

KEYPRIVATE

Next generation portfolio management



Kwartaalupdate KEYPRIVATE

Eerste kwartaal 2025

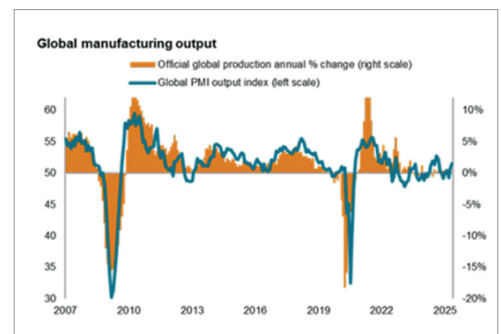


Geert Van Herck
Chief Strategist KEYPRIVATE

Een bijzonder interessant en volatiel eerste kwartaal van 2025 zit erop. Het werd volledig gedomineerd door de uitspraken en beslissingen van de nieuwe Amerikaanse president Donald Trump. Het interessante aan het eerste kwartaal was de rotatie van Amerikaanse naar niet-Amerikaanse aandelen. Het volatile karakter van 2025 vond plaats aan het einde van het eerste kwartaal toen Trump hogere handelstarieven afkondigde t.o.v. zijn belangrijkste handelspartners. In deze bijzondere marktomgeving sloeg het Keyprivate investeringscomité er wel in om positieve nettorendementen te realiseren.

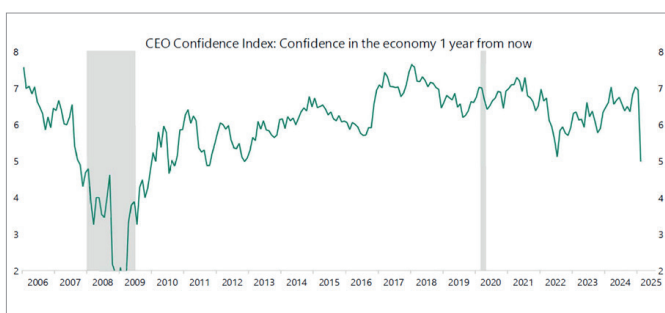
Economische omgeving

Bij de start van 2025 was het optimisme zeer hoog voor de gezondheidstoestand van de wereldeconomie. De meeste economische indicatoren toonden een expansie in de VSA en een herstel in Europa. Maar vanaf maart kwamen er meer en meer onzekerheden onder impuls van het beleid in de VSA. De nieuwe president Trump kondigde nagenoeg elke dag hogere handelstarieven af t.o.v. de belangrijkste Amerikaanse handelspartners. Om de hogere handelstarieven voor te zijn, zagen we wereldwijd dat bedrijven nog snel bestellingen gingen plaatsen voor goederen die in de toekomst hogere invoertarieven zouden opgelegd krijgen. Dit verklaart waarom de wereldwijde industriële productie hoger ging (zie grafiek 1). We vermoeden dat we hier slechts een effect op korte termijn zien want heel wat economische waarnemers gaan ervan uit dat een vertraging van de wereldeconomie voor de deur staat als de handelspolitiek van Trump effectief van start gaat.



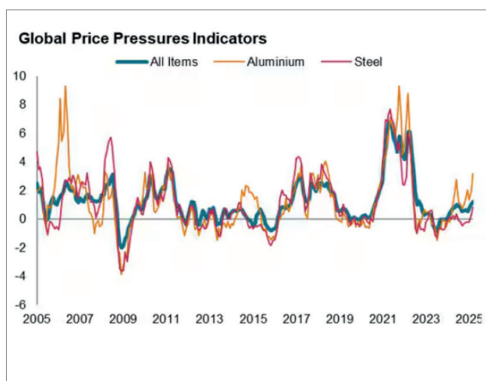
Grafiek 1 : evolutie van de wereldwijde industriële productie
Bron : S&P Global

De reden waarom we voor de volgende kwartalen eerder voorzichtig zijn voor de wereldeconomie is het afkalvende vertrouwen van bedrijfsleiders in het algemeen en Amerikaanse bedrijfsleiders in het bijzonder. De trendbreuk is duidelijk in grafiek 2 waarin we zien dat de CEO's van grote



Grafiek 2 : evolutie van het vertrouwen onder Amerikaanse CEO's
Bron : Apollo

Amerikaanse bedrijven zeer snel alle vertrouwen aan het verliezen zijn. Dit heeft natuurlijk belangrijke gevolgen voor de Amerikaanse economie : een verlies van vertrouwen vertaalt zich in lagere investeringen in nieuwe fabrieken of nieuwe machines. En hieruit volgt dan weer dat er minder jobs beschikbaar zullen zijn ! Kortom, het lijkt erop dat Amerikaanse bedrijfsleiders zeer snel het vertrouwen in de Amerikaanse politieke leiders aan het verliezen zijn. Een vertrouwen dat eind vorig jaar (net na de Amerikaanse verkiezingen) nog op een hoog niveau stond. Het Keyprivate investeringscomité is vooral benieuwd of dit vertrouwensverlies aanleiding kan zijn voor het Witte Huis om het geweer van schouder te veranderen en een gematigder koers te varen t.o.v. Amerika's bondgenoten.



Grafiek 3 : evolutie van de wereldwijde inflatiecijfers
Bron : S&P Global

Het was de afgelopen tijd rustig op het inflatiefront. Maar ook hier lijkt er nu een impact van het Amerikaanse handelsbeleid te zijn. President Trump heeft o.a. de invoertarieven voor basisgrondstoffen als staal en aluminium opgetrokken. Dit zijn producten die in heel wat dagelijkse gebruiksvoorwerpen zitten. Het staat dan ook buiten kijf dat Amerikaanse bedrijven deze hogere invoertarieven gaan doorrekenen in hun verkoopprijzen. Zo komen tenslotte deze hogere tarieven terecht bij de Amerikaanse consument die zich aan hogere prijzen mag verwachten. Maar door de tegenmaatregelen van Amerika's handelspartners zullen wereldwijd de prijzen van talloze goederen en diensten de hoogte ingaan. Logisch dus dat economen verwachten dat een periode van stagflatie aanbreekt : een combinatie van stagnerende economische groei en hogere prijzen.

Besluit : het optimisme voor een verdere expansie van de wereldeconomie dat op het einde van 2024 wijdverspreid was, heeft plaatsgemaakt voor een gematigder beeld. Op basis van de meeste recente indicatoren is een vertraging van de wereldeconomie te verwachten : de handelspolitiek van Trump heeft duidelijk het vertrouwen van heel wat economische spelers aangetast. Waakzaamheid is geboden want op hetzelfde ogenblik is er opwaartse druk op de prijzen. Het Keyprivate investeringscomité volgt de ontwikkelingen op de voet en past de beleggingsstrategie aan deze nieuwe realiteit aan (zie verder).

Financiële markten eerste kwartaal 2025



Aandelenmarkten

Uit tabel 1 blijkt duidelijk dat de grote verliezers op de internationale aandelenmarkten Amerikaanse aandelen waren. Deze aandelen maken meer dan 70% van de MSCI World tracker uit. Aan de andere kant blijkt dat Europa het relatief gezien zeer goed deed. Dat deze uitkomst een totale verrassing was voor internationale aandelenbeleggers is overduidelijk. Bij de start van het jaar was de overgrote meerderheid van beleggers nog overtuigd van een verdere Amerikaanse dominantie op de beurzen : president Trump ging immers een beleid voeren van lagere belasting en minder overheidsregulering. Zoals vaak leidt een te extreem positief sentiment tot een trendomkeer ! Over onze strategie schrijven we in het volgende hoofdstuk over de evolutie van de nettorendementen. Maar de prestaties van de beurzen in het eerste kwartaal tonen nogmaals het belang van diversificatie aan : de MSCI World wordt vaak voorgesteld als een wereldwijde belegging maar is in feite een tracker die afhangt van de Amerikaanse aandelenmarkt in het algemeen en Amerikaanse technologieaandelen in het bijzonder. Europese landen als Frankrijk en Duitsland maken zo'n 2,90% resp. 2,50% van de MSCI World tracker uit. Hun impact op het rendement is daardoor nagenoeg onbestaande. Door internationaal te diversifiëren over verschillende regio's kon het neerwaarts risico beperkt worden !

Returns aandelentrackers Q1 2025 (in EUR)	
MSCI World	-6,67%
MSCI Emerging Markets (groeilanden)	-1,82%
MSCI Europe	5,90 %
MSCI Europe small caps	1,24 %

Tabel 1 : return aandelentrackers Keyprivate Q1 – 2025
Bron: Bloomberg



Obligatiemarkten

Net zoals in 2024 hebben de obligatiemarkten een moeilijk eerste kwartaal achter de rug. Bij de start van het jaar gingen de langetermijnrentevoeten de hoogte in omdat heel wat obligatiebeleggers een sterkere wereldeconomie in de koersen verrekenden. Daarbij kwam dat de obligatiemarkt de overwinning van president Trump onthaalde met hogere rentetarieven : immers belastingverlagingen zijn geen goed nieuws voor de Amerikaanse schatkist en het begrotingstekort en overheidsschuld waren al zeer hoog in de VSA. Vandaar dat heel wat marktpartijen hun blootstelling aan langlopend overheidspapier afbouwden. In de eurozone was er de Duitse beslissing om het schuldenplafond op te heffen om meer in defensie en infrastructuur te kunnen investeren. De Duitse begrotingsorthodoxie gaat even op de schop in deze uitdagende geopolitieke tijden en zet druk op de Europese langetermijnrentevoeten. De "high yield" obligaties konden door hun hoge correlatie met de aandelenmarkten de schade beperken.

Returns obligatietrackers Q1 2025 (in EUR)

Staatobligaties uit de eurozone	-1,50%
Hoogrenderende obligaties	-1,01%

Tabel 2 : return obligatietrackers Keyprivate Q1-2025
Bron: Bloomberg



Grondstoffenmarkten

De grondstoffenmarkt was een duidelijke winnaar in het eerste kwartaal van 2025. Dit blijkt duidelijk uit tabel 3 : zowel goud als industriële metalen gingen hoger. Een verklaring ligt voor de hand : enerzijds profiteerde goud van de geopolitieke spanningen, anderzijds gingen de prijzen voor industriële metalen (zoals koper, nikkel, aluminium en zink) de hoogte in door hogere groeiverwachtingen voor de wereldeconomie. Maar er waren ook analisten die de hogere prijzen voor koper toeschreven aan vooruitgeschoven aankopen door grote industriële verbruikers

Returns grondstoffentrackers Q1 2025 (in EUR)

Goud	15,35%
Industriële metalen	6,80%

Tabel 3 : returns grondstoffentrackers Keyprivate Q1 - 2025
Bron: Bloomberg

Nettorendementen Keyprivateportefeuilles in 2024

In tabel 4 kan je de behaalde nettorendementen lezen voor onze 10 Keyprivateprofielen. Enkele vaststellingen over de nettorendementen van het afgelopen jaar 2025 :

- De blootstelling aan Europese aandelen als gevolg van de verplichte diversificatie in de Keyprivateportefeuilles speelde een belangrijke rol voor de realisatie van positieve nettorendementen in het eerste kwartaal van 2025. Binnen het aandelengedeelte van Keyprivate geldt er voor elk profiel een maximum waarin een aandentracker belegd kan worden. Voor profiel 5 (het uitgebalanceerde profiel) is dit 30%. Dit moet vermijden dat we alle eieren in hetzelfde mandje leggen. Hierdoor waren de portefeuilles in het eerste kwartaal belegd in de MSCI World en de MSCI Europe tracker. We profiteerden hierdoor van de internationale rotatie naar Europese aandelen. Op het einde van februari 2025 besliste het Keyprivateinvesteringscomité de blootstelling aan de MSCI World tracker (die hoofdzakelijk in Amerikaanse aandelen belegd) te verminderen en de opbrengst van

KEYPRIVATE

Next generation portfolio management



de gedeeltelijke verkoop in de MSCI Emerging Markets te beleggen. Eind maart werd deze strategie verdergezet. Het kadert in de politiek om de verliezen in de portefeuilles beperkt te houden door de blootstelling aan de zwakste markten te verlagen.

- Binnen het obligatiegedeelte van onze Keyprivateportefeuilles koos het Keyprivateinvesteringscomité ervoor om in Europese hoogrenderende obligaties ("Euro High Yield") te beleggen. Enerzijds omwille van de hoge correlatie met de evolutie van de Europese aandelenmarkten, anderzijds omdat het renterisico van deze obligatieklasse lager is dan de tracker op Eurozone staatsobligaties. Dit laatste betekent dat de daling van de high yieldobligatiekoersen lager is dan deze van de koersen van Eurozone staatsobligaties. In het obligatiegedeelte van onze Keyprivateportefeuilles vonden in het eerste kwartaal van 2025 geen rotaties plaats.
- Over de beleggingen in het grondstoffengedeelte van onze Keyprivateportefeuilles kunnen we kort zijn : er werd in de tracker die de goudprijs volgt belegd en we zien geen enkele reden om hierin verandering te brengen !
- Nog een korte toelichting bij tabel 4 : er is een kleine dip in de nettorendementen van profiel 4 naar profiel 5. Dit is te wijten aan het feit dat in profiel 5 zo'n 5% meer belegd werd in de MSCI World tracker die in maart van 2025 het meeste verloor (zo'n 7,90%).

2025	
Profiel	Netto
1	1,08 %
2	1,10 %
3	1,28 %
4	1,28 %
5	0,94 %
6	1,92 %
7	2,17 %
8	2,12 %
9	2,43 %
10	2,39 %

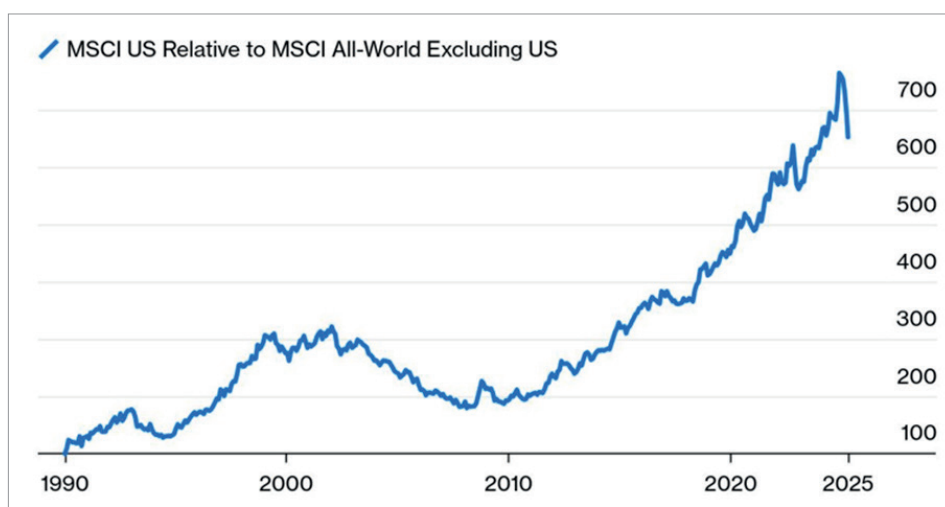
Tabel 4 : Nettorendementen Q1 2025

Net returns 01/01/2016 – 31/03/2025

profiel		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
3 - Heel gematigd	100	2,37 %	2,24 %	- 6,65 %	4,90 %	-1,90 %	10,29 %	-10,10 %	7,38 %	6,92 %	1,28 %
5 - Uitgebalanceerd	100	4,63 %	4,64 %	- 4,84 %	5,02 %	-1,92 %	12,37 %	-10,20 %	9,36 %	8,38 %	0,94 %
7 - Dynamisch	100	7,52 %	7,13 %	- 7,78 %	7,11 %	-1,44 %	15,12 %	-9,35 %	11,70 %	10,88 %	2,17 %
10 - Heel agressief	100	5,47 %	8,99 %	- 8,84 %	6,17 %	1,16 %	16,62 %	-10,85 %	14,06 %	12,92 %	2,39 %

Deze nettorendementen werden berekend op basis van echte portefeuilles die op 4 januari 2016 (eerste handelsdag van 2016) werden belegd. Deze portefeuilles namen aldus aan elke herbalanceringsdeel. De nettorendementen nemen de jaarlijkse beheerskosten en alle taksen mee in hun berekening.

Blik op de toekomst



Grafiek 4 : MSCI USA vs MSCI All-World ex-USA index
Bron : Bloomberg

Het belangrijkste feit van de afgelopen maanden is zeker en vast de rotatie van Amerikaanse naar niet-Amerikaanse aandelen. We hebben er vaak over geschreven in vorige kwartaalrapporten maar een trendomkeer lijkt nu wel op gang te komen. En dit is vanuit een sentimentsstandpunt toch wel uitzonderlijk. Want na de verkiezing van Donald Trump tot nieuwe Amerikaanse president was er een euforische stemming op Wall Street : Amerikaanse aandelen gingen fors de hoogte in dankzij het vooruitzicht van lagere belastingen en minder overheidsregulering. Beleggers vroegen zich ook af of het nog wel de moeite loonde om in niet-Amerikaanse aandelen te beleggen. De kapitaalstromen richting trackers die de S&P 500 of de Nasdaq volgden, namen fors toe.

Een duidelijke illustratie van een zeer optimistische stemming onder aandelenbeleggers. En zoals vaak loert dan een ommekeer om de hoek ! Die trendomkeer hebben we gekregen en in het eerste kwartaal van 2025 presteerden niet-Amerikaanse aandelen veel beter dan Amerikaanse aandelen. Het Keyprivateinvesteringscomité is alvast benieuwd of deze trend zich de komende maanden zal doorzetten : op het einde van het eerste kwartaal was de blootstelling aan Amerikaanse aandelen alvast sterk afgebouwd en waren Europese aandelen het grootste gewicht in het aandelengedeelte van de beleggingsportefeuilles.

Besluit : op macro-economisch vlak maken we ons op voor een moeilijk 2025. De tarievenpolitiek van president Donald Trump doet de onzekerheid onder bedrijfsleiders toenemen. Als gevolg hiervan lijken deze bedrijfsleiders minder geneigd om te investeren in nieuwe projecten. Dit kan de wereldeconomie wat groei kosten. Ondertussen gaan de prijzen voor basisgrondstoffen de hoogte in door hogere Amerikaanse invoertarieven. We zijn benieuwd naar de impact op de Amerikaanse inflatiecijfers en de reactie van de obligatiemarkt. Op de financiële markten zorgde de tarievenoorlog voor een correctie op het einde van het eerste kwartaal. In de Keyprivateportefeuilles konden we de schade beperken door het gewicht van Amerikaanse aandelen (die 70% van de MSCI World tracker uitmaken) af te bouwen t.v.v. beleggingen in aandelen uit de groei landen. Ook de Europese beurzen presteerden relatief gezien uitstekend in het eerste kwartaal van 2025. De belangrijkste trend op de financiële markten was uiteraard de rotatie uit Amerikaanse aandelen naar niet-Amerikaanse aandelen. Als deze trend zich in het tweede kwartaal van 2025 verderzet, zijn we alvast goed gepositioneerd !

KEYPRIVATE

Next generation portfolio management



Deze publicatie bevat geen beleggingsadvies of aanbeveling, noch een financiële analyse. Niets in dit document mag worden geïnterpreteerd als zijnde informatie met contractuele waarde van eender welke aard.
Dit document is uitsluitend ter informatie bedoeld. Keytrade Bank kan niet aansprakelijk worden gesteld voor eender welke beslissing op basis van de informatie die dit document bevat, noch voor het gebruik ervan door derden).

V.U.: Keytrade Bank - Vorstlaan 100 - 1170 Brussel - BE 0879 257 191- Belgisch bijkantoor van Arkéa Direct Bank SA (Frankrijk)
Tour Ariane - 5, place de la Pyramide 92088 – Paris - La Défense - RCS nr. Nanterre 384 288 890