

KEYPRIVATE

Next generation portfolio management



Mise à jour trimestrielle KEYPRIVATE

Deuxième trimestre 2025

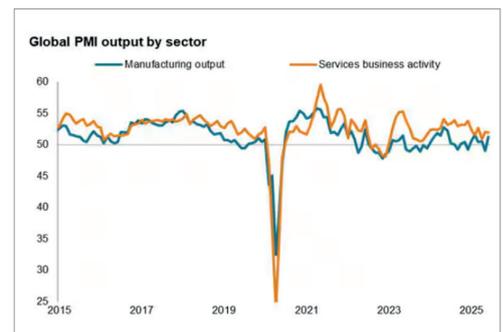


Geert Van Herck
Chief Strategist KEYPRIVATE

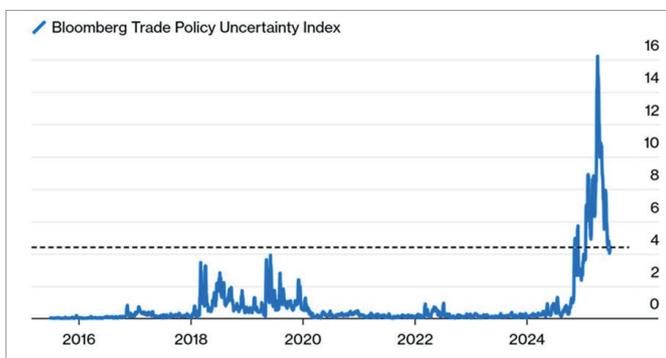
Le deuxième trimestre de 2025 a été marqué par une volatilité plus élevée. Rien d'étonnant à ce que la cause de cette volatilité plus élevée se trouve aux États-Unis. Le nouveau président américain Trump a annoncé début avril une forte hausse des droits d'importation, ce qui a fait chuter les bourses. Mais comme c'était souvent le cas, Trump a retiré ces droits de douane controversés quelques jours plus tard et a pris une pause pour parvenir à un accord avec ses partenaires commerciaux. Dans cet environnement volatil, nos portefeuilles Keyprivate ont bien résisté et nous avons pu clôturer le premier semestre avec des rendements nets positifs.

Contexte économique

Il ne faisait aucun doute que l'arrivée du président Trump à la Maison-Blanche allait provoquer des remous. De nombreux économistes et gestionnaires de fonds ont mis en garde contre une période de volatilité plus élevée. Nous avons certainement constaté cette volatilité plus élevée : sur le plan économique, Trump a mené une politique commerciale protectionniste en imposant des droits d'importation plus élevés par rapport aux partenaires commerciaux américains. Cette tendance a atteint son apogée le jour du « Liberation Day » (2 avril) lorsque Trump a imposé une énorme augmentation des droits de douane à tous les pays du monde. Sur le plan économique, l'impact était incontestable : de nombreuses entreprises américaines ont encore passé rapidement des commandes pour anticiper les droits plus élevés. Nous le voyons dans le graphique 1 dans l'évolution de la « production manufacturière » : celle-ci était à la hausse ces derniers mois. Cela signifie une impulsion positive pour l'activité industrielle à court terme (les commandes doivent en effet encore être produites rapidement), mais c'est néfaste à plus long terme. En effet, si les stocks des entreprises américaines sont pleins, cette demande supplémentaire disparaîtra et la production industrielle ralentira.

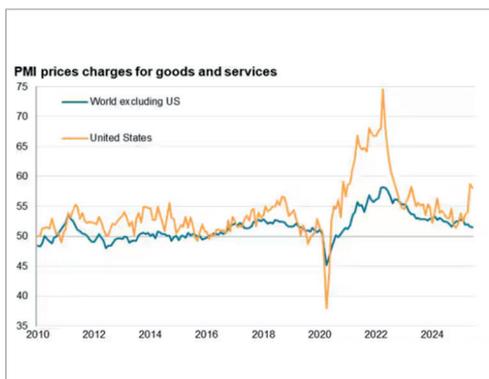


Graphique 1 : évolution de l'activité économique mondiale
Source : S&P Global



Graphique 2 : Bloomberg Uncertainty Index
Source : Bloomberg

Mais la nouvelle politique commerciale de Trump ne s'est pas déroulée sans heurts : après quelques jours, Trump a annoncé une pause de 90 jours afin de permettre à son gouvernement d'entamer des négociations avec les partenaires commerciaux des États-Unis. Cette politique « stop and go » est source d'incertitude supplémentaire pour de nombreux dirigeants d'entreprise. L'incertitude est d'ailleurs un mot que nous avons souvent entendu ces derniers mois lorsque les économistes et les CEO d'entreprises cotées en bourse parlaient de l'avenir. Le graphique 2 le montre clairement : ce graphique représente l'évolution de l'« indice d'incertitude » de l'agence de presse économique Bloomberg. Depuis l'élection de Trump, cet indice a fortement augmenté. Malgré le récent ralentissement, cet indice reste très élevé d'un point de vue historique, même plus élevé que pendant le premier mandat de Trump. Cela pèsera inévitablement sur la croissance de l'économie mondiale, car l'incertitude n'incite certainement pas les dirigeants d'entreprises à réaliser d'importants investissements et à créer des emplois.



Graphique 3 : évolution de l'inflation mondiale
Source : S&P Global

Les mesures de Trump ont toutefois un effet négatif sur l'évolution du niveau des prix américains : sur le graphique 3, nous voyons clairement que les chiffres de l'inflation augmentent aux États-Unis alors que ce n'est pas le cas dans le reste du monde. Les tarifs douaniers déjà annoncés sur l'acier et l'aluminium semblent déjà avoir eu un impact sur le niveau des prix : l'acier, par exemple, se retrouve dans de nombreux appareils électroménagers et est également largement utilisé dans la construction résidentielle. À cela s'ajoute le fait que le dollar américain a perdu beaucoup de valeur au premier semestre, ce qui fait grimper la facture d'importation de marchandises étrangères. En bref, des chiffres d'inflation plus élevés ne sont pas vraiment favorables, car ils retirent des marges de manœuvre à la Banque centrale américaine. Cette Banque centrale américaine (« Fed ») abaisse depuis un certain temps les taux à court terme pour soutenir la croissance américaine. Avec des chiffres d'inflation plus élevés, la poursuite de cette politique monétaire accommodante devient plus difficile, car une hausse des chiffres d'inflation entraînerait plutôt des taux à court terme plus élevés...

Conclusion : sur le plan économique, le deuxième trimestre a été marqué par les volte-face du président Trump. L'incertitude, actuellement très élevée, pousse d'ores et déjà les entreprises américaines à reconstituer rapidement leurs stocks afin d'échapper à des droits d'importation plus élevés à l'avenir. À court terme, c'est bénéfique pour la croissance économique, mais à long terme, il y a un effet négatif. La hausse de l'inflation suscite encore plus de tensions, car cela pourrait mettre fin prématurément à la politique monétaire américaine plus accommodante. Il y a donc beaucoup de signaux qui indiquent plutôt une croissance économique un peu plus faible dans les mois à venir.

Marchés financiers au deuxième trimestre 2025



Marchés des actions

Le deuxième trimestre de 2025 a été (malgré les caprices de Trump) un bon trimestre pour les investisseurs en actions. Le trimestre n'a évidemment pas démarré de manière brillante : début avril, le président Trump a annoncé une forte hausse des droits d'importation pour les principaux partenaires commerciaux américains. Les bourses ont rapidement baissé, mais l'annonce d'une pause a entraîné une reprise rapide et spectaculaire. Les small caps européennes ont remporté le deuxième trimestre. Ces actions à petite capitalisation boursière sont fortement liées à la croissance économique européenne. Et cette croissance a été revue à la hausse grâce à l'Allemagne par de nombreux observateurs économiques. Rappelez-vous que l'Allemagne a annoncé d'importants investissements dans la défense et les infrastructures ! Si l'on considère les performances du premier semestre, nous constatons que le tracker MSCI World est toujours l'élément négatif : la combinaison du retard des actions américaines (qui constituent environ 70 % de l'indice) et de la baisse du dollar. La diversification internationale reste essentielle sur les marchés d'actions !

Performance trackers sur actions Q2 2025 (en EUR)		Performance trackers sur actions H1 2025 (en EUR)	
MSCI World	-3,09%	MSCI World	-3,78%
MSCI Emerging Markets (pays émergents)	3,74%	MSCI Emerging Markets (pays émergents)	1,85%
MSCI Europe	2,80%	MSCI Europe	8,86%
MSCI Europe small caps	10,80%	MSCI Europe small caps	12,17%

Tableau 1 : rendement des trackers sur les actions de Keyprivate T2 2025/S1 2025 - Source: Bloomberg

Marchés obligataires

Les investisseurs obligataires ont pu pousser un soupir de soulagement au deuxième trimestre : nous avons observé de bonnes performances tant des obligations d'État de la zone euro que des obligations à haut rendement « high yield ». Le fait que cette dernière catégorie d'obligations ait enregistré le meilleur rebond tant au deuxième trimestre qu'au premier semestre est dû à la forte corrélation entre les obligations « high yield » et les marchés d'actions européens. Ce n'est pas surprenant : si l'économie européenne se porte bien et que les bénéfices des entreprises cotées augmentent, c'est une bonne nouvelle pour les bourses européennes. C'est également une bonne nouvelle pour les émetteurs d'obligations « high yield » : il s'agit généralement d'entreprises « plus risquées » dont la capacité de remboursement augmente lorsque les bénéfices et les flux de trésorerie de ces entreprises augmentent. Les obligations « high yield » profitent également de l'appétit pour le risque des investisseurs : lorsque les investisseurs veulent prendre plus de risques dans les portefeuilles, ils optent traditionnellement pour le « high yield » et moins pour les obligations d'État défensives.

Performances trackers sur obligations Q2 2025 (en EUR)		Performances trackers sur obligations H1 2025 (en EUR)	
Obligations de la zone Euro	1,64%	Obligations de la zone Euro	0,12%
Obligations à haut rendement	2,62%	Obligations à haut rendement	2,61%

rendement des trackers sur les obligations Keyprivate T2 – 2025/S1 2025 - Source: Bloomberg

Marchés des matières premières

Les investisseurs en matières premières ont eu moins de raisons de se réjouir au deuxième trimestre 2025. Tant l'or que les métaux industriels ont baissé. Mais nous devons considérer cela dans un contexte plus large : le prix de l'or est depuis longtemps dans une tendance à la hausse, il est donc nécessaire de temps en temps de faire une pause sous la forme d'une correction. Il en va de même pour les métaux industriels dans lesquels nous retrouvons notamment le cuivre et l'or. Si nous examinons les rendements sur les six premiers mois de 2025, nous constatons toutefois de belles performances. L'or continue de profiter d'un mélange de facteurs : les troubles géopolitiques, les achats par les banques centrales asiatiques et les investisseurs individuels qui prennent des positions initiales en or. Les métaux industriels ont quant à eux profité de l'amélioration des chiffres de croissance économique dans la zone euro et en Asie.

Performances trackers sur matières premières Q2 2025 (en EUR)		Performances trackers sur matières premières H1 2025 (en EUR)	
Or	-3,07%	Or	11,80%
Métaux industriels	-1,54%	Métaux industriels	-5,15%

Tableau 3 : rendements des trackers sur les matières premières Keyprivate T2 – 2025/S1 2025 - Source: Bloomberg



Rendements nets des portefeuilles Keyprivate (H1 2025)

Le tableau 4 illustre les rendements nets obtenus pour nos 10 profils Keyprivate.

Quelques constatations sur l'évolution des rendements nets au deuxième trimestre et au premier semestre 2025 :

- À l'exception des profils très défensifs, tous les portefeuilles Keyprivate ont réalisé des rendements nets positifs au cours des six premiers mois de 2025. C'est une performance particulièrement solide que nous devons à la diversification de nos portefeuilles Keyprivate.
- Cette diversification a surtout eu un fort impact sur l'exposition aux actions dans les portefeuilles Keyprivate. La stratégie du comité d'investissement Keyprivate visait à sous-pondérer les actions américaines (qui ont une forte pondération dans le tracker MSCI World). Les actions non américaines, telles que les actions européennes et les actions des pays émergents, ont ainsi été davantage pondérées. Cette stratégie a clairement porté ses fruits. Vers la fin du deuxième trimestre, nous avons vu la force relative des actions « small cap » européennes : nous avons donc décidé d'augmenter notre exposition aux actions européennes « small cap » à partir de début juin.
- Le volet obligataire de nos portefeuilles Keyprivate a freiné les performances au deuxième trimestre : nous avons ainsi décidé début avril, lors de l'essor de la volatilité, de vendre notre exposition aux obligations « high yield ». Ces obligations plus risquées souffriraient le plus de la guerre des taux. Mais ici aussi, nous avons assisté à une reprise rapide lorsque le président Trump a annoncé une pause dans la guerre tarifaire. Par conséquent, nous avons racheté cette catégorie d'obligations quelques semaines plus tard à des prix légèrement plus élevés. Au sein du comité d'investissement Keyprivate, des mesures supplémentaires ont toutefois été prises et des indicateurs ont été ajoutés pour éviter de telles situations à l'avenir.
- Aucune rotation n'a eu lieu au sein de la partie matières premières : les portefeuilles Keyprivate sont restés investis en or. Vers la fin du deuxième trimestre, nous constatons toutefois une remontée du prix du cuivre. Si nos indicateurs confirment suffisamment, nous effectuerons ici une rotation vers notre tracker sur les métaux industriels. Le rebond de l'économie chinoise est considéré comme une explication importante pour la poursuite de la reprise du prix du cuivre dans les prochains mois. Si ce scénario se déroule, nous n'hésiterons en effet pas à adapter nos portefeuilles Keyprivate à cette nouvelle réalité.

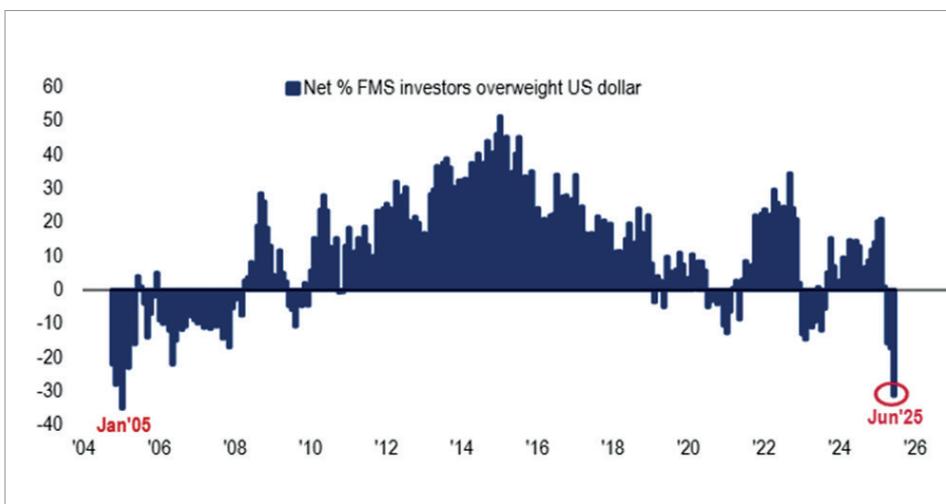
2025	
Profil	Net
1	-1,22 %
2	-0,42 %
3	0,66 %
4	1,23 %
5	1,14 %
6	2,43 %
7	3,40 %
8	4,00 %
9	4,64 %
10	4,63 %

Tableau 4 : Rendements nets H1 2025

Rendements nets 01/01/2016 – 30/06/2025											
profil	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
3 - Très modéré	100	2,37 %	2,24 %	- 6,65 %	4,90 %	-1,90 %	10,29 %	-10,10 %	7,38 %	6,92 %	0,66 %
5 - Equilibré	100	4,63 %	4,64 %	- 4,84 %	5,02 %	-1,92 %	12,37 %	-10,20 %	9,36 %	8,38 %	1,14 %
7 - Dynamique	100	7,52 %	7,13 %	- 7,78 %	7,11 %	-1,44 %	15,12 %	-9,35 %	11,70 %	10,88 %	3,40 %
10 - Très agressif	100	5,47 %	8,99 %	- 8,84 %	6,17 %	1,16 %	16,62 %	-10,85 %	14,06 %	12,92 %	4,63 %

Ces rendements nets ont été calculés sur la base de portefeuilles réels investis le 4 janvier 2016 (premier jour de cotation de 2016). Ces portefeuilles ont donc contribué à chaque rééquilibrage. Le calcul des rendements nets tient compte des frais de gestion annuels et de toutes les taxes.

Regard vers l'avenir



Graphique 4 : positions en dollars chez les investisseurs institutionnels
Source :BofA Global Fund Manager Survey

Quelles sont les tendances/évolutions les plus importantes pour le comité d'investissement Keyprivate au cours des prochaines semaines et des prochains mois ? Un premier point d'attention est l'évolution du dollar. Au cours des six premiers mois de 2025, le dollar a perdu beaucoup de valeur. Cela explique pourquoi les investisseurs ou les fonds gérés activement qui avaient misé fortement sur les actions américaines n'ont pas si bien performé au cours de ces premiers mois de 2025. Entre-temps, nous constatons que le sentiment vis-à-vis du dollar est devenu particulièrement pessimiste. Le graphique 4 montre le nombre d'investisseurs institutionnels (comme les fonds de pension, les grands fonds, etc.) qui déclarent avoir des positions fortement surpondérées

en dollar dans le sondage mensuel de Bank Of America aux États-Unis. Vous remarquez clairement qu'il y a actuellement un important désengagement du dollar. Le positionnement n'a jamais été aussi négatif ces 20 dernières années ! Cela s'explique évidemment beaucoup par le fait que les grands investisseurs ont commencé à investir davantage dans des actions non américaines. Néanmoins, nous savons d'après une étude du sentiment que l'extrême pessimisme est souvent le signe avant-coureur d'un renversement de tendance ou d'une reprise technique. C'est pourquoi nous sommes curieux de savoir si le dollar pourrait entamer une tendance haussière dans les semaines et les mois à venir. Combiné à une reprise du secteur technologique américain, cela pourrait engendrer une belle performance du tracker MSCI World. Si nous voyons ce scénario se réaliser, nous n'hésiterons pas à augmenter l'exposition au tracker MSCI World dans nos portefeuilles Keyprivate.



Graphique 5 : Or vs cuivre
Source : All Star Charts

Outre le dollar, le comité d'investissement de Keyprivate se concentre également sur le marché des matières premières. Le prix de l'or a déjà enregistré d'excellentes performances ces dernières années et le prix du cuivre pourrait également grimper dans les semaines et les mois à venir. Le graphique 5 montre la corrélation étroite entre l'évolution des prix de l'or et du cuivre. Nous constatons que le prix de l'or a déjà connu une belle hausse et cette évolution semble désormais apparaître également sur le graphique du prix du cuivre. Notez à quel point le cuivre est en train de rompre sa ligne de résistance horizontale vers le haut ! Nous sommes curieux de savoir si nous obtiendrons la même accélération que l'or après la percée haussière. Si ce scénario se réalise, nous n'hésiterons pas à réduire la position en or dans nos por-

tefeuilles Keyprivate et à renforcer la position dans le tracker sur les métaux industriels (dans lequel nous avons une exposition de 40 % au cuivre).

Conclusion : l'économie mondiale vit avec l'incertitude liée à la politique commerciale de Trump. Les entreprises, surtout américaines, augmentent encore rapidement leurs stocks afin d'anticiper la hausse des droits d'importation. Il en résulte un effet positif à court terme, mais à long terme, il y a des effets moins favorables en raison de la baisse de la demande attendue. Néanmoins, les bourses anticipent une reprise économique car elles s'attendent à ce que tout se passe bien et Trump revient assez souvent sur les mesures annoncées précédemment. Les bourses internationales ont connu une tendance remarquable au premier semestre : les actions non américaines ont nettement surperformé les actions américaines. Les portefeuilles diversifiés au niveau régional (comme nos portefeuilles Keyprivate) ont enregistré les meilleures performances dans cet environnement. Pour le reste de l'année 2025, nous examinons l'évolution du dollar (une hausse du dollar pourrait entraîner une reprise des performances des actions américaines) et l'évolution du prix du cuivre.

La présente publication ne constitue ni un conseil d'investissement ou une recommandation, ni une analyse financière. Aucune des informations contenues dans ce document ne doit être interprétée comme ayant une valeur contractuelle d'aucune sorte. Ce document n'est produit qu'à des fins indicatives. Keytrade Bank ne pourra être tenue responsable des décisions prises sur la base des informations contenues dans ce document, ou de son utilisation par des tiers.