Renteudsigt – oktober

- Renter stiger langsomt - usikkerhed på kort sigt
- Centralbankernes mantra er ”Lower for longer”
- Likviditetsforskel afgørende for DKK-pres

Renter stiger langsomt - usikkerhed på kort sigt

Handelsbanken har netop udsendt en ny global konjunkturprognose under titlen ”når støvet har lagt sig” (kan findes her), og her understreger vi, at den signifikant ekspansive pengepolitik indebærer fortsat støtte til såvel aktivpriserne som boligpriserne, der har udvist en overraskende stor modstandskraft i mange lande – herunder også de nordiske. Investorerne på de finansielle markeder fremstår imidlertid noget mere årvågne nu end før pandemien – i hvert fald at dømme ud fra det høje niveau for den ventede volatilitet. Det kan til dels tilskrives, at to oplagte risikofyldte begivenheder står for døren i form af det amerikanske præsidentvalg den 3. november samt Storbritanniens endegyldige farvel til EU den 31. december. Det kan meget vel betyde, at de lange obligationsrenter vil holde sig lave på helt kort sigt.

Vores forventning til renteudviklingen er imidlertid stort set uændret i forhold til vores forrige konjunkturrapport fra august. Uden forventninger om højere pengepolitiske renter vil de korte renter være forankrede omkring 0%. Renterne på obligationer med længere løbetid burde stige en smule i takt med, at økonomierne begynder at nærme sig deres førkrise-niveauer, men vi venter dog generelt, at det aktuelle lavrentemiljø vil være intakt gennem hele vores prognoseperiode, og formentligt også i en lang periode efter 2022 (se figur).

Centralbankernes mantra er ”Lower for longer”

En ting synes dog sikkert, og det er, at de lave renter samt flade rentekurver vil forblive lave og flade i lang tid fremover. Således har centralbankernes senest forstærket de seneste års mantra om lavere renter i længere tid, som svar på corona-pandemiens udfordringer. Således har de udtrykt klart, at de ikke kan tillade højere markedsrenter at true genrejsningen af økonomierne oven på pandemien. Det betyder dog ikke, at de lange obligationsrenter overhovedet ikke kan stige. Der findes således altid et vist rimeligt niveau for renterne, som økonomien kan tåle. Historisk set har en langsigtet gennemsnitlig trend for de tiårige renter blandt udviklede økonomier uden større kredit- og gældsproblematik i bagagen vist en god samvariation med den langsigtede gennemsnitlige nominelle BNP-vækst (se figur øverst næste side). Den økonomiske aktivitet, men også låneefterspørgsel og allokeringer på kapitalmarkederne, påvirker således de langsigtede renteniveauer.

USA går forrest med støtte fra FAIT og finanspolitik

Dermed er det naturligvis interessant at sammenligne, hvorledes den økonomiske vækst mellem forskellige lande og områder forventes at udvikle sig på længere sigt. Men dertil skal lægges, hvordan udbuddet af statsobligationer og efterspørgslen, herunder især

Handelsbankens renteforventninger

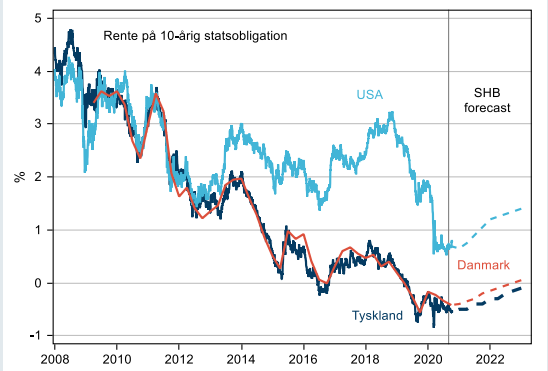
- *Vi forventer, at Federal Reserve har sat renten i bund og fremover vil fokusere på den nye pengepolitiske FAIT-strategi med ”forward guidance” som omdrejningspunkt for at opnå målet.*
- *ECB’s Lagarde har været tydelig i sin udmelding om, at ECB vil gøre, hvad der skal til. Renten ventes der dog ikke rørt ved, men der kan ske yderligere ændringer i QE samt diverse likviditetsfremmende instrumenter.*
- *Nationalbanken forventes at holde renten uændret, og der ventes således ikke yderligere enegang her. Dog er usikkerheden om muligheden for en isoleret rentenedsættelse fortsat til stede givet den stadig stærke DKK.*

Internationalt	12. okt	Q4 2020	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021
Officielle renter			Ultimo		
USA	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125
Euroområdet	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
10-årige obligationsrenter					
USA	0,78	0,65	0,75	0,90	1,05
Tyskland	-0,54	-0,50	-0,50	-0,40	-0,40

Danmark	12. okt	Q4 2020	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021
Officiel indlånsrente	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60
3M cibor	-0,22	-0,20	-0,20	-0,20	-0,15
2Y	-0,61	-0,65	-0,60	-0,60	-0,55
5Y	-0,58	-0,60	-0,55	-0,50	-0,45
10Y	-0,42	-0,40	-0,35	-0,30	-0,20
2Y swap	-0,22	-0,20	-0,15	-0,10	-0,05
5Y swap	-0,20	-0,20	-0,10	-0,05	0,00
10Y swap	-0,01	0,00	0,05	0,05	0,15

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

Renter stiger langsomt – mest i USA



Kilde: Macrobond & Handelsbanken

Udgives af
Handelsbanken
Havneholmen 29, 1561 København V

Analytiker
Rasmus Gudum-Sessingø
Handelsbanken Capital Markets

Kontaktpersoner
Michael Jepsen + 45 44 56 23 61
Rentederivater +45 46 79 12 82

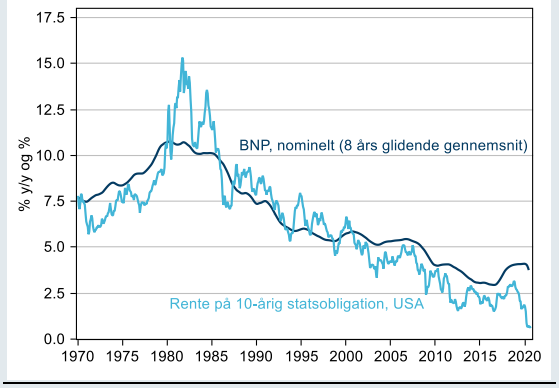
E-mail
nyhedsbreve@handelsbanken.dk

centralbankernes opkøbsprogrammer, udvikler sig. Vores vurdering er, at den økonomiske vækst i USA vil udvikle sig stærkere end i eksempelvis euroområdet. Det taler for højere og større stigninger i renterne i USA end i euroområdet. Den amerikanske centralbank (Fed) har lanceret sin nye pengepolitiske strategi FAIT (Flexible Average Inflation Target), hvor den nu vil fokusere på at forankre inflationsforventningerne omkring og over målet på 2% ved at lade inflationen skyde over målet på 2% efter en periode, hvor den har skudt under, hvilket jo gennemgående har været tilfældet de seneste 10 år. Så længe de lange obligationsrenter blot stiger i overensstemmelse med den øgede økonomiske aktivitet, kan højere lange renter således i teorien tolereres af Fed. Dertil kan lægges de massive finanspolitiske stimulanser i USA, der allerede har kunnet aflæses i en signifikant stigning i det føderale budgetunderskud, som har skullet finansieres med ny statsgæld. Og pt. ventes der en ny fase i finanspolitikken med en stor støttepakke, der aktuelt først ser ud til at blive til noget efter præsidentvalget. Det bør medføre et solidt udbud af nye statsobligationer, som lægger et ekstra pres opad på de lange obligationsrenter. Og da statsgælden ventes forøget mere i USA end i eksempelvis euroområdet, ventes denne faktor også mere støttende for højere lange renter. Med hensyn til præsidentvalget vil udfaldet ikke blive afgørende for den økonomiske genopretning på kort sigt. Uanset hvem af de to kandidater der vinder valget, vil den kommende præsidents fokus skulle være på at styre økonomien igennem pandemien. Det vil kræve yderligere finanspolitisk stimulans, og vi regner med at politikerne vil handle inden længe. På trods af dette, og på trods af at inflationen har udviklet sig stærkere end generelt ventet de seneste måneder, forventer vi at FED vil teste sin nye FAIT-strategi, som muligvis ikke ændrer det store i praksis, men er tegn på nye tider, samt at den pengepolitiske rente vil blive holdt lav i lang tid og at obligationsopkøbene vil fortætte ad den anviste sti.

Euroområdet og ECB under pres for mere handling

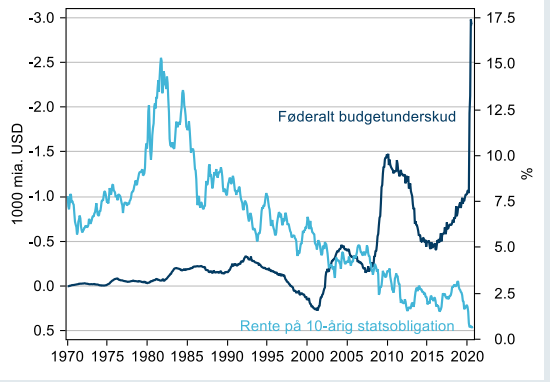
I euroområdet forventer vi fortsat en langsommere genopretning af økonomien, end hvad tilfældet er i USA. Og det sker, efter at euroområdet blev hårdere ramt af pandemien med et fald på hele 15% i BNP i første halvår af 2020. Dertil kan lægges, at Europa senest har set en bekymrende opblussen af Covid-19-smittetilfælde, hvor man blandt andet har overhalet USA (se figur). Det har kaldt på nye runder af væksthæmmende restriktioner i euroområdet, hvor vi endnu ikke har set tegn på en top. Vækstmulighederne vil derudover blive holdt tilbage af en ikke-synkroniseret genopretning, som følge af forskellige råderum for at benytte finanspolitisk støtte. Vi frygter således, at råderummet vil møde begrænsninger i visse lande inden længe, med risiko for at slumrende politiske konflikter kan blive vakt til live igen. Derudover holdes væksten tilbage af manglende økonomisk bidrag fra Kina kombineret med vedvarende strukturelle udfordringer. Vedtagelsen af den europæiske genopretningsfond i sommer var ellers en kærkommen politisk sejr og økonomisk indsprøjtning, men i praksis venter vi, at den vil være utilstrækkelig. Således ser vi, at ECB meget vel igen kan spille den afgørende rolle i at udfylde hullerne i den økonomiske genopretning. ECB har dog for sin del ind til videre ikke ligget på den lade side, idet man hurtigt fik indført et stort pandemi-opkøbsprogram (PEPP) på EUR 1.350 mia. samt fik udvidet likviditetsprogrammerne til bankerne via den såkaldte TLTROIII-facilitet, som netto har tilført ca. EUR 1.000 mia. i ekstra likviditet på pengemarkederne ind til videre. Men inflationen i euroområdet er rekordlav, og inflati-

USA: Rente faldet meget relativt til trendvækst…



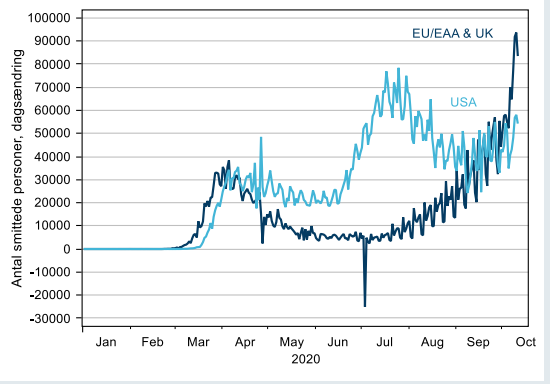
Kilde: Macrobond

… og budgetunderskud under pres opad



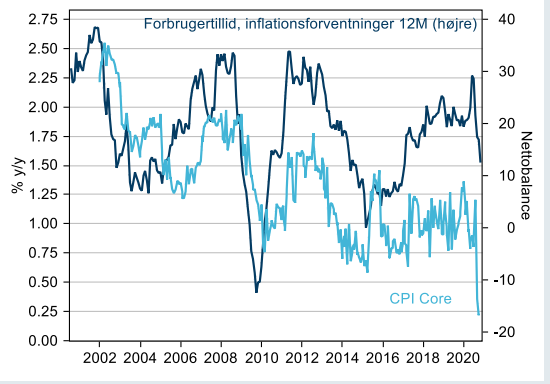
Kilde: Macrobond

Europa bremses mest af smitteudvikling



Kilde: Macrobond

EUR: Inflation og forventninger i frit fald



Kilde: Macrobond

onsforventningerne for nedadgående (figur). I lyset af den lave kapacitetsudnyttelse i økonomien forventer vi, at inflationen blot vil stige til lige over 1% over de kommende par år. Sammen med en relativt stærk EUR har det givet anledning til panderynker hos ECB på det seneste, og vi forventer, at ECB's fokus i de kommende måneder vil være rettet mod muligheden for at øge stimulansen yderligere. Vi venter således også, at ECB's pengepolitik vil fremstå mere ekspansiv end Fed's, hvilket også vil medvirke til at holde obligationsrenterne relativt lavere.

Likviditetsforskel afgørende for DKK-pres

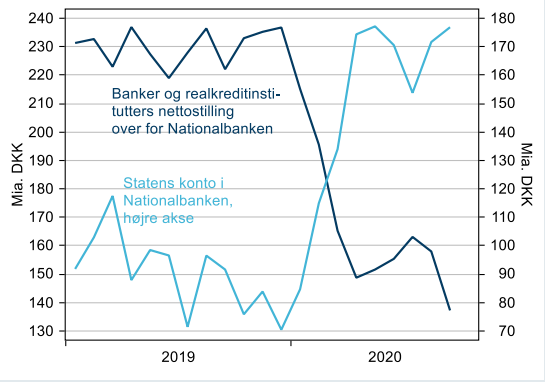
Vi har ikke foretaget større ændringer i vores syn på dansk økonomi og danske renter siden vores forrige konjunkturprognose fra august. Således venter vi uændrede korte renter, mens de lange obligationsrenter til næste år vurderes at kunne stige en smule sammen med de tilsvarende tyske. I vores danske del af konjunkturprognosen har vi dog valgt at fokusere en smule ekstra på den relativt stærke DKK og de korte renter. Således befinder DKK sig fortsat på den stærke side af centralpariteten over for EUR; et forhold vi også beskrev i den forrige Renteudsigt fra august. Det giver om noget lidt øget opmærksomhed på udviklingen i den korte rente.

Nationalbanken har været ude at opsuge likviditet på pengemarkedet herhjemme i forbindelse med salg og udstedelse af en række statspapirer, herunder øget optag af lån i udlandet. Gældsoptagelsen herhjemme har haft til formål at finansiere en række statslige corona-hjælpetiltag. Det er dog gået langsommere end ventet med at bruge pengene på hjælpepakkerne, da efterspørgslen efter disse tilsyneladende har vist sig mindre end først skønnet. Det har betydet en ophobning af likviditet, som ikke er blevet kanaliseret tilbage på pengemarkederne. Det har medført en stor stigning på statens konto i Nationalbanken på knapt DKK 60 mia. siden februar, samtidig med at den mere knappe likviditetssituation hos de finansielle institutioner er afspejlet i deres faldende nettostilling over for Nationalbanken (se figur). Ikke desto mindre ventes Nationalbanken stadig at skulle hente lidt ekstra finansiering i år, hvilket især bliver via nye kortfristede låneprogrammer (skatkammerbeviser samt udenlandske lån i de såkaldte commercial papers). En del af statens finansieringsbehov er således foreløbige pga. midlertidige likviditetsforskydninger, og derfor forventes det fornuftigt at benytte kortsigtet finansiering. Men grundlæggende vil det indtil videre betyde, at der fortsat på kort sigt kan blive tale om yderligere likviditetsopsugning herhjemme.

For ECB's vedkommende er man i gang med en større likviditetsudpumpning via det nye likviditetstildelingsprogram (TLTROIII) samt det nye pandemi-opkøbsprogram (PEPP). Det har øget bankernes overskudslikviditet og har presset pengemarkedsrenterne i euroområdet ned (se figur). Derudover er ECB's fokus rettet mod muligheden for at stimulere yderligere, hvilket muligvis er blevet ekstra aktuelt med de seneste smittestigninger og fortsat lave inflationstal samt inflationsforventninger.

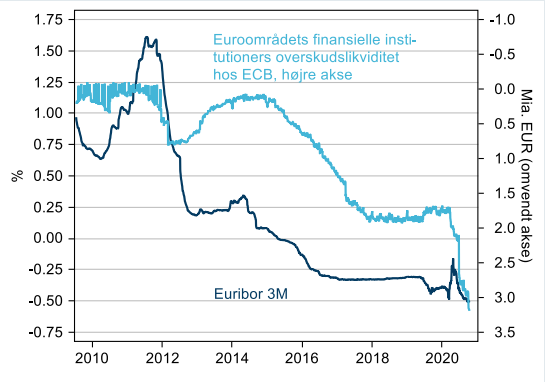
Denne forskel i likviditetssituationen har givet været en vigtig årsag til det grundlæggende pres på DKK vs. EUR. Spørgsmålet er således, om disse "skæve" likviditetsforhold vil fortsætte og dermed nødvendiggøre interventioner og i sidste ende muligvis en rentenedsættelse fra Nationalbankens side? Vores forventning er, at vi vil se en vis normalisering af de relative likviditetsforhold, efterhånden som den danske stats ophobning af likviditet aftager i forbin-

Strammere likviditetsforhold herhjemme



Kilde: Macrobond

EUR-overskudslikviditet presser korte renter ned



Kilde: Macrobond

delse med brug af midlerne til støttepakker, eller i fald man blot lader de relativt kortfristede finansieringslån udløbe. På den anden side vil ECB fortsat sprøjte likviditet ud i markedet i højt tempo. Så DKK kan meget vel holde sig på den stærke side af centralpariteten ind i 2021, og selv om vi hælder mest til, at Nationalbanken vil holde renten i ro, så er muligheden for en selvstændig rentenedsættelse dog ikke helt afskrevet. Men det afhænger primært af, hvad ECB gør.

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 gældsemissioner.

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 parters 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-korrutionsretningslinjer 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)