

## Makrofokus

### Ökad nerv i lönerörelsen – men nog beskt för Riksbanken

- ▶ Sprucken samordning ger besvärlig avtalsrörelse
- ▶ Spretiga förutsättningar ger ingen given fördel för någon part
- ▶ Nya löneavtal lär hamna på eller strax över nuvarande nivå

Till våren skall uppemot 2,5 miljoner löntagare få nya löneavtal. Förpostfäktningarna under hösten pekar mot en stökig avtalsrörelse. LO-samordningen haltar med två förbund, Kommunal och Pappers, som dragit sig ur. Facken inom industrin har gått ut med ett ettårigt lönekrav på 3 procent vilket är högre än motsvarande för tre år sedan (2,8 procent) och det kom nog som en chock för arbetsgivarsidan, som vill se en nedväxling av löneavtalen. Till detta kommer pensionsavsättningar som gör att de sammantagna kostnadsökningarna skulle närma sig 4 procent. Pappers har gått ut med 4-procentiga lönekrav.

Vid ett första intryck ger avmattningen av tillväxten och på arbetsmarknaden en fördel för arbetsgivarsidan. Dessutom har produktivitet utvecklingen varit svag vilket sannolikt bidragit till en återhållsam löneutveckling under de senaste åren (f.n. 2,5 procent i årstakt). Men även facken kan åberopa starka förhandlingsargument. Näringslivet noterar goda vinster, vilket inte minst märks på bolagsrapporterna. Under senare år har också de relativa enhetsarbetskostnaderna varit lägre än för de viktigaste konkurrentländerna vilket stärker svensk konkurrenskraft och förbättrar företagens lönsamhet. Därtill har de nuvarande löneavtalen, sett i backspegeln, gett en svag reallöneutveckling.

Vi tror att den kommande avtalsrörelsen blir besvärlig där varsel om konflikter ligger nära till hands även om regelrätta strejker/lockouter troligen undviks. I slutändan tror vi att de kommande avtalen i genomsnitt kommer att landa på, eller strax över, nuvarande centrala avtal (6,5 procent på 36 månader), d.v.s. uppskattningsvis mellan 2,2–2,4 procent per år. Det är nog en aning i underkant av vad Riksbanken helst hade sett. För att få upp de totala löneökningarna på 3 procent eller mer skulle avtalen troligen behöva hamna på ca 2,5 procent då löneglidningen under senare år har haltat.

#### Analytiker:

Cathrine Danin, [cathrine.danin@swedbank.se](mailto:cathrine.danin@swedbank.se), +46 8 700 9297

Knut Hallberg, [knut.hallberg@swedbank.se](mailto:knut.hallberg@swedbank.se), +46 8 700 9317

Trend för lönebestämmande faktorer		Kalendarium	
+	-	Datum	Viktiga händelser, data etc.
Relativ enhetsarbetskostnad (RULC)	Produktivitet	10 dec	Stora Prospera
Vinster	Arbetsmarknad	10 dec	Arbetsförmedlingens prognos
Reallöner	Resursutnyttjande	11 dec	KPI, nov
		19 dec	Riksbanken
		20 dec	Avtalskrav utbytes
		15 jan	KPI, dec
		12 feb	Riksbanken
		19 feb	KPI, jan
		12 mar	KPI, feb
		12 mar (ca)	Stora Prospera
		31 mar	Industriavtalet ska vara klart

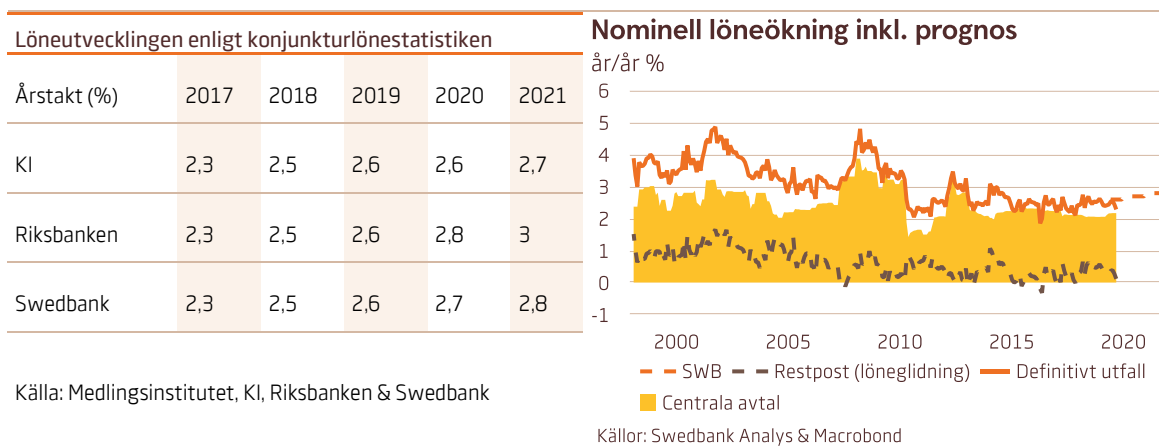
Källa: Swedbank Analys

Källa: Swedbank Analys

## De nya avtalen är inte tillräckligt aptitliga för Riksbanken

De centrala löneavtalen 2017 hamnade på 6,5 procent för 36 månader (kommunal fick något högre p.g.a. undersköterskesatsningen). **Vår bedömning är att de kommande avtalen hamnar på, eller strax över, de gamla avtalen, det vill säga runt 2,2-2,4 procent per år.** Det borgar för totala löneökningar på knappt 3 procent under de närmaste åren, vilket är i underkant av Riksbankens bedömning.

Data från 1998, efter att industrinormen etablerades, visar att inflationstakten och lönetillväxten periodvis samvarierat väl även om korrelationen är svag. Vi noterar dock att samvariationen varit relativt god under perioder med högkonjunktur med undantag för de senaste åren. Högkonjunkturen kring millennieskiftet och åren före finanskrisen uppvisade totala löneökningstakter på över 2,5 men lägre än 5,0 procent samtidigt som periodvis inflationen sköt över målet. Under den senaste högkonjunkturen (2015–2018) har dock inflationstakten frikopplats från lönetillväxten och snarast har pristrycket drivits av andra komponenter. **Ett utfall i linje med vår prognos på knappt 3 procent skulle enligt vår uppfattning ligga i underkant för att erhålla en lönedriven inflation som uthålligt når målet om 2 procent.**



Källa: Medlingsinstitutet, KI, Riksbanken & Swedbank

### Alternativscenarier – pest eller kolera för Riksbanken

I skrivande stund är Kommunals krav ännu inte kända. Vårt **huvudscenario** bygger på att Kommunal, likt i avtalsrörelsen 2016, begär 0,5 procentenheter mer än industrinormen och att Pappers begär 4 procent medan övriga fackförbund står bakom LO-samordningen. Ett sådant scenario innebär samlade lönekrav på 3,1 procent från facken för år 2020. Om facken, i linje med den förra avtalsrörelsen, får igenom 77 procent av sina yrkanden och löneglidningen ligger i nivå med snittet för 2010–2019 (knappt 0,35 p.e.) skulle den **totala lönetillväxten år 2020 bli 2,7 procent.**

Men utsikterna kan både bli bättre eller sämre än vi skattat. I början av 2000-talet var löneglidningen större. En löneglidning som istället är i nivå med snittet för 2008–2019 skulle höja lönetillväxten med en tiondel medan en löneglidning i nivå med 2000–2019 skulle ge en lönetillväxt på 3 procent.

Därtill är det inte säkert att fackförbunden får igenom 77 procent av sina krav. I ett scenario där facken får igenom 74 procent av sina yrkanden blir lönetillväxt 2,6 procent om löneglidningen är som i huvudscenariot.

Får facken istället igenom 80 procent av kraven, allt annat lika, skulle lönetillväxten bli 2,8 procent. Vid ändrade antaganden om löneglidningen kan den totala lönetillväxten bli så låg som 2,7 procent eller så hög som 3,1 procent.

Lönekrav	Yrkanden	Alternativscenarier: Årlig lönetillväxt (%)			
		Basscenario (77 % av krav)	Högre scenario (80 % av krav)	Lägre scenario (74 % av krav)	
Pappers	4,0 %				
Kommunal	3,5 %	Löneglidning 2010–19, snitt	2,7	2,8	2,6
Övriga fackförbund	3,0 %	Löneglidning 2008–19, snitt	2,8	2,8	2,7
		Löneglidning 2000–19, snitt	3,0	3,1	2,9

Anm. Kommunals yrkande baseras på Swedbanks antagande att kravet avviker med lika många p.e. från normen som 2016  
Källa: Swedbank Analys

Anm.: Snitt löneglidning år 2010–2019 på 0,35 p.e., år 2008–2019 på 0,37 p.e. och år 2000–2019 på 0,59 p.e.  
Källa: Swedbank Analys

## Tunga delen av löneavtalen förnyas till våren

Närmare 2,5 miljoner löntagare väntar på nya avtal då en majoritet av de nuvarande löper ut i slutet av mars och april. Ytterligare några hundra tusen löntagare har avtal som löper ut senare nästa år. Totalt berörs närmare 3 miljoner anställda när 485 avtal ska omförhandlas. Förutom Kommunal och Pappers, står övriga förbund fast vid LO-samordningen. Även denna gång förutses industrins avtal bli normerande och, facken inom industrin har redan avlämnat sina utgångskrav. Industrifacken kräver löneökningar på 3 procent samt ett ettårigt avtal. Vidare lyfter LO fram en låglönesatsning om minst 783 kronor för de som tjänar under 26 100 kronor. Utöver detta kräver LO högre pensioner och bättre arbetsmiljö. Den sammantagna kostnadsökningen blir närmare 4 procent om facken inom industrin får som de vill.

Arbetsgivarna är starkt kritiska och vill istället se en nedväxling av löneökningarna. Enligt Teknikföretagens förhandlingschef Ander Wiehe är avtal på 1,5 procent mer rimligt. Den 20 december skall parterna inom industrin växla yrkanden. Vid årsskiftet inleds avtalsförhandlingarna formellt. Den 1 mars träder OpO (Opartiska ordförandena) in för att biträda parterna. Den 1 april ska ett nytt industriavtal vara på plats.

Exempel på avtal som löper ut		
	Avtal som löper ut	Antal medlemmar
31 mar	De normerande avtalen inom industrin	1,1 miljoner
31 mar	Pappers som denna gång står utan för samordningen	13 500
31 mar	Detaljhandelsavtalet mellan Svensk handel och handelsanställdas förbund	150 000
31 mar	Hotell och restaurangavtalet mellan Visita och HRF	30 000
31 mar	Allmänkommunal verksamhet mellan SKL/Pacta (Sobona) och Vision, Akademikerförbundet SSR m.fl..	-
30 apr	Avtalsområde Kommunalarbetare mellan SKL/Pacta (Sobona) och Kommunal	500 000
30 apr	Byggavtalet mellan Sveriges Byggindustrier och Byggnads	100 000
30 apr	Bemanningsavtalet med Bemanningsföretagen	100 000–125 000
31 maj	Äldreomsorgsavtalet mellan Vårdföretagarna och Kommunal	150 000
30 jun	Personliga assistenter mellan Vårdföretagarna och Kommunal	40 000
30 sep	Avtal för statligt anställda	250 000

Källa: Swedbank Analys & Medlingsinstitutet

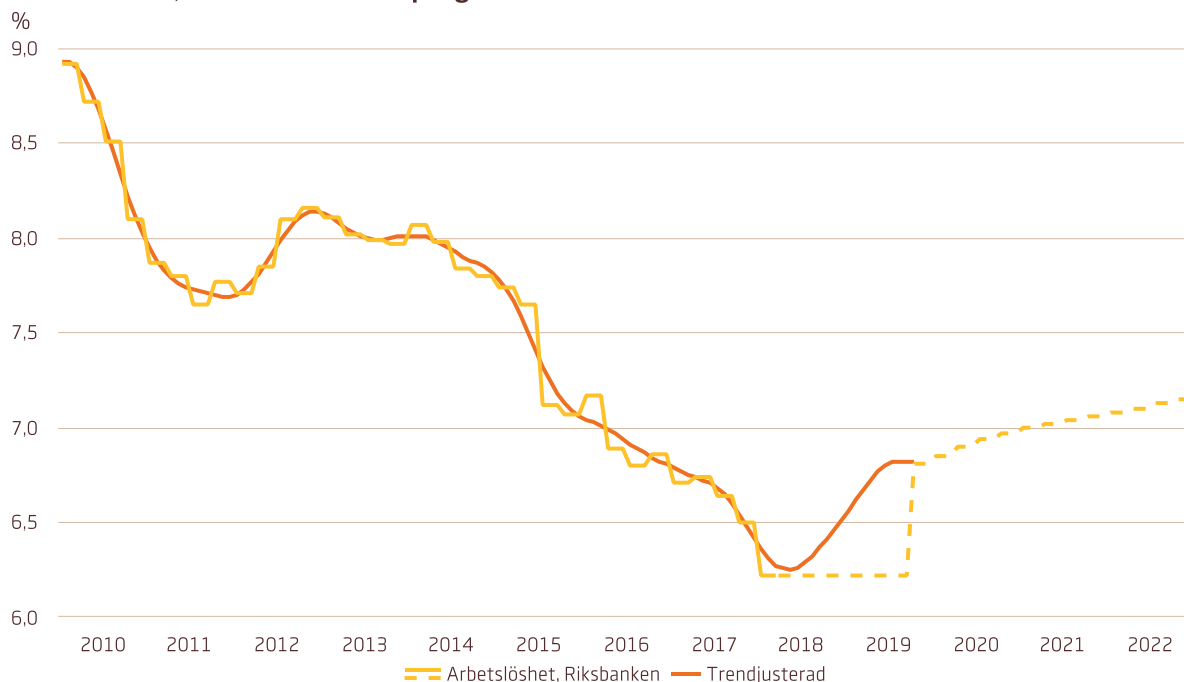
## Spretiga förutsättningar - ingen given fördel för någon

Löneutvecklingen i Sverige påverkas av flera olika faktorer. I detta avsnitt lyfter vi fram sex faktorer som spretar åt något olika håll. De tre första bedömer vi ger en fördel för arbetsgivarna medan de tre resterande utgör en fördel för facken.

## 1. Arbetsmarknaden bromsar in men fortsatt hygglig utveckling väntas

Arbetsmarknaden har bromsat in under 2018 och 2019. Omfattande metodproblem kring AKU har inneburit att SCB i november reviderade arbetsmarknadsstatistiken. Försämringen på arbetsmarknaden inleddes redan 2018 men har inte blivit så kraftig som SCB tidigare meddelat. Positivt är att uppgången i arbetslösheten har planat ut under de senaste månaderna. Osäkerheten kring AKU lär dock bestå framöver och månadsobservationerna bedöms bli mer volatila.

### Arbetslöshet, inkl. Riksbankens prognos

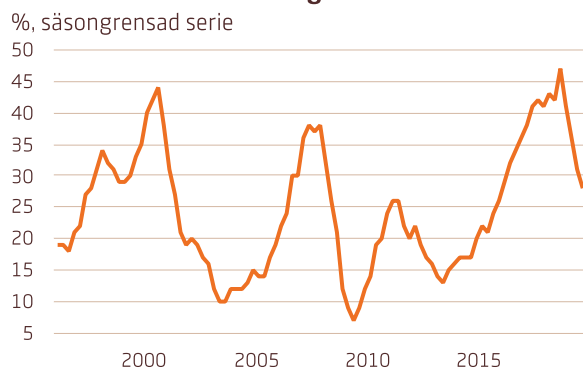


Källor: Swedbank Analys & Macrobond

Även arbetslösheten såsom Arbetsförmedlingen mäter den har stigit under hösten till drygt 7 procent. Anställningsplaner och delindex för sysselsättning i PMI-undersökningarna har försvagats samtidigt som arbetskraftsbristen i näringslivet har mildrats. **Vår sammantagna bedömning är att arbetsmarknadsläget har bromsat in men är fortsatt hyggligt.** Vi anser att arbetsmarknadsläget, efter SCB:s revidering, nu bättre överensstämmer med förväntan givet den senaste tidens BNP-tillväxt och andra konjunkturindikatorer. Även om arbetslösheten stigit något under 2019 ligger den fortsatt i närheten av den arbetslöshet som Konjunkturinstitutet bedömer är förenlig med konjunkturrell balans (6,8 procent).

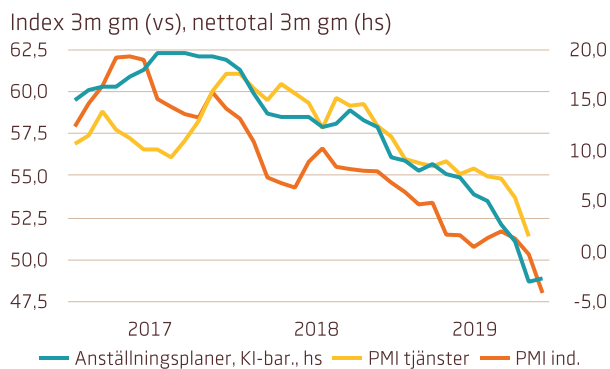
I en expertkommentar (NR 11 2019) presenterade Riksbanken nyligen en modell som bygger på Arbetsförmedlingens intervjuundersökning. Där visas att **personalbristen kan ha varit något lägre än**

### Arbetskraftsbrist i näringslivet



Källor: Swedbank Analys & Macrobond

### Arbetsmarknadsindikatorer



Källor: Swedbank Analys & Macrobond

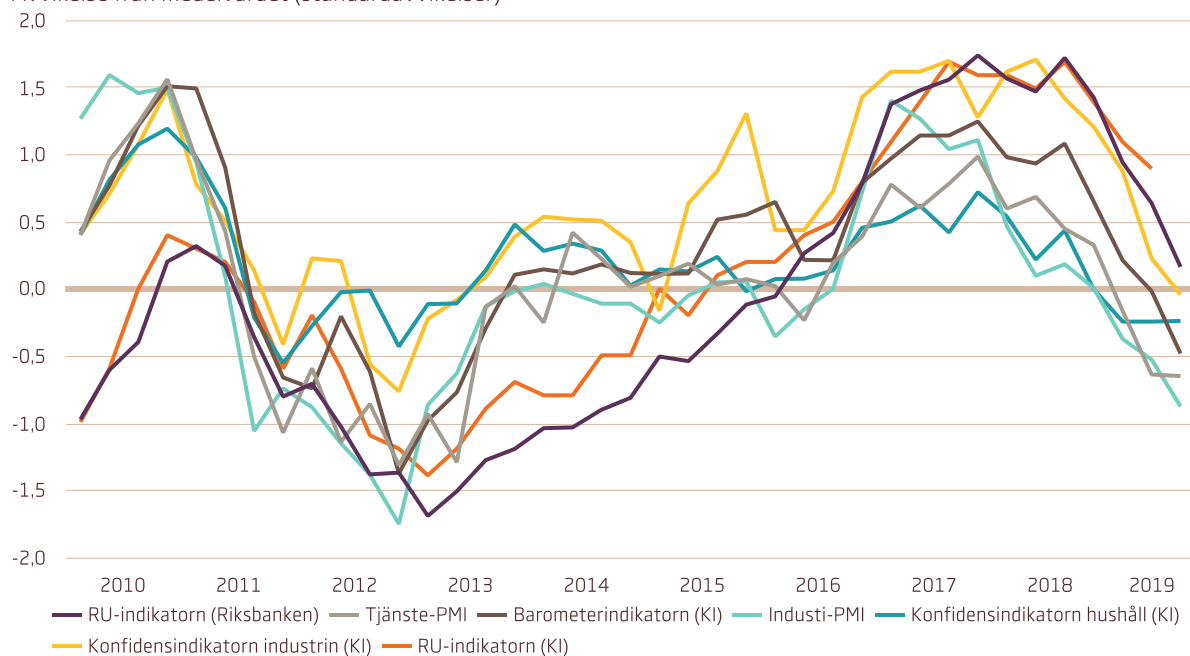
vad andra mått (ex. KI-barometern) indikerat, vilket delvis skulle kunna förklara varför löneökningarna har varit mer dämpade under senare år. Men även det alternativa måttet pekar på att arbetskraftsbristen successivt har stigit sedan 2013–2014, vilket borde ha inneburit något högre löneökningar. Att löneutvecklingen ändå har varit dämpad under senare år kan därför ha att göra med andra faktorer såsom ökade arbetsgivaravgifter enligt lag och/eller avtal samt sammansättningen av arbetstagarna.

## 2. Ekonomins välmående påverkar, men lönerna reagerar med eftersläpning

Enligt Marie Nilsson, IF Metalls ordförande, ställer inte facken lönekrav efter konjunkturen eftersom detta kan spä på konjunktursvängningarna. Men avtalsförhandlingarna 2007 och 2010 är goda exempel på att ekonomins välmående i form av tillväxt, arbetsmarknadsläge och resursutnyttjandet kan påverka avtalsförhandlingarna. Avtalsperioden 2017 är dock ett undantag där varken de centrala avtalen eller lokala förutsättningarna tydligt tycks ha färgats av den senaste högkonjunkturen.

### Sentimentsindikatorer och mått på resursutnyttjandet

Avvikelse från medelvärdet (standardavvikelser)



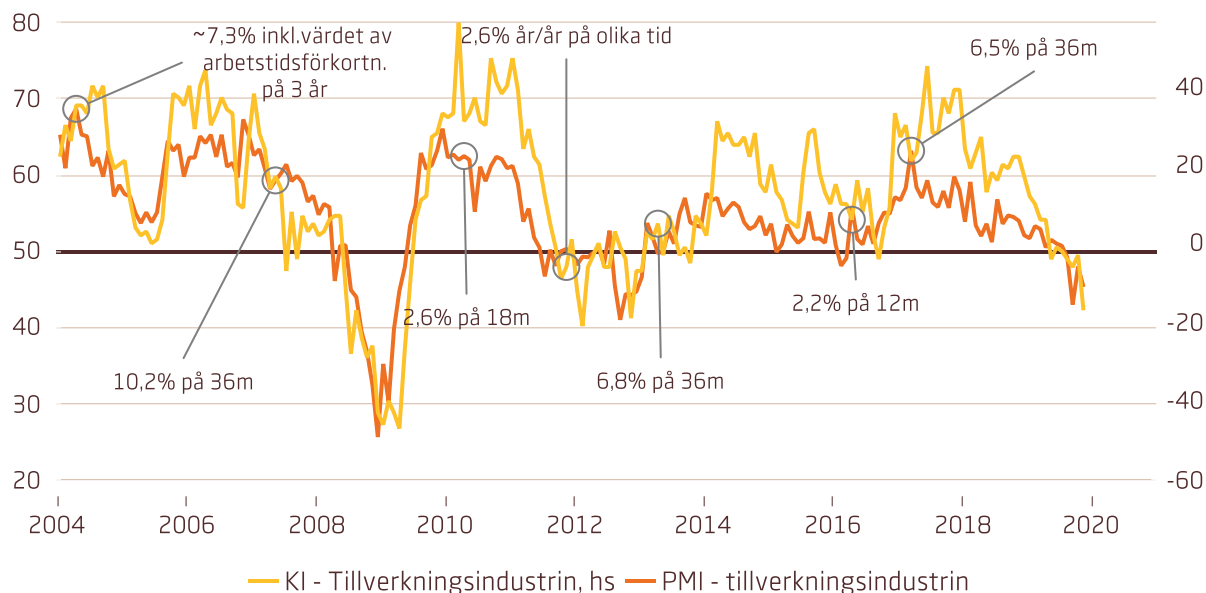
Källor: Swedbank Analys & Macrobond

Konjunkturläget sedan den förra avtalsrörelsen har mognat, resursutnyttjandet är i viss mån fortsatt ansträngt och produktivitetstillväxten inom industrin har tilltagit något men är dämpat jämfört med perioden innan finanskrisen. **Men konjunkturutsikterna under 2019 har svalnat** och såväl sentimentsindikatorer som resursutnyttjandet pekar på en avmattning av svensk BNP-tillväxt.

**Effekterna av minskad efterfrågan på löneutvecklingen brukar dock komma med viss fördröjning när arbetslösheten väl börjar stiga.** Detta syns exempelvis av graferna nedan som visar exportorder enligt PMI och KI-barometern samt av sambandet mellan löneökningstakten och RU-indikatorn.

## Orderingång exportmarknad

Index, s.r. (vs); netttotal, s.r. (hs)



Källor: Swedbank Analys & Macrobond

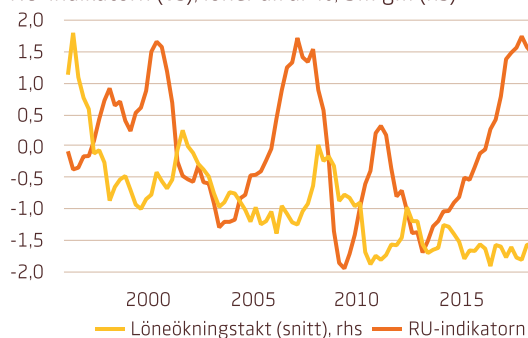
### 3. Fortsatt svag produktivetsutveckling till arbetsgivarnas fördel

På lång sikt bör löneutvecklingen drivas av produktivitetstillväxten och prisutvecklingen för de varor och tjänster som näringslivet producerar. Enligt Medlingsinstitutet har prisutvecklingen, mätt som exportpriser i förhållande till importpriser (Terms of Trade), sedan 2007 mer eller mindre varit oförändrad istället för att minska som under 1998–2006. Orsaken till stabiliseringen är främst en snabbare uppgång av exportpriserna och prisutvecklingen av näringslivets förädlingsvärde har därmed ökat. Detta har skapat utrymme för högre löneökningstakter än tidigare.

Samtidigt har produktivetsutvecklingen försvagats vilket håller tillbaka löneökningstakten. Det är främst produktivitetstillväxten inom tillverkningsindustrin som har tappat takten. Under perioden 1998-2006 var den årliga produktivitetstillväxten drygt 6 procent, vilket kan jämföras mot knappt 2 procent i snitt därefter. En liknande trend skådas för det totala näringslivet där produktivitetstillväxten minskat från i

#### Resursutnyttjande och löner

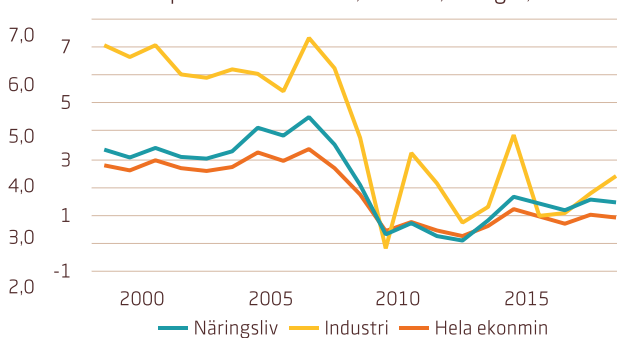
RU-indikatorn (vs), löner år/år %, 3m gm (hs)



Källor: Swedbank Analys & Macrobond

#### Årlig produktivitet

Produktion per arbetad timme, år/år %, 5 år gm, kal.kor.



Källor: Swedbank Analys & Macrobond

snitt 3,5 procent till drygt 1 procent årligen efter finanskrisen. En något mindre skillnad syns för ekonomin som helhet där produktivitetstillväxten minskat med 2 p.e. sedan finanskrisen. Då det är industrin som sätter märket är det främst produktiviteten inom den sektorn som styr löneutrymmet i övriga branscher.

**Produktivitetstillväxten är fortsatt på en nedtryckt nivå även om en viss förbättring kan skönjas för industrin under senare tid. Sammantaget är en svag produktivitetstillväxt något som talar till arbetsgivarnas fördel.**

#### 4. Goda vinster och lönsamhet borde färga avtalen

Företagens vinstläge, som råder vid en avtalsrörelses inledning, kan komma att påverka resultatet i de centrala förhandlingarna. Enligt Medlingsinstitutets behandling av data fram t.o.m. 2019 har vinstandelarna för näringslivet och tillverkningsindustrin varit relativt stabila under den senaste avtalsperioden. Liksom vid avtalsrörelsen 2017 är vinstandelen i näringslivet nära sitt historiska snitt för 1998–2019 medan vinstandelen i tillverkningsindustrin är över snittet.

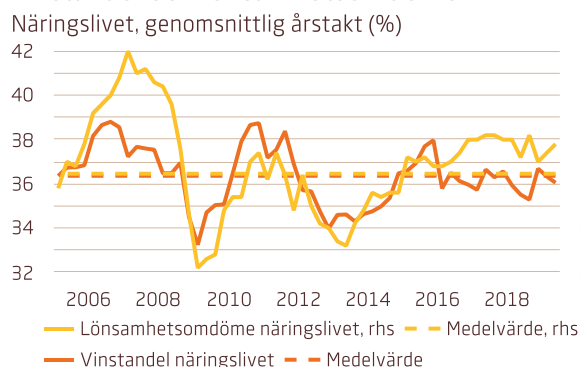
Sannolikt har åtminstone vissa företag gynnats av den svaga kronan som troligen har bidragit till en högre utländsk efterfrågan på svenska varor och tjänster. Kronan har även bidragit positivt till svensk BNP-tillväxt och sysselsättning, något som även det torde gynna inhemsk efterfrågan och svenskt näringsliv.

Ett annat mått på hur lönsamheten utvecklats ges via Konjunkturbarometerns lönsamhetsomdöme. För näringslivet tycks den ha varit något över sitt medelvärde de senaste åren. Lönsamhetsomdömet är dock inte på en lika hög nivå som under högkonjunkturen innan finanskrisen. Sedan förra avtalsrörelsen har lönsamhetsomdömet i princip varit oförändrat. **Vår samlade bedömning av vinstläget och lönsamheten ger, om något, en fördel till fackförbunden.**

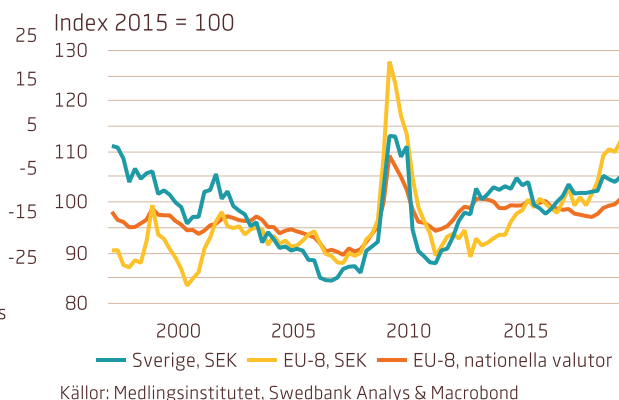
#### 5. Svagare krona har gynnat Sveriges relativa kostnadsutveckling

Den svenska kostnadsmässiga konkurrenskraften har sammantaget förstärkts relativt mycket de senaste åren, men det beror uteslutande på att växelkursen har försvagats. Räknat i nationella valutor har nämligen enhetsarbetskostnaderna ökat snabbare i Sverige än i omvärlden. IF Metalls ordförande, Marie Nilsson, sade nyligen att efter finanskrisen gjorde facken 2013 en medveten nedtrappning i sina anspråkkrav för att de insåg att svensk industris konkurrenskraft behövde stärkas under ett antal år. En strategi som även gällde vid den förra avtalsrörelsen 2017. Sedan dess har dock produktionen ökat och exportutvecklingen samt lönsamheten har varit god. Marie Nilsson menar också att **industrins konkurrenskraft har stärkts och då har facken bedömt att en liten upptrappning av lönekraven skulle fungera.**

##### Vinstandel och lönsamhetsomdöme



##### ULC i industrin i SEK och nationell valuta



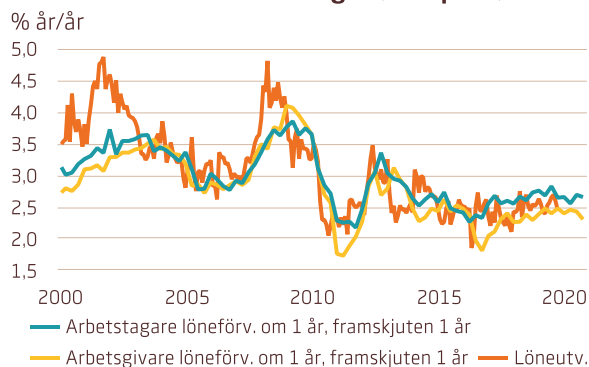
## 6. Svag reallöneutveckling på grund av högre inflation och dämpad lönetillväxt

Utifrån arbetstagarnas perspektiv är den reala, snarare än den nominella, lönetillväxten, mest relevant att titta på eftersom det inflationsjusterade måttet visar hushållens köpkraft. Sedan ett antal år tillbaka har den reala lönetillväxten i Sverige varit dämpad, vilket även varit fallet internationellt.

Sedan avtalsrörelsen 2017 har den svenska inflationen mätt både som KPI och KPIF legat stabilt kring 2 procent fram till och med juni i år vartefter bl.a. energiprisernas baseffekt tilltagit och inflationen dalat. Samtidigt har inflationsförväntningar bland arbetsmarknadens parter tydligt dalat under 2019 och de kortsiktiga förväntningarna ligger en bit från inflationsmålet (1,5/1,7 procent resp. 1,7/1,8 procent mätt som KPIF/KPI för arbetsgivare och arbetstagare på 1 års sikt). Enligt Medlingsinstitutet kan bytet av målvariabel till KPIF innebära att inflationsförväntningarna framgent blir mindre volatila men dess historik är fortsatt kort och vanligtvis hänvisar Riksbanken till KPI-förväntningarna. Därtill påverkas arbetstagarna på sikt av samtliga kostnader, inklusive räntor, i ekonomin varför vi anser det mest lämpat att titta på reallöner, deflaterade med KPI.

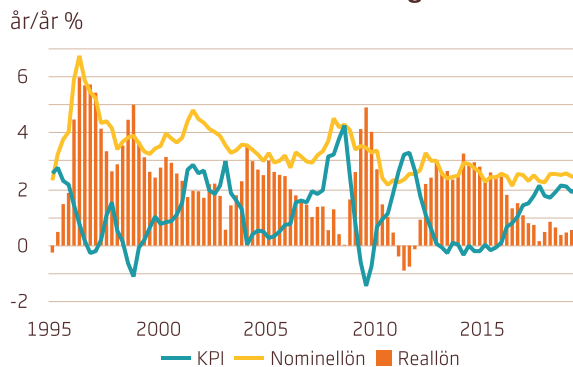
Sedan mitten på 90-talet har reallönerna stigit samtidigt som den nominella lönetillväxten avtagit och i princip stabiliserats kring 2,5 procent sedan 2015. Det betyder att reallöneutvecklingen i alla fall periodvis har drivits av en låg inflationstakt snarare än accelererade löneökningar. **De senaste kvartalen har reallönetillväxten varit dämpad** och uppvisat en årstakt som pendlat mellan 0,4–0,9 procent. Bilden ändras inte nämnvärt om man deflaterar med KPIF, som är den officiella målvariabeln. **Det sammantagna intrycket är att reallönerna utvecklats relativt svagt under de senaste åren vilket vi tror är ett argument facken kommer att lyfta fram.**

### Löner och löneförväntningar (Prospera)



Källor: Swedbank Analys & Macrobond

### Nominell- och reallöneutveckling



Källor: Swedbank Analys & Macrobond



## Viktig information

Detta dokument har sammanställts av analytiker på Swedbank Large Corporates & Institutions (LC&I) Makro Research. Makro Research består av research-avdelningar i Sverige, Norge, Finland, Estland, Lettland och Litauen, och är ansvariga för att förbereda rapportering om den ekonomiska utvecklingen på den globala marknaden och hemmamarknader.

### Vad vår research är baserad på

Swedbank Makroanalys grundar sin analys på mångsidig information och olika aspekter. Till exempel: grundläggande analys av cyklisk och strukturell ekonomisk utveckling, aktuellt eller förväntat marknadssentiment, förväntade eller faktiska ändringar i kreditvärdighet, samt interna eller externa förhållanden som påverkar priserna på utvalda valuta- och ränteinstrument. Beroende på typen av investeringsrekommendation kan tidshorisonten variera mellan kort sikt och upp till 12 månader.

### Rekommendationsstruktur

Rekommendationer i valuta- och ränteinstrument görs både på spotmarknaden och i derivatinstrument. Rekommendationer kan uttryckas i absoluta termer, till exempel attraktiva pris-, ränte- eller volatilitetsnivåer. De kan också uttryckas i relevanta termer, till exempel långa positioner kontra korta positioner.

När det gäller spotmarknaden, innehåller våra rekommendationer en inträdenivå, medan rekommendationsuppdateringar inkluderar vinst samt oftast, men inte alltid, en föreslagen utträdesnivå. När det gäller rekommendationer i derivatinstrument, innehåller våra rekommendationer föreslagen inträdeskostnad, lösenpris och löptid. I rekommendationer gällande valutamarknaden använder vi optioner endast som för att ta ställning till marknadsutvecklingens riktning och volatilitet, med begränsningen att vi inte rekommenderar nettoförsäljning av optionaltitet. Detta innebär att vi endast rekommenderar strukturer som har en fastslagen maximal förlust.

### Analytikerns intygar

Analytikern(a) som är ansvarig(a) för innehållet i detta dokument intygar att det reflekterar deras personliga åsikt/er om de företag och värdepapper som de täcker. Detta oavsett om det kan finnas sådana intressekonflikter som det refereras till nedan.

Analyserna är självständiga och baseras endast på publik tillgänglig information.

### Utgivare, distribution och mottagare

Detta dokument har sammanställts av Makro Research analytiker på LC&I och ges ut av affärsrådet Swedbank LC&I inom Swedbank AB (publ) ("Swedbank"). Swedbank AB står under tillsyn av Finansinspektionen i Sverige.

Distributörerna har inte rätt att göra några ändringar i dokumentet innan distribution.

I Finland distribueras dokumentet av Swedbanks filial i Helsingfors, som står under tillsyn av Finlands finansiella tillsynsmyndighet (Finanssivalvonta).

I Norge distribueras dokumentet av Swedbanks filial i Oslo, som står under tillsyn av Norges finansiella tillsynsmyndighet (Finanstilsynet).

I Estland distribueras dokumentet av Swedbank AS, som står under tillsyn av Estlands finansiella tillsynsmyndighet (Finantsinspektsioon).

I Litauen distribueras dokumentet av "Swedbank" AB, som står under tillsyn av Republiken Litauens centralbank (Lietuvos bankas).

I Lettland distribueras dokumentet av Swedbank AS, som står under tillsyn av Finans- och kapitalmarknadsinspektionen i Lettland (Finanšu un kapitāla tirgus komisija).

I USA distribueras dokumentet av Swedbank och i vissa fall av Swedbank Securities U.S. LLC ("Swedbank LLC") som ikläder sig ansvar för innehållet. Dokumentet får endast distribueras till institutionella investerare. Om du inte är en institutionell investerare får du ej agera utifrån, reproducera eller lita på detta dokument. Institutionella investerare i USA som får detta dokument, och som önskar genomföra en transaktion i något av de värdepapper som nämns i dokumentet, ska endast göra detta via Swedbank LLC. Swedbank LLC är en USA-baserad broker-dealer, registrerad hos "the Securities and Exchange Commission", och medlem i "the Financial Industry Regulatory Authority" samt "the Securities Investor Protection Corporation". Swedbank LLC är en del av Swedbank. För viktiga upplysningar i USA, hänvisas till: <http://www.swedbankfs.com/disclaimer/index.htm>

I Storbritannien får detta dokument endast distribueras till "relevanta personer". De som ej är "relevanta personer" får ej agera utifrån eller lita på detta dokument. Endast "relevanta personer" får ges tillgång till och delta i de investeringar eller investerings-aktiviteter som nämns i detta dokument.

Med "relevanta personer", avses personer som:

- Har yrkeserfarenhet av den typ av investeringar som avses i artikel 19(5) i the Financial Promotions Order.
- Är personer som avses i artikel 49(2)(a) till (d) i the Financial Promotion Order ("high net worth companies, unicorporated associations etc").
- Är personer till vilka en inbjudan eller uppmaning att delta i investeringsaktiviteter (i enlighet med avsnitt 21 i the Financial Services and Markets Act 2000) – i samband med utgivning eller försäljning av värdepapper – annars lagligen kan kommuniceras, direkt eller indirekt.

### Ansvarsbegränsningar

All information i detta dokument är sammanställt i god tro från källor som anses vara tillförlitliga. Swedbank påtar sig dock inte något ansvar för dess fullständighet eller riktighet. Du rekommenderas därför att bilda dig din egen uppfattning och inte enbart förlita dig på information från detta dokument.

Observera att analysen kan vara subjektiv. Analytikern baserar sin analys på den information som finns tillgänglig just nu och att analytikern kan ändra åsikt om förutsättningarna förändras. Om analytikern ändrar åsikt eller om en ny analytiker med en annan åsikt blir ansvarig för bevakning, strävar vi efter att informera om detta så snart det är möjligt med tanke på eventuella regleringar, lagar, interna procedurer eller andra omständigheter.

Detta dokument är framställt i informations syfte för allmän spridning till behöriga mottagare och är inte avsett att vara rådgivande. Dokumentet utgör inte ett erbjudande om att köpa eller sälja finansiella instrument.

Swedbank påtar sig inte något ansvar för direkt eller indirekt förlust eller skada av vad slag det än må vara, som grundar sig på användande av detta dokument.

### Intressekonflikter

På Swedbank LC&I har interna riktlinjer implementerats för att säkerställa integriteten och oberoendet av analytikerna på Swedbank Makroanalys.

Riktlinjerna innehåller regler för, men inte begränsat till: kontakter med de företag som bevakas; personligt engagemang i de bolag som bevakas; deltagande i investment banking verksamhet och tillsyn och granskning av research produkter. Till exempel:

- Research produkter baseras enbart på publik information.
- Analytikerna tillåts i allmänhet inte ha några innehav eller positioner (långa eller korta, direkt eller via derivat) avseende aktier eller aktierelaterade instrument i företag de analyserar.
- Ersättningen till personalen inom Makro Research kan innefatta diskretionära utmärkelser baserade på företagets totala intäkter, inklusive intäkter för investment banking. Dock ska ingen sådan personal få ersättning baserat på specifika investment banking transaktioner.

### Mångfaldigande och spridning

Investeringsrekommendationer uppdateras normalt sätt två gånger per månad. Materialet får inte mångfaldigas utan Swedbank LC&I:s medgivande. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

Mångfaldigad av Swedbank Large Corporates & Institutions, Stockholm.

### Adress

Swedbank LC&I, Swedbank AB (publ), SE-105 34 Stockholm  
Besöksadress: Malmkillnadsgatan 23, 111 57 Stockholm