

Renteudsigt – Januar

- Håbet vender tilbage – små rentestigninger i vente med USA i front
- USA-renter i fokus med frygt for tidlig Fed-exit på QE
- Europæiske renter følger ikke helt med USA op

Håbet vender tilbage - renter stiger med USA i front

Handelsbanken har under titlen "Hope Returns" netop offentliggjort årets første globale konjunkturudsigt, som kan findes [her](#). Grundlæggende indeholder den opdaterede prognose et positivt syn på de økonomiske udsigter qua en bedring i pandemi-situationen, som følge af vaccine-udrulningen. Men inden da har vi stadig nogle "mørke" vintermåneder vi skal igennem. På den baggrund ventes der fortsat fuld stimulans til økonomien fra både finans- og pengepolitik, som vil være en forudsætning for et mere holdbart økonomisk opsving i 2. halvår.

USA ventes at gå forrest i genopretningen, som også vil kunne føre spekulationer om tidligere opstramninger af pengepolitikken med sig. Vi vurderer dog, at den amerikanske centralbank (Fed) formentligt ikke har travlt med at reversere sin politik, men efter at have stimuleret hurtigere og kraftigere end eksempelvis i euroområdet er det sandsynligt, at Fed også vil være først på banen med opstramninger. Det ventes i første omgang at presse de lange obligationsrenter opad. Dertil kan lægges den relativt aggressive ekspansive finanspolitik i USA, som øger presset for udstedelse af statsgæld. De korte renter ventes fortsat lave i vores prognoseperiode, og vi ser, at en første renteforhøjelse i USA formentligt først bliver aktuel i 2024, om end et uventet kraftigt inflationschok inden da, ses som en risiko for tidligere renteforhøjelser.

Tilsvarende ventes de korte renter i euroområdet samt herhjemme at blive holdt lave i en årrække fremover og sandsynligvis længere end i USA. Da vi også ser en økonomisk bedring her, er der imidlertid også belæg for højere lange tyske og danske renter over det kommende år. Som set tidligere ventes renteutviklingen i euroområdet dog at tage "inderbanen", idet opsvinget ikke ventes ligeså udpræget som i USA, hvilket blandt andet skyldes kombinationen af hårdere pandemi-stød til flere økonomier i euroområdet og en mindre stimulerende økonomisk politik.

Herhjemme er der stadig lidt fokus på den stærke DKK i forhold til centralpariteten over for EUR. Nationalbanken har fortsat ikke set sig nødsaget til at intervenere på valutamarkedet, og vi hælder til, at der ikke bliver behov for en isoleret "fine tuning"-rentenedsættelse over det kommende år, herunder hjulpet af generel bedring i global økonomi kombineret med en lidt svagere udvikling i EUR.

USA's renteutvikling i fokus

De amerikanske obligationsrenter er steget kontinuerligt over det seneste halve år. I første omgang var der først og fremmest tale om en stigning i renterne baseret på en tro på, at corona-pandemien og de medfølgende negative økonomiske konsekvenser kunne bekæmpes, hvilket især skyldtes en optrappet økonomisk-politisk ind-

Handelsbankens renteforventninger

- Vi forventer, at Federal Reserve har sat renten i bund og fremover vil fokusere på den nye pengepolitiske "FAIT"-strategi. Der forventes ikke umiddelbart nye beslutninger foreløbig, og ser tidligst en renteforhøjelse i 2024..
- ECB's Lagarde har indikeret, at ECB vil gøre, hvad der skal til både i retning af en strammere og lempeligere pengepolitik, men at den aktuelt befinder sig på et godt sted efter december-tiltagene. De negative risici er dog pt. stigende på kort sigt relateret til den bekymrende smitteudvikling, omfattende nedlukninger og en indtil videre haltende vaccinationsudrulning.
- Nationalbanken forventes at holde renten uændret. På trods af en mindre styrkelse af DKK mod EUR siden november ser vi ikke signifikant øget sandsynlighed for en isoleret rentenedsættelse, hvor styrkelsespresset på kronen ventes håndteret med øget intervention på valutamarkedet skulle det vise sig nødvendigt.

| Internationalt | 20. Jan | Q1 2021 | Q2 2021 | Q3 2021 | Q4 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 | 1,10 | 1,30 | 1,40 | 1,50 | 1,60 |
| Tyskland | -0,52 | -0,50 | -0,45 | -0,40 | -0,30 |
| Danmark | | | | | |
| Officiel indlænsrente | -0,60 | -0,60 | -0,60 | -0,60 | -0,60 |
| 3M cibor | -0,24 | -0,22 | -0,20 | -0,15 | -0,15 |
| 2Y | -0,55 | -0,65 | -0,60 | -0,55 | -0,55 |
| 5Y | -0,53 | -0,60 | -0,50 | -0,45 | -0,40 |
| 10Y | -0,41 | -0,40 | -0,30 | -0,20 | -0,15 |
| 2Y swap | -0,17 | -0,15 | -0,10 | -0,05 | -0,05 |
| 5Y swap | -0,15 | -0,15 | -0,05 | 0,00 | 0,05 |
| 10Y swap | 0,02 | 0,05 | 0,15 | 0,25 | 0,30 |

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

Renter stiger langsomt – mest i USA



Kilde: Macrobond & Handelsbanken

sats. De nominelle renter kan imidlertid opdeles i en inflationsforventnings-del samt en realrentedel. Inflationsforventningerne kan udtrykkes ved hjælp af den såkaldte implicitte break-even-inflation. Og det var denne del af renterne, som overtog stigningen frem mod årsskiftet. Men med et niveau på over 2% (se figur) og stadig afdæmpede inflationsudsigter – også efter et sandsynligt løft i faktisk inflation i foråret – forventes yderligere rentestigninger at skulle trækkes opad af realrentedelen. Det skyldes blandt andet, at realrenten samtidig er faldet til tæt på rekordlave niveauer. Denne del er langt mere afhængig af forventningerne til den økonomiske politiks indretning, herunder strukturelle forhold såsom Fed's QE-opkøbsprogram samt finansministeriets udstedelsesomfang. Vi vurderer således, at en ny rentestigning i højere grad vil være baseret på realrentedelen, som vi allerede har set tegn på i begyndelsen af året (se figur). Tendensen fik støtte fra Biden-administrationens mulighed for at føre mere ekspansiv finanspolitik, efter demokraterne også vandt magten i Kongressens andet kammer, Senatet. Dertil, og måske mere vigtigt, åbnede flere medlemmer af Fed's rentekomité op for diskussionen af muligheden for at mindske QE-opkøb allerede senere i år.

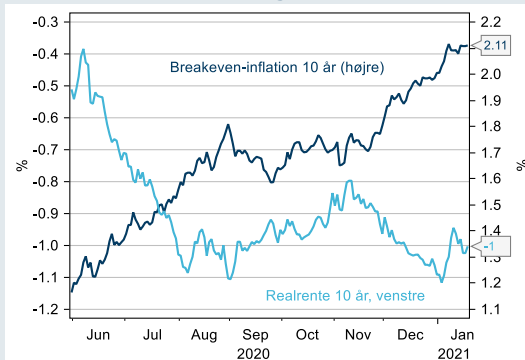
Frygt for tidlig QE-exit sendte renter op

Det gav anledning til et stort løft i obligationsrenterne via et løft i realrenterne, hvor markederne viste en begyndende frygt for højere renter. Sammenligninger med den såkaldte "Taper Tantrum" i 2013 begyndte at vinde frem, hvor daværende Fed-chef Bernanke åbnede for muligheden for at neddrose QE-opkøbstempoet allerede i september, hvilket var tidligere end ventet. Det gav anledning til et rentechok, som efterfølgende imidlertid indebar, at QE-neddroslingen blev udskudt og først begyndte i januar 2014, med et fuldstændigt stop for QE-opkøb i oktober 2014. Først i december 2015 nåede vi frem til den første renteforhøjelse. Hvis vi antager samme mønster i denne omgang, hvor man påbegynder en neddrosling af QE-opkøb om et år, så vil en første renteforhøjelse i så fald tidligst være på sin plads i begyndelsen af 2024. Aktuelt har Fed anvist, at man vil holde renten uændret ind til udgangen af 2023, så denne kommunikation er ikke uforenelig med en første renteforhøjelse i 2024.

Vi forventer imidlertid ikke, at Fed kommer til at følge denne skabelon tæt. Men Fed's metode til at håndtere følgerne af finanskrisen er dog siden blevet anset som den bedste og et forbillede for andre centralbanker. Der er da også flere argumenter for, at Fed kan stramme hurtigere op denne gang. 2013's QE-neddrosling blev annonceret, da arbejdsløsheden var 7,5% (i dag 6,7%), inflationen var 1,5% (i dag 1,4%) og BNP-væksten var 1,5% (i dag -2,8%). Når flokimmunitet mod covid-19 forhåbentlig opnås senere i år, ventes væksten betydeligt højere end i 2013, idet der findes et stort opsparet forbrugsbehov og husholdningernes opsparing er rekordhøj. Dertil kan lægges Biden-administrationens samlede mål for finanspolitiske støttepakker til en værdi tæt på 10% af BNP. Derudover havde finanskrisen udspring i større finansielle ubalancer, som typisk tager tid at reparere – det er ikke tilfældet i dag, hvormed et opsvinget oven på pandemien bør gå hurtigere end den langtrukne bedring i kølvandet på finanskrisen.

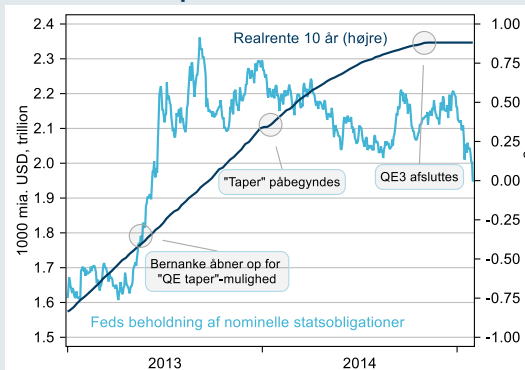
Der er dog også faktorer som taler imod, at en reversering af QE-opkøb kan ske tidligere end efter finanskrisen. På trods af udsigter til en bedring i pandemien efterfulgt af et økonomisk opsving, kan Fed ikke tillade sig at se bort fra de negative risici, der gør sig gæl-

USA: Realrenten overtager som drivkraft opad



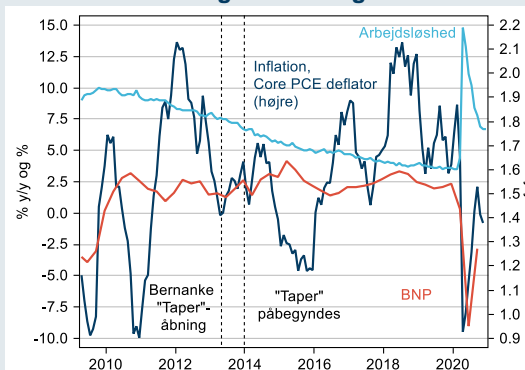
Kilde: Macrobond

USA: Fed's "Taper Tantrum"



Kilde: Macrobond

USA: Data ikke meget forskellige fra 2013



Kilde: Macrobond

dende på kort sigt, og det er efterhånden blevet et mantra for centralbankerne, at lempelser ikke virker uden at være flankeret af en form for negativ "bias"; især når pengepolitikken primært virker gennem de lange renter, så er vigtigheden af dens "guidance" vokset enormt. Også her er der sket ændringer, hvor Fed nu har implementeret den såkaldte FAIT-strategi, som tillader fremtidig inflation til i større grad at overstige 2%-målet. Derudover har Fed senest også koblet QE-opkøbene op på denne ændrede strategi, så disse fortsætter, ind til der er sket betydelige yderligere fremskridt mod målene om maksimal beskæftigelse og prisstabilitet. Derudover ser Fed-chef Powell ud til at have overtaget tidligere Fed-chef Yellens strategi om at overophede økonomien, for at støtten til økonomien også når ud til de svageste på arbejdsmarkedet. Pandemien har som bekendt især berørt de sektorer, som typisk beskæftiger de svagest stillede på arbejdsmarkedet inden for eksempelvis service. Det kommer til at tage tid før man kan bedømme, hvor stor permanent skade pandemien har forvoldt her. Fed-chef Powell skubbede da også tilbage mod de voksende Tapering-bekymringer, da han for nyligt understregede, at tiden for renteforhøjelser "ikke kommer foreløbig", medmindre der er bekymrende inflationstegn, samt at Fed i god tid i forvejen vil informere om en beslutning om at udfase QE. Der er behov for at se, at Fed tillader inflationen at bevæge sig moderat over 2% for en tid, før bankens nye guidance anses for troværdig, tilføjede han.

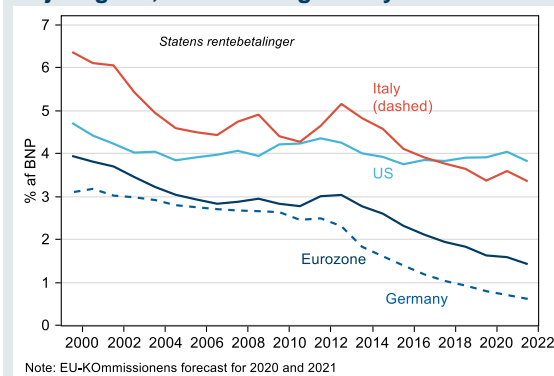
På trods af at der kan gå en del tid, før vi modtager en plan for Fed's neddrogning af QE-opkøbene, vurderer vi, at temaet med højere amerikanske renter bliver hos os i den kommende tid. Ser man på konsensusforventningerne, er der da også en udbredt forventning om, at de amerikanske lange renter vil stige og rentekurven dermed blive stejlere. Denne forventning er imidlertid mindre udpræget end i 2013, hvor der i begyndelsen af året blot var ventet en stigning i de 10-årige statsrenter på 40 basispunkter til 2,25% ved årets slutning (resultatet blev 3%). I dag ventes der blot en marginal stigning til 1,21% sidst på året.

Aktuelt synes det at være balanceakten mellem Bidens finanspolitiske lempelser og Fed's QE-politik, som vil afgøre udviklingen i de lange USA-renter. Bidens ambitiøse budgetforslag har fået større chancer for at gå igennem Kongressen, og det ekstra udbud venter vi vil sætte et større opadgående pres på renterne i år i forhold til 2020, hvor vi som nævnt venter amerikanske lange renter trukket op af realrente-delen. Tidligere Fed-chef Yellen ser ud til at blive ny finansminister, og hun har allerede indtaget en "act big"-holdning til finanspolitikken, som jo var en vigtig lære efter finanskrisen, og som ifølge Yellen muligvis gøres af de lave renter (se figur).

Ligesom i 2013 ventes europæiske renter at stige mindre

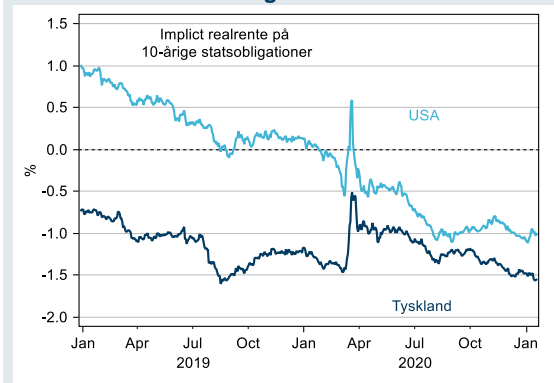
En stigning i de amerikanske renter vil også påvirke de globale renteniveauer, herunder de tyske og danske. Stigningen i renteforskellen vil blive trukket af realrenterne i overensstemmelse med vores forventninger om, at USA's pengepolitik bliver den første, der lægges om i en mindre lempelig retning. Det var imidlertid også de amerikanske realrenter, som faldt mest under pandemien med et fald på omkring 1%-point i 2020, mens de tyske og danske renter var mere eller mindre uændrede. Vi ser således ikke, at ECB har samme behov for at mindske sine QE-opkøb som Fed. I euroområdet er QE-programmet således ikke alene baseret på at støtte konjunkturudviklingen, men også på at holde eurosamarbejdet intakt. Det behov vil fortsat være til stede, efter pandemien er drevet over. Derudover ser vi ikke belæg for at break-even-inflationen i USA skal

Højere gæld, men lavere gældsbyrde



Kilde: Macrobond, EU-Kommissionen

Realrenten er faldet langt mere i USA



Kilde: Macrobond, Bloomberg

prissættes højere mod euroområdet. Vi vurderer, at vækstpotentialet i euroområdet i højere grad er forværret under pandemien end i USA, og der stilles større spørgsmålstejn ved muligheden for at ECB får opfyldt sit inflationsmål.

I euroområdet venter vi desuden, at den finanspolitiske indsats vil blive forlænget ind til sommer, og at neddroslingen af diverse støt-tepakker vil ske langsomt. Det er således vigtigt, at støtten til økonomien opretholdes i en vis form ind til der er vished om, at opsvin-get kan stå på egne ben. Vi deler synspunktet fra blandt andre IMF, OECD og USA's Yellen om, at det er bedre at man begår fejl ved at tildele for meget støtte end for lidt. Det var ligeledes en vigtig lærdom fra gældskrisen i euroområdet, at en for stram finanspolitik kan have en så stor afmatningseffekt på økonomien, at det i sidste ende øger kravet til konsolidering af finanspolitikken, herunder bud-getforbedrende foranstaltninger. De lave renter bør dog også væ-sentligt reducere behovet for sådanne stramningsinitiativer, når økonomien på et tidspunkt har gennemgået en form for normalise-ring. Det skyldes, at renteudgifterne i % af BNP er historisk lave på trods af stærkt stigende gælds niveauer. Det gælder i særdeleshed for Tyskland, men også EUR-periferilande som Italien (jf. gældsfi-gur på forrige side). Således venter vi blot en gradvis nedtrapning af den finanspolitiske støtte i år og næste år, samt at politikfejl for-håbentligt vil blive undgået.

Analysér – 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.

Analysér – 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 finanstillsyn, således Finansinspektionen i Sverige, Finanstillynet i Norge, Finanssivalvonta i Finland og Finanstillsynet 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 fremsendt 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)