

Renteudsigt – Juni

- Rentestigninger har stadig ben at gå på
- Centralbankrenter fortsætter op – højere, hurtigere
- ECB kommer stadig senere til "rentefesten"

Rentestigninger har stadig ben at gå på

Vi har endnu en gang fundet os nødsaget til at revidere vores renteprognose opad over en bred kam i både USA og Europa samt i både den korte og lange ende af rentekurven. Udgangspunktet har været det fortsat højere inflationspres, som har presset centralbankerne til at sætte inflationsbekæmpelse nu og her øverst på prioritetslisten for at forsøge at hindre, at inflationsraterne bider sig fast på for høje niveauer i længere tid.

Den amerikanske centralbank (Fed) er gået forrest i den seneste tendens til et hurtigere tempo i renteforhøjelserne, hvor Fed nu signalerer yderligere 1,75%-point i renteforhøjelser på årets resterende fire rentemøder. Vi forventer imidlertid, at renten vil blive sat en smule mindre op med 1,50%-point, og at Fed leverer en sidste renteforhøjelse á 0,25%-point i 1. kvartal, hvorefter toppen er nået, og den næste rentebevægelse ventes at blive ned. Baggrunden for vores forventning er, at økonomiens ventes at blive ramt af en væsentlig afmatning i kølvandet på den højere inflation samt de højere renter. De lange obligationsrenter forventes også at have yderligere potentiale for stigning efterhånden som de korte renter bliver løftet markant yderligere og balancen nedbringes via QT. Vi skønner imidlertid, at de lange renter skal stige noget langsommere og at de topper omkring 4. kvartal, hvorefter de peger nedad som følge af de svagere vækstudsigter.

I euroområdet har den Europæiske Centralbank (ECB) haltet godt og grundigt efter de andre toneangivende centralbanker i "normaliseringen" af styringsrenterne. Således er ECB ikke en gang begyndt at løfte renten endnu. Oven i det slås man både med risikoen for en mulig mere markant økonomisk afmatning samt risikoen for en såkaldt fragmentering på rentemarkederne, hvor de mest gældsbelastede medlemslande kan blive ramt af ekstraordinært stort pres opad på statsrenterne i forbindelse med normaliseringsbestræbelserne. Det ventes fortsat at svække potentialet for renteforhøjelser fra ECB's hånd i år, og aktuelt ser ECB ud til at tage langsomt fat på renteforhøjelserne. Det værende sagt, så venter vi nu, at ECB vil hæve den officielle indlånsrente med 1,25%-point i år, og 0,25%-point i 1. kvartal 2023. Herefter ventes renten at have toppet på 1,00%, hvorefter der ikke ventes yderligere renteforhøjelser. De lange obligationsrenter forventes at stige yderligere, men givet det mindre potentiale for renteforhøjelser end i USA, og udsigten til en global afmatning omkring begyndelsen af 2023, ventes de lange renter ikke at stige så meget som i USA. Vi vil dog understrege, at om noget så ser vi risiko for, at både ECB-renten og obligationsrenterne kan stige mere.

Herhjemme venter vi i det store hele, at Nationalbanken følger med ECB op på indlånsrenten, men ser fortsat mulighed for en isoleret

Handelsbankens renteforventninger

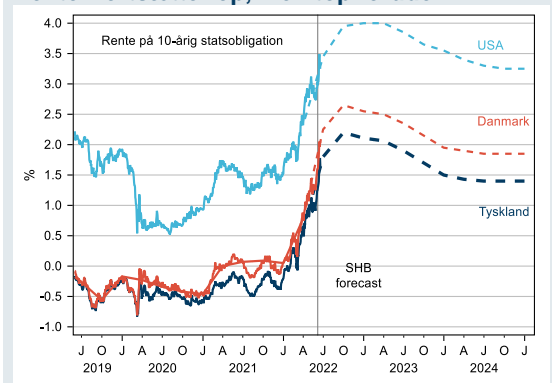
- Vi forventer, at Federal Reserve foretager fem yderligere renteforhøjelser på i alt 2,0%-point frem til 1. kvartal 2023, hvorefter centralbanken stopper. Vi venter, at de to næste renteforhøjelser bliver store á henholdsvis 0,75%- og 0,50%-point, hvorefter tempoet sænkes til skridt á 0,25%-point.
- Vi venter, at ECB leverer en første renteforhøjelse á 0,25%-point i juli efterfulgt af en renteforhøjelse á 0,5%-point i september samt tre yderligere á 0,25%-point frem til og med 1. kvartal 2023, hvorefter ECB stopper op.
- Nationalbanken ventes at spejle ECB's renteforhøjelser, og vi ser mulighed for et ekstra renteløft fra Nationalbankens side, så indlånsrenten kommer på niveau med ECB's ved udgangen af året.

Renteprognose

Internationalt	21. juni	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023
Officielle renter					
	Ultimo				
USA	1,625	2,875	3,375	3,625	3,625
Euroområdet	-0,50	0,25	0,75	1,00	1,00
10-årige obligationsrenter					
USA	3,28	3,95	4,00	4,00	3,85
Tyskland	1,73	2,20	2,11	2,06	1,90
Danmark					
Officiel indlånsrente	-0,60	0,5	0,75	1,00	1,00
3M cibor	0,05	0,85	1,35	1,35	1,25
2Y	1,51	1,95	1,95	1,90	1,90
5Y	1,93	2,40	2,25	2,20	2,10
10Y	2,14	2,65	2,55	2,50	2,35
2Y swap	2,13	3,20	3,10	3,05	3,05
5Y swap	2,58	3,05	2,85	2,80	2,70
10Y swap	2,81	2,65	3,20	3,15	3,00

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

Renter fortsætter op, men top forude



Kilde: Macrobond, Handelsbanken

renteforhøjelse på 0,10%-point som vil bringe indlånsrenterne på linje med ECB's inden årets udgang.

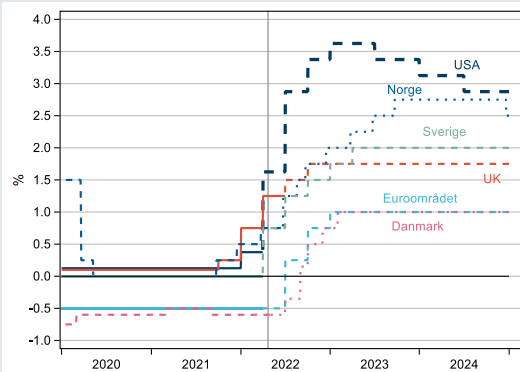
Centralbankrenter fortsætter op – højere, hurtigere

Vi er så småt ved at have afrundet den seneste omgang juni-rentemøder blandt de toneangivende centralbanker. Rentemøderne er blevet afholdt i efterdønningerne af offentliggørelser af nye uventede store stigninger i forbrugerpriserne for maj. Sammen med stigende målinger af inflationsforventningerne blandt husholdninger og virksomheder har det øget frykten for, at de højere inflationsniveauer vil blive mere fastforankrede i økonomien, og dermed bliver sværere at bekæmpe, i fald at andenrunde-effekter på lønudviklingen dermed får mere frit spil. Det resulterede i en omgang nye renteforhøjelser blandt de toneangivende centralbanker, og om noget så har tendensen klart været i retning af, at centralbankerne har fået mere travlt med at hæve renterne. Det gælder dog fortsat i mindre omfang ECB (samt Nationalbanken herhjemme), som fortsat ser sig nødsaget til at følge en mere gradvis tilgang til en normalisering i renterne (jf. figur).

USA har fortsat slået rentetendensen an i den seneste måned. Således var det en nøglebegivenhed, da Fed foretog en "super"-renteforhøjelse på 0,75%-point i sidste uge, hvilket ikke er set siden 1994. D3et skete efter, at vi ugen før modtog en uventet stor stigning i forbrugerpriserne i maj, hvilket bragte årsinflationen op i 8,6% - et nyt rekordhøjt niveau i 40 år (se figur). Det var især energi og fødevarer, som drev inflationsstigningen, men kerneinflationen holdt sig også uventet højere end ventet på 6%. De seneste ugers fortsatte pres opad på energi- og fødevarerpriser indikerer, at inflationen kan stige yderligere i juni. Samme dag som vi modtog inflationstallene så vi desuden en uventet rekord i en juni-måling af husholdningernes forventning til inflationen om et år i forbrugertillidsopgørelsen fra University of Michigan. Tallene sendte straks forventningerne til Fed-renteforhøjelser markant op sammen med obligationsrenterne, og allerede inden rentemødet var der solide markedsforventninger til, at Fed ville gå efter en stor renteforhøjelse.

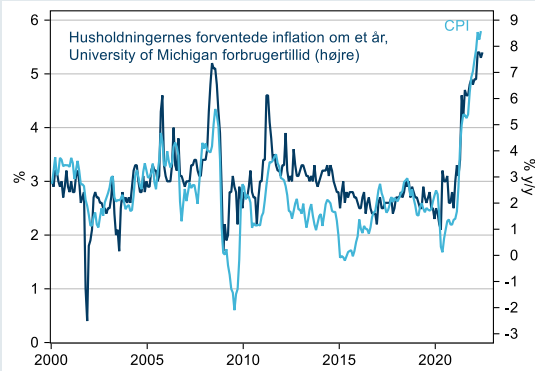
Det skete da også, og i rentemeddelelsen understregede Fed, at man er "stærkt opsat på at returnere inflationen til målet på 2%". Derudover forventer Fed ikke længere, at arbejdsmarkedet vil forblive stærkt, og vækstsønnen for de kommende to år blev revideret ned samtidigt med, at inflationen nu ses at holde sig højere. Fed-chef Powell udtalte imidlertid, at der ikke ses tegn på en bredt funderet og mere alvorlig afmatning af økonomien. Han sagde desuden, at juli-renteforhøjelsen bliver på 0,50%- eller 0,75%-point, men understregede også, at renteforhøjelser på 0,75%-point skal ses som undtagelsen snarere end reglen. FOMC's såkaldte "dot-plot" viste, at man nu venter renteforhøjelser på i alt 1,75%-point på de resterende fire rentemøder i år, jf. figur. Til næste år ventes 0,50%-point ekstra op på renten inden den falder igen med 0,5%-point i 2024. Efter rentemødet udtalte Fed-chef Powell, at man er 'akut fokuseret' på at få kontrol over inflationen og at kampen for at sikre prisstabilitet er 'ubetinget'. Det understreger, at situationen aktuelt er sådan, at centralbankerne primært fokuserer på inflationsbekæmpelse, og at de økonomiske konsekvenser af en hurtig opstramning for tiden er sekundær. Derfor virker det efter vores vurdering også berettiget, at markedernes recessionsfrygt har været tiltagende på det seneste. Det er også grunden til at vi har set de lange USA-renter falde lidt tilbage oven på rentemødet.

ECB og Nalen får fortsat baghjul på renteløft



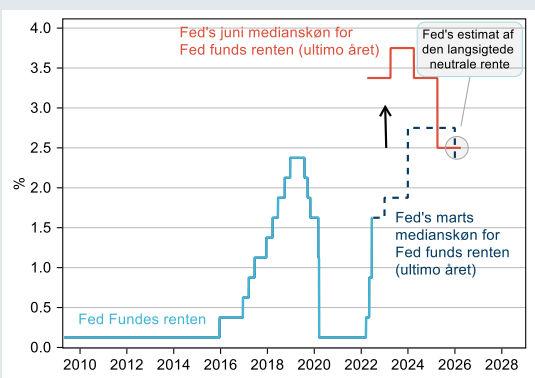
Kilde: Macrobond, Handelsbanken

USA: Inflation og inflationsforventning op igen



Kilde: Macrobond

Fed: Stor opjustering af renteforventning til i år



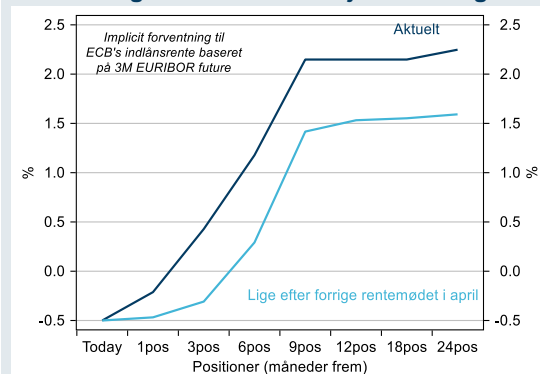
Kilde: Macrobond

ECB kommer stadig senere til "rentefesten"

Ugen inden Fed-rentemødet afholdt ECB's sit juni-rentemøde. Her fremlagde ECB køreplanen for den forestående strammingscyklus. Betingelserne for at hæve renten ses således nu opfyldt, med blandt andet et løft i skønnet for inflationen i 2024 til over bankens mål på 2,0%. Efter at obligationsopkøbsprogrammet afsluttes i indværende måned, vil ECB således hæve den officielle indlånsrente med 0,25%-point i juli. Hvis inflationsbilledet ikke har ændret sig til det bedre, mener ECB endvidere, at en større renteforhøjelse kan være berettiget i september, som peger på en renteforhøjelse på mindst 0,50%-point i september. Herefter ser ECB en 'gradvis, men fastholdt' sti for renterne, som vil være data-afhængig, men som indikerer yderligere renteforhøjelser på 0,25%-point på de efterfølgende møder. Markederne vurderede ECB-møde som værende på den høgeagtige side og har nu fuldt indpriset mindst 0,75%-point i renteforhøjelser ved udgangen af september. Derudover har markederne indpriset ekstra renteforhøjelser på i alt 0,75%-point ekstra for i år, så renten hedder 1% ved året udgang (se figur). ECB's nye økonomiske skøn bød på en nedjustering af BNP-væksten i år og til næste år, mens inflations-skønnet blev løftet markant i år, men også over de følgende to år. Vi ser dog stadig ECB som værende for optimistiske med hensyn til vækstudsigterne til især næste år, hvilket er en væsentlig årsag til, at vi venter, at ECB vil afslutte rentestramningscyklussen allerede i løbet af 1. halvår 2023 på en rente på 1,25%. Men inden da er der altså udsigt til ganske markante renteforhøjelser.

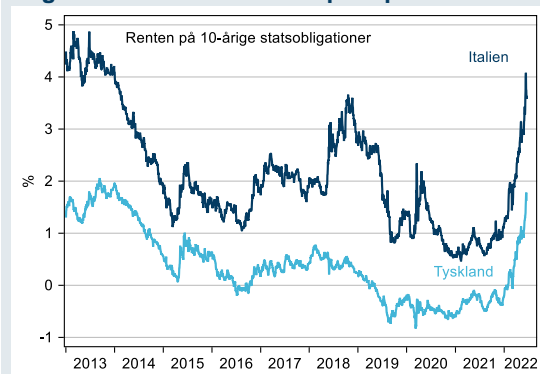
ECB-chef Lagarde indikerede, at der skal meget til for at ændre ved den sti som banken fremlagde i hvert fald på den korte bane. Og der er da også faktorer, som bremser ECB's mulighed for hurtig opgang i renterne, herunder især den såkaldte fragmenteringsrisiko i euroområdet. Det vil sige risikoen for, at når ECB for alvor påbegynder pengepolitiske opstramninger i form af udfasningen af opkøbsprogrammer og renteforhøjelser, så vil det ramme de mest gældsudfordrede medlemslande relativt hårdest, som vil resultere i, at markederne sender renterne på disse lande (især Italiens, se figur) statsgældspapirer relativt kraftigt op. Det var da også noget skuffende, at vi ikke modtog nyheder om ECB's indsats for at inddæmme denne risiko på rentemødet, og renten på især italienske 10-årige statsobligationer skød efterfølgende kraftigt i vejret til over 4% for første gang i over otte år. ECB blev tydeligvis bekymret og meddelte højst usædvanligt, at man ville afholde et ekstraordinært møde sidste onsdag. Mødet resulterede i en pressemeddelelse, som understregede, at man vil benytte reinvesteringerne fra obligations-nødopkøbsprogrammet (PEPP) fleksibelt for at begrænse presset på rentespændene, samt at man vil accelerere udviklingen af et nyt "anti-fragmenterings-værktøj". Lagarde afslørede desuden yderligere detaljer om, at ethvert obligationsopkøb formentligt vil involvere salg af andre aktiver for ikke at gå imod bestræbelserne på at få inflationen ned. Lagarde sagde endvidere, at mekanismen kan blive udløst, hvis rentespændene udvides ud over et vist niveau, eller hvis markedsbevægelserne sker med over en vis hastighed. Det vides ikke om målene for dette vil blive offentligt kendt. Det er planen, at arbejdet med kriseværktøjet skal være på plads til at blive præsenteret på rentemødet d. 21. juli. Ind til da kan ECB altså benytte reinvesteringer til at holde rentespændene i ro, men der er nok fortsat en vis skepsis i markederne, om hvorvidt man kan nå til enighed i ECB's Styrelsesråd om et effektivt værktøj allerede til juli-

Forventning til ECB-renteforhøjelser er steget



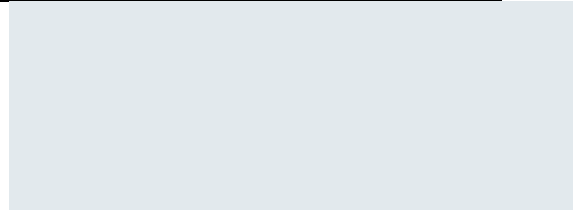
Kilde: Macrobond, Bloomberg

Stigende renter med ekstra pres på Italien



Kilde: Macrobond

rentemødet. Lykkes det er døren åben for, at ECB kan overraske med hurtigere renteforhøjelser end aktuelt skitseret.



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, Finanstillsynet 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 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 korrupsion. Dette er fastlagt i koncernens politik vedrørende bestikkelse og korrupsion. 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)