

Makroøkonomisk ugefokus

Uge 5 – Stribe af vigtige nøgletal fra USA og euroområdet

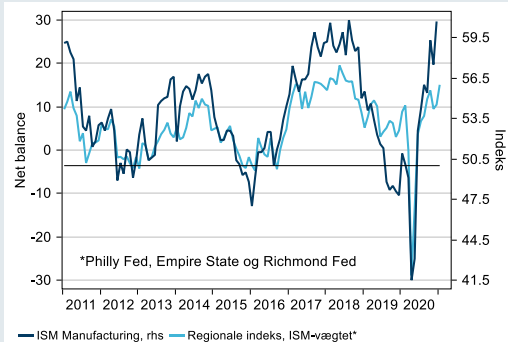
USA: Restriktioner dæmper vigtige januar-nøgletal

Mandag modtager vi **ISM's fremstillingsindeks** for januar. Indekset steg uventet kraftigt til hele 60,7 i december, hvilket er tæt på tidligere rekordniveauer. Her var niveauet dog holdt 'kunstigt' oppe af en stigning i indekset for leveringstider, der formentligt skal tilskrives virusrelaterede forstyrrelser i forsyningskæderne. Der var stadig tale om et solidt udfald, der indikerer, at industrien i denne omgang ser ud til at slippe mere helskindet igennem den generelle økonomiske afmatning. Vi bed også mærke i en kraftig stigning i prisindekset, som indikerer, at kombinationen af lave lagerbeholdninger og udbudsproblemer kan føre til en stigning i kernevarerpriserne inden længe. I januar ventes blot en mindre moderation til omkring 60, hvilket er blevet indikeret af en positiv udvikling i diverse regionale fremstillingsbarometre i januar (se figur), der dog ikke er steget helt så meget i de forrige måneder. Der vil endnu en gang være et ekstra fokus på prisindeksene.

Onsdag modtager vi så **ISM's serviceindeks**, der ligesom ISM's fremstillingsindeks steg overraskende til 57,2 i december. Også her skyldtes fremgangen imidlertid udelukkende en stigning i indekset for leveringstider, som understreger indtrykket forstyrrelser i forsyningskæderne som følge af covid-19. Det var dog stadig opløftende, at vi ikke så et større dyk i de andre underkomponenter, om end beskæftigelsesindekset imidlertid faldt tilbage under boom/bust skillelinjen på 50 for første gang siden august. I januar ventes et fald i indekset, hvilket primært relateres til svagheder som følge af fortsatte restriktioner (se figur). Dette har vi allerede set trykke forbrugertilliden, om end denne har holdt sig højere end ventet. Derudover er den positive effekt af faldende servicepriser aftaget de seneste måneder.

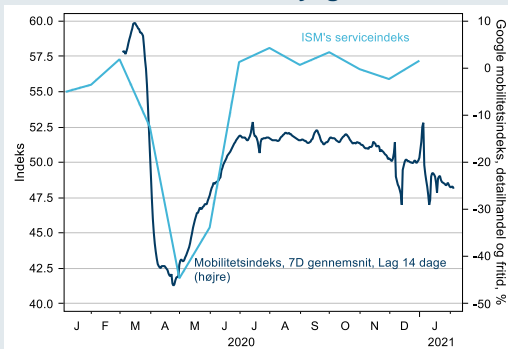
Fredag modtager vi så **arbejdsmarkedsrapporten** fra Bureau of Labor Statistics (BLS) angående januar. I december var der tale om en negativ overraskelse, da beskæftigelsen uden for landbruget uventet faldt med 140.000 personer. Det var især servicesektoren som trak ned givet de udvidede restriktioner oven på den bekymrende smitteudvikling. I januar har vi set fortsat afdæmpende tegn for beskæftigelsen i et vigende mobilitetsindeks (se figur), let stigning i antallet af nye ledige og et fald i PMI's beskæftigelsesindeks. Vi tror dog ikke, at det går helt så galt som i december, hvor restriktionerne ramte hårdere. Derudover kan vi muligvis også se en effekt af øget optimisme om fremtiden, hjulpet af vaccineudrulning og udsigten til yderligere finanspolitisk stimulans. Vi bør dog stadig fortrinsvist se en positiv udvikling inden for fremstillingsindustri og byggeri. Således venter vi en beskæftigelsesudvikling tæt på nulpunktet i januar. Desuden ventes arbejdsløshedsraten at udvikle sig nogenlunde stabilt på 6,7%, om end Conference Board's arbejdsmarkedsindeks har peget på muligheden for stigende arbejdsløshedsrate. I forbindelse med offentliggørelsen foretager BLS i øvrigt den årlige revidering af tallene. Det kan godt ændre lidt på niveauet for beskæftigelsen og ledigheden, men sandsynligvis ikke på den generelle trend i udviklingen.

USA: De regionale indeks peger op i januar



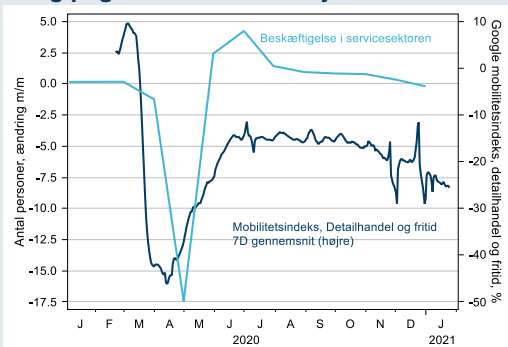
Kilde: Macrobond

USA: Covid-restriktioner tynger servicetillid...



Kilde: Macrobond

... og peger ned for service-jobs



Kilde: Macrobond

Euroområdet: BNP bedre end frygtet – inflation i stort hop

I euroområdet lægger vi mandag ud med tal for **arbejdsløshedshe-**
den. Arbejdsløshedsraten faldt lidt uventet til 8,3% i november, men
vi venter en mere sidelæns udvikling i december. Det er fortsat svært
at benytte ledighedsforventningerne til noget, da de uændret har holdt
sig høje siden coronakrisens udspring i foråret sidste år. Det skyldes
naturligvis de mange jobstøttepakker, som er blevet iværksat og for-
længet. Ser vi i stedet på virksomhedernes PMI-beskæftigelsesin-
deks, så er de steget, men ligger fortsat lige under boom/bust-ni-
veauet på 50 (se figur). Vi har modtaget ledighedstal fra Tyskland,
som viste et nyt fald i december, mens ledigheden i Spanien steg for
første gang i fem måneder. I Frankrig var antallet af jobsøgende svagt
stigende i december.

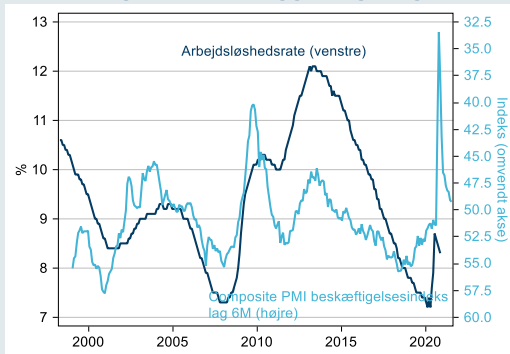
Tirsdag er det så blevet til for det første bud på **BNP** for 4. kvartal.
Først så det ud til, at BNP-væksten ville klare frisag og holde sig i
positivt område, herunder med hjælp fra industrien, som lidt overras-
kende evnede at holde dampen oppe i de sene måneder af 2020.
Men virusrestriktionerne ramte alligevel hårdere end først antaget, og
det ser nu ud til at presse væksten ned i let negativt territorium, især
som følge af svækket privatforbrug. Der bør således være et solidt
negativt bidrag herfra i henhold til de detailsalgstal vi indtil videre har
modtaget for oktober og november; selv hvis vi antager flad udvikling
i december-**detailsalget**, som offentliggøres torsdag. Der er dog no-
get der tyder på, at salget her endda kan gå hen og blive en negativ
affære, sådan som vi allerede har set herhjemme. Vi har allerede
modtaget nationale BNP-tal for 4. kvartal fra Tyskland, Frankrig, Spa-
nien, Belgien og Østrig. Disse viste sig alle en smule bedre kvartals-
vækst end frygtet på henholdsvis +0,1%, -1,3%, +0,4%, +0,2% og -
4,3%. På denne baggrund forventer vi, at BNP-væksten for hele eu-
roområdet blot blev marginalt negativ i omegnen af -0,2% q/q i 4.
kvartal. Det ændrer imidlertid ikke på udsigten til, at indeværende
kvartal vil blive markant mere negativ.

Onsdag modtager vi tal for **forbrugerprisinflation** i januar, som kan
gå hen og blive interessant læsning, efter at inflationen bragede i vej-
ret i et uventet højt tempo i Tyskland. En del af stigningen i Tyskland
kunne forklares af udløbet af en momsned sættelse, men derudover
var en del trukket af energi (især højere benzinpriser). Vigtigst var dog
nok en metodeændring i beregningen af HICP-inflationen, hvor vægt-
ningen af forbrugerpriserne nu afspejler forbrugssammensætningen i
2020. Det betyder, at vareforbruget nu indgår med en højere vægt-
ning i forhold til det corona-plagede tjenesteforbrug. Det medvirkede
til, at HICP-inflationen steg med 2,3%-point til 1,6% y/y i Tyskland, og
i Spanien så vi en lignende overraskelse, da HICP-inflationen steg
med 1,1%-point til 0,6% y/y (se figur). Denne vægtnings effekt med-
fører således en betydelig grad af usikkerhed om udfaldet af inflatio-
nen i euroområdet i januar. Et er dog sikkert, og det er at inflationsra-
ten skal betydeligt op, men det er værd at bemærke, at denne vægt-
ningseffekt vil falde ud igen om et år. Ser vi bort fra det tekniske, så
var retningen i forvejen opad for inflationen som følge af højere ener-
gipriser, basiseffekt fra manglende udsalgseffekt (qua covid-restrikti-
oner) samt højere inflationsforventninger blandt virksomheder, forbru-
gere og på rentemarkederne. Vi forventer derfor en stigning i inflati-
onsraten til 0,7% y/y fra forrige -0,3% y/y og en stigning i kerneinflati-
onen til 1,0% y/y fra forrige 0,2% y/y.

UK: BoE uden handling trods negativ covid-udvikling

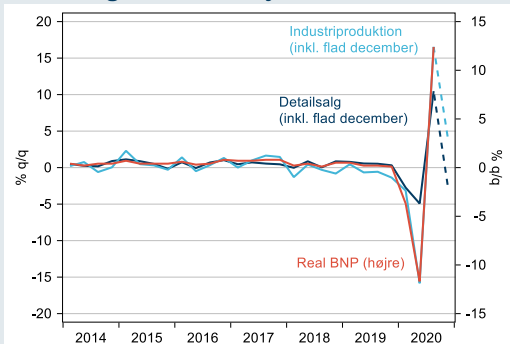
Torsdag er der **rentemøde** i Bank og England (BoE), hvor banken
også opdaterer sin pengepolitiske rapport og herunder inflations- og
vækstskøn. Vi forventer dog ikke de store revideringer her, på trods

EUR: Ledighedspres lægger sig langsomt



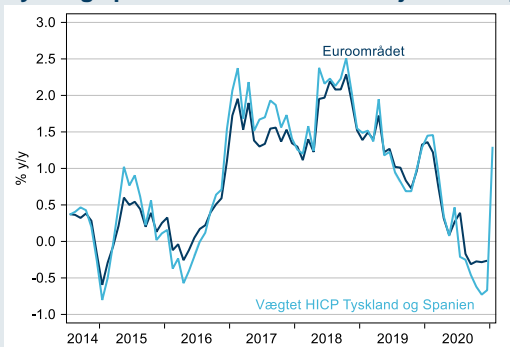
Kilde: Macrobond

EUR: Salget har vist vejen ned for BNP-vækst



Kilde: Macrobond

Tysk og spansk inflation i markant januar-hop



Kilde: Macrobond

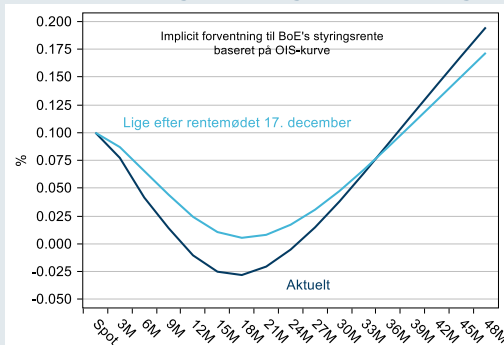
af at den 3. smittebølge har forårsaget en ny nedlukning. Det skyldes, at økonomien indtil videre ikke har udviklet sig helt så negativt som frygtet i 4. kvartal kombineret med de mere positive vaccineudsigter siden sidst. Derudover endte brexit-forhandlingerne sådan set rimeligt positivt i forhold til, hvad man kunne have frygtet. Det er således muligt, at der vil være lidt øgede bekymringer med hensyn til udsigterne på den korte bane, som opvejes af lidt mere optimisme på længere sigt, herunder muligvis flankeret af et ventet rebound i inflationen i løbet af året. Dermed venter vi ikke, at BoE umiddelbart ser sig nødsaget til at lempe pengepolitikken yderligere i denne omgang, om end der nok fortsat er visse forventninger til at det kan ske. Hertil kommer, at der fortsat er et vist råderum i bankens eksisterende QE-program, også til en eventuel "front-loading", hvor man skruer op for opkøbene på kort sigt. Om noget vurderer vi, at nogle af medlemmerne af rentekomiteén vil hælde mod at yderligere lempelser er nødvendige som følge af de nyeste restriktioner. Derudover er der spørgsmålet om negative renter, hvor markederne nu indpriser en lille mulighed for dette (se figur). BoE har dog signaleret, at man rent faktisk ikke helt er klar til at implementere negative renter, ligesom der er sået tvivl om effekten af sådanne.

Danmark: Ingen intervention – konkurser på vej i vejret?

Det er en relativt stille uge på nøgletalsfronten, hvor vi tirsdag dog får tal for **valutareserven** i januar. DKK har igennem januar ligget til den stærke side over for EUR på niveauer ikke set siden 2017. Udviklingen har dog været ret stabil gennem måneden, og selv om niveauet tidligere har udløst intervention fra Nationalbankens side, så holdt den krudtet tørt i december, hvor DKK ellers også havde bevæget sig tilsvarende stærkt over for EUR sidst på måneden. Vi vurderer, at presset for en stærkere krone ikke har været voldsomt igennem januar, og at Nationalbanken dermed heller ikke har intervenseret i denne omgang. Selv om DKK er stærk over for EUR, ligger en selvstændig renteforhøjelse fra Nationalbankens side efter vores vurdering ikke lige i kortene. Hvis der skulle opstå et mere mærkbart styrkelsespres på DKK ventes Nationalbanken i første omgang at ty til valutaintervention. I så tilfælde ville købet af udenlandsk valuta for at svække DKK betyde, at valutareserven ville stige. Hermed kunne noget af det tabte fra forårets forsvar af kronen, hvor Nationalbanken solgte valuta for ca. 80 mia. kr. før forhøjelsen af renten i marts, blive genopbygget. Valutareserven er ganske vist steget betydeligt siden da, men det kan tilskrives en øget statslig låntagning i udenlandsk valuta som finansieringskilde til de mange hjælpepakker. Indtil for nylig har strategien været, at den udenlandske låntagning skulle nedbringes, som vi også så det november og december. Det har formentligt også været tilfældet i januar, som vil betyde et fald i valutareserven. Den nyligt vedtagne nye hjælpepakke for i omegnen af DKK 170 mia., kan dog muligvis sætte nedbringelsen af den udenlandske gæld i bero. Alt i alt er konklusionen således, at Nationalbanken afholdt sig fra at intervensere i januar, men at nedbringelse af statens udenlandske låntagning formentligt har ført til et fald i valutareserven, om end den årlige kursregulering kan have påvirket niveauet.

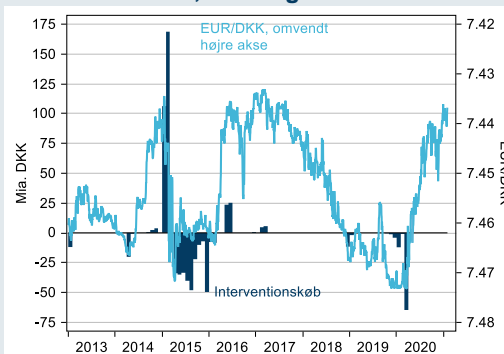
Herudover vil vi også følge torsdagens tal for udviklingen i **antallet af konkurser** nøje. Konkurserne i de såkaldte aktive virksomheder (det vil sige virksomheder med en vis grad af omsætning og/eller beskæftigelse) har generelt holdt sig lave gennem sidste år, men det billede kan meget vel have ændret sig i januar. Ser man på udviklingen i antallet af konkursbegæring, jf. figur (næste side), er der i hvert fald noget der tyder på, at de rolige tider på konkursfronten kan være over-

UK: Forventninger om negative renter taget til



Kilde: Macrobond

DK: Stærk krone, men ingen intervention



Kilde: Macrobond

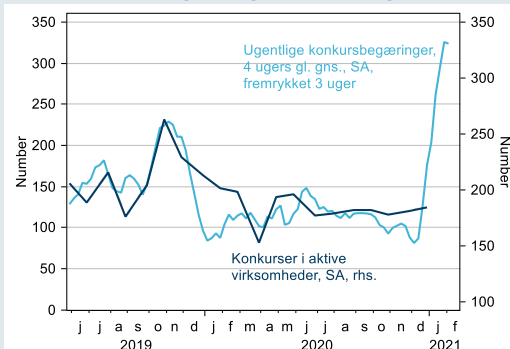
stået, hvor flere virksomheder kan være blevet presset ud over kanten af de nye nedlukninger. Tallene for konkursbegæringer viser, hvor mange begæringer om konkurs i en erhvervsvirksomhed, der er indgivet til retterne. En begæring kan indgives, når skyldneren er insolvent. Begæringerne ligger forud i tid for konkurserklæringerne, og de giver en tidlig indikation på udviklingen i erklærede konkurser. Tallene er dog ikke helt retvisende for antallet af konkurser i aktive virksomheder, da ikke alle begæringer resulterer i en konkurserklæring, ligesom der heller ikke foreligger oplysninger i form af for eksempel omsætning og beskæftigelse i de konkursbegærede virksomheden. Ikke desto mindre peger udviklingen i konkursbegæringerne, alt andet lige, på en mærkbar stigning i antallet af konkurser i aktive virksomheder i januar. Det understreger naturligvis vigtigheden af regeringens nye lånepakke, hvor den forlængede nedlukning kombineret med udsigten til tilbagebetalingen af udskudte moms- og skattebetalinger i de kommende måneder ellers havde potentialet til at skubbe endnu flere af de hårdest ramte virksomheder ud over kanten. Modellen med lånepakken, der yder rentefri lån til at betale den udskudte moms og skat, udskyder dog i første omgang formentligt blot problemet. Mange virksomheder står således i dag uden den samme økonomiske fedt på kroppen som under den første nedlukning i foråret sidste år, og virksomhedernes manglende muligheder for at tjene penge under den aktuelle nedlukning betyder, at risikoen for en større konkursbølge i vores øjne fortsat er til stede.

Analytikere:

Rasmus Gudum-Sessingø ragu02@handelsbanken.dk

Jes Asmussen, jeas01@handelsbanken.dk

DK: Konkursbegæringerne er steget



Kilde: Macrobond

Nøgletalskalender

Dato	Tid	Land	Indikator	Periode	Survey	SHB	Forrige
31. jan	02:00	Kina	Manufacturing PMI	Jan	51.6	--	51.9
31. jan	02:00	Kina	Non-manufacturing PMI	Jan	55.0	--	55.7
1-2. feb.		Tyskland	Retail Sales (MoM/YoY)	Dec	-2.2%/4.7%	--	1.1%/5.0%
01. feb	01:30	Japan	Jibun Bank Japan PMIMfg	Jan F	--	--	49.7
01. feb	02:45	Kina	Caixin China PMIMfg	Jan	52.6	--	53.0
01. feb	08:30	Sverige	Swedbank/Silf PMIManufacturing	Jan	--	--	64.9
01. feb	09:30	Schweiz	PMIManufacturing	Jan	56.5	--	58.0
01. feb	09:30	Sverige	GDP Indicator SA (QoQ/YoY)	4Q	--	--	4.3%/3.5%
01. feb	10:00	Norge	DNB/NIMA PMIManufacturing	Jan	--	--	51.9
01. feb	10:00	Italien	Unemployment Rate	Dec P	--	--	8.9%
01. feb	10:00	EMU	Markit Eurozone Manufacturing PMI	Jan F	54.7	--	54.7
01. feb	10:30	UK	Markit UK PMIManufacturing SA	Jan F	--	--	52.9
01. feb	11:00	EMU	Unemployment Rate	Dec	8.3%	8.3%	8.3%
01. feb	15:45	USA	Markit US Manufacturing PMI	Jan F	59.1	--	59.1
01. feb	16:00	USA	Construction Spending (MoM)	Dec	0.8%	--	0.9%
01. feb	16:00	USA	ISM Manufacturing	Jan	59.9	--	60.5
01. feb	20:00	USA	Fed's Bostic/Rosenfeld Speak				
02. feb	08:00	UK	Nationwide House PX (MoM/YoY)	Jan	0.3%/6.9%	--	0.8%/7.3%
02. feb	08:45	Frankrig	CPI EU Harmonized (MoM/YoY)	Jan P	--	--	0.2%/0.0%
02. feb	09:00	Spanien	Unemployment Change	Jan	--	--	36.8k
02. feb	10:00	Italien	GDP WDA (QoQ/YoY)	4Q P	--	--	15.9%/5.0%
02. feb	11:00	EMU	GDP SA (QoQ/YoY)	4Q A	-1.7%/6.1%	-0.2%/4.9%	12.5%/4.3%
02. feb	17:00	Danmark	Foreign Reserves	Jan	--	--	439.6b
02. feb	20:00	USA	Fed's Mester Speaks on Economy				
02. feb		USA	Wards Total Vehicle Sales	Jan	16.10m	--	16.27m
03. feb	01:30	Japan	Jibun Bank Japan PMI Services	Jan F	--	--	45.7
03. feb	02:45	Kina	Caixin China PMI Services	Jan	55.5	--	56.3
03. feb	08:30	Sverige	Swedbank/Silf PMI Services	Jan	--	--	56.6
03. feb	10:00	EMU	Markit Eurozone Services PMI	Jan F	45.0	--	45.0
03. feb	10:00	EMU	Markit Eurozone Composite PMI	Jan F	--	--	47.5
03. feb	10:30	UK	Markit/CIPS UK Services PMI	Jan F	38.8	--	38.8
03. feb	11:00	Italien	CPI EU Harmonized (MoM/YoY)	Jan P	--	--	0.2%/0.3%
03. feb	11:00	EMU	CPI (MoM/YoY)	Jan P	-0.2%	0.7%	0.3%/0.3%
03. feb	11:00	EMU	CPI Core YoY	Jan P	--	1.0%	0.2%
03. feb	13:00	USA	MBA Mortgage Applications	Jan-29	--	--	-4.1%
03. feb	14:15	USA	ADP Employment Change	Jan	50k	--	-123k
03. feb	15:45	USA	Markit US Services PMI	Jan F	--	--	57.5
03. feb	16:00	USA	ISM Services Index	Jan	56.8	--	57.7
03. feb	19:00	USA	Fed's Bullard/Harker/Mester/Evans Speak				
04. feb	11:00	EMU	Retail Sales (MoM/YoY)	Dec	--	--	-6.1%/2.9%
04. feb	13:00	UK	Bank of England Bank Rate	feb-04	0.10%	--	0.10%
04. feb	13:30	USA	Challenger Job Cuts (YoY)	Jan	--	--	134.5%
04. feb	14:30	USA	Initial Jobless Claims	jan-30	--	--	847k
04. feb	15:45	USA	Bloomberg Consumer Comfort	Jan-31	--	--	45.7
04. feb	20:00	USA	Fed's Daly Speaks				
05. feb	08:00	Tyskland	Factory Orders (MoM/YoY)	Dec	-2.0%/--	--	2.3%/6.3%
05. feb	08:00	Norge	Ind Prod Manufacturing (MoM/YoY)	Dec	--	--	15%/0.9%
05. feb	08:00	Danmark	Bankruptcies	Jan	--	--	
05. feb	08:45	Frankrig	Private Sector Payrolls QoQ	4Q P	--	--	16%
05. feb	09:30	Sverige	Private Sector Production (MoM/YoY)	Dec	--	--	0.8%/1.0%
05. feb	09:30	Sverige	Household Consumption (MoM/YoY)	Dec	--	--	-0.6%/5.0%
05. feb	10:00	Italien	Retail Sales (MoM/YoY)	Dec	--	--	-6.9%/8.1%
05. feb	14:30	USA	Change in Nonfarm Payrolls	Jan	50k	0k	-140k
05. feb	14:30	USA	Unemployment Rate	Jan	6.7%	6.7%	6.7%
05. feb	21:00	USA	Consumer Credit	Dec	\$12.000b	--	\$15.274b

Udvalgte finansielle skøn fra Handelsbanken Capital Markets

Ultimo	Officielle renter			10-årig statsrenter			Valuta			
	Aktuelt	Q1 2021	Q2 2021	Aktuelt	Q1 2021	Q2 2021	Aktuelt	Q1 2021	Q2 2021	
USA	0.125	0.125	0.125	1.08	1.30	1.40	EUR/USD	1.214	1.200	1.190
Euroland	-0.50	-0.50	-0.50	-0.51	-0.50	-0.45	USD/JPY	104.6	105.0	106.0
Storbritannien	0.10	0.10	0.10	0.33	0.40	0.45	EUR/GBP	0.885	0.880	0.870
Schweiz	-0.75	-0.75	-0.75				EUR/CHF	1.079	1.070	1.060
Danmark	-0.60	-0.60	-0.60	-0.39	-0.40	-0.30	EUR/DKK	7.437	7.44	7.45
Sverige	0.00	0.00	0.00	0.10	0.05	0.10	EUR/SEK	10.113	10.20	10.15
Norge	0.00	0.00	0.00	1.05	1.05	1.15	EUR/NOK	10.349	10.45	10.40

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

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 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)