærtstående parter værdipapirtransaktioner mv. Derudover er kommunikationen mellem analytikerne og pågældende selskaber underlagt restriktioner. I henhold til bankens etiske retningslinjer for Handelsbanken-koncernen skal bestyrelsen og alle bankens medarbejdere udvise høj etik i udførelsen af deres ansvarsområder i banken såvel som andre arbejdsopgaver. For fuldstændige oplysninger om bankens etiske retningslinjer henvises til bankens hjemmeside www.handelsbanken.com [Vælg *About the bank – Sustainability at Handelsbanken – Sustainability – Policy documents and guidelines – Policy documents – Policy for ethical standards in the Handelsbanken Group*]. (Dokumenterne er på engelsk). Handelsbanken har NUL-tolerance over for bestikkelse og korruption. Dette er fastlagt i koncernens politik vedrørende bestikkelse og korruption. Forbuddet mod bestikkelse omfatter også et forbud mod at opfordre til, arrangere eller acceptere bestikkelse beregnet for medarbejderens familie, venner, forretningsforbindelser eller bekendte. For fuldstændige oplysninger om bankens anti-korrupsionsretningslinjer henvises til bankens hjemmeside www.handelsbanken.com [Vælg *About the bank – Sustainability at Handelsbanken – Sustainability – Policy documents and guidelines – Policy documents – Policy against corruption in the Handelsbanken Group*]. (Dokumenterne er på engelsk)

Ved udsendelse i UK

SHB udsender analyserapporter i UK.

SHB er godkendt af de finansielle tilsynsmyndigheder i Sverige (Finansinspektionen) og UK (Prudential Regulation Authority (PRA)), og er underlagt visse regler fastsat af de engelske tilsynsmyndigheder PRA og Financial Conduct Authority (FCA). Nærmere oplysninger om omfanget af SHB's godkendelse samt de regler, der er fastsat af PRA og FCA, kan rekvireres ved henvendelse til SHB.

Kunder i UK bør bemærke, at de i forbindelse med nærværende analyserapport ikke er omfattet af reglerne til beskyttelse af erhvervsinvestorer (*Financial Services Compensation Scheme*) eller af FCA's regler i henhold til den engelske fondsbørslov af 2000 (*UK Financial Services and Markets Act 2000*) (med senere ændringer) til beskyttelse af privatkunder.

Nærværende dokument må i UK kun udsendes til personer, der er godkendt, eller personer, der er undtaget inden for betydningen af den engelske fondsbørslov af 2000 (med senere ændringer) (eller eventuelle bekendtgørelser til samme) eller (i) til personer, der har professionel erfaring med forhold, der vedrører investeringer i henhold til Artikel 19(5) i Bekendtgørelsen af 2005 til den engelske fondsbørslov af 2000 (*Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005* ("Bekendtgørelsen")), (ii) til højtformuende enheder (*high net worth entities*) efter Bekendtgørelsens Artikel 49(2)(a)-(d), eller (iii) til personer, som er professionelle klienter efter Kapitel 3 i FCA's forretningsorden (*Conduct of Business Sourcebook*) (i det følgende samlet benævnt "Relevante Personer").

Ved udsendelse i USA

Vigtigt angående videregivelse af tredjepartsanalyser:

SHB's analyser er ikke udarbejdet til globalt brug og modtagere af SHB's analyser skal være opmærksomme på, at i USA distribueres SHB's analyser af Handelsbanken Markets Securities, Inc., ("HMSI"), et af SHB's koncernforbundne selskaber. HMSI udarbejder ikke analyser og har ikke nogen analytikere ansat. SHB's analyser og SHB's analytikere er ikke underlagt FINRA's regler for analytikere, som har til formål at forhindre interessekonflikter ved bl.a. at forbyde visse aflønningsformer, begrænse analytikernes handel samt kommunikationen med de virksomheder, der er behandlet i analyserapporterne. SHB er ikke tilknyttet og har ikke noget forretningsmæssig eller aftalebaseret forhold til HMSI, der med rimelig sandsynlighed vil have en indvirkning på SHB's analyserapporter. Alle beslutninger vedrørende indholdet af analyserapporter træffes uden nogen former for input fra HMSI.

SHB's analyserapporter er i USA udelukkende beregnet til videregivelse til "større institutionelle investorer" i henhold til Rule 15a-6 i den amerikanske fondsbørslov (*Securities Exchange Act of 1934*). Alle større amerikanske institutionelle investorer, som modtager en kopi af en analyserapport, tilkendegiver og accepterer ved modtagelse af rapporten, at de ikke vil videregive analyserapporten eller gøre den tilgængelig for andre. Amerikanske personer, der modtager SHB's analyserapporter og ønsker at handle med en af de aktier, der omtales og gennemgås i disse rapporter, skal henvende sig til HMSI. HMSI er medlem af FINRA, tlf. nr. (+1-212-326-5153)