

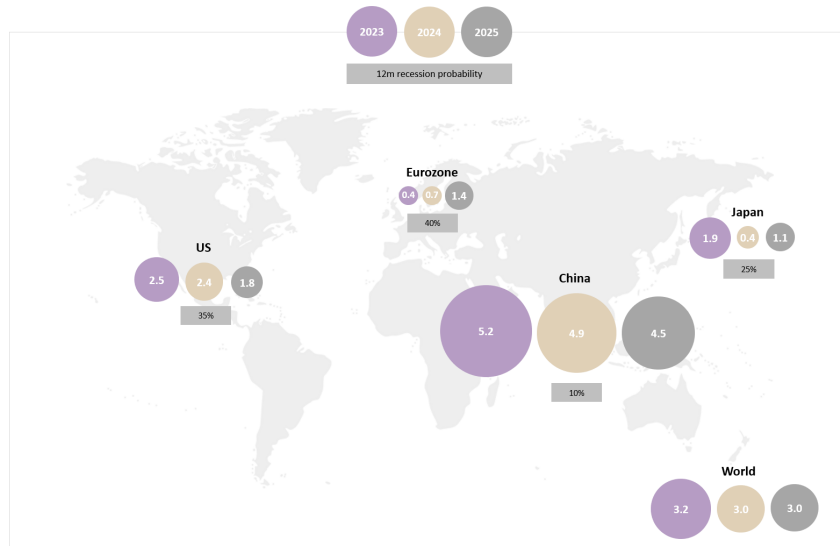
June 24, 2024

BILBoard – Summer 2024



Trotz de restriktive monetäre Bedéngungen, huet sech d'Weltwirtschaft an der éischter Hallschecht vun 2024 erstaunlech gutt gehal. Un dësem Punkt schéngt se erëm nei a Schwong ze kommen an eventuell zousätzlechen Opdriff duerch d'Asetze vu Lockerungsmesuren ze kréien. Bis elo huet en anstänneg Renditewuesstum an d'KI-Theema d'Aktiekapital gutt ënnerstëtzt, wann och d'Makro-Volatilitéit an déi spronghaft geldpolitesch Erwaardungen heiansdo der Stëmmung geschuet hunn. Elo, wou déi zweet Joreshallschecht ufänkt, missten d'Tendenzen a puncto Desinflatoun, Wuesstum a Geldpolitik méi kloer ginn, wat d'Investissementslandschaft méi harmonesch maachen däerft ...

Konsens-Wuesstumserwaardunge fir reelle BIP-Wuesstum (%), Joresvergleich



Quelle: Bloomberg, BII, Stand: 12.6.24

Makro-Kontext

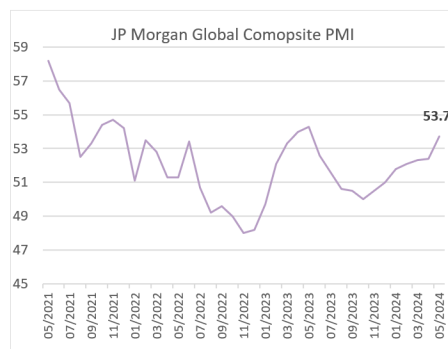
Bei den **USA** ass dat 1. Trimester hanner den Erwaardungen zeréckbliwwen, mat engem Wuesstumsréckgang vun 3,4 % op just 1,3 % am Trimesterverglach vis-à-vis vun den erwaarten 2,5 %. Mir mengen, datt dës schwach Daten, déi gréisstendeels volatillem Handel a volatillen Inventaireskomponente gescholt sinn, warscheinlech iergendeng zu Gronn leiend Stärkt verbiergen an datt sech d'Wuesstum am 2. Semester méi staark entwéckelt. Obwuel sech d'Aktivitéit besonnesch am Servicesecteur weider konstant hält, ginn et verschidden Hiweiser dorop, datt den amerikanesche Makro-Exzeptionalismus kéint am zweete Semester verklängen, well de Verbrauchsmotor méi lues dréint. Erspuernesiwverschëss goufen opgebraucht, den Aarbechtsmaart schwächt sech of a Kreditkartefraudë sinn am Opmarsch, wat e grousst Fragezeichen hanner zukünfteg Ausgabe setzt.

An eisem Ausbléck fir 2024 hu mir d'Vermuddung geäussert, datt sech d'**Eurozon** schonn an enger Rezessioun kéint befinnen. Mee dës konnt ëm en Hoer (0 % Wuesstum am Trimesterverglach am 3. Trimester 2023 an -0,1% Wuesstum am 4. Trimester) virum Asetze vun der Erhuelung am 1. Trimester vun dësem Joer (+0,3% am Trimesterverglach) vermidde ginn. Mir erwaarden am Verlaf vun 2024 nach ëmmer schwacht Wuesstum, mee déi wirtschaftlech Risiken tendéieren elo éischer zu enger positiver Ausriichtung ewéi enger negativer hin. Dat léisst sech op déi erfollegräich kuerzfristeg Léisunge bei der Energiesituatioun an dorop, datt de Produktiounssecteur scheinbar säin Déifpunkt erreicht huet, zeréckféieren. Steigend Realakomes an onverbraucht Erspuernesser bereeden de Wee fir e graduellt Erëmopliewe vum Verbrauch.

De Stimuluspak, dee mir a vill anerer och a **China** erwaart haten, konnt seng Wierkung net entfalen. D'Bannennofro ass schwach an d'Wirtschaft ass geféierlech no un enger Deflatioun. En Haaptpillar ass déi beschleunegt Dynamik vum Exportsecteur – e Pillier, deen awer hisiichtlech den neien Tarifükënnegunge jatscheleg ausgesäit. Den Ament sinn all Aen op d'Versammlung vum Politbüro am Juli geriicht, deen e besseren Abléck an d'politesch Absichte

bitt.

Am grouse Ganzen ass déi global wirtschaftlech Situatioun besser ewéi esou munch een am Ufank vum Joer erwaart hätt. Laut dem weltwäiten zesummegeatene Verbraucherpräisindex (PMI) huet de Wuesstumstaux vun der Wirtschaft en 12-Méintshéich am Mee erreecht. Den zukunftsgerichte Subindex vun den neien Opträg zeechent eng steigend Kurv an erfreeslecherweis sinn déi nei Exportopträg erëm an d'Luucht gaang, nodeem se säit Februar 2022 komplett agefruer waren. **Fir dat ganz Joer erwaart d'OECD e Wuesstum vum weltwäite Gidder- a Servicehandel ëm 2,3 % – méi ewéi dat Duebelt vun deem 1%-Wuesstum, deem 2023 ze gesi war.**



Quell: Bloomberg, BIL, Stand: 12.6.24

De Servicesector stellt weider en droende Pilier duer, an d'Serviceaktivitéite beschleunegen weider d'Dynamik iwwer de Geschäfts-, Verbraucher an de Finanzsector ewech. D'Perspektive verbessere sech och elo fir d'Produktioun, déi am Mee bal en 2,5-Joreshéchststand beim Produktiounswuesstum erlieft huet.

Allgemeng ass de PMI konsistent mam globale Wuesstum vun 3,4 % dëst Joer, mat Aktivitéitserweiderungen iwwer de Servicesector an iwwer Regiounen ewech.

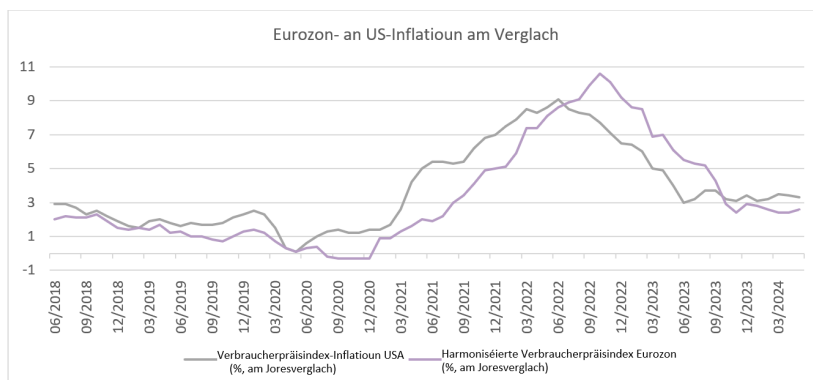
Geldpolitik

Mee déi gutt Noriichte vun der Wirtschaft hu sech heiansdo als schlecht Noriichte fir de Maart erausgestallt, well dat erhéichten Zënssätz fir nach méi laang geheescht huet. Wéi mir an eisem Ausbléck fir 2024 drop higewisen hunn, waren d'Mäert kloer ze optimisteschem bei der Zuel vun Zënssenkungen, déi se fir dëst Joer erwaart haten – zum Beispill hunn d'Futures-Mäert op Zënssenkungen am Wäert vun 150 Bp gewett, dat Duebelt, wat zu där Zäit de Punkendiagramm vun der Fed gewisen huet. Eréischt elo an der Mëtt vum Joer gesäit ee lues a lues d'G10-Zentralbanken an e Lockerungsmodus goen.

No de méi iwwerzeegende Fortschrëtt um Wee zu hirem Inflationssziel huet d'EZB d'Zënssätz ëm 25 Bp am Juni gekierzt an ass domat der Fed zevirkomm. Datt d'EZB elo eréischt lockert wou d'Situatioun sech verbessert huet, bedeit datt se net presséiert ass, ab elei d'Zënssätz virun erofzesetzen – ongeféier eng 25-Bp-Senkung pro Trimester gött fir dëst Joer erwaart.

D'US-Inflatioun erweist sech als méi zéi ewéi erwaart a féierend Indicateure vun esouwuel den Input- ewéi och de Verkafspräisser weisen dorop hin, datt dat lescht Stéck zum 2%-Zil net ouni Schwieregkeete verlafe wäert. An der Fed hirem Punktendiagramm vum Juni stoung fir dëst Joer just eng Zënssenkung a gedroen, zwou manner ewéi nach am Mäerz. Déi gutt Noriicht ass, datt d'Maarterwaardungen dach awer synchron mam Punktendiagramm verlafen, net ewéi am Ufank vum Joer.

Obwuel mir d'Inflatioun am Laf vum ganze Joer duerch eng méi geschéckt Ausriichtung vun de Facteure fir Offer an Demande ofklénge gesinn, kéinten d'Zentralbankziler dach onerreechbar bleiwen, besonnesch an den USA. Amplaz mengt d'Fed, datt et 2026 gëtt, ier den 2%-Meilesteen erreecht ass. Dat bedeit warscheinlech méi héich Leetzënsen an Obligatiounsrenditten ewéi mir se aus der rezenter Geschicht kennen. De Risiko ass allerdéngs, datt wat d'Fed méi laang mat den Zënssenkunge waart, wat den Zenario „ouni Landung“ („No landing“-Zenario) méi op d'Spill gesat gëtt.



Quell: Bloomberg, BIL

Global Risiken

Aus enger globaler Perspektiv ginn et eng sëlleg Risiken, mat deenen Investisseure musse fäerdeg ginn.

Eis Erwaardung, datt 2024 vun enger méi staarker [geo]politescher Onsécherheet gekennzeechent géif ginn, war zoutreffend an deem Sënn, datt d'Verdeedegung méi héich op d'politescher Agenda geréckelt ass dat an enger ëmmer méi fragmentéierter Welt.

Och op politescher Front war 2024 volatil – de Walkalenner war ee vun de vollste säit Jorzéngten. Bei den Europäesche Parlamentswahlen huet de fransésische rietsextreme *Rassemblement National* gewonnen, wouduerch de President Macron gezwonge war, Neiwale virzezéien. Dës Decisioun huet zu engem Ofverkaf vu fransésichen (besonnesch Banken-)Aktien gefouert, an den Euro ass géintiwier dem Dollar gefall. D'Volatilitéit an d'Euro-Schwächt bleiwe warscheinlech bestoen, bis datt gewosst ass, wéi et mat Frankräich weidergeet (d'Wale ginn den 30. Juni an d'Stéchwal de 7. Juli gehal).

Op der Säit vun den USA kéint déi héichpolariséiert Presidentewal am November esouwuel

Auswirkungen op d'Wirtschaft ewéi och op de Maart hunn, déi kee ka mat Sécherheet viraussoen. Vun engem Investisseursstandpunkt aus ass déi wichtegst Politikentscheidung, déi bis elo am Raum steet, dem Trump säi Virschlag, eng Tax vu bis zu 10 % op all importéiert Gidder ze erhiewen, zemoos hisiichtlech der potenzieller Auswirkung op d'Inflatioun zu esou engem kruzialen Ament an der Geldpolitik.

Taxen an Handelskonflikter stellen e weidere Risiko an eisem Makro-Zenario fir 2024 duer. Potenziell Vergeltungsmoosname vu China als Reaktioun op rezent Mesurë vun den USA an Europa kéinte sech negativ op Entreprises, déi hir Gidder am chineesesche Groussmaart verkafen, auswierken. Méi allgemeng kéint de kontinuéierleche Protektionismus déi positiv Entwécklungen am Welthandel ausbremsen.

Investissementsstrategie

Aktien

Mir sinn am Ufank vun der zweeter Hallschecht vun 2024 an allgemeng **neutral bei Aktien**. Well de Risiko vun engem Wuesstumsréckgang an Europa nogelooss huet a gläichzäiteg d'Perspektive méi roseg gi sinn, si mir stufeweis am Laf vum Joer derzou iwwergaang, eng méi **balanciéiert Allokatioun tëschent US- an europäeschen Aktien** ze schafen (z. B. hu mir d'Geleeënheet ergraff, Gewënn op eisem US-Iwwergewicht ze realiséieren a gläichzäiteg eist Ënnergewicht bei Europa ze reduzéieren).

Aktien: Regiounen

D'US-Entreprises hu fir staarkt Gewënnwuesstum gesuergt, mat engem Renditewuesstum am éischten Trimester, dat méi ewéi duebel esou héich war ewéi d'Viraussoen (+7,7 % am Joresverglach géintiwuer +3,8 %). Léisst een allerdéngs d'Magnificent-Seven-Aktien ewech, ass d'Bild net esou beandrockend: -0,2 %! De Problem ass, datt d'Erwaardungshürd ab elei ganz héich läit; Analyste gesinn 2024 d'US-Renditen ëm 10,5 % eropgoen. Dat kéint schwierig an engem lues wuessende Makro-Ëmfeld ginn, och wa mir eng erwaart Margenerhéijung duerch Aarbechtsplazofbau a manner héich Rostoffpräisser mat aberechnen. D'KI-Revolutioun ass nach ëmmer amgaang an d'Dynamik funktionéiert kloer am Sënn vun Entreprises, déi mat dësem Thema zesammenhänken, an de grouse Blue-Chips. Dowéinst hu mir bei eiser Juni-Allokatioun eist verbleiwend Engagement bei amerikanesche gläich gewichte Produiten op **kapitaliséierungsgewicht** Equivalententer ëm disponéiert.

An der Iwwerzeegung, datt d'Euro-Volatilitéit a -Schwächt héchstwarscheinlech kuerzfristeg bestoe bleift, hu mir dës Ëmschichtung genotzt, fir d'Wiesselcourssécherung ze suppriméieren. Dat féiert eng Moosnam fort, déi am Mee ageleet gouf, fir eist **Dollar-Engagement ze erhéijen**, hisiichtlech der Fed hirem Positionnement a Bezuch op laangfristeg méi héich Zënsen an der Ofsécherung vum politesche Risiko an der EU.

D'Rendittenerwaardungen an Europa si méi moderat mat 4,3 % fir dëst Joer. Den typeschen Opdriff op Grond vun den Zënssenkungen, d'Relance vun der nationaler Demande a besser Renditeperspektive sollten déi europäesch Aktie bis zum Enn vum Joer ënnerstëtzen. Allerdéngs bleift Europa fir déi weltwäit Handelsdynamiken ufälleg, a mir sollten net de Feeler maachen ze mengen, datt d'Energiekris ofgehakt ass. Och wa sech d'Situatioun däitlech verbessert huet (an dat gréisstendeels dank dem waarme Wieder an engem Réckgang vun der nationaler an der Demande a China), muss Europa sech elo volatilten a kompetitiven internationale Mäert zouwenden, fir säin Energiebedarf ze stëllen.

Mir bleiwen neutral bei Japan an de Schwellelänner ausser China an ënnergewiicht bei China.

Aktien: Secteuren

NEGATIV	NEUTRAL	POSITIV
	EUR Kommunikatiounsservicer	IT
	Finanzmëttel	Versuerger
	Gesondheetsversuergung	EUR Industrieräerter
	Basiskonsumgidder	Immobilien
	US Industrieräerter	US Kommunikatiounsservicer
	Energie	
	Rostoffer	
	Netbasiskonsumgidder	

Elo, wou mir an déi zweet Joreshallschecht kommen, hu mir decidéiert, **europäesch Netbasiskonsumgidder** op neutral erfzestufen. De Secteur besteet aus verschiddenen Deelsegmenter, Luxusgidder, Autoen an Netbasiskonsumgidder, an d'Performance ass iwwer déi eenzel Secteuren ewech heterogen.

Am **Luxussegment** kämpft d'Demande mat ëmmer méi héije Präisser. Säit 2019 hunn déi grouss Acteuren an dësem Segment hir Präisser an der Moyenne ëm 33 % erhéicht. Mee well d'Liewenskäschte weltwäit an d'Luucht geschoss sinn, sinn d'Verbraucher méi wileresch ginn an hannerfroen dës Präisstrategien. Mir fäerten, datt dës Präiserhéijunge Verbraucher ausgeschloss oder ofgeschreckt hunn an datt d'Marken op kuerz Siicht beschränkt Wuesstumshiewelen hunn.

D'**Autoshiersteller** warne virun engem schwierige Joer op Grond vu klammende Käschten a schwacher Elektrogefier-Demande, an och de Präiskrich a China gétt dagdeeglech méi rau. Déi europäesch Autoshiersteller sinn ufälleg fir Vergeltungmoosname vu China fir déi nei Elektrogefier-Steueren, déi vun der Europäescher Kommissioun beschloss goufen.

Den **Eenzelhändler** anerersäits stëmmt zouversichtlech. Aktuell leeft den Handel mat bekannten Einzelhandelsnimm besser ewéi erwaart a bitt weiderhi Wuesstumsgelieënheeten. Op Grond vun der Diversitéit vum Secteur, stufe mir eis Bewäertung op Neutral erf an optéieren,

d'Eenzelhandelsentreprisen eenzel auszewielen an eist Engagement beim Automobil- a Luxussektor ze reduzieren.

Mir hunn och **europäesch Industriewärter** op Iwwergewicht eropgestuift. D'Portfeuilleen hunn eng defensiv/Bond-Proxy-Ausrichtung dank eiser Iwwergewichtung bei **Versuerger**, a mir wollten dës mat Industriewärter ausbalancieren, engem Sektor, dee vun Natur aus méi zyklisch ass. Wat d'Gewichtung am Index ubelaangt, sinn Industriewärter den drëttwichtigste Sektor an Europa, no Finanzen a Gesondheet. De Sektor hat dëst Joer ewell e gudden Laf, mee mir mengen, datt do nach méi kënn. Ëmsatz a Wuesstum si béid e puer Prozentpunkte méi héich ewéi dat, wat mir fir de Rescht vum Maart gesinn, well d'Industrieentreprisë vun neien Trends mat méi héijem Wuesstum profitieren: Verkaf vu Produiten un Hiersteller vun Elektrogeräater, Projete fir propper Energie, Datenzentren a Verdeelegungsausgaben.

Fest Rendementer

D'Obligatiounsmäert haten e schwierere Start an d'Joer, an nëmme **Kreditter** konnte mat positiven Renditen iwwerraschen.

D'Erwaardunge fir Zënssenkunge goufen ëmmer méi ausgeprägt an dat huet d'Zënssätz no uewe gedréckt. Bei eiser Juni-Allokatioun hu mir bei Héichrisikoprofiller eist Engagement bei europäesche Staatsobligatiounen zu Gonschte vun engem Zouwuess vun US an europäeschen Aktie reduzéiert. Dat heescht, datt mir kënnen Positiounen virun ausbauen, déi besser op déi nei strateegesch Aktiegewichtungen ofgestëmmt sinn, déi am Abrëll implementéiert goufen.

D'strateegesch Ausrichtung vu „laangfristeg méi héijen Zënssätz“ mécht eis **virsiichteg, wann et dorëm geet, weider Duratioun derbäizesetzen**. D'EZB huet dat ëmgesat, wat als „aggressiv Zënssenkung“ betruecht ginn ass, an iwwerdeems hir Wuesstems- an Inflatiousprognose fir dëst Joer erhéicht an e graduell Lockerungstempo signaléiert. Obwuel mir bei den USA nach ëmmer der Meenung sinn, datt sech d'Rëss, déi sech um US-Aarbechtsmaart opdinn, kéinten vergrösseren, wat zu enger méi energiescher Reaktioun vun den Zentralbanke féieren an d'Zënssätz schlussendlech senke géif, denke mir, datt et nach ëmmer ze fréi ass, iwwer d'Duratioun ze entscheiden. Deementspreechend behale mir eist neutraalt Duratiounspositionnement bäi a beobachte weider d'Entwécklung vun der Kurv.

D'Kreditmäert signalieren, datt si mat „laangfristeg méi héijen Zënssätz“ eens ginn, virausgesat datt Zënserhéijungen ausser Fro stinn. Mir behalen deementspreechend weider eist **Iwwergewicht bei Investment-Grade (IG)-Kreditter** bäi, déi nach ëmmer am Verglach mat hirer eegener Geschicht héich Rendite bidden. Den aktuelle Makro-Ausbléck implizéiert, datt d'Profitabilitéit vun den Entreprisë sech kann halen, iwwerdeems d'technesch Date stabil bleiwe mat groussen Zouflëss an IG-Fongen, wat zu ganz enge Spreads féiert. D'US-Spreads sinn op hirem enksten Niveau vun dësem Jorhonnert, mee déi europäesch Spreads hunn nach Loft fir weider Straffungen, wouéinst mir dës Regioun preferieren.

Mir schätzen och **héichqualitativ High-Yields**. Obwuel d'Spreads op béide Säite vum Atlantik esou enk sinn ewéi nach ni, gëtt dës Assetklass weider duerch High-Yields an eng „Goldilocks“-Makrosituatioun ënnerstëtzt, bei där d'Daten d'Grundlage vun den Entreprises ënnerstëtzen, ouni esou ze iwwerhëtzen, datt e Risiko fir den Desinflatiousprozess entsteet. Ausfäll bei HY sinn erstaunlech niddereg bliwwen, trotz dem Fait, datt Entreprises an dësem Segment vill méi héich Couponen am Uschloss un eng vun de séiersten Zënserhéijungscampagnen a Jorzéngten musse bezuelen.

Méi héich Kreditkäschten an e méi staarken Dollar kéinten an den US eng Rëtsch vun negativen Effekter an de Schwellevirtschaften ervirbréngen an eis domat en Ënnergewicht-Positionnement bei der Schwellevänerschuldung diktéieren. En Vue vun deem klengen Engagement, dat mir halen, behale mir eis Präferenz fir **EM-Sovereign-Bonds**, déi mat méi engem groussen Differenzbetrag am Verglach zu Entreprisesobligatiounen gehandelt ginn, bii.

Réistoffer

Mir si laangfristeg optimistesesch bei **Gold**, mee gesinn awer och an, datt de „während enger méi laanger Zäit méi héich“-Zësnarrativ dëser netverzënslecher Assetklass kuerzfristeg e puer Schwierigkeete mécht. Eréischt kierzlech huet en onerwaart staarken US-Aarbechtsmaartbericht (d'Zuel vun de Salariée mat Ausnam vun der Landwirtschaft an den USA leie bei +272.000 géintwärt der Previsioun vu +190.000) an eng scheinbar Paus bei der PBoC hirer Goldkaf-Campagne déi éischt Kéier zënter 18 Méint, zur gréisster deeglecher Chûte am Goldpräis bannent dräi an engem hallwe Joer gefouert. Schlu Investisseure kënnen sech vläicht e Virdeel aus esou Réckzich verschafen a laangfristeg Positionen ausbauen.

No enger impressionanter Performanz am éischten Trimester (+16,1 %) matzen tëschent geopolitesche Spannungen a reduzierter Offer, hu **Pétrolswäerter** Verloschter am Abrëll (-1,50 %) an am Mee (-6 %) verzechent. Ufank Juni huet d'OPEC+ d'Mäert mat der Ukënnegung iwwerrascht, datt si wëllen huet, déi fräiwëlleg Kierzunge vun 2,2 Milliounen bpd ab Oktober 2024 schrittweis zeréckzehuelen. Dës Kierzunge bleiwen allerdéngs iwwer d'Sommersaison, während där vill gefuer gëtt an deemno d'Nofro normalerweis steigt, bestoen. Aner Mesuren zur Reduktioun vun der Offer bleiwe während 2025 intakt an d'Allianz huet nach eng Kéier hir Flexibilität ënnerstrach, mat där si op Maartentwécklungen reagiert.

Geldmëttelen

Kuerzfristeg bleiwe Geldmëttelen eng attraktiv Léisung, fir déi, déi sech duerch de geopoliteschen Hannergrond liicht aus der Rou bréngen loossen (mir gehéieren do net derzou). De Reinvestissementsrisiko klëmmt allerdéngs, elo wou d'EZB erëm ugefaang huet, d'Zësen ze senken. Dat mécht geldmëttelaarteg Léisungen, déi Kloerheet iwwer d'Ertrag an enger mëttelfristeg- bis laangfristeger Perspektiv bidden ëmmer méi attraktiv.

Conclusioun

Och wann den europäesche Summer méi gro war ewéi een dëst Joer erwaart hätt, gëllt de Géigendeel fir dat globaalt Makro-Bild. Do ass alles méi frëndlech ewéi déi meescht Ekonomisten et am Ufank vum Joer virausgesot hunn. D'Wuesstum huet sech erstaunlech gutt gehal trotz straffer Geldpolitik, an d'Inflatioun ass an den entwéckelte Wirtschaften elo um Wee vun der Normaliséierung. Dat erlaabt de G10-Zentralbanken, mat Zënssenkungen unzufänken – oder op d'mannst der an d'A ze faassen. Dat dierft derzou féieren, datt d'Geldmëttelen un Attraktivitéit verléieren, d'Obligatiounen eng nei Roll spillen an d'Portefeuillen a d'Risikoassets weider ënnerstëtzt ginn.

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 timeliness 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 | L-2953 Luxembourg | RCS Luxembourg B-6307 | Tel. +352 4590 6699 | www.bil.com.