May 11, 2020

Au-delà de l'abysse du Covid-19

S'il y a bien une chose que nous avons apprise cette année, c'est que les prévisions peuvent voler en éclats du jour au lendemain. C'était vrai hier et ce sera toujours le cas demain. Le changement est la seule constante. La crise du Covid-19 transformera le monde de demain. Notre système mondial s'ajustera de diverses manières qui auront des répercussions significatives bien après le confinement. Dans le futur post-pandémie, on peut penser que la santé sera le bien le plus précieux et que la politique, nos sociétés et les marchés financiers connaîtront des bouleversements majeurs et une refonte en profondeur.

Il faut être réaliste : nous

ne savons pas quelle sera l'issue de cette crise pour l'économie ou les marchés financiers, d'autant que les épidémiologistes savent encore peu de choses sur le virus. Toutefois, l'histoire nous enseigne que l'optimisme est souvent payant pour les investisseurs.

La crise actuelle est destructrice, douloureuse et anxiogène. Néanmoins, l'histoire nous apprend aussi que certaines des innovations les plus utiles sont nés de la l'impérieuse nécessité. Pendant la Grande Peste de 1666, Isaac Newton a lui aussi été contraint de travailler depuis son domicile. Il a mis ce temps à profit judicieusement pour achever quelques-uns de ses meilleurs travaux de recherche [1]. La Seconde Guerre mondiale a débuté à cheval et s'est achevée avec la découverte du pouvoir de l'atome. Aux quatre coins de la planète, les chercheurs se sont lancés dans une course au vaccin contre notre ennemi commun. Sur le plan médical, nous n'avons jamais été aussi bien préparés à lutter contre un virus. Mais psychologiquement, « ce qui était un aspect tragique mais attendu de la vie il y a cent ans est désormais un aspect tragique et inconcevable de la vie en 2020 » [2]. Dans notre monde moderne où l'homme s'est convaincu qu'il avait la maîtrise des choses, la tolérance à l'égard des pandémies n'est plus du tout la même que par le passé.

En réalité, nous avons très peu d'emprise sur les choses qui se passent dans le monde. Mais lorsque l'on n'a pas d'emprise sur les événements, on peut toujours maîtriser la réponse que l'on y apporte et c'est en cela que réside notre pouvoir. En définitive, la planification patrimoniale consiste à se préparer au pire mais à planifier le meilleur.

Dans cet article, nous nous efforçons de deviner à quoi le monde de demain pourrait ressembler. Toutefois, les lecteurs doivent comprendre qu'il ne s'agit pas de prévisions mais plutôt d'une appréciation de ce qui se passera *potentiellement* et d'une boussole pour s'orienter dans des scénarios potentiels, sans échelle de temps définie. Il s'agit, au fond, de notre vision de l'avenir, que nous présentons avec autant d'humilité que possible, sans chercher à donner une illusion de précision.

CROISSANCE

On se souviendra du coronavirus
comme du facteur déclencheur de l'une des pires crises économiques mondiales et synchronisées de l'histoire moderne. Les contractions de PIB désormais prévues sont d'une ampleur inédite et les investisseurs n'avaient jamais été confrontés à une telle incertitude. Nous sommes indéniablement en terre inconnue et il faudra des années pour que les répercussions de cette crise soient connues et ressenties. Il sera peut-être plus facile de rebondir après une récession induite par les mesures de restrictions prises par les autorités mais cela reste à voir, d'autant qu'un nouveau dilemme se profile à l'horizon : plus le confinement sera long, plus la reprise économique sera lente mais plus le déconfinement sera rapide, plus la reprise économique sera à risque.
L'économiste et député européen Luis Garicano a estimé qu'en l'absence de vaccin, nous serons probablement confrontés dans les mois à venir à une « reprise zombie où, d'un point de vue économique, nous ne serons ni vraiment vivants, ni vraiment morts… dans une sorte d'entre-deux ». En d'autres termes, plutôt que la légendaire reprise en forme de V, un rebond en forme de « cochez une case » nous semble davantage probable, à savoir un vif décrochage de la croissance, suivi d'une remontée lente et graduelle vers les niveaux précédents à mesure que les gouvernements lèveront (provisoirement) les restrictions.

DETTE

Partout dans le monde, les autorités ont réagi promptement en prenant des mesures de relance destinée à éviter un effondrement économique après le déconfinement. Cette réaction était nécessaire et la question de son coût ne se pose tout simplement pas pour le moment. En pratique, cela signifie que :

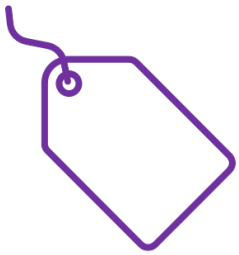
- Les **déficits budgétaires** vont atteindre des niveaux sans précédent. La seule consolation est qu'il s'agira d'un phénomène mondial et que les investisseurs vont probablement relativiser. Demain, les ratios dette publique/PIB de 150 %, voire plus, deviendront probablement la norme. La résorption des déficits publics dans les années à venir, si tant est qu'elle se produise, se fera vraisemblablement au prix d'une hausse des impôts conjuguée à une baisse des dépenses publiques (même si d'autres scénarios sont possibles). Cela ne veut pas dire que les investisseurs ne doivent pas s'inquiéter de l'envolée de la dette. Mais ils doivent garder à l'esprit que si la crise actuelle est un choc transitoire, alors la dépense publique doit être considérée comme une solution immédiate et ponctuelle pour compenser l'effondrement de la demande causé par le confinement. Une politique budgétaire hétérodoxe ne deviendra pas nécessairement une caractéristique permanente de nos économies. Il est vrai que la faiblesse des taux d'intérêt nous donne une occasion rêvée d'emprunter en ce moment mais d'aucuns affirment que cela pourrait nuire aux générations futures. En fin de compte, nous ne viendrons jamais à bout de la dette. La dette publique n'a pas à être remboursée, ni effacée : il faut simplement la renouveller. Tant que la croissance économique se poursuivra, on peut s'attendre à ce que la dette augmente elle aussi.

- Les bilans des banques

centrales vont enfler. Il n'y a là rien de nouveau. La nouveauté réside dans l'ampleur des achats d'actifs et la nature des instruments que les banquiers centraux considèrent désormais comme éligibles, quitte à être moins regardants sur la qualité.

Au bout du compte, l'envolée simultanée des déficits budgétaires et du bilan des banques centrales signifie que la théorie monétaire moderne (TMM), qui traîne une réputation sulfureuse lui valant parfois le sobriquet de « l'arbre à monnaie magique », s'inscrit dans un avenir relativement proche. Compte tenu du rendement offert à l'heure actuelle par certaines obligations de grande qualité, il n'est guère surprenant de voir certains suggérer l'émission d'obligations perpétuelles sans coupon, ce qui reviendrait pour les épargnants à soutenir l'effort de guerre contre la pandémie.

INFLATION



D'un point de vue économique, les questions les plus significatives portent sur l'inflation : est-ce que nous nous dirigeons vers une spirale déflationniste ou vers un regain d'inflation ?

À court terme, l'effondrement de la demande mondiale plaide pour le premier scénario. Après une forte chute liée à la pandémie, la production ne retrouvera pas son niveau en l'espace de quelques mois. Si les capacités de production peuvent être rétablies assez vite, la demande mettra plus de temps à retrouver son niveau antérieur. Par ailleurs,

l'effondrement des cours du pétrole et d'autres matières premières créera une pression déflationniste, mais qui sera, selon nous, temporaire. Cette pression déflationniste laissera progressivement la place à un environnement plus inflationniste. En définitive, la crise actuelle est très différente d'une crise économique ou financière traditionnelle. Aujourd'hui, le système financier est sur pied et fonctionnel. La masse monétaire et le crédit connaissent une expansion. La relocalisation des activités consécutive à la crise sanitaire (que nous abordons plus en détail dans la section « Politique ») pourrait également alimenter les tensions inflationnistes.

TAUX

La mise en place du confinement a été un défi de taille pour les pouvoirs publics mais le retrait des mesures de soutien à l'économie s'annonce encore plus périlleux. Il faut s'attendre à une accentuation de la volatilité à mesure que les responsables politiques préparent le retrait des mesures de soutiens actuelles.

De nombreux observateurs estiment que le marché des taux d'intérêt est aujourd'hui administré. Il ne s'agit pas d'un marché libre où les prix sont déterminés par l'équilibre entre l'offre et la demande. Les acheteurs ou les vendeurs marginaux ne font guère le poids face aux banques centrales. Nous sommes de facto dans un régime de contrôle de la courbe des taux (peut-être pas encore officiellement, mais au moins de manière fortuite pour le moment). Si la Fed continue d'acheter des obligations au même rythme qu'aujourd'hui, elle pourrait détenir la totalité de la dette des

États-Unis d'ici un an environ. S'agissant des taux d'intérêt, la course aux taux zéro est déjà engagée (le Japon et la zone euro semblent avoir déjà franchi la ligne d'arrivée et les États-Unis s'y dirigent tout droit). En bref, les taux d'intérêt zéro pourraient devenir la nouvelle norme.

Il est tout simplement trop tôt pour se montrer négatif à l'égard des bons du Trésor américain. Un rebond des rendements américains est possible mais il devrait se heurter au vieil adage selon lequel « il ne faut jamais aller à l'encontre de la Fed » dans ce contexte de sous-utilisation des capacités de production et de craintes déflationnistes. L'inflation deviendra une menace grandissante mais pas avant que l'activité économique ait entièrement retrouvé son niveau tendanciel antérieur à la crise.

L'effet d'éviction (lorsque la dépense publique entraîne une érosion de la dépense privée) est un cauchemar pour la plupart des économistes du point de vue de l'allocation efficace du capital. Mais nous pensons qu'il s'agit d'une situation temporaire. Les renflouements d'entreprises sont synonymes de dilution des actionnaires mais pas d'un basculement dans une économie marxiste.

ACTIONS

En l'absence d'une croissance économique vigoureuse, les entreprises auront plus de mal à réaliser des bénéfices. Par conséquent, cette crise renforce la nécessité de faire le tri entre les différentes valeurs. Il est vrai qu'une telle affirmation de la part d'une équipe de gestionnaires d'actifs peut être considérée comme un concentré d'idéologie et de clichés. Mais dans la mesure où les répercussions de la pandémie commencent seulement à se faire sentir, il convient de bien comprendre les paramètres de liquidité et de solvabilité pour éviter de tomber dans le piège en investissant dans des entreprises structurellement en déclin. La capacité à évaluer la solidité d'un bilan, aussi exigeant cet exercice soit-il, paiera davantage que l'achat d'un simple « label de qualité ».

La crise actuelle devrait se traduire à l'avenir par une propension accrue à l'épargne et une réticence à l'emprunt, à la prise de risque et à l'effet de levier excessif. L'augmentation des taux d'épargne limitera la croissance économique mais, d'un autre côté, les finances des ménages et des entreprises pourraient aussi devenir plus solides au fil du temps. Les entreprises qui mettent l'accent sur la croissance de leur chiffre d'affaires au détriment de la rentabilité susciteront davantage de scepticisme chez les investisseurs. Hier encore, lorsqu'une entreprise dévoilait de mauvais résultats, on disait souvent qu'elle n'avait pas été à la hauteur des estimations des analystes. Or ce ne sont pas les résultats qui ne sont pas conformes aux estimations mais plutôt l'inverse. Peut-être que demain, nous dirons que les analystes se sont trompés.

Il y a un aspect que la crise du Covid-19 ne devrait pas changer du tout au tout : le profil des locomotives du marché actions. La suprématie des valeurs de croissance et des géants technologiques devrait perdurer. L'idée selon laquelle les entreprises les plus performantes sont à même de rafler une bonne partie des récompenses, limitant ainsi la capacité de nuisance de leurs concurrentes, reste pertinente dans le contexte actuel. Le cercle vertueux par lequel la réussite d'une entreprise est déterminée par l'accès à des capitaux bon marché, qui est lui-même le fruit de sa réussite, devrait perdurer.

Les autres gagnants de demain

pourraient bien être les laboratoires pharmaceutiques, les sociétés biotechnologiques et les acteurs des sciences de la vie compte tenu de l'afflux massif de capitaux vers la recherche sur les virus. Dans les années à venir, les budgets établis par les gouvernements devront tenir compte de la nécessité d'améliorer fortement le degré de préparation à une nouvelle pandémie.

L'offre digitale , la confidentialité, la sécurité et le big data sont les domaines dans lesquels les avantages concurrentiels s'obtiennent. La distanciation sociale perdurera dans un avenir proche et tous les enjeux susmentionnés revêtiront une importance encore plus grande dans une société disparate et convertie au numérique. « Fortnite » (un jeu vidéo en ligne) devance aujourd'hui le mot « football » dans les recherches Google, ce qui est assez révélateur de notre époque.

On s'attend également à ce que l'engouement pour l'investissement durable s'accentue. Les modèles d'affaires respectueux de l'environnement sont toujours privilégiés par les investisseurs (et de plus en plus par les autorités et les régulateurs), d'autant que de plus en plus d'éléments tangibles suggèrent que ce type de pandémie est imputable à notre relation distendue avec la nature. Selon les théories des zoonoses, la déforestation (à cause de l'exploitation forestière, de l'exploitation minière, de la construction de routes traversant des zones reculées, de l'urbanisation et de la croissance démographique) met les gens en contact plus étroit avec des animaux sauvages porteurs d'agents pathogènes. Un plan de relance économique favorisant la transition écologique semble nécessaire. La dimension sociale de la gestion ESG est également appelée à s'accentuer.

POLITIQUE

S'agissant de la nouvelle norme,
l'auteur de *Sapiens* Yuval Noah Harari considère que le libéralisme ne peut plus venir sous la forme d'un pack complet (libre-marchés, libre-échange et libertés individuelles). D'après lui, nous nous dirigeons plutôt vers un « buffet libéral » dans lequel les dirigeants piocheront ce qui leur convient. Par exemple, la politique de l'administration Trump soutient résolument les marchés libres aux États-Unis tandis qu'elle a tendance à réglementer le commerce international. La pandémie,
qui était l'occasion de renforcer les liens entre les différents pays du monde en les unissant contre un ennemi invisible, semble au contraire accentuer les divisions et accélérer cette évolution. L'administration américaine a récemment pointé du doigt la Chine comme la source du virus et le président Trump a déclaré que les droits de douane seraient « le châtiment ultime ». Le jeu des reproches, que l'on a pu observer lors des précédents épisodes de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine, semble reparti de plus belle.

La crise du Covid-19 constitue une
nouvelle épreuve majeure pour la zone euro. Le manque de solidarité initial a fait le bonheur des populistes et des nationalistes et sème le doute quant à l'intégrité et la pérennité de l'Union européenne. M. Harari observe que, même si de nombreux régimes populistes et autoritaires d'aujourd'hui revendiquent leur caractère « antilibéral », aucun d'entre eux ne rejette le libéralisme dans sa totalité, ce qui conforte sa théorie du « buffet libéral ».

On peut raisonnablement s'attendre

à ce que cette nouvelle forme de libéralisme se traduise par des chaînes d'approvisionnement davantage concentrées sur une région (si ce n'est un rapatriement total de la production), notamment en ce qui concerne les biens considérés comme « essentiels » ou « stratégiques ». La démondialisation n'est pas un phénomène nouveau mais il va probablement s'accélérer. Avant la crise, l'économie reposait lourdement sur le « lean », la production « juste à temps » qui permet de limiter le coût des stocks. Toutefois, la pandémie a mis en évidence la nécessité de chaînes d'approvisionnement « juste au cas où », un principe de précaution qui suppose de mettre de côté des moyens financiers et des ressources dans l'optique d'une période difficile. Les responsables politiques devront également s'efforcer de combler le fossé entre les riches et les pauvres que la pandémie a amplifié. Tous les citoyens n'ont pas été égaux devant la pandémie. Les individus de la classe moyenne inférieure ont été les plus pénalisés car le télétravail est impossible pour la plupart d'entre eux. La fragilité des travailleurs précaires [3], qui sont légion dans notre société moderne, est une réelle menace pour la cohésion sociale. Il est difficile de savoir où ces enjeux nous mèneront, et comment, mais les inégalités grandissantes risquent de créer un terrain propice à une radicalisation, à une montée du populisme et à la désobéissance sociale, dont les conséquences pourraient être considérables.

MODES DE VIE

La vie après le confinement ne sera pas la même. Les entreprises qui avaient traîné les pieds pour se doter des outils nécessaires au télétravail ont soudainement été obligées de mettre en place ces technologies, qui vont probablement entrer dans les mœurs. Dans un entretien accordé au *Financial Times*, le directeur général de Tata Natarajan Chandrasekaran prévoyait un tournant majeur en faveur d'une

organisation du travail plus flexible à partir de maintenant. D'après lui, le télétravail pourrait se traduire par des gains de productivité de 25 % dans la mesure où les travailleurs passent moins de temps dans les transports et savent à quel moment de la journée ils travaillent le plus efficacement, sans oublier la diminution des dépenses sur site pour les entreprises. À plus long terme, l'essor du télétravail pourrait avoir de vastes répercussions : on pourra plus facilement se passer de la voiture (et plus généralement, limiter les déplacements professionnels) et réduire les émissions de CO_2 et NO_2. Enfin, les gens ne seraient plus autant obligés de vivre dans les grandes villes, ce qui pourrait avoir un impact sur la dynamique des marchés immobiliers.

Pour limiter le risque d'une deuxième vague d'infections susceptible de ruiner tous les efforts précédents pour aplatir la courbe, la distanciation sociale fera partie intégrante de notre quotidien dans un avenir proche. Aussi, oubliez les sacs à main, les masques de protection faciale deviendront probablement les accessoires les plus prisés de la collection automne/hiver 2020 ! Pour maintenir une distance de deux mètres entre leurs clients, les entreprises vont devoir revoir leur fonctionnement. Effectuer une réservation était autrefois une nécessité pour les restaurants huppés mais il se peut que cela devienne également incontournable pour acheter même les choses les plus élémentaires, comme le matériel de bricolage. En Espagne, les magasins qui sont en train de rouvrir progressivement ont mis en place de tels systèmes de réservation pour limiter le risque de contagion. Quant aux activités tertiaires, elles vont devoir se convertir à une « économie de la chaise vide ». Pour respecter la distanciation sociale, les restaurants devront probablement limiter leur capacité d'accueil. Il en va de même pour les transports en commun et les compagnies aériennes, qui pourraient être obligés de laisser un certain nombre de sièges vides. Là encore, cela pourrait alimenter une certaine inflation en faisant grimper le prix des billets et avoir un impact sur les marges des entreprises. Nous verrons quelle sera la propension des gens à reprendre leurs habitudes face à cet ennemi invisible.

Rien ne dit que la consommation (qui est l'épine dorsale de l'économie) renouera avec les normes d'avant la crise. Cela dépendra largement du pouvoir d'achat des ménages. À en croire les 30 millions d'inscriptions au chômage enregistrées aux États-Unis, cela

semble un vœu pieux dans l'immédiat, même s'il convient de nuancer notre pessimisme compte tenu des plans de relance budgétaire sans précédent (hors contexte de guerre) adoptés à travers le monde. Une variable psychologique est également à l'œuvre : les accrocs au shopping sont peut-être chez eux en train de dresser la liste de toutes les choses qu'ils vont acheter après le déconfinement. Ou alors, peut-être qu'un plus grand nombre de gens ont mis à profit le confinement pour se livrer à une introspection et ont réalisé qu'ils peuvent très bien se passer de toutes les choses qu'ils consomment habituellement. Peut-être que le minimalisme l'emportera sur le consumérisme. Du point de vue du développement durable, voilà qui nous aiderait à respecter les limites de notre planète.

VIE PRIVÉE

Dans un monde où les données sont la nouvelle matière première essentielle, le respect de la vie privée des individus était déjà une préoccupation grandissante. La pandémie a accentué cette inquiétude car de nombreux gouvernements envisagent de recourir à des technologies permettant de surveiller et de suivre la trace des individus pour redémarrer l'économie tout en minimisant le risque de reprise de l'épidémie. Au Liechtenstein par exemple, des bracelets qui détectent immédiatement les symptômes chez ceux qui les portent sont en cours d'essai. Lorsqu'un appareil peut prendre votre pression artérielle et votre température corporelle et interpréter vos réactions, on peut considérer que la surveillance franchit un nouveau palier. Dans certains pays asiatiques ainsi qu'en Italie, des applications pour smartphones ont permis aux autorités d'identifier rapidement des porteurs présumés de la maladie et de suivre leurs déplacements. Il n'y a rien à redire si ces mesures sont temporaires. Toutefois, il existe un risque une fois tournée la page de l'épidémie de coronavirus que les gouvernements très friands de données affirment qu'il est nécessaire de maintenir ces systèmes de surveillance

pour prévenir une éventuelle deuxième vague, une nouvelle maladie en provenance de l'étranger, etc.

Au final, le principal enseignement est que la crise du coronavirus a rebattu les cartes et qu'en définitive, le monde ne sera plus le même qu'avant. Mais le changement n'est pas quelque chose qu'il faut redouter car il s'accompagne aussi de belles opportunités. Il s'agit peut-être d'une occasion rêvée de redonner du tonus à des économies moribondes et de développer un peu de muscle économique pour le futur. Il est vrai que « l'économie zombie » à laquelle nous pourrions être confrontés dans les prochains mois constituera un environnement d'exploitation difficile pour les entreprises. Celles dont la survie ne tient plus qu'à un fil depuis des années ou qui ne créent pas véritablement de valeur ajoutée seront malmenées. En revanche, les entreprises les plus aptes, qui innovent et créent réellement de la valeur, sont susceptibles de tirer leur épingle du jeu. Il est possible que les chaînes d'approvisionnement soient raccourcies mais il est peu probable que la mondialisation, un concept qui remonte à l'époque de la Route de la soie, disparaisse. Comme mentionné dans l'introduction, lorsque l'on n'a pas d'emprise sur les événements, on peut toujours maîtriser la réponse que l'on y apporte. Ce break dans notre quotidien est l'occasion pour nous de réfléchir à l'avenir que nous voulons et d'adapter nos modes de vie en conséquence. Ce qui est certain, c'est qu'il sera difficile d'échapper à la volatilité alors que le monde s'efforce de reprendre pied et de s'adapter à la nouvelle norme. Pendant cette période, nous privilégions les entreprises de grande qualité avec des modèles d'affaires résistants, et qui pourront mettre à profit leur bilan sain de façon opportuniste lors de la reprise. Les portefeuilles dynamiques dotés d'absorbeurs de chocs tels que les bons du Trésor américain devraient bien résister.

Appendix

1. https://www.washingtonpost.com/history/2020/03/12/during-pandemic-isaac-newton-had-work-home-too-he-used-time-wisely/

2. https://www.collaborativefund.com/blog/whats-different-this-time/
3. La
   notion de travailleurs précaires englobe les travailleurs indépendants, les personnes qui travaillent pour des plates-formes Internet, les travailleurs de garde et les intérimaires. Ces travailleurs concluent des accords formels avec des entreprises qui font appel à eux ponctuellement pour fournir des services à leurs clients.

Disclaimer

All financial data and/or economic information released by this Publication (the "Publication"); (the "Data" or the "Financial data and/or economic information"), are provided for information purposes only, without warranty of any kind, including without limitation the warranties of merchantability, fitness for a particular purpose or warranties and non-infringement of any patent, intellectual property or proprietary rights of any party, and are not intended for trading purposes. Banque Internationale à Luxembourg SA (the "Bank") does not guarantee expressly or impliedly, the sequence, accuracy, adequacy, legality, completeness, reliability, usefulness or timeless of any Data. All Financial data and/or economic information provided may be delayed or may contain errors or be incomplete. This disclaimer applies to both isolated and aggregate uses of the Data. All Data is provided on an "as is" basis. None of the Financial data and/or economic information contained on this Publication constitutes a solicitation, offer, opinion, or recommendation, a guarantee of results, nor a solicitation by the Bank of an offer to buy or sell any security, products and services mentioned into it or to make investments. Moreover, none of the Financial data and/or economic information contained on this Publication provides legal, tax accounting, financial or investment advice or services regarding the profitability or suitability of any security or investment. This Publication has not been prepared with the aim to take an investor's particular investment objectives, financial position or needs into account. It is up to the investor himself to consider whether the Data contained herein this Publication is appropriate to his needs, financial position and objectives or to seek professional independent advice before making an investment decision based upon the Data. No investment decision whatsoever may result from solely reading this document. In order to read and understand the Financial data and/or economic information included in this document, you will need to have knowledge and experience of financial markets. If this is not the case, please contact your relationship manager. This Publication is prepared by the Bank and is based on data available to the public and upon information from sources believed to be reliable and accurate, taken from stock exchanges and third parties. The Bank, including its parent,- subsidiary or affiliate entities, agents, directors, officers, employees, representatives or suppliers, shall not, directly or indirectly, be liable, in any way, for any: inaccuracies or errors in or omissions from the Financial data and/or economic information, including but not limited to financial data regardless of the cause of such or for any investment decision made, action taken, or action not taken of whatever nature in reliance upon any Data provided herein, nor for any loss or damage, direct or indirect, special or consequential, arising from any use of this Publication or of its content. This Publication is only valid at the moment of its editing, unless otherwise specified. All Financial data and/or economic information contained herein can also quickly become out-of- date. All Data is subject to change without notice and may not be incorporated in any new version of this Publication. The Bank has no obligation to update this Publication upon the availability of new data, the occurrence of new events and/or other evolutions. Before making an investment decision, the investor must read carefully the terms and conditions of the documentation relating to the specific products or services. Past performance is no guarantee of future performance. Products or services described in this Publication may not be available in all countries and may be subject to restrictions in some persons or in some countries. No part of this Publication may be reproduced, distributed, modified, linked to or used for any public or commercial purpose without the prior written consent of the Bank. In any case, all Financial data and/or economic information provided on this Publication are not intended for use by, or distribution to, any person or entity in any jurisdiction or country where such use or distribution would be contrary to law and/or regulation. If you have obtained this Publication from a source other than the Bank website, be aware that electronic documentation can be altered subsequent to original distribution.

As economic conditions are subject to change, the information and opinions presented in this outlook are current only as of the date indicated in the matrix or the publication date. This publication is based on data available to the public and upon information that is considered as reliable. Even if particular attention has been paid to its content, no guarantee, warranty or representation is given to the accuracy or completeness thereof. Banque Internationale à Luxembourg cannot be held liable or responsible with respect to the information expressed herein. This document has been prepared only for information purposes and does not constitute an offer or invitation to make investments. It is up to investors themselves to consider whether the information contained herein is appropriate to their needs and objectives or to seek advice before making an investment decision based upon this information. Banque Internationale à Luxembourg accepts no liability whatsoever for any investment decisions of whatever nature by the user of this publication, which are in any way based on this publication, nor for any loss or damage arising from any use of this publication or its content. This publication, prepared by Banque Internationale à Luxembourg (BIL), may not be copied or duplicated in any form whatsoever or redistributed without the prior written consent of BIL 69, route d'Esch ı L-2953 Luxembourg ı RCS Luxembourg B-6307 ı Tel. +352 4590 6699 ı www.bil.com.