

27 januari, 2016

## Makrofokus

### Kan Brexit bli årets svarta svan?

- Både ekonomi och politik i spelpotten
- Skadeverkningarna kan mildras med nya former av samarbeten
- Förvänta tilltagande riskpremier och ökad volatilitet på marknaden

#### Sammanfattning

Storbritannien står inför en folkomröstning om EU-medlemskap som senast ska hållas 2017. Exakt datum är ännu inte annonserat men sannolikt hålls den i år. Inför folkomröstningen försöker premiärminister David Cameron omförhandla fyra områden där ändrade rättigheter för immigrater är det mest kontroversiella förslaget. Immigrationsfrågan lär bli avgörande för resultatet, inte minst nu då flyktingfrågan är brännande.

I dagsläget bedömer vi sannolikheten för att Storbritannien stannar i EU som hög (75 procent). Ett fullständigt EU-utträde, det vill säga ett utträde som inte åtföljs av ett samarbetsavtal, skulle sannolikt få breda ekonomiska konsekvenser på brittisk arbetsmarknad, utrikeshandel och inte minst på uppfattningen om Londons finansiella status. Bank of England väntas skjuta på sin första räntehöjning till efter folkomröstningen men ett getöga kommer att hållas på bl.a. pundkursen. Redan vid det penningpolitiska mötet i januari noterade centralbankens ledamöter att pundet deprecierats i spåren av den kommande folkomröstningen. Aktie-, valuta- och räntemarknaderna lär bli alltmer lyhörda för opinionsläget inte minst när datumet för folkomröstningen annonserats. Men en sak är säker: *År 2016 lär bli stökigt på den brittiska finansmarknaden vilket kan ge spridningseffekter på övriga internationella marknader.*

#### Britterna lär stanna i någon form av EU-samarbete

Flyktingkrisen som under hösten eskalerade i Europa har både förenklat och försvårat för Cameron att få igenom sina reformkrav. Dels kan det finnas viss förståelse från EU vad gäller förändringar kring immigranternas rättigheter, dels kan förhandlingarna försvåras då vissa länder har tvingats att ta emot fler flyktingar. Flyktingkrisen, liksom den senaste tidens terrordåd, har ökat sannolikheten för att britterna ska rösta för ett utträde ur EU. Förhandlingarna kring immigrationsfrågan kommer sannolikt att vara utslagsgivande och alternativa lösningar som dämpar arbetskraftsinvandringen till Storbritannien kan inte uteslutas.

Samtidigt ska man inte underskatta EU:s vilja att bevara Storbritannien i samarbetet, inte minst från tysk sida. Till exempel har förbundskansler Angela Merkel föreslagit att man kan enas om fördragsändringar nu men att de skulle genomföras vid ett senare tillfälle. Tyskland har även signalerat att de skulle kunna stödja ett ettårigt förbud för europeisk arbetskraft att få sociala förmåner. Andra källor indikerar att Tyskland är villig att se över vilka personer som ska berättigas förmåner och att detta stramas åt, samt att de som tjänar minst inte ska ha rätt till förmånerna.

Idag är Storbritannien den tredje största finansören till EU och landet bedöms ha finansierat drygt 13 procent av EU:s budget för 2015 (8 473 miljoner pund) efter att hänsyn tagits till landets rabatt. Utöver de ekonomiska effekterna finns dessutom en politisk vilja att bevara landet i unionen. I spåren av

Cathrine Danin  
Ekonom  
cathrine.danin@swedbank.se  
+46 (0)70 540 68 78

flyktingkrisen och ökad EU-skepticism som blåser över området är ett brittiskt utträde en av de sista händelserna som Bryssel (och inte minst Berlin) skulle önska sig.

I skrivande stund bedömer vi sannolikheten för att Storbritannien stannar i EU som hög (75 procent).

### Finansmarknaderna håller andan för ett stökigt 2016

Den brittiska folkomröstningen är oerhört komplex, den omges med stor osäkerhet och medför stora risker på de finansiella marknaderna. Pundet har redan försvagats bland annat i spåren av folkomröstningen. När datumet för folkomröstningen väl tillkännages och/eller opinionsundersökningar börjar hagla in kan vi förvänta oss att marknaderna kommer att stå på tårna. Om opinionsundersökningar nära inpå omröstningen skulle indikera att resultatet blir jämnt är det sannolikt att marknadens riskaversion skjuter i höjden. Utöver stigande riskpremier på aktie- och räntemarknaden är det rimligt att anta att pundet kommer att försvagas ytterligare ju närmare folkomröstningen vi kommer och om det råder ett jämnt opinionsläge. Beroende på utgången kan dessa effekter bli temporära eller, vid ett utträde, mer långvariga.

Bank of England har sedan tidigare tagit EU-områdets ekonomiska och regulatoriska utveckling i beaktning när de fattat sina penningpolitiska beslut och övervakat den finansiella stabiliteten. Detta väntas även bli fallet framöver, oavsett om Storbritannien lämnar unionen eller inte. Vi förväntar oss att den första räntehöjningen till 0,75 procent sker under första kvartalet 2017, d.v.s. efter att folkomröstningen sannolikt har varit. Därefter väntas en utdragen räntehöjningstakt. Ett getöga kommer att hållas på pundkursen då ett deprecierande pund kan spä på den importerade inflationen.

### Datum inte annonserat men september bedöms troligt

Förhandlingarna mellan Storbritannien och EU:s politiker pågår för fullt. Folkomröstningen om EU-medlemskap är planerad att äga rum senast i slutet av 2017 men sannolikt tidigareläggs den till i år. Blickarna riktas därmed till första kvartalets ordinarie EU-toppmöten i februari och i mars. Cirka 16 veckor måste förlöpa mellan förhandlingarnas avslutande och dagen för själva omröstningen. Då parterna fortfarande står en bit ifrån varandra pekar mycket på att folkomröstningen kommer att genomföras i september. Men ett extrainsatt EU-toppmöte i februari kan leda till en uppgörelse samma månad och därmed kan folkomröstningen ske redan i juni (den 23:e har i så fall pekats ut).

### Tärningen är kastad

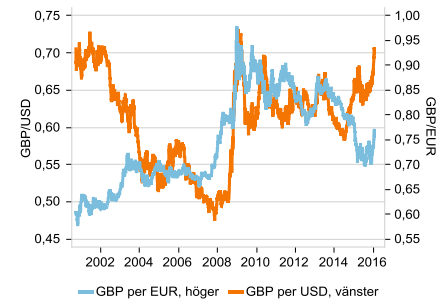
Premiärminister David Cameron har översänt ett brev till Europeiska rådets ordförande Donald Tusk där önskemål om fyra reformområden angavs. Godkänns de ursprungliga förslagen skulle EU:s fördrag troligen ändras, annars finns det risk för en framtida rättslig prövning i EU-domstolen.

Brevet lyfter fram följande områden:

- 1) Ekonomisk styrning
- 2) Konkurrenskraft
- 3) Självständigt styre för ett land
- 4) Immigration

Reformområdet (1) syftar till att värna om icke-euomedlemmars intressen och att det finns rättsligt stöd som skyddar verksamheter inom alla EU-länderna. D.v.s. företag verksamma i länder med annan valuta än euron skall inte diskrimineras eller missgynnas p.g.a. sin valuta. Dessutom skall icke EMU-medlemmar frivilligt få ingå i ex. en bankunion. Slutligen innebär reformområdet (1) att skattebetalare i icke-EMU länder inte kan ställas till svars för insatser som görs för att stödja eurons överlevnad. Reformområde

Pund vs. euro och dollar



Källa: Macrobond

(2) rör de legala kraven för företag, handel och vill att den totala bördan för företag minskar. Därtill bör EU göra mer för att uppnå fria kapital-, varu- och tjänsteflöden. Mer makt ska återföras till de nationella parlamenten och Storbritannien är inte skyldig att jobba för en närmare union, enligt krav (3).

Det sista och kanske mest kontroversiella reformområdet (4) behandlar immigration. Storbritannien vill uppnå ett mer rättvist system och minska dagens höga nivå av folkinstömning från övriga EU-länder. När nya länder ska gå med i EU bör frirörlighet inte gälla förrän ländernas ekonomier mer liknar existerande medlemmars tillstånd. Dessutom föreslås det bli svårare att få komma tillbaka till Storbritannien ifall systemet missbrukas eller om en person är kriminell. Sist men inte minst, vill Storbritannien begränsa sociala förmåner för arbetskraft. För att ha rätt till arbetsrelaterade förmåner eller att få statlig hjälp med boende ska immigranten ha bott i landet och bidragit till samhället i fyra år. Barnbidrag som skickas utomlands bör heller inte tillåtas.

### Vad säger opinionsmätningarna?

Undersökningar över opinionsläget har försiktigt börjat trilla in men lär tillta i antal i takt med att datumet för folkomröstningen annonseras och närmar sig. Enligt *The Washington Post* pekar historiken på att opinionsundersökningar tenderar att underskatta stödet för att stanna i EU snarare än att överskatta det. Samtidigt bör man ta kommande undersökningar med en viss nypa salt då osäkerheten och volatiliteten kan vara större än för vanliga partisynpatiuundersökningar som även de är bristfälliga. T.ex. fallerade fjolårets partisynpatiuundersökningar inför parlamentsvalet p.g.a. ett icke representativt urval och i viss mån p.g.a. undersökningsfrågornas utformning. Likaså var opinionsundersökningarna inför folkomröstningen om Skottlands självständighet behäftade med stora variationer.

De senaste publicerade opinionsundersökningarna från exempelvis Survation (16 januari) och YouGov (12 januari) pekar på ett övertag för exit-sidan då osäkra väljare inkluderas, medan ICM:s senaste undersökning (27 januari) visar jämnt skägg (osäkra väljare exkluderat). Förhandlingarna med EU är centrala och en undersökning av YouGov (10 december) pekar på att väljarstödet svänger mycket beroende på dess utfall.

Sannolikt är det premiärministern som själv kommer att avgöra ifall förhandlingarna med EU är lyckade eller ej. Att samtliga fyra reformområden får lyckosamt utfall är inte troligt utan snarare lär ett antal områden falla väl ut och ligga i linje med Camerons önskemål.

Även om förslaget med en fyraårig begränsning av sociala förmåner för europeisk arbetskraft fortfarande ligger på bordet har Storbritannien meddelat att landet är öppet för alternativa förslag med likartat syfte. Inför nästa EU-toppmöte arbetar EU-representanter med att ta fram motförslag. Det kan bl.a. handla om att införa en s.k. nödbroms ifall ett medlemsland mottar så många immigranter att den offentliga sektorn får stora problem. I teorin kan ett sådant motförslag vara attraktivt men i praktiken är det inte säkert att det får önskvärd effekt. Storbritanniens befolkning lär sannolikt inte acceptera ett sådant motförslag utan istället behöver andra alternativ tas fram och diskuteras. Det skulle t.ex. kunna vara en period (annan än fyra år) där immigranten saknar rätt att få förmån/bidrag eller att man begränsar möjligheten att få förmån/bidrag för såväl brittiska som övriga europeiska medborgare tills de bidragit till samhället under en tid. Ytterligare ett alternativ skulle vara att man omdefinierar gruppen arbetare som har rätt till sociala förmåner.

### EU-förhandlingar i centrum men hur avgörande är dessa?

Flera undersökningar från ifjol visar att reformområdena är av olika dignitet för briter och att immigrationsfrågan var den mest betydelsefulla. Den bilden bekräftas av att stödet för att lämna EU stigit sedan i somras, vilket sammanfaller väl med den eskalerande flyktingkrisen.

Frågan är alltså om en kompromiss med EU kommer att räcka för de brittiska väljarna. Flera bedömare menar att det skulle räcka för att få Cameron att kampanja för att Storbritannien ska stanna kvar i EU. Det är också viktigt att komma ihåg att det sannolikt ligger i premiärministerns egenintresse att få ett lyckosamt utfall då det blir svårt för honom att sitta kvar vid makten ifall exit-sidan vinner omröstningen. Cameron själv har dock förnekat detta.

### En enkel fråga med många svar

År 1975 höll Storbritannien en folkomröstning kring medlemskapet i EEC (föregångaren till EU). Resultatet blev att 67 procent av befolkningen röstade för att stanna kvar i EEC, efter att premiärminister Harold Wilson (Labour) fått igenom en del kosmetiska förändringar. Senare genomförde Margaret Thatcher (Tories) avgörande budgetförbättringar. Dessa EEC-förhandlingar, där EEC-regeringarna fick ge vika, är inte unika utan EU har fått ge efter även vid senare tillfällen. Ett exempel är Danmark som fått igenom tre (egentligen fyra men där det fjärde numera regleras via Amsterdamfördraget) undantag från Maastrichtfördraget. Även Irland har fått igenom undantag från EU:s fördrag (Lissabonfördraget).

Den enkla frågan som britterna har att ta ställning till (ska Storbritannien fortsätta vara en medlem av EU eller ska man lämna EU?) är inte en svart-vit fråga. Dels är det ovisst om och vilka reformförslag som Cameron kommer att få gehör för, dels behöver ett utträde ur EU inte nödvändigtvis innebära att Storbritannien helt bryter med EU.

Norge till exempel ingår i "the European Economic Area" (EEA). Genom att vara en EEA-medlem åtar sig Norge att införliva den inre marknadens fyra friheter samt dess anknutna politikområden. En annan alternativ lösning illustreras av Schweiz som varken är medlem av EU eller EEA men som tillhör den inre marknaden (EFTA-medlem). För att utveckla EU-förbindelserna har Schweiz undertecknat mer än 120 bilaterala avtal som bland annat omfattar frihandel, ett ökat ekonomiskt samarbete, ett bredare samarbete kring asylfrågor samt fri rörlighet inom Schengenområdet. Turkiets samarbete med EU visar ytterligare ett möjligt utfall där Turkiet omfattas av EU:s tullunion. Storbritannien och EU:s samarbete skulle även kunna regleras via WTO.

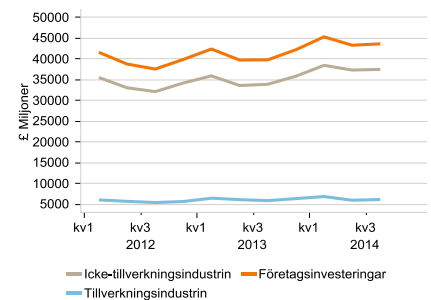
### De ekonomiska effekterna

För Storbritannien är 2014 års skotska folkomröstning om självständighet det som i närtid mest efterliknar EU-folkomröstningen. Inför folkomröstningen diskuterades de ekonomiska effekterna vid ett självständigt Skottland. Bland annat nämndes den ökade osäkerheten som skadlig för investeringsbeslut. Data visar emellertid att de faktiska investeringarna i Skottland inte föll kvartalen före folkomröstningen. Inte heller hade folkomröstningen någon nämnvärd effekt på de skotska bostadspriserna eller sysselsättningsgraden som fortsatte att stiga.

Att beräkna de ekonomiska effekterna av ett brittiskt utträde ur EU är förknippat med en rad osäkra faktorer. För (lokala) företag kan framtida *investeringsbeslut* komma att påverkas negativt av en ökad osäkerhet inför folkomröstningen. Än så länge är andelen företag som är i färd med att skjuta på investeringar fortfarande liten, men om osäkerheten stiger så riskerar företagens förtroende försämrars. I Bank of Englands inflationsrapport från november ser vi att investeringstillväxten väntas vara robust i närtid. Denna förväntan nämnde Bank of Englands ordförande Mark Carney i sitt anförande den 19 januari. Sedan andra halvåret 2015 har investeringsplanerna svalnat något enligt sammanviktade undersökningar. Vad det beror på kan säkerligen tillskrivas flera externa faktorer såsom lägre oljepriser och en dämpad utveckling i tillväxtekonomierna.

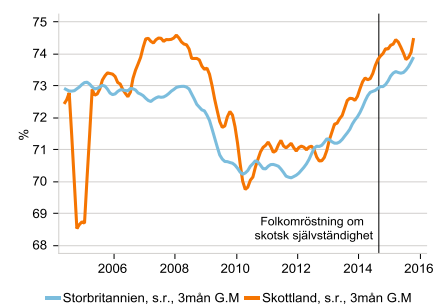
*Utrikeshandeln* utgör en betydande andel av landets BNP. Ifall Storbritannien helt klipper banden med EU lär handeln dämpas betydligt, försvåras och bli dyrare. Under 2014 gick 44,6 procent av Storbritanniens tjänste- och

### Investeringar i Skottland, real (CVM)



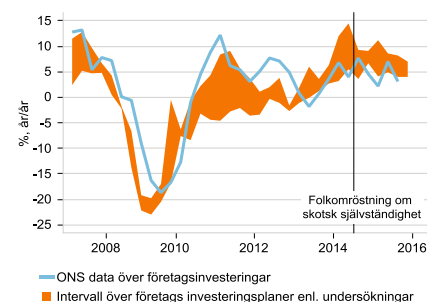
Källa: ONS, Swedbank och Macrobond

### Sysselsättningsgrad för personer mellan 16-64 år



Källa: Swedbank och Macrobond

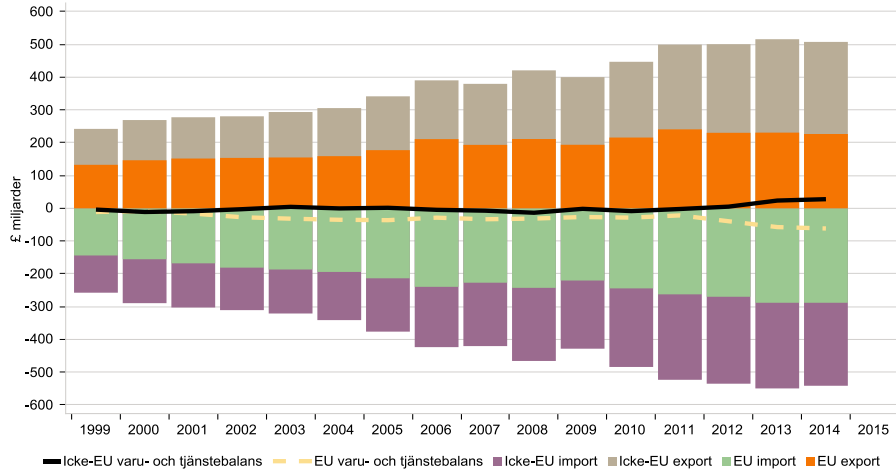
### Företagsinvesteringar och planer i Storbritannien



Källa: Swedbank, Bank of England och Macrobond

varuexport till EU-området medan 53,2 procent av importen kom från EU. Skulle Storbritannien istället gå mellanvägen såsom ex. Norge eller Schweiz är det troligt att effekten på utrikeshandeln blir begränsad.

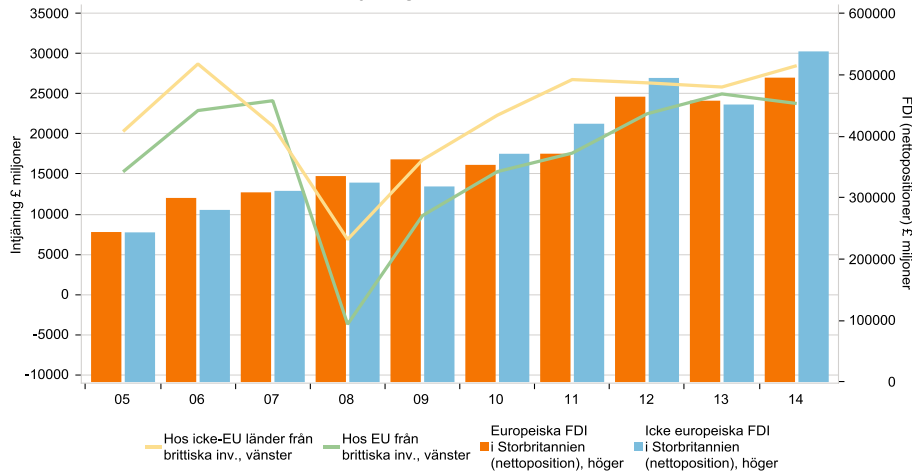
#### Storbritannien: Handel av varor och tjänster med EU



Källor: Swedbank Research & Macrobond

Kanske skulle de största effekterna av ett brittiskt EU-utträde istället bli på andra delar i *bytesbalansen*. Mellan 2005-2014 har investeringsutbytet (FDI) mellan Storbritannien och Europa varit betydligt större än motsvarande för övriga världsdelar. Vid ett eventuellt utträde ur EU är risken att inflödet från utländska investerare sannolikt minskar samt att utländska företagsförvärv i Storbritannien sjunker. Allt annat lika, skulle detta på sikt kunna medföra ett stigande bytesbalansunderskott och dessutom ge negativa förmögenhetseffekter via sjunkande tillgångspriser.

#### Storbritannien: FDI i Storbritannien & intjänning



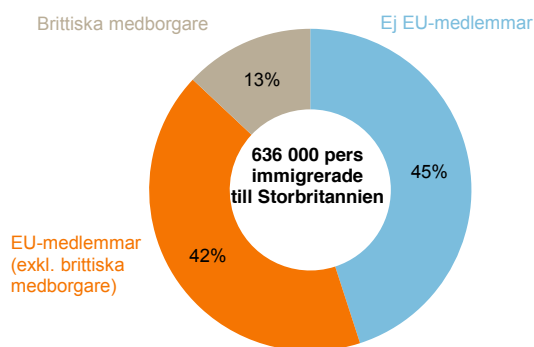
Källor: Swedbank Research & Macrobond

Mer specifikt har det diskuterats ifall banker kommer att flytta delar av sin verksamhet från London och Storbritannien ifall exit-sidan vinner. I katastrofplaner som banker tidigare gjort, där alternativa städer som Frankfurt, Paris och Dublin utvärderats, har man ofta kommit fram till att det inte varit lönsamt. Incitament för att flytta delar av verksamheten är sannolikt större för globala banker än för de lokala. Ifall Storbritannien helt lämnar EU-samarbetet skulle bl.a. trading verksamheten och riskhanteringen kunna flytta. Det kan inte uteslutas att finansiell handel med EU istället skulle ske från ett dotterbolag inom EU-området eller att man skulle omförhandla villkoren som ger tillgång till den europeiska marknaden. Storbritannien skulle samtidigt få mindre inflytande över den finansiella sektorns europeiska regelverk. Trots detta bedömer vi att London på kort- och medelfristig sikt kommer att behålla en relativt stark status, men att statusen helt klart blir naggad i kanten.

Sannolikt kan man även förvänta sig att ett EU-utträde skulle påverka *arbetsmarknaden*. Under ett år (juli 2014-juni 2015) immigrerade 636 000 personer till Storbritannien. Utav dessa var 42 procent EU-medlemmar, som inte hade brittiskt medborgarskap, vilket är en uppgång jämfört med föregående år. De flesta immigranterna kom från Central-/Östeuropa (Bulgarien och Rumänien). Central-/Östeuropa är också de regioner som är mest kritiska till Camerons fjärde reformförslag om immigration.

De flesta som immigrerar till Storbritannien gör det på grund av jobb. Preliminära beräkningar från International Passenger Survey (IPS) visar att 162 000 EU-medborgare mellan juli 2014 och juni 2015 ville arbeta i Storbritannien. Detta är en uppgång från året innan men resultatet är inte statistiskt signifikant. Även andra källor pekar på att arbetskraftsinvandringen från övriga EU-länder ökat under det senaste året. Ifall Storbritannien helt lämnar EU kan vi förvänta oss att det blir svårare för immigranter att arbeta där. Effekten på arbetsmarknaden vid ett fortsatt samarbete av EEA eller EFTA-karaktär (jämför med Norge eller Schweiz) skulle dock bli mer begränsad.

#### Immigration till Storbritannien jul 14-jun 15



Källor: Swedbank & ONS

## Referenser:

- Albone, Juliette. & Croll Andrew. 2016. *More than four in five business leaders hope for "remain" vote in EU referendum*. Ipsos MORI. 11 januari.  
<https://www.ipsos-mori.com/researchpublications/researcharchive/3680/More-than-four-in-five-business-leaders-hope-for-remain-vote-in-EU-referendum.aspx> (Hämtad 2016-01-25)
- Atkins, T. & Davies, A. 2015. Deutsche heads the queue of banks prepping for 'Brexit'. *Reuters*. 19 maj.  
<http://uk.reuters.com/article/uk-deutsche-bank-britain-idUKKBN0O415G20150519> (Hämtad 2015-12-11)
- Boon, Martin. 2016. *What does this week's tracker show?*. ICMUnlimited.  
<http://www.icmunlimited.com/media-centre/media-center/eu-referendum-tracker-15> (Hämtad 2016-01-27)
- Elliott, Matthew. 2015. Seven lessons from Britain's 1975 EEC referendum. *The Telegraph*. 5 juni.  
<http://www.telegraph.co.uk/news/newsttopics/eureferendum/11652504/Seven-lessons-from-Britains-1975-EEC-referendum.html> (Hämtad 2015-12-10)
- Europa-Parlamentet. 2015. *Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (EES), Schweiz och Norden*. Faktablad om EU – 2015. [http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/sv/FTU\\_6.5.3.pdf](http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/sv/FTU_6.5.3.pdf) (Hämtad 2015-12-11).
- EU-upplysningen. 2015. *Lissabonfördraget är den senaste fördragsändringen*. Sverige Riksdag. <http://www.eu-upplysningen.se/Om-EU/Om-EUs-lagar-och-beslutsfattande/EUs-fordrag/Lissabonfordraget/> (Hämtad 2015-12-11).
- EU-upplysningen. 2015. *Varför har Danmark undantag?* Sverige Riksdag. <http://www.eu-upplysningen.se/faq/Fragor-och-svar/EUs-framvaxt-medlemslander/Varfor-har-Danmark-undantag/> (Hämtad 2015-12-11)
- Ford, R., Jennings, W., Pickup, M. & Wlezien, C. 2015. Will Britain vote to leave the E.U.? We looked at the polls for you. *The Washington Post*. 30 november. <https://www.washingtonpost.com/news/monkey-cage/wp/2015/11/30/will-britain-vote-to-leave-the-e-u-we-looked-at-the-polls-for-you/> (Hämtad 2015-12-09)
- Gill, F. & Nicholson, M. & Edwards, G. 2015. Ratings Direct. Brexit Risk For The U.K. And It's Financial Services Sector: It's Complicated. *McGraw Hill Financial*. 23 juni.  
[http://www.standardandpoors.com/spf/upload/Events\\_US/BrexitRiskForTheUKAndItsFinancialServicesSectorItsComplicated.pdf](http://www.standardandpoors.com/spf/upload/Events_US/BrexitRiskForTheUKAndItsFinancialServicesSectorItsComplicated.pdf) (Hämtad 2015-12-10)
- National Centre for Research Methods. 19 januari. *General Election Opinion Poll Inquiry releases preliminary findings*. NCRM. <http://www.ncrm.ac.uk/news/show.php?article=5462> (Hämtad: 2016-01-27)
- Office of National Statistics (ONS) licensed under the Open Government Licence v.3.0. 2015. *How important is the European Union to UK trade and investment?* Part of How important is the European Union to UK trade and investment?, Release. <http://www.ons.gov.uk/ons/rel/international-transactions/outward-foreign-affiliates-statistics/how-important-is-the-european-union-to-uk-trade-and-investment/-sty-eu.html> (Hämtad 2015-12-07)
- Office of National Statistics (ONS) licensed under the Open Government Licence v.3.0. 2015. *Net migration to the UK was estimated to be 336,000 in the year ending June 2015*. Part of Migration Statistics Quarterly Report, November 2015 Release. <http://www.ons.gov.uk/ons/rel/migration1/migration-statistics-quarterly-report/november-2015/sty-net-migration.html> (Hämtad 2015-12-07)
- Shakespeare, Stephan. 10 december. *EU referendum polling: is the "Leave" number soft?* YouGov UK. <https://yougov.co.uk/news/2015/12/10/eu-polling-soft-leave/> (Hämtad 2016-01-20)
- Storbritannien Government, 10 Downing Street London SW14 2AA & Cameron, D. 2015. *A New Settlement For The United Kingdom In A Reformed European Union*. 10 november.  
[https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/475679/Donald\\_Tusk\\_letter.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/475679/Donald_Tusk_letter.pdf) (Hämtad 2015-11-30)
- Storbritannien HM Treasury, & Gauke MP, D. ISBN 978-1-4741-2642-7, PU1879, Cm 9167. 2015. *European Union Finances 2015: statement on the 2015 EU Budget and measures to counter fraud and financial mismanagement*. 9 december. <https://www.gov.uk/government/statistics/european-union-finances-2015> (Hämtad 2015-12-14)
- YouGov UK. 2016. *EU Referendum*. YouGov What the world thinks.  
[http://d25d2506sfb94s.cloudfront.net/cumulus\\_uploads/document/huinuxw46q/YG%20Trackers%20-%20Europe%20Referendum%20-%20120116.pdf](http://d25d2506sfb94s.cloudfront.net/cumulus_uploads/document/huinuxw46q/YG%20Trackers%20-%20Europe%20Referendum%20-%20120116.pdf) (Hämtad 2016-01-27)

## Generell ansvarsfriskrivning

Detta dokument har sammanställts av analytiker på Swedbank Makroanalys, en del av Swedbank Analys som tillhör Large Corporates & Institutions (LC&I) makroavdelning. Makroavdelningen består av analys-avdelningar i Estland, Lettland, Litauen, Norge och Sverige, och de är ansvariga för att förbereda rapportering om den ekonomiska utvecklingen på globala och hemmamarknader.

### Analytikern 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 intresse-konflikter som det refereras till nedan.

Analyserna är självständiga och baseras endast på publik tillgänglig information.

### Utgivare, distribution och mottagare

Detta dokument har sammanställts av makroavdelningens analytiker på Analys, en del av LC&I, och ges ut av affärsområdet 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 (Finantsinspektion).

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 First Securities LLC ("Swedbank First"), som ikläder sig ansvar för innehållet. Dokumentet får endast distribueras till institutionella investerare. De institutionella investerare i USA som får detta dokument och som önskar utföra en transaktion i något värdepapper som nämns i rapporten, ska endast göra detta via Swedbank First. Swedbank First är en USA-baserad mäklare/handlare, som är registrerad hos the Securities and Exchange Commission, och är medlem av the Financial Industry Regulatory Authority. Swedbank First är en del av Swedbank.

För viktiga upplysningar i USA, hänvisas till:  
<http://www.swedbanksecuritiesus.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.
- 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 att täcka ett företag, 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.

### Mångfaldigande och spridning

Materialet får inte mångfaldigas utan Swedbank Analys, en del av 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 Analys, en del av Large Corporates & Institutions, Stockholm 2014.

### Adress

Swedbank LC&I, Swedbank AB (publ), SE-105 34 Stockholm.  
Besöksadress: Landsvägen 40, 172 63 Sundbyberg.