



READY FOR YOUR WORLD



**BNP PARIBAS  
FORTIS**

## Midyear Economic & Investment Outlook

Koen De Leus – Chief Economist

Philippe Gijsels – Chief Strategy Officer

June 2025



# Ageing Vulnerability Index

by Koen De Leus



# Ageing vulnerability index 2025

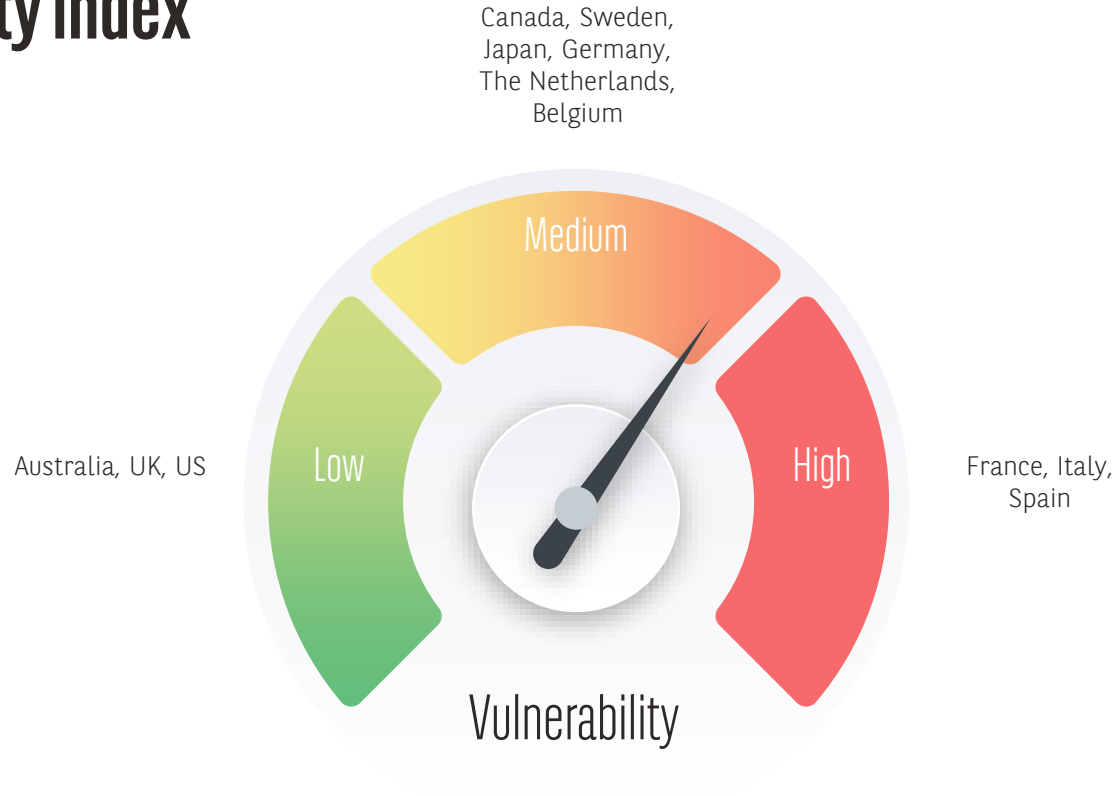
|                | Total | Government Revenue<br>(IMF estimates, 2025; outlook<br>Jan 2025) | Increase dependency ratio<br>(2024-2050) | Government net debt<br>(IMF estimates, 2025; outlook<br>Jan 2025) | Share public pensions in total<br>pension income 2021 (source:<br>OECD, public and private social<br>expenditure) | NPV additional social security<br>(outlays 2022-2050; IMF fiscal<br>monitor) |
|----------------|-------|------------------------------------------------------------------|------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|
| Finland        |       |                                                                  |                                          |                                                                   |                                                                                                                   |                                                                              |
| Sweden         |       |                                                                  |                                          |                                                                   |                                                                                                                   |                                                                              |
| Denmark        |       |                                                                  |                                          |                                                                   |                                                                                                                   |                                                                              |
| Australia      |       |                                                                  |                                          |                                                                   |                                                                                                                   |                                                                              |
| Canada         |       |                                                                  |                                          |                                                                   |                                                                                                                   |                                                                              |
| Ireland        |       |                                                                  |                                          |                                                                   |                                                                                                                   |                                                                              |
| Netherlands    |       |                                                                  |                                          |                                                                   |                                                                                                                   |                                                                              |
| Norway         |       |                                                                  |                                          |                                                                   |                                                                                                                   |                                                                              |
| United Kingdom |       |                                                                  |                                          |                                                                   |                                                                                                                   |                                                                              |
| United States  |       |                                                                  |                                          |                                                                   |                                                                                                                   |                                                                              |
| Germany        |       |                                                                  |                                          |                                                                   |                                                                                                                   |                                                                              |
| France         |       |                                                                  |                                          |                                                                   |                                                                                                                   |                                                                              |
| Luxembourg     |       |                                                                  |                                          |                                                                   |                                                                                                                   |                                                                              |
| Portugal       |       |                                                                  |                                          |                                                                   |                                                                                                                   |                                                                              |
| Japan          |       |                                                                  |                                          |                                                                   |                                                                                                                   |                                                                              |
| Belgium        |       |                                                                  |                                          |                                                                   |                                                                                                                   |                                                                              |
| Italy          |       |                                                                  |                                          |                                                                   |                                                                                                                   |                                                                              |
| Spain          |       |                                                                  |                                          |                                                                   |                                                                                                                   |                                                                              |

Source: Author's calculation based on data IMF, UN, OECD



# Ageing vulnerability index

## Edition 2003

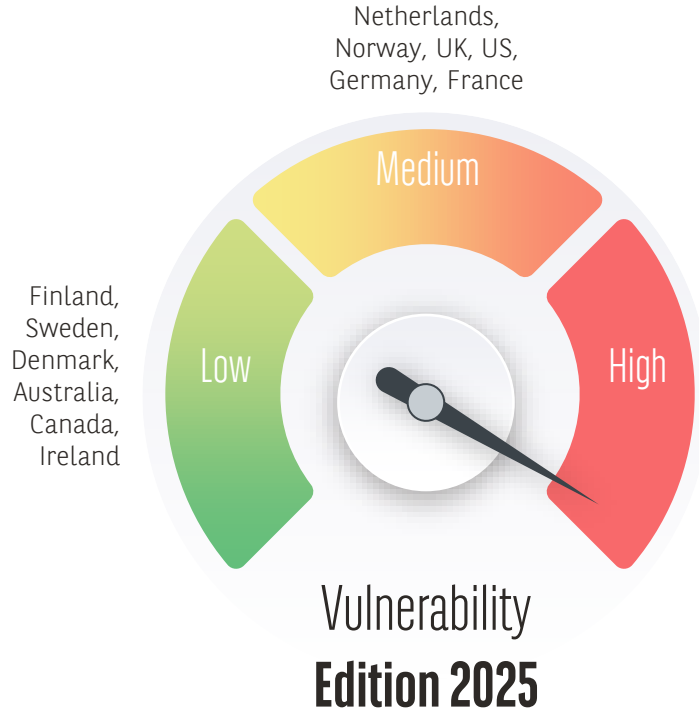


Source: CSIS, 2003

Calculation ageing vulnerability index CSIS : 1. Current ageing costs in % of GDP; 2. Future increase of ageing costs ; 3. Space for higher taxes ; 4. Government debt in % of GDP; 5. Share of government pensions in total pension revenues; 6. Relative welfare old vs young people



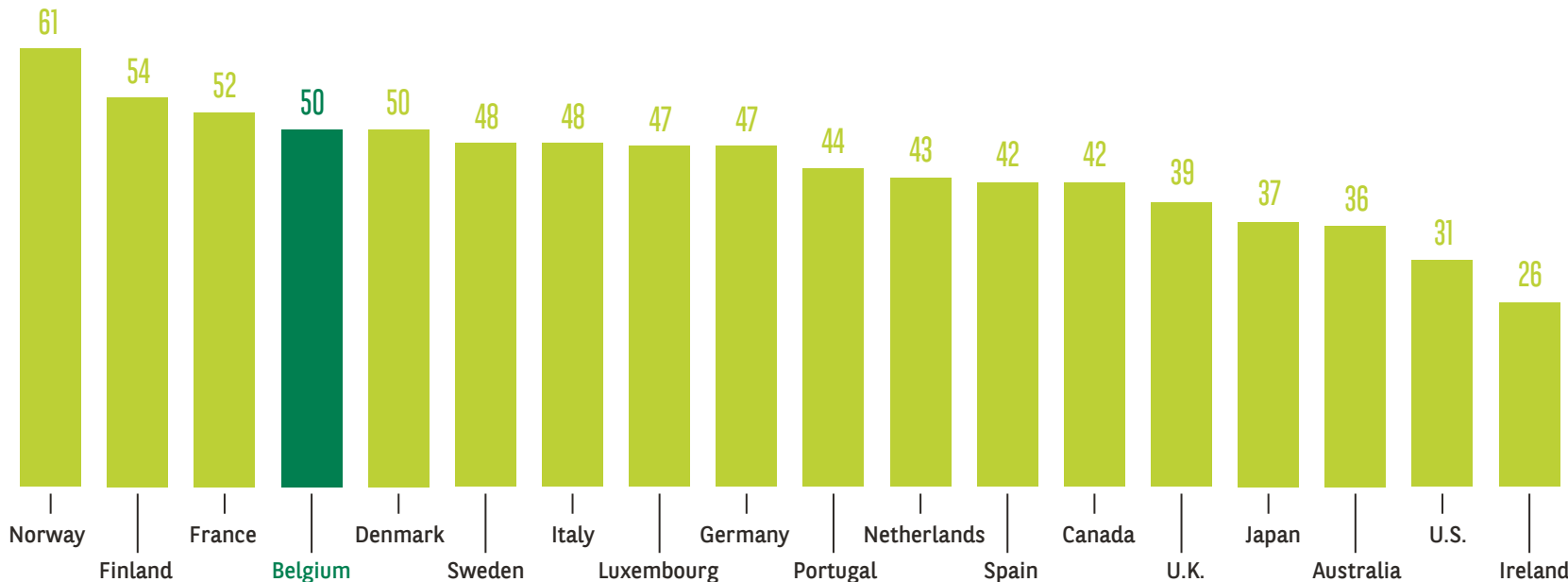
# Ageing vulnerability index - Edition 2003 versus edition 2025





# Government revenues

2025, in % of GDP

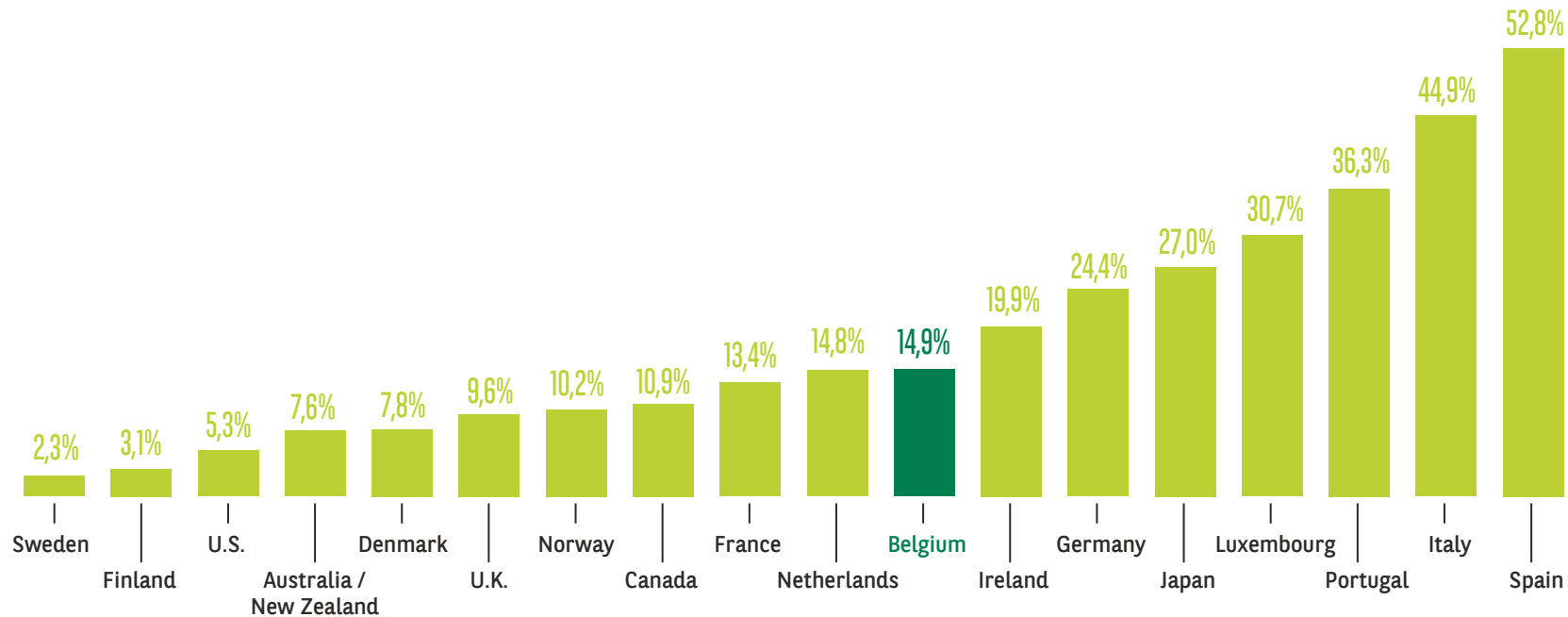


Source: IMF World Economic Outlook 2025



# Increase in dependency ratio

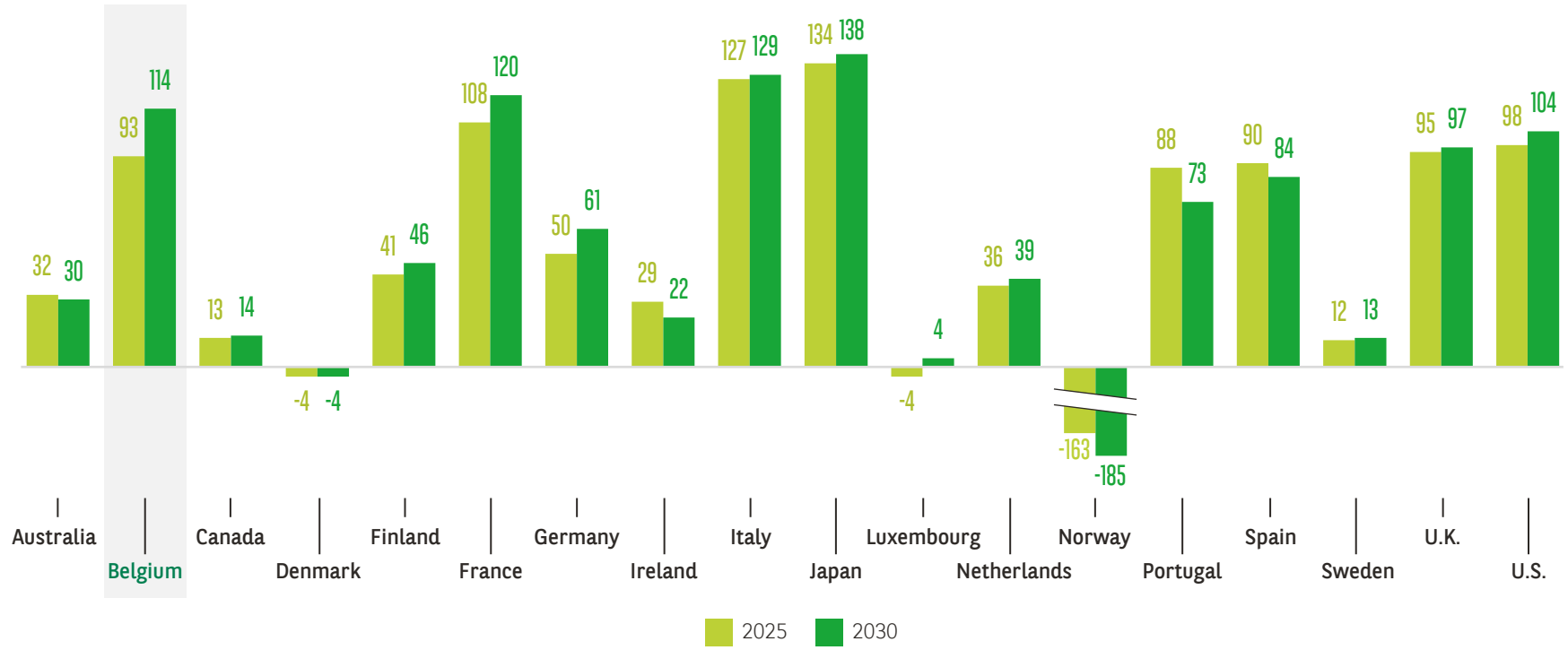
2025-2050





# Evolution of net government debt

In % of GDP

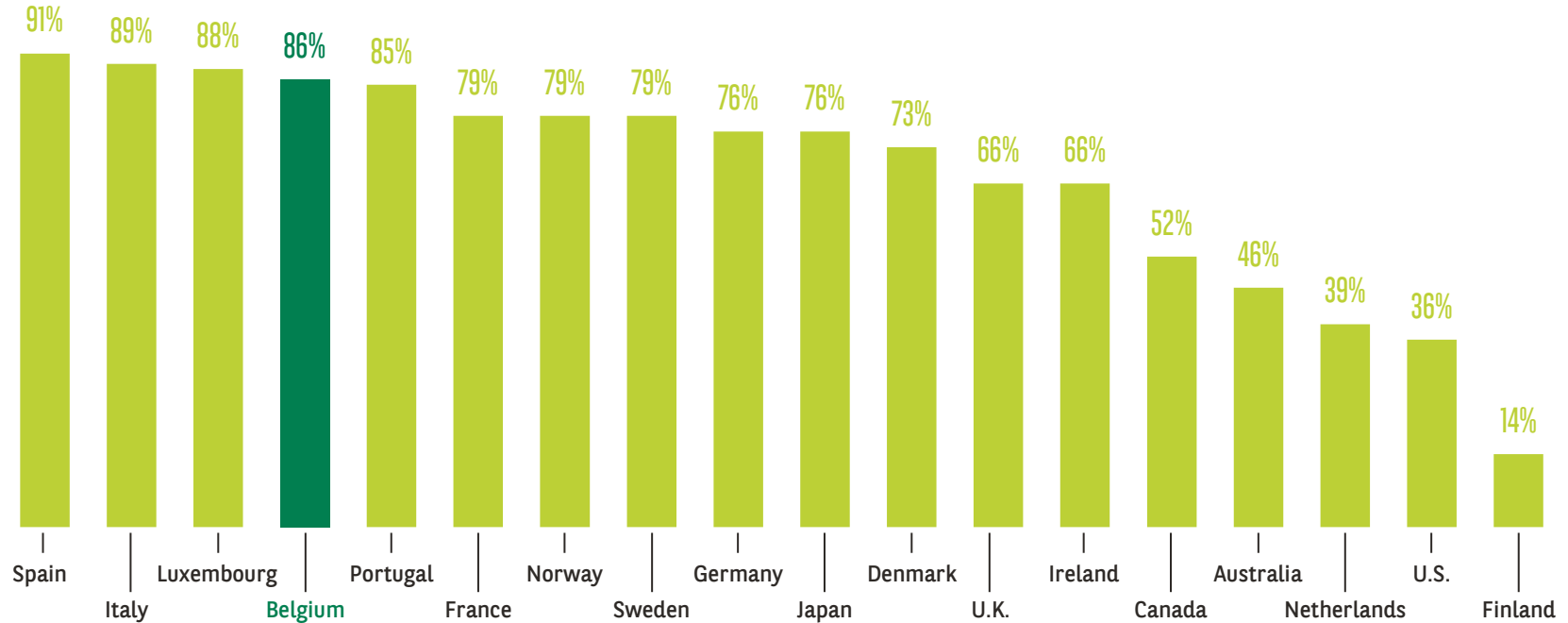


Sources: IMF World Economic Outlook 2025 ; BNP Paribas Fortis





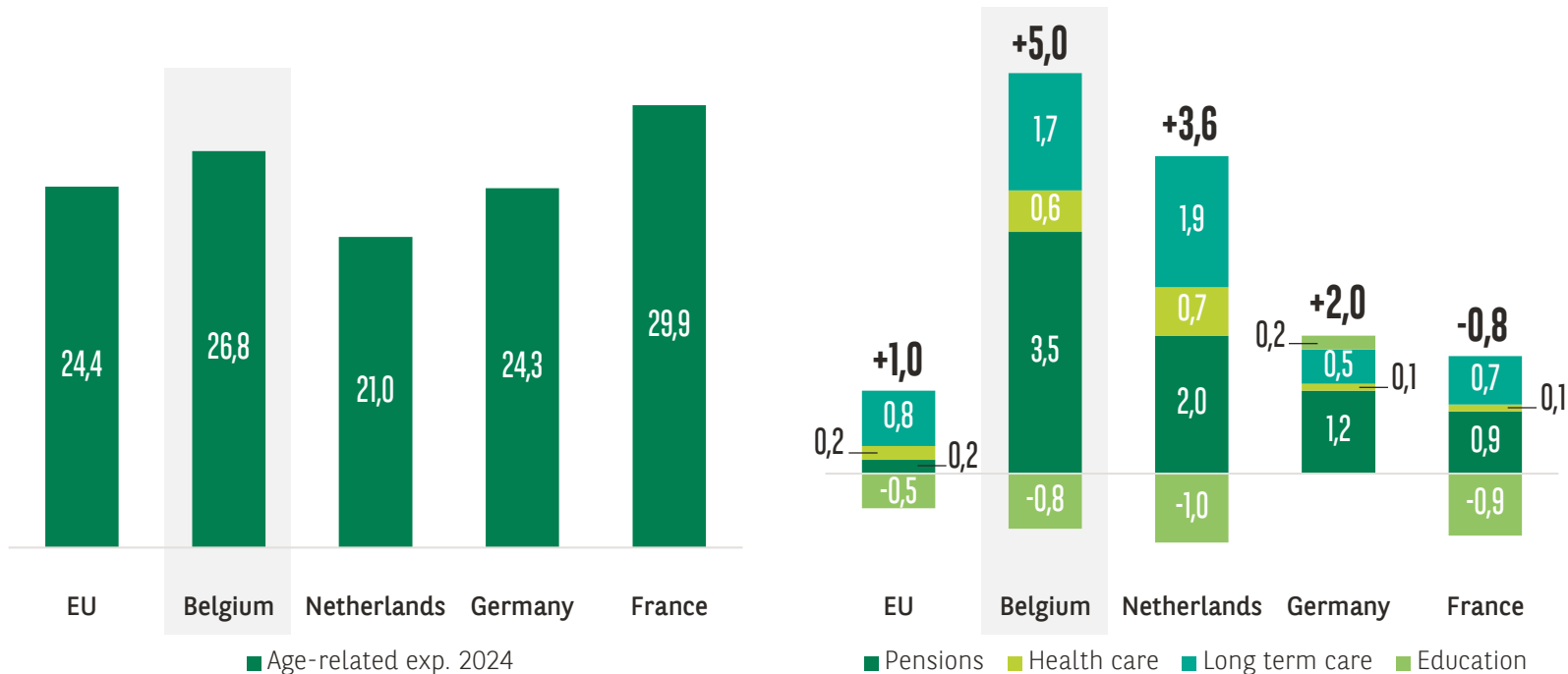
# Share of public pensions





# Change in cost of ageing (2022 – 2070)

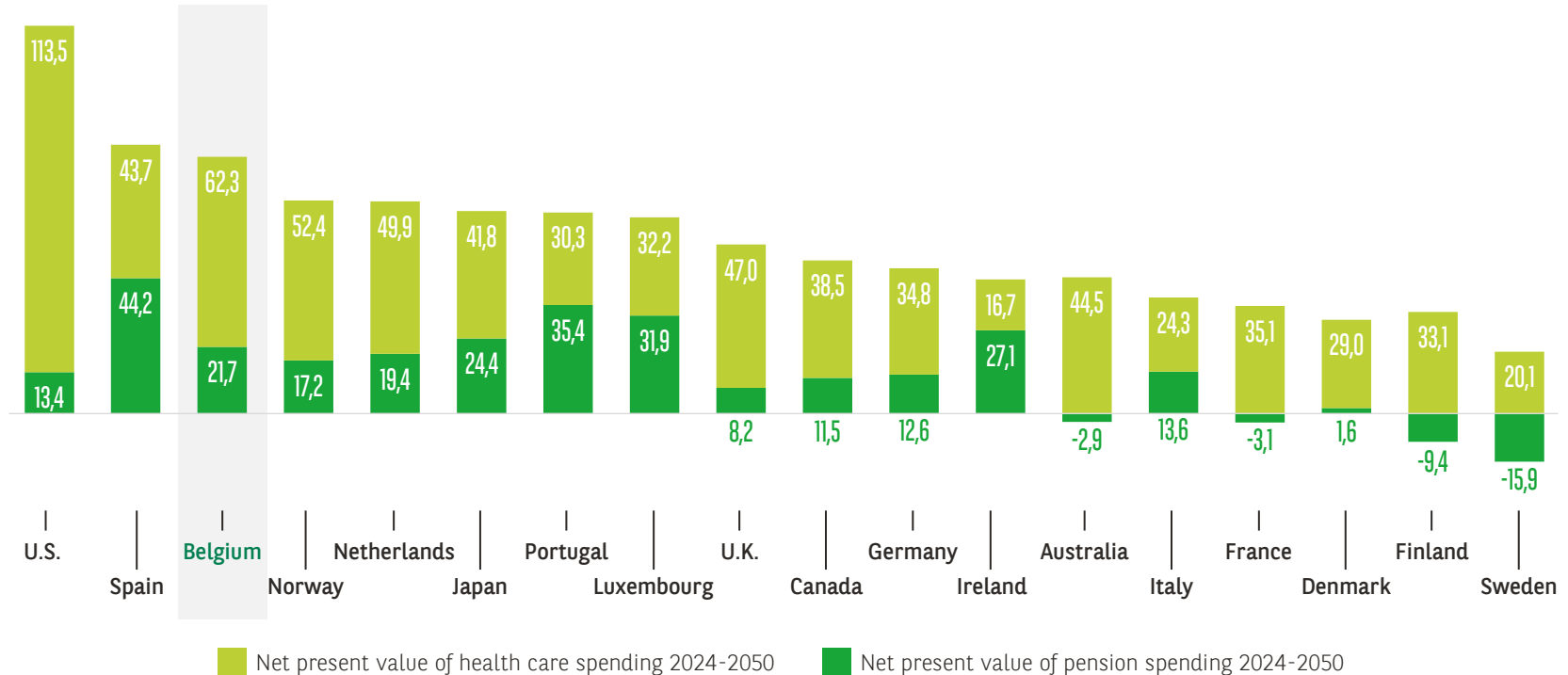
In % of GDP





# Pension & health care spending

In % of GDP



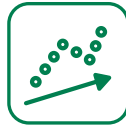


# General remarks



## Net debt:

Highest debt since World War II



## Government revenues:

European revenues are much higher than in Anglo-Saxon countries. Revenues are the highest in Scandinavian countries, France and Belgium



## Increase dependency ratio:

Especially southern Europe



## NPV of additional ageing cost

- Huge challenge in the US with Medicare
- Challenges for EU countries, e.g. Spain: + 88% of GDP; Belgium: +84% of GDP



## Public part in total pension income

- $\geq 80\%$  for most EU countries; difficult to change
- Anglo-Saxon countries:  $\pm 50\%$ ; UK = 66%; US = 36%



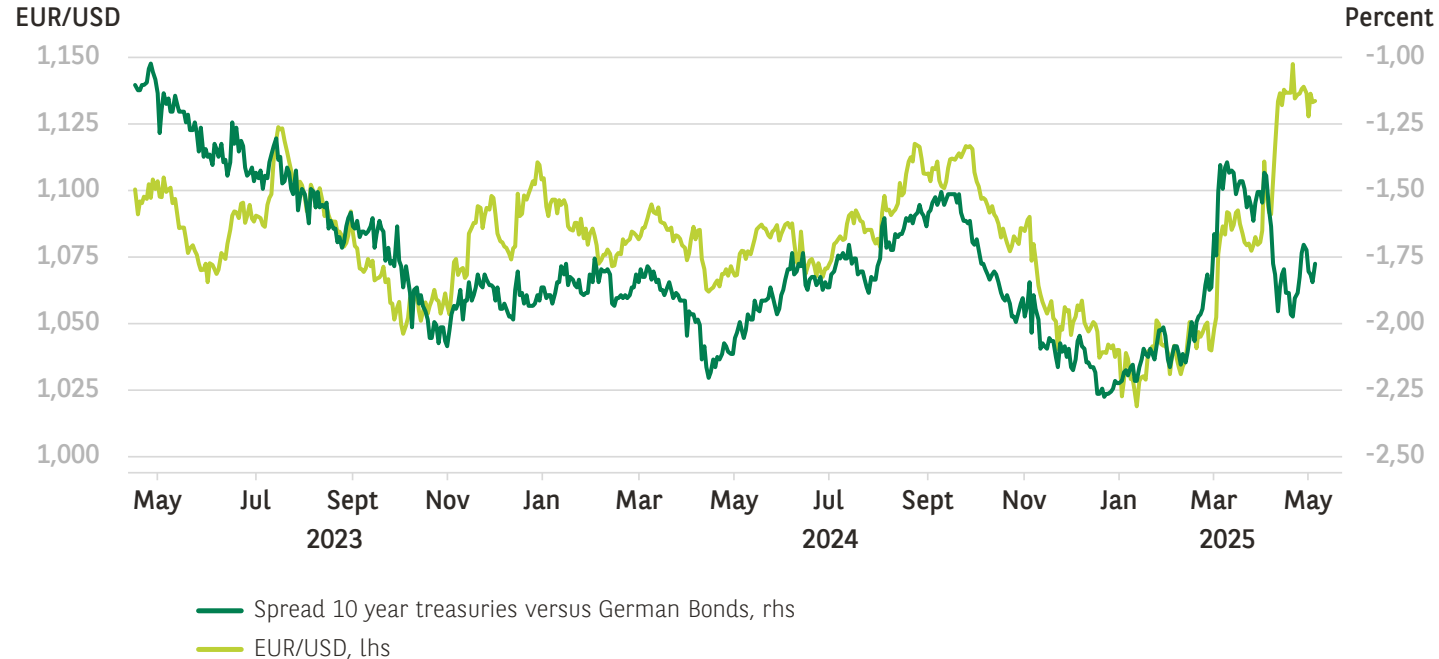
# It's euro time

by Koen De Leus



# Where is the **dollar** heading ?

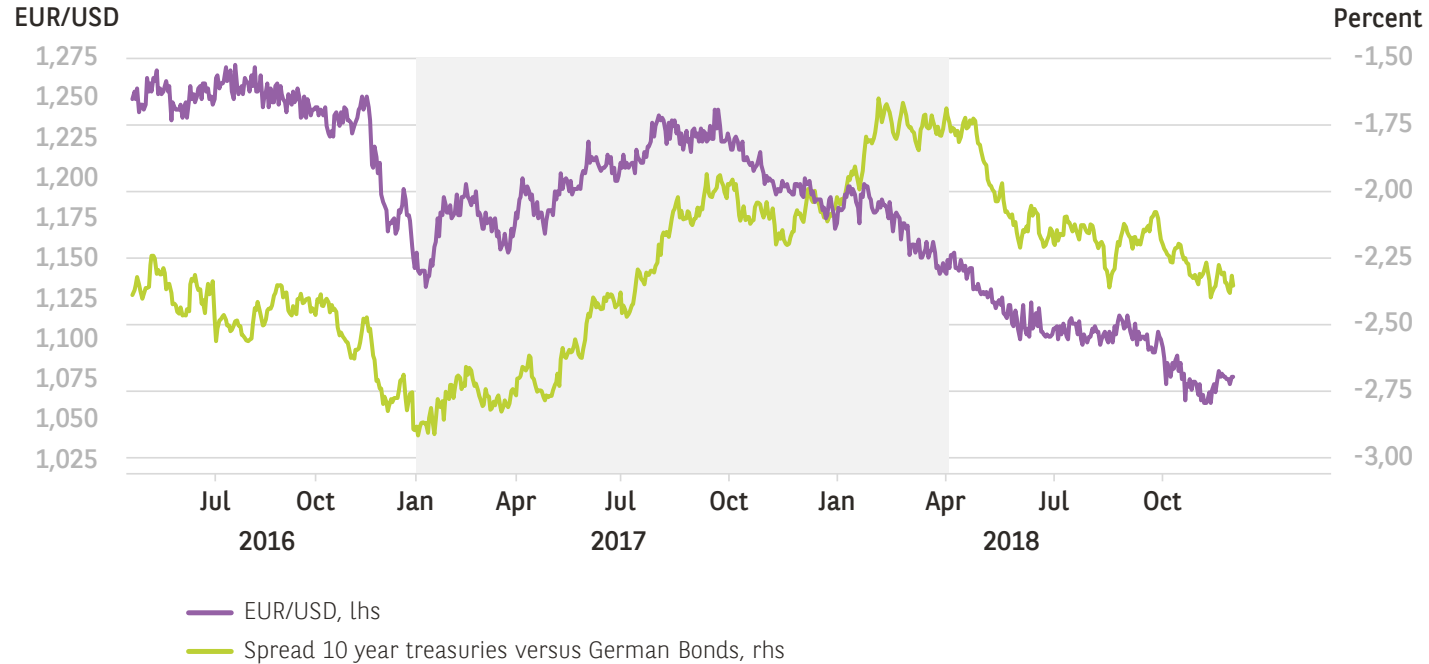
Rate spread euro (German) 10Y bond yields versus US





# Remember the EUR/ USD rally in 2017-2018

Rate spread euro (German) 10Y bond yields versus US





# The most important graph

1 Euro = X USD



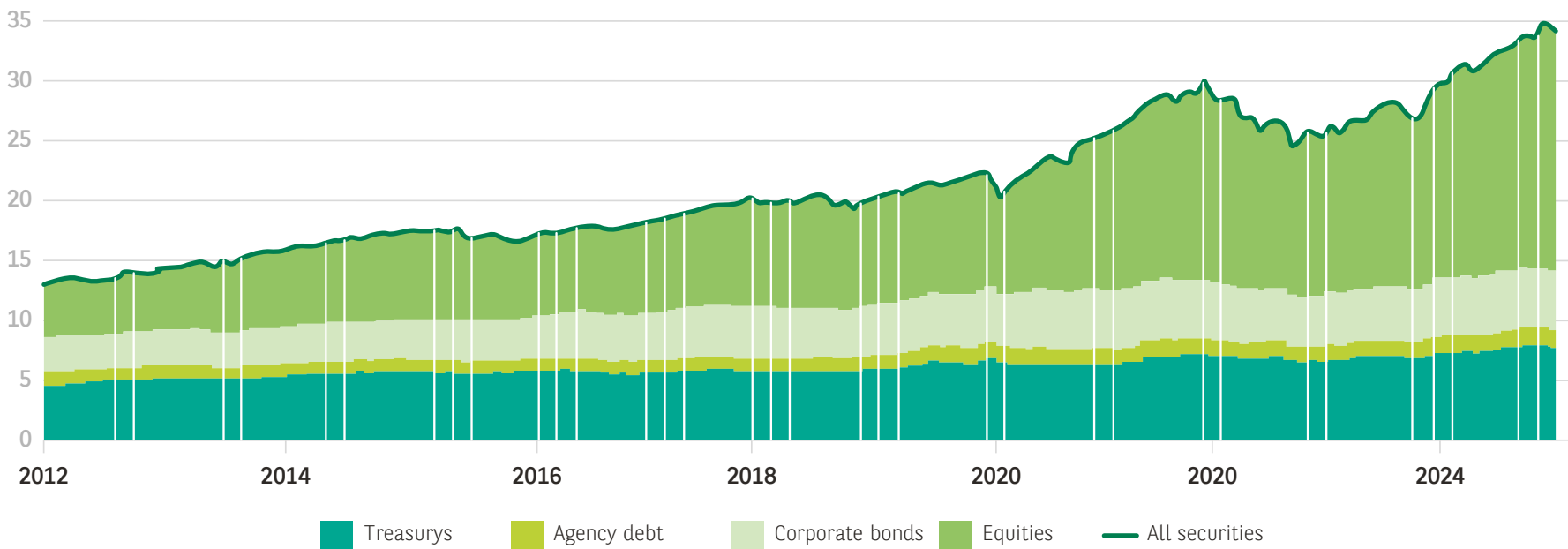




# Big foreign exposure to USD assets

In trillion USD

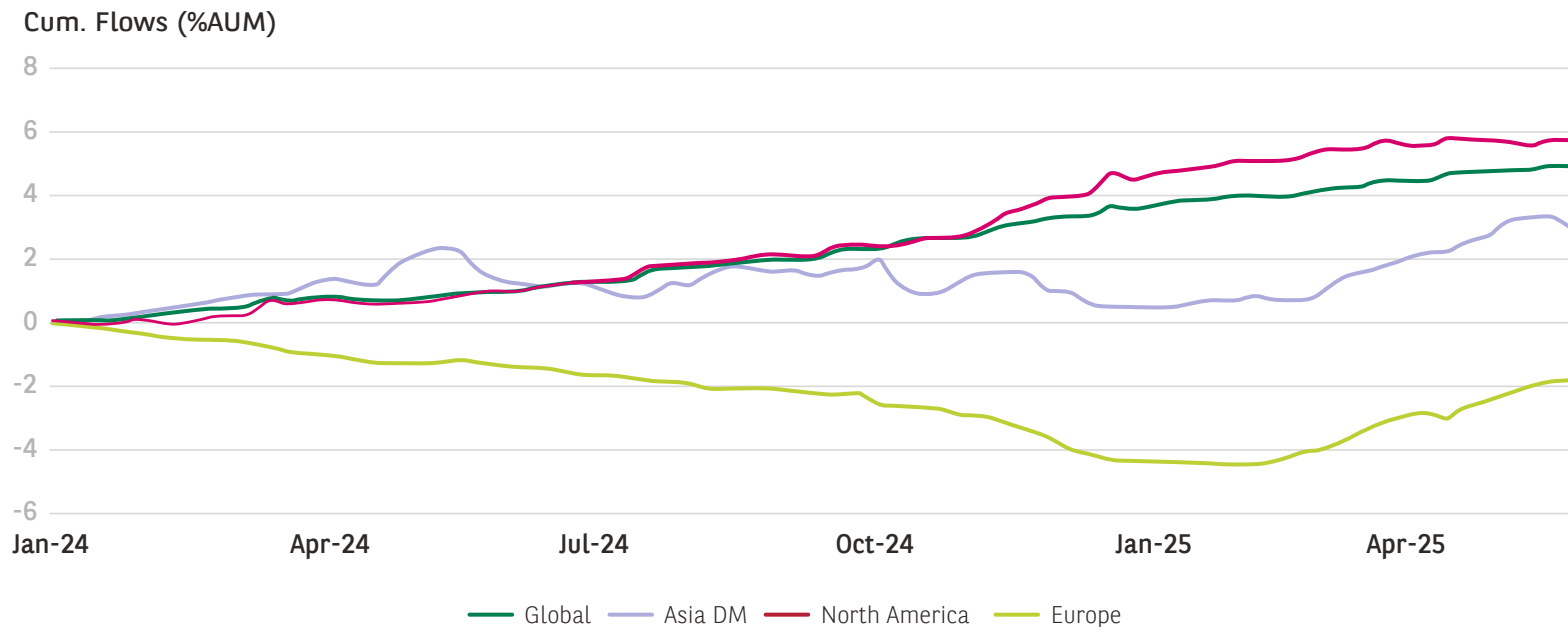
Foreign exposure to US assets





# ETFs and mutual fund flows by region

## lots of room for Europe to catch up





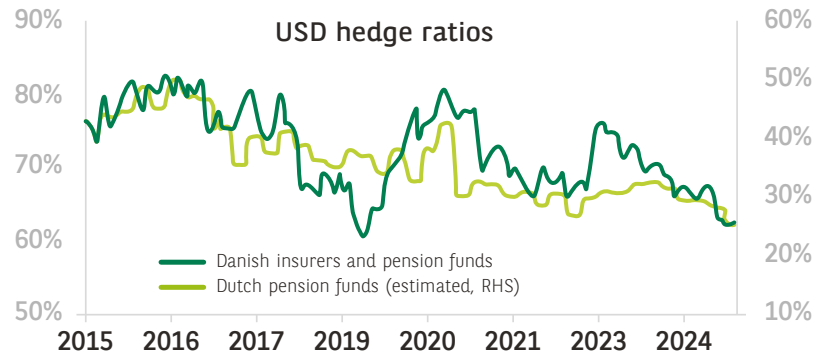
# EUR/ USD: Higher for longer

## WHY? Low FX hedge ratios & high USD exposure in equities

### BNP Paribas End-Period FX Forecasts

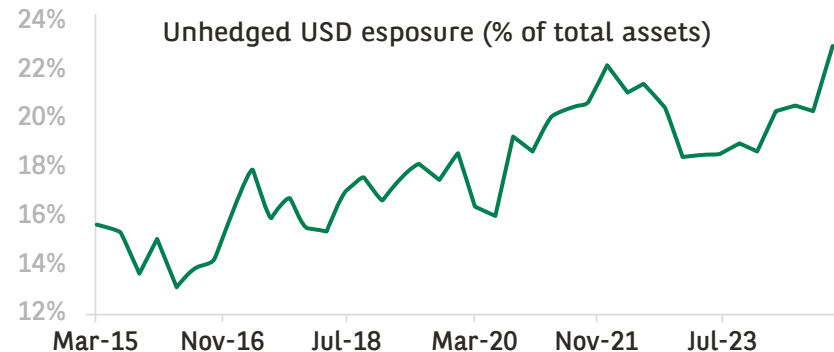
| USD Bloc | Q2 2025 | Q3 2025 | Q4 2025 | Q1 2026 | Q2 2026 | Q3 2026 | Q4 2026 |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| EURUSD   | 1.16    | 1.16    | 1.18    | 1.19    | 1.20    | 1.21    | 1.22    |

### Dutch and Danish pension fund FX hedge ratios on USD assets near the lows...



Dutch data are BNP Paribas estimates. See the Appendix on [page 5](#).  
Sources: Dutch central bank, Danish central bank, Bloomberg, BNP Paribas

### ... with unhedged USD exposure at the highs



Hedged exposures are BNP Paribas estimates.  
Sources: Dutch central bank, Danish central bank, Bloomberg, BNP Paribas

# Structural rebalancing of global portfolios ?

**Different post-covid EU policy & macroeconomic environment; favours normalization / higher yields**

- Tighter labor markets (high-pressure economy)
- Rebuilding domestic demand driver: EU investment needs € 750-800 bn or 5% of EU's GDP according to Draghi report, with 80% of the required EU investment coming from the private sector.
- More fiscal activism

**Trumps chaos and protectionism are accelerators.**



# Necessary condition to absorb new inflow, at scale: **develop CAPM/ SIU faster**

## Actions EU to deepen/ integrate financial markets:



Relaxation Solvency II rules for insurers to **buy securitised assets** (incl. simplification STS-criteria).



Development (pan-)EU **private pension fund** industry to develop/ deepen.



Rebrand CMU into SIU **harmonizing insolvency/ tax laws + attracting household savings.**



Pushing forward with **common-eurobond** issuance

**Institutional savings at pension funds and life insurers command critical mass in capital markets.**





# Belgian job market

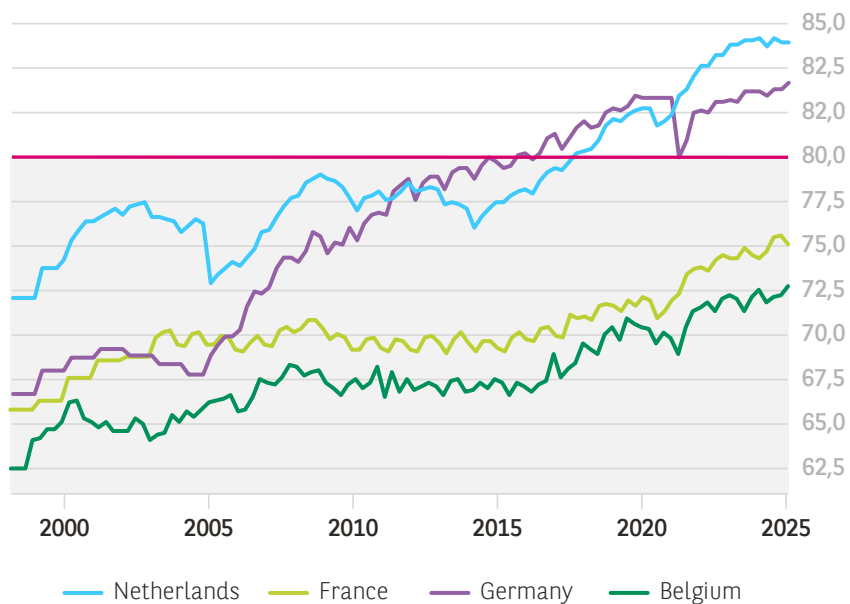
by Koen De Leus





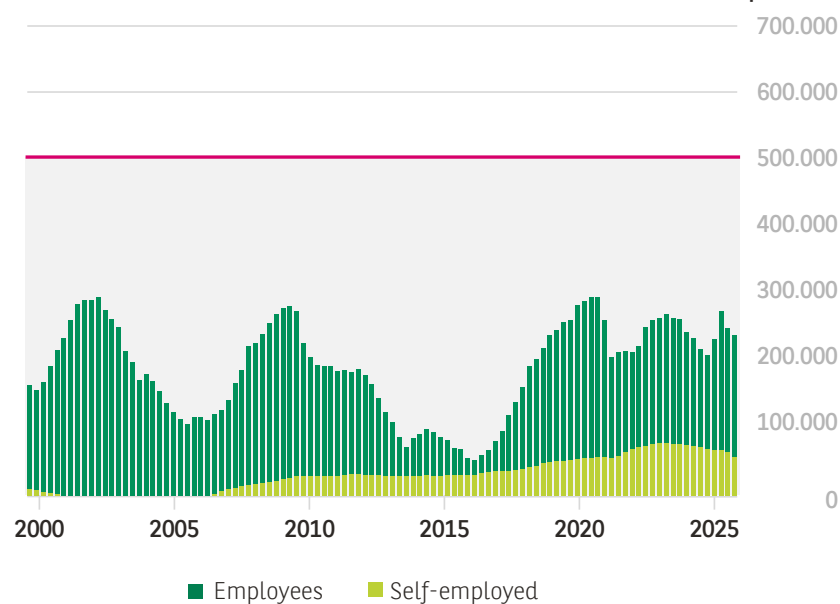
## Employment rates

Percent



## Total employment 4-year-changes

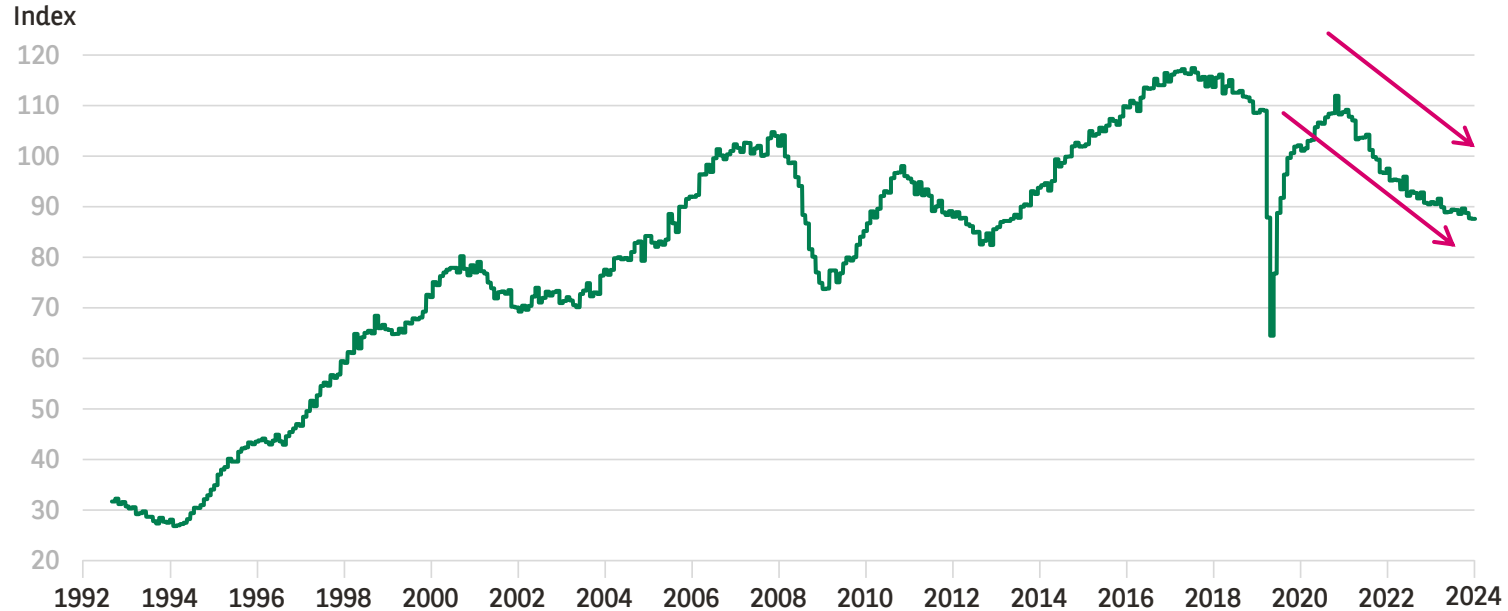
No. of persons





# Leading indicator... trending down

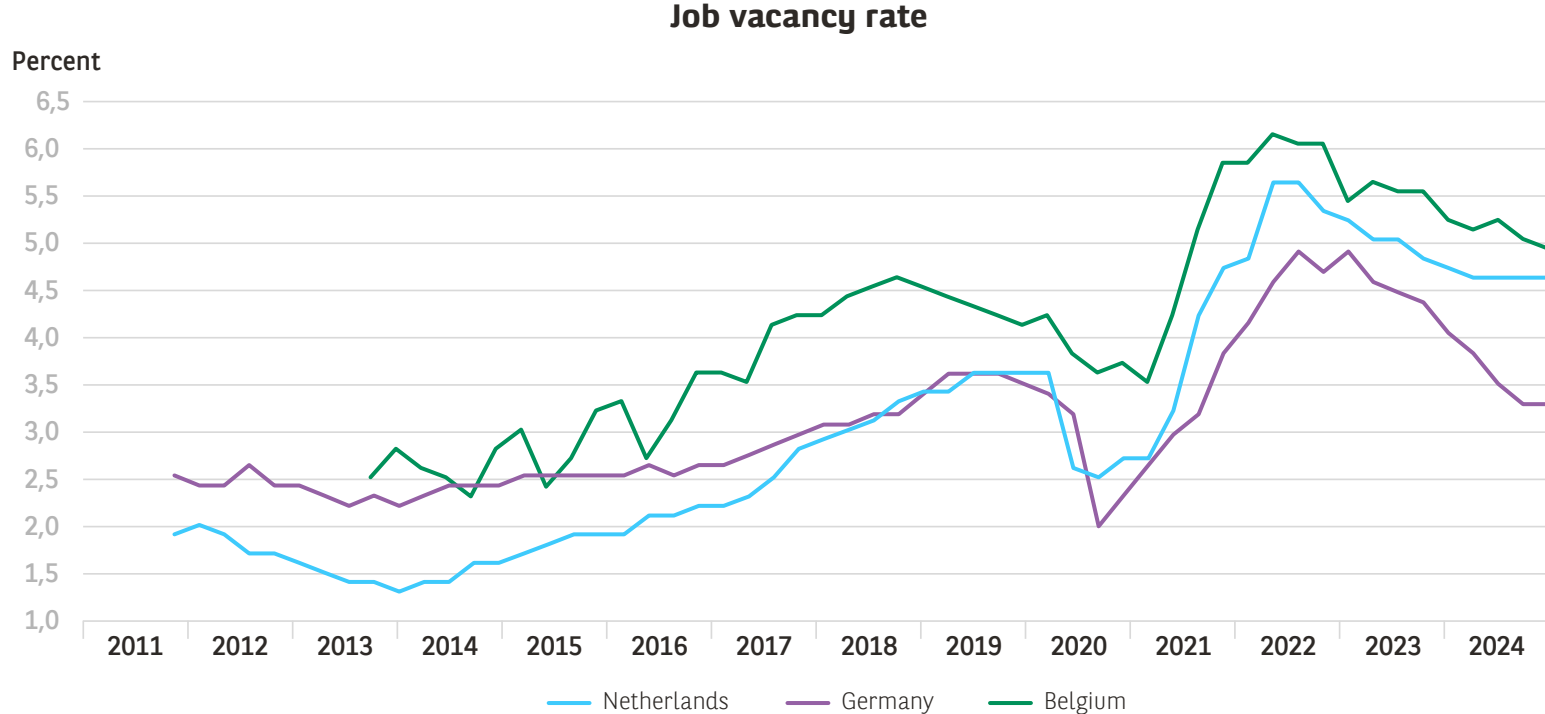
Index of temporary employment







# Vacancies are coming down





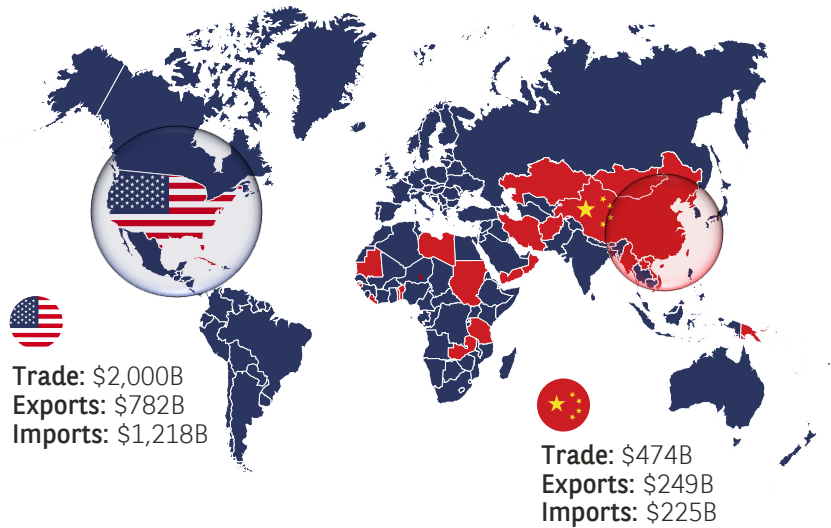
# American exceptionalism: the end of an era?

by Philippe Gijssels



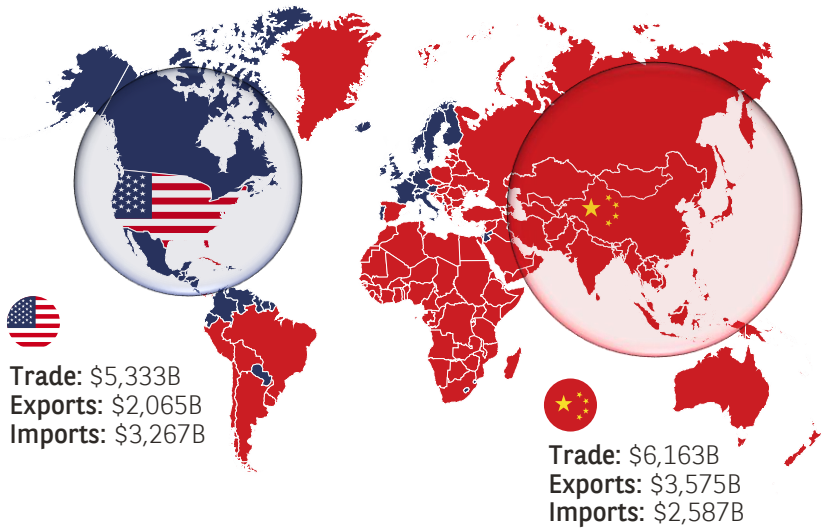
# The global **trade war**

2000



■ U.S. as the Larger Trading Partner

2024

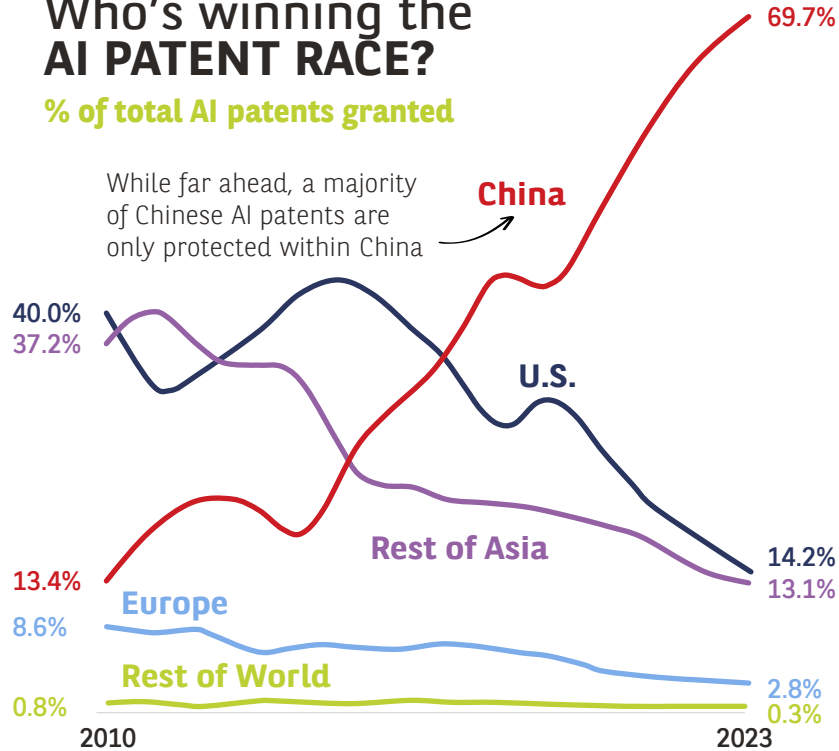


■ China as the Larger Trading Partner

# Or a tech war?

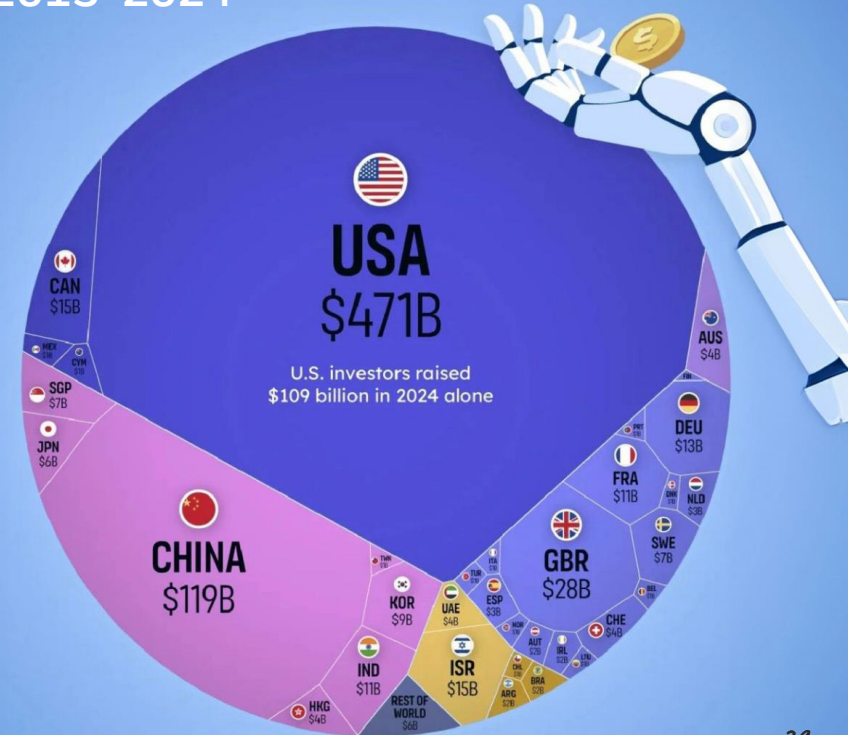
## Who's winning the AI PATENT RACE?

% of total AI patents granted



Source: Visual Capitalist; The 2025 AI Index Report, Centre for international Governance Innovation

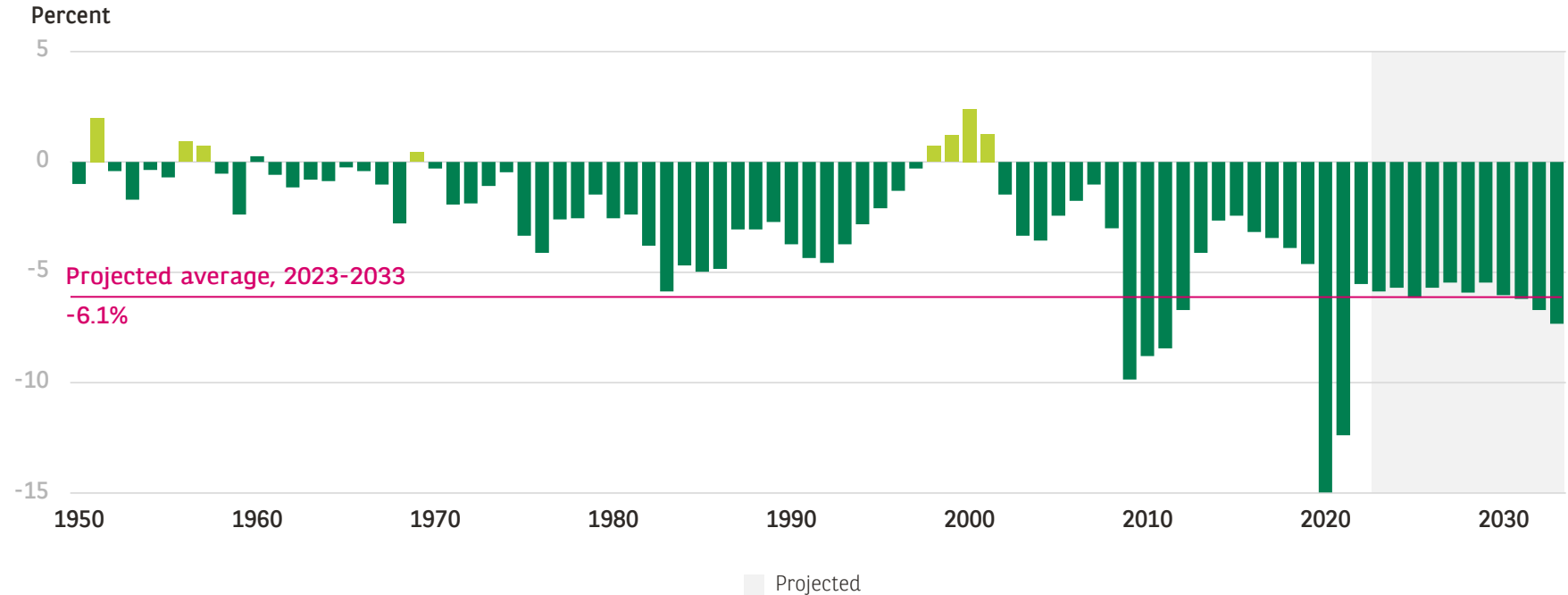
## Total private investment 2013-2024





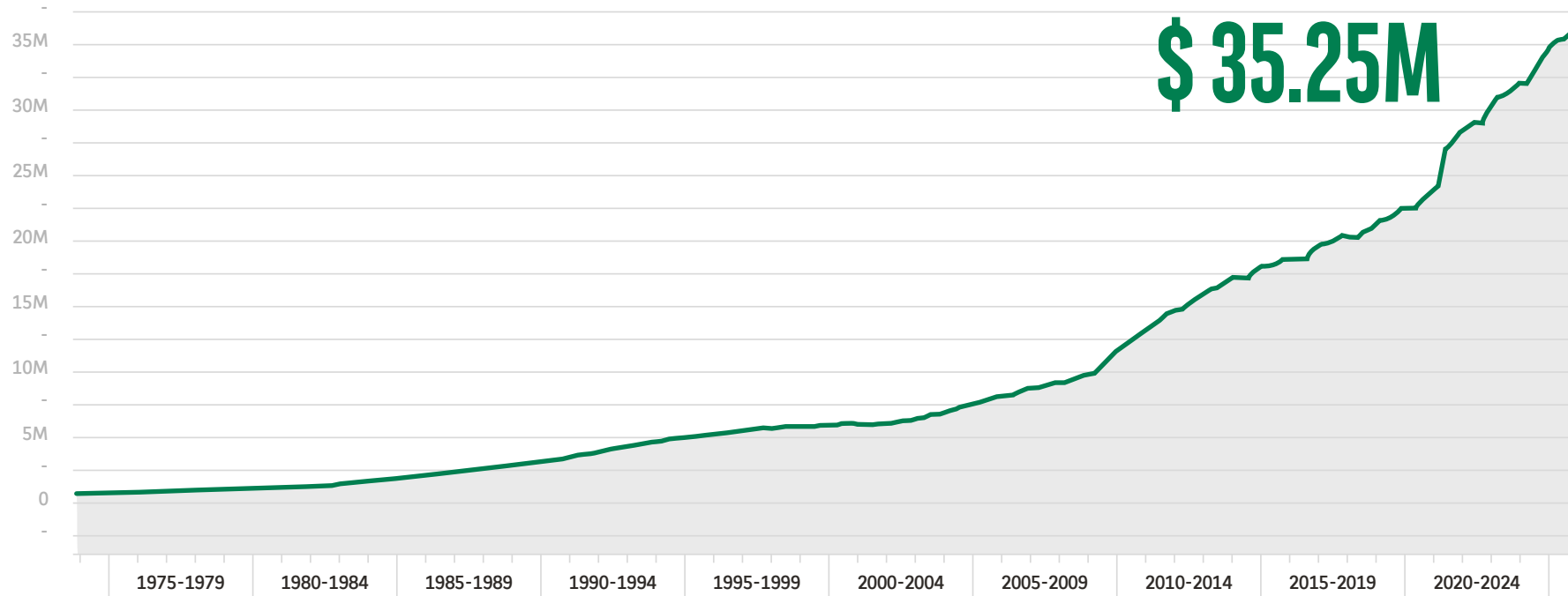
# US budget balance as share of GDP

Huge US budget deficit





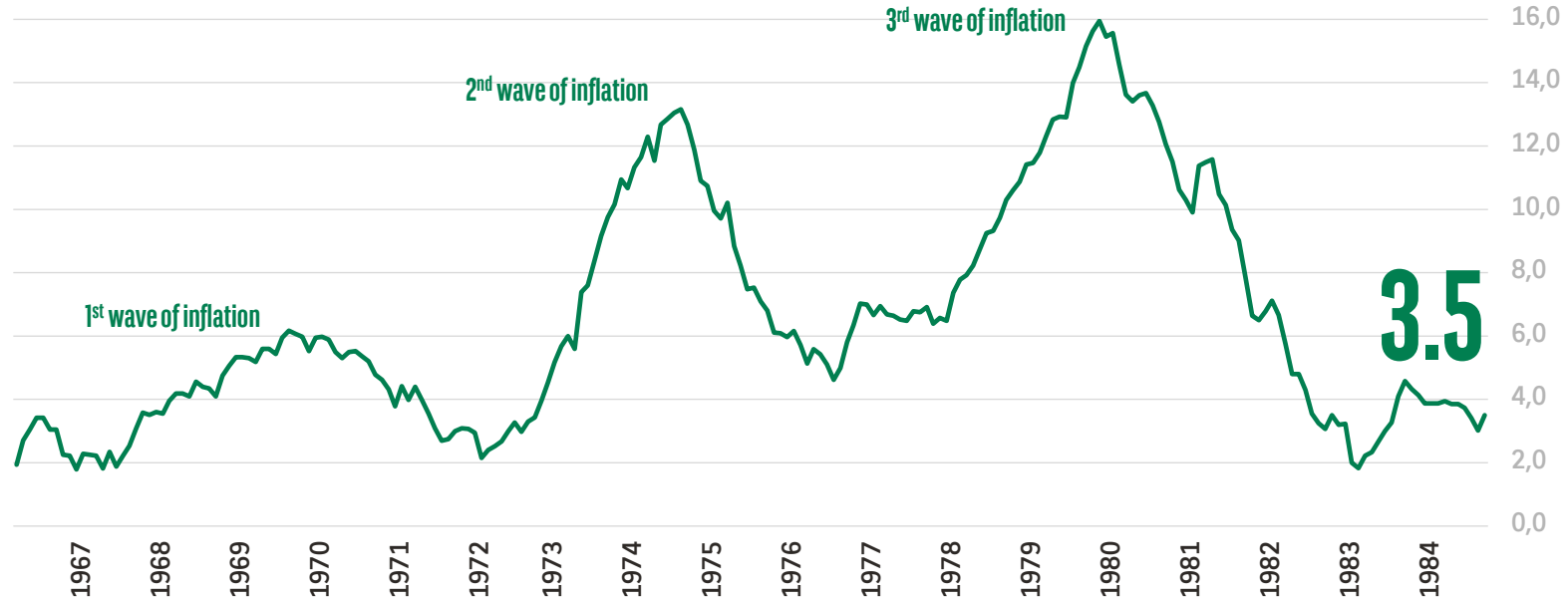
# Total debt US





# It all comes and goes in waves, **it always does ...**

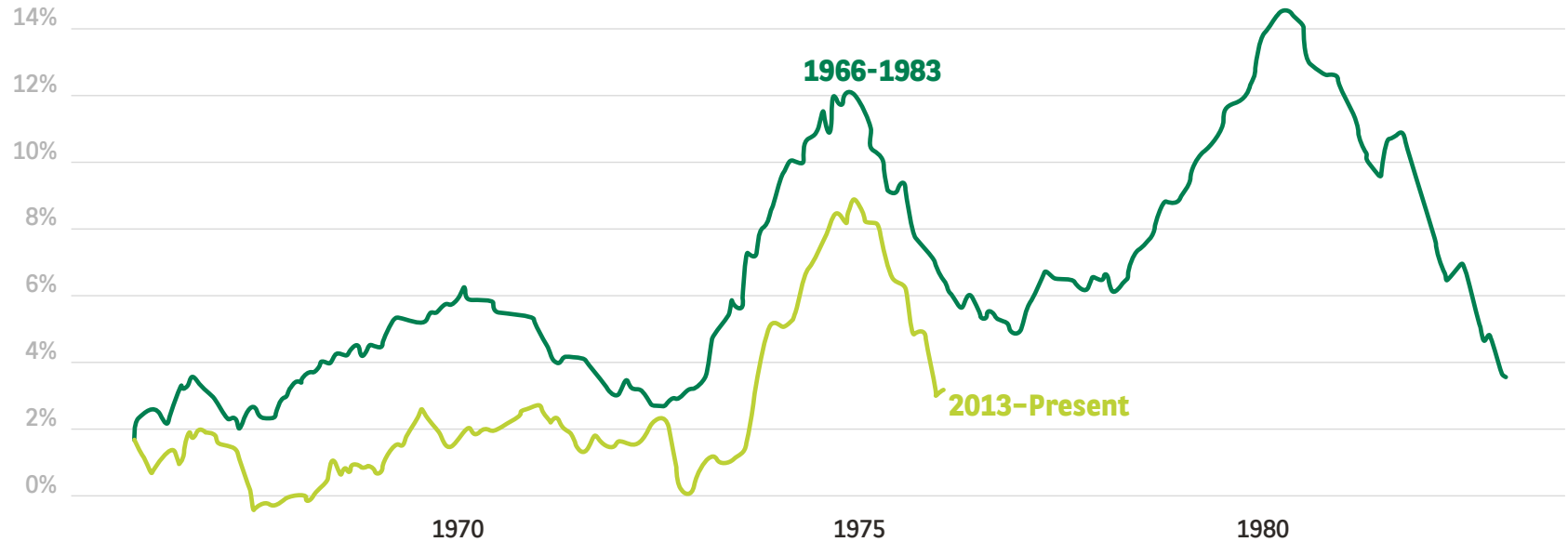
The three inflationary waves of the 1970s





# A repeat of the 70's?

The last decade of U.S. inflation mirrors 1966 to 1976  
Consumer Price Index year-over-year percent change

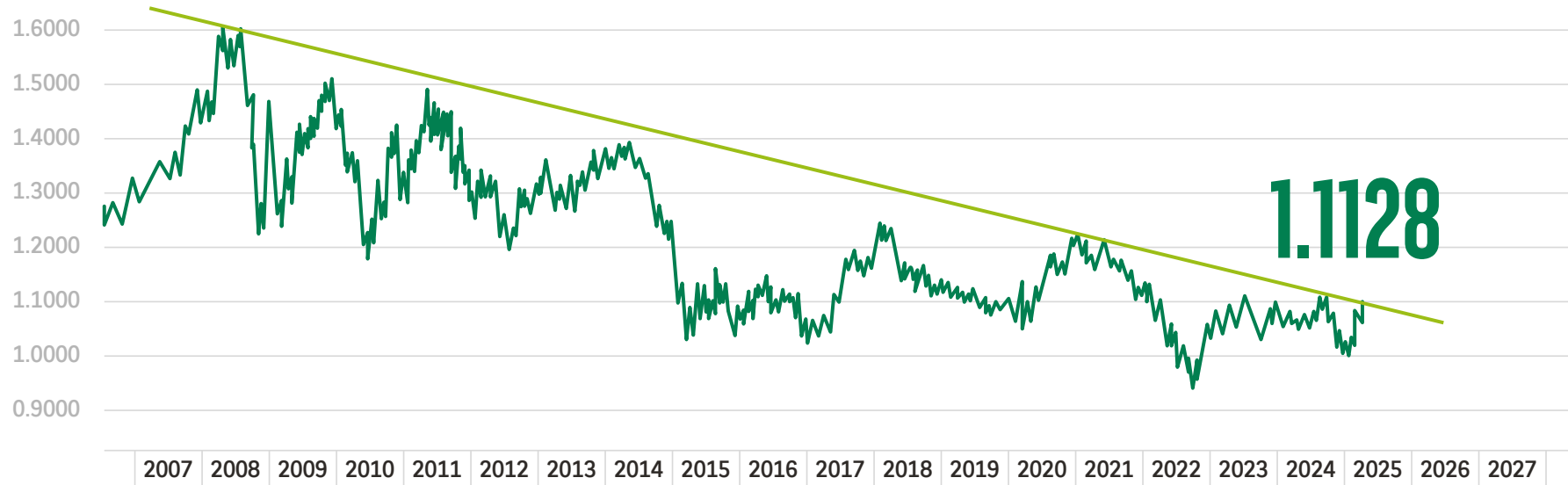






# Long-term breakout

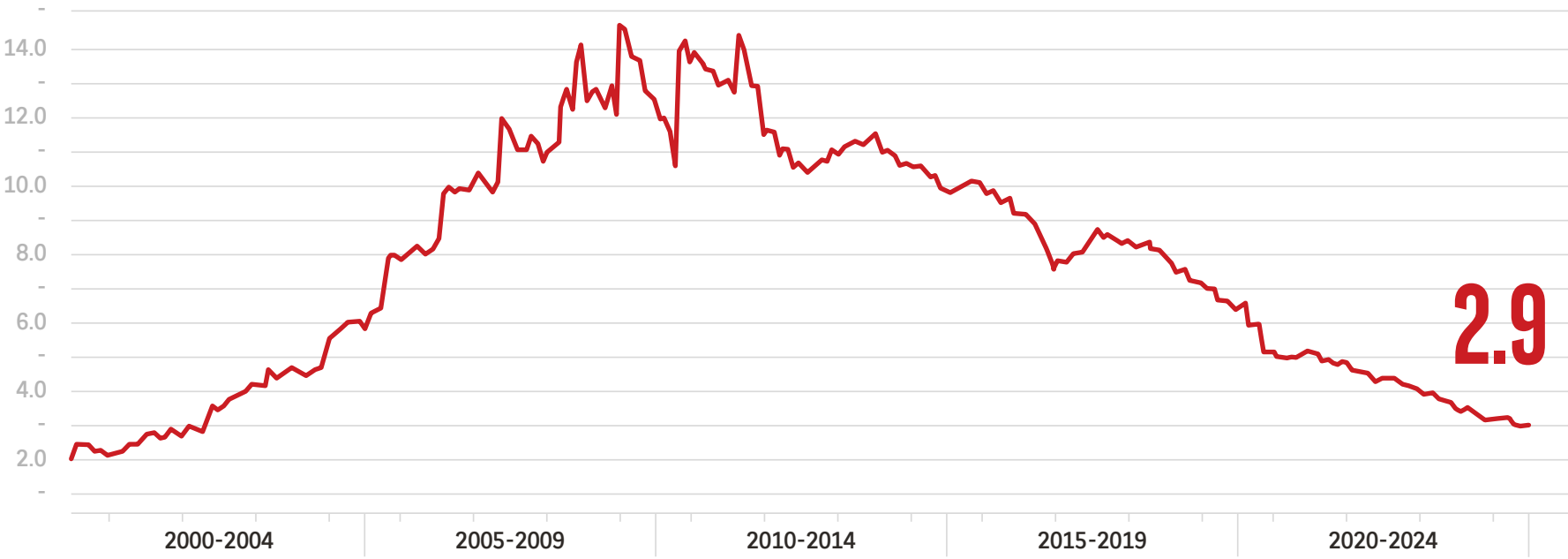
EURUSD daily candles – Chart as of 10 April 2025





# Games with the US debt

China % of US debt owned



# Games with the US debt

Foreign investors  
hold almost  
**one quarter**  
of America's  
national debt  
(\$8.5T)



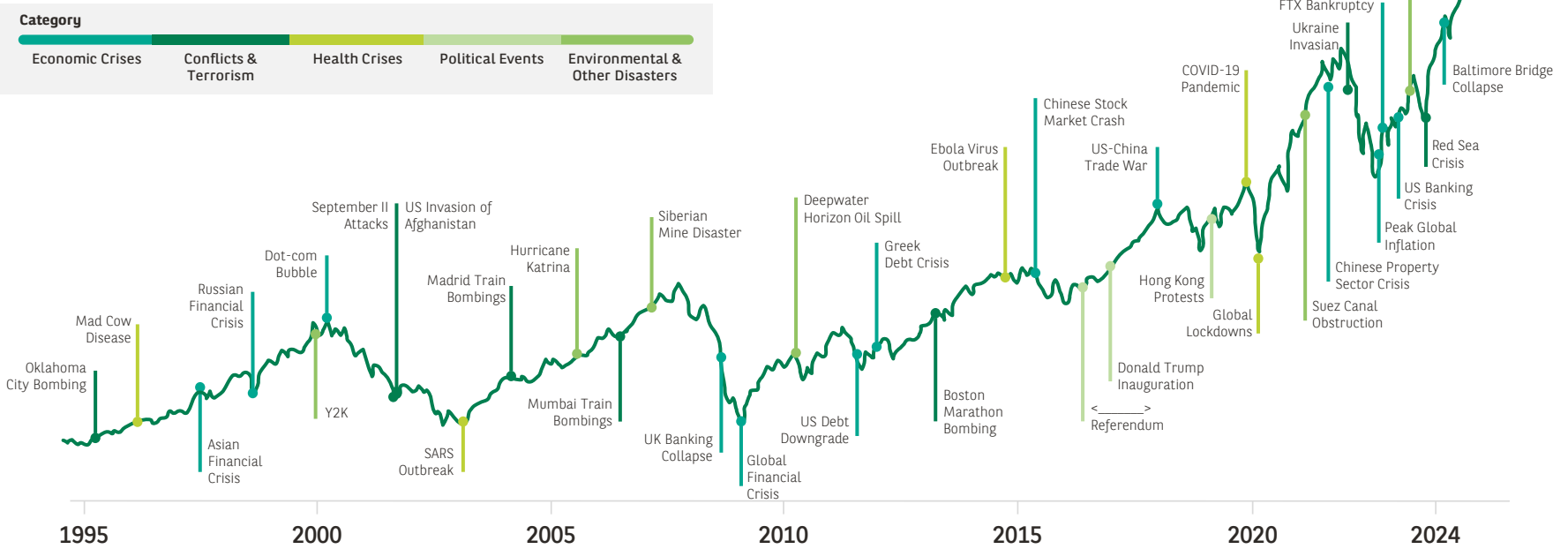


# Wall of worry

## A timeline of negative world events

The chart below shows the growth in world equity markets despite a never-ending stream of negative world events.

Despite ongoing uncertainty, \$1 invested in September 1994 grew to \$5.69 by the end of August 2024. This is an average annual return of 6.0%. With dividends re-invested, your return was 7.8% per annum



Source: MSCI, Humans United Management; Returns are based on the MSCI World Index from September 1994



# Credit risk

Price of one-year credit default swaps on US government debt (basis points)





# Japan

Japan 40 year Bond Yield **3.47** **+0.08** **(+0.08%)**

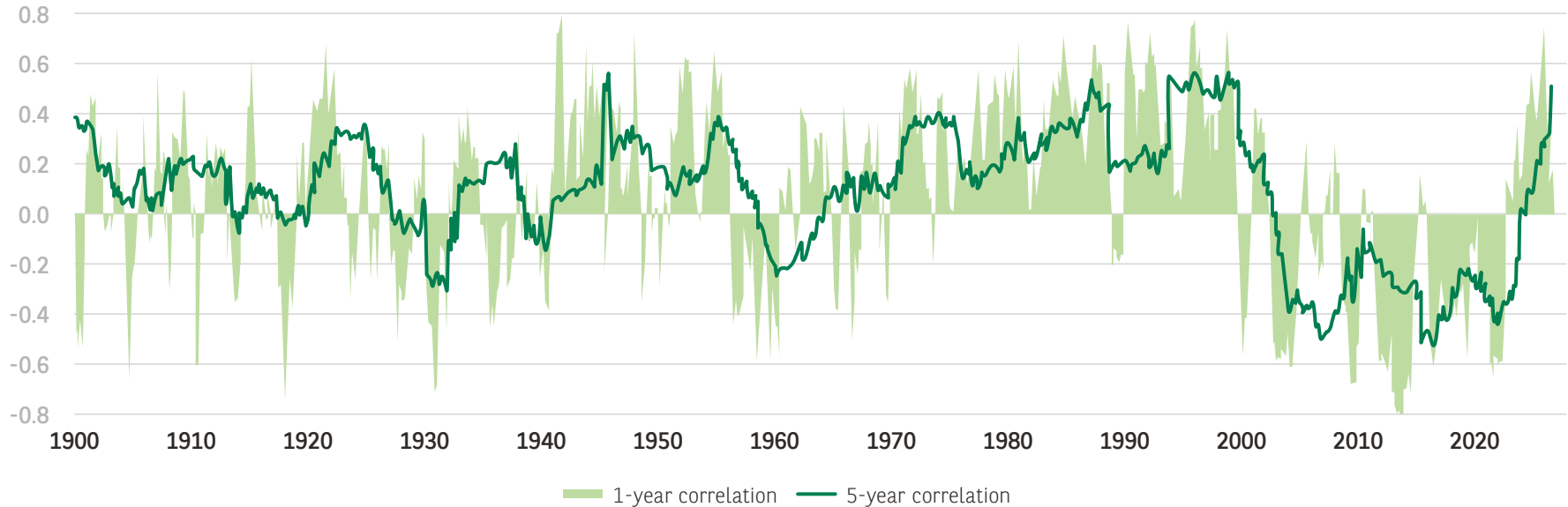




# Correlations on the rise

Since the COVID-19 crisis equity/bond correlations have been more positive

**S&P 500 vs. US 10-Year bond correlation**  
Daily returns where available, otherwise monthly returns

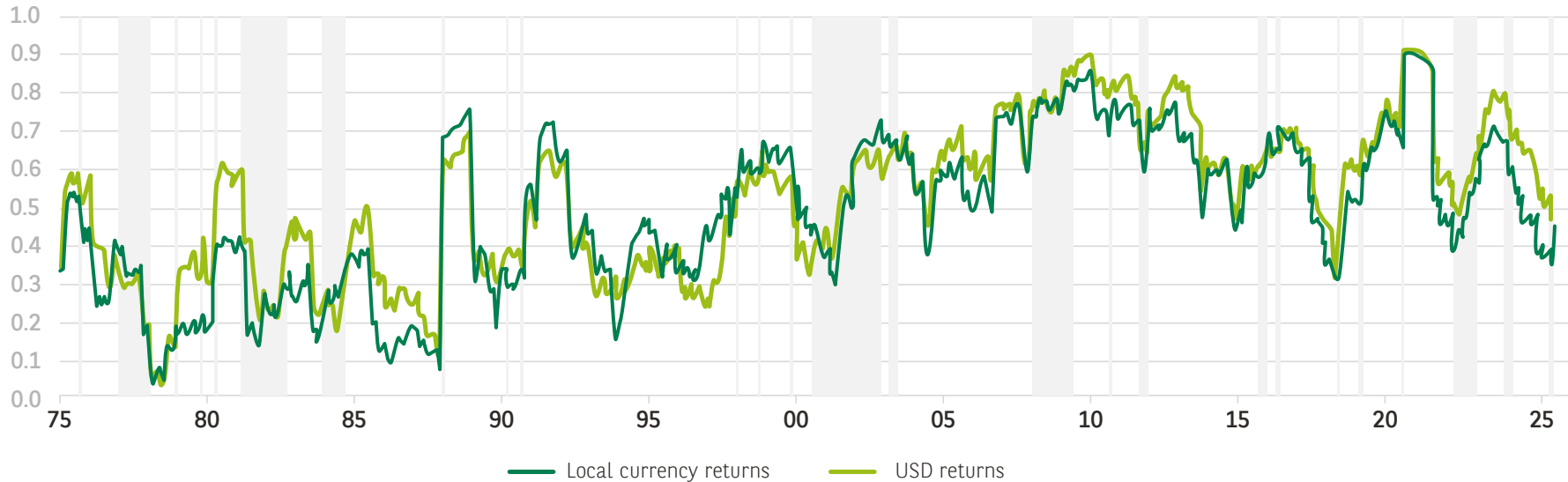




# International **diversification** benefits have been larger since the COVID-19 crisis

Average pairwise 1-year rolling correlation of international equity markets

Monthly returns, orange shading denotes S&P 500 drawdown >10%



Sources: Data stream, Goldman Sachs Global Investment Research.

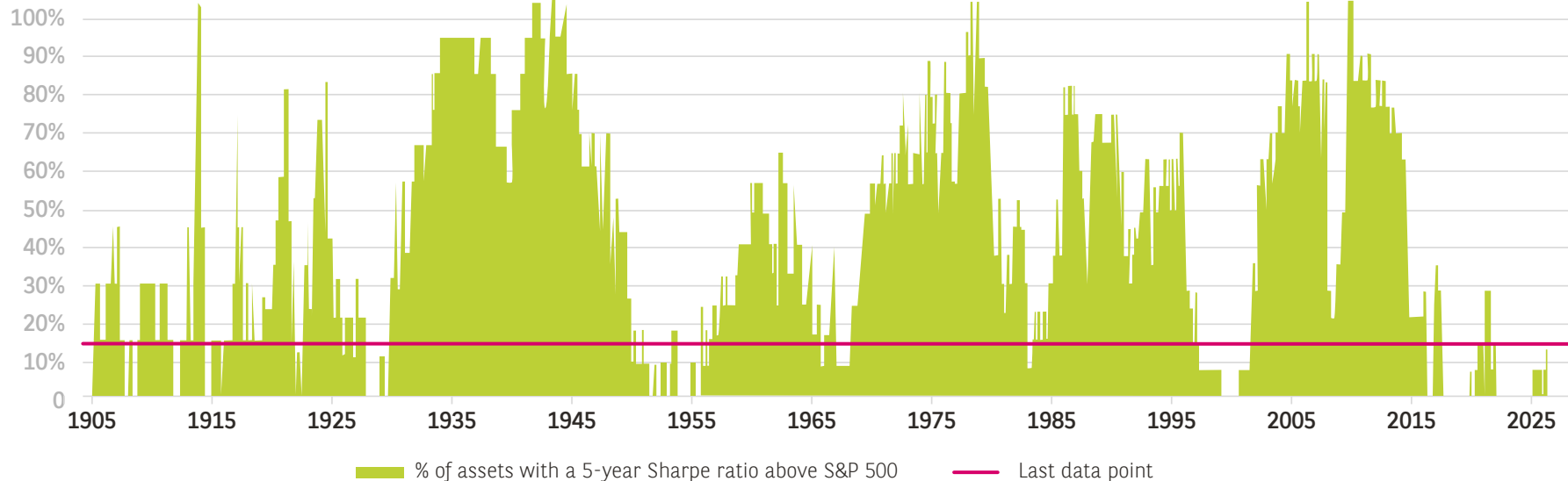
Countries included: Australia, Belgium, Canada, Denmark, France, Germany, Hong Kong, Ireland, Italy, Japan, Malaysia, Netherlands, Norway, Singapore, South Africa, Sweden, Switzerland, UK, US.





# US exceptionalism in the last 15 years has been an exception

In the last 10-15 years, US equities usually offered the highest Sharpe ratios  
but this was not always the case





# Commodities

by Philippe Gijssels

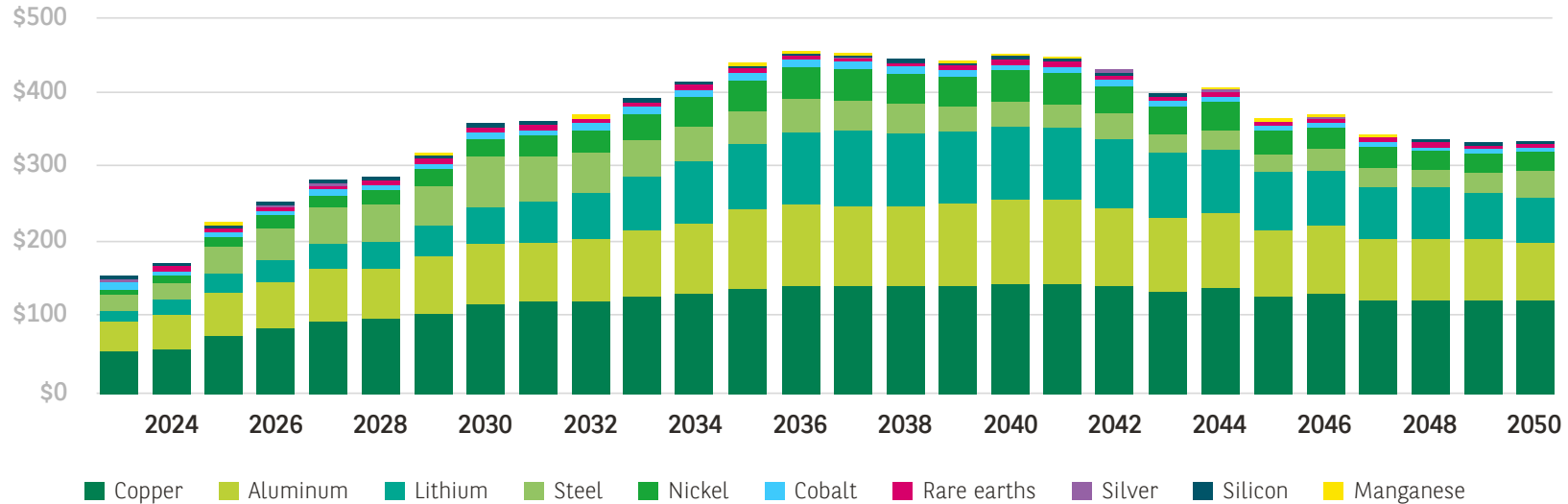


# The EV revolution

Multi-Trillion Dollar Net-Zero opportunity

Almost \$10 trillion of metals could be needed between now and 2050 for the energy transition

USD Billion



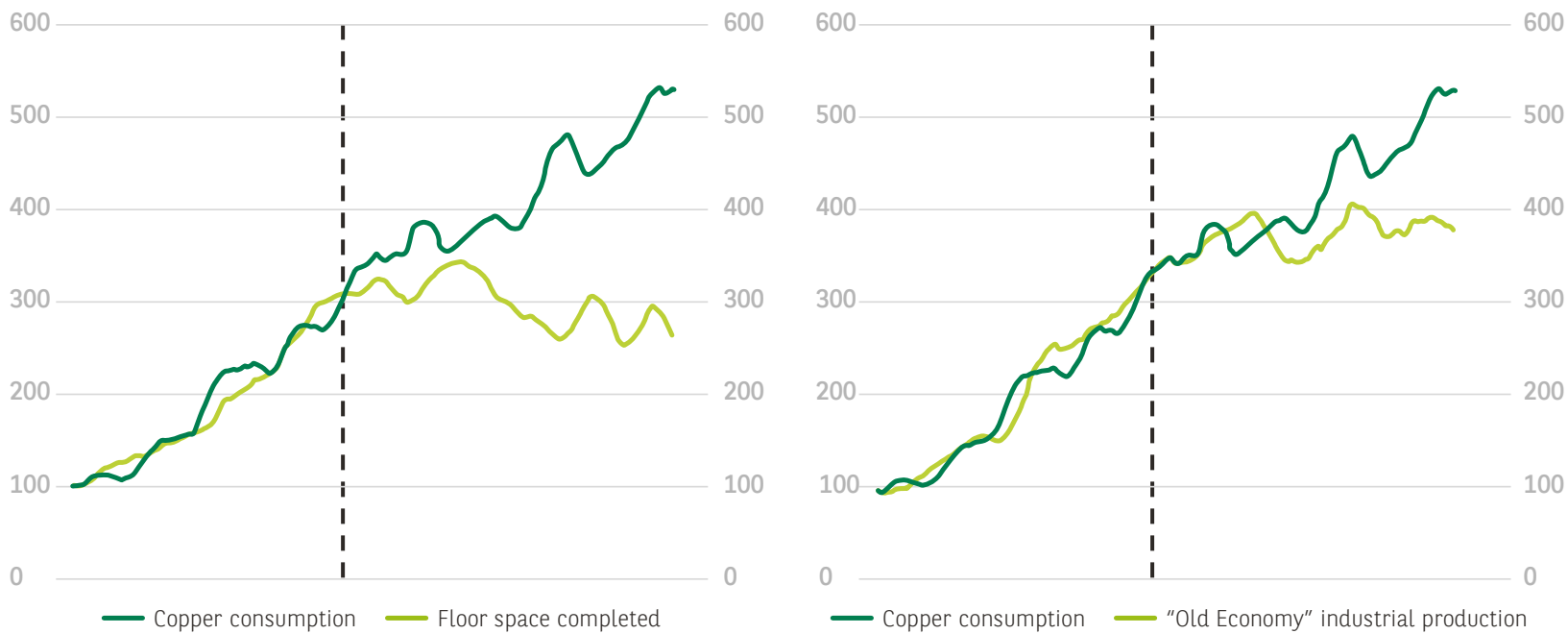
Note: Chart shows value of annual energy transition demand for metals in BNEF's Net Zero Scenario, based on historical 10-year average prices. Energy transition demand includes power generation, battery storage, power grid and transport sectors. See BNEF's Transition Metals Outlook for full list of assumptions made. Values are in 2022 real dollars

Source: BloombergNEF



# Copper demand

Copper consumption has decoupled from The “Old Economy”  
China



Source: Alpine Macro 2024



# Europe's dependence on Chinese resources

Percentage of critical materials supplied by China in 2024

100%



## Heavy rare earth elements

Nuclear reactors, TV screens, fiber optics

97%



## Magnesium

Aerospace alloys, automotive parts

85%



## Light rare earth elements

Catalysts, aircraft engines, magnets

79%



## Lithium

Batteries, ceramics, pharmaceuticals

71%



## Gallium

Semiconductors, LEDs, solar panels

67%



## Scandium

Aerospace components, power generation, sports equipment

65%



## Bismuth

Pharmaceuticals, cosmetics, low-melting alloys

62%



## Vanadium

Steel alloys, aerospace, tools

45%



## Baryte

Oil and gas, paints, plastics

45%



## Germanium

Fiber optics, infrared optics, electronics

40%



## Natural graphite

Batteries, lubricants, refractory materials

32%



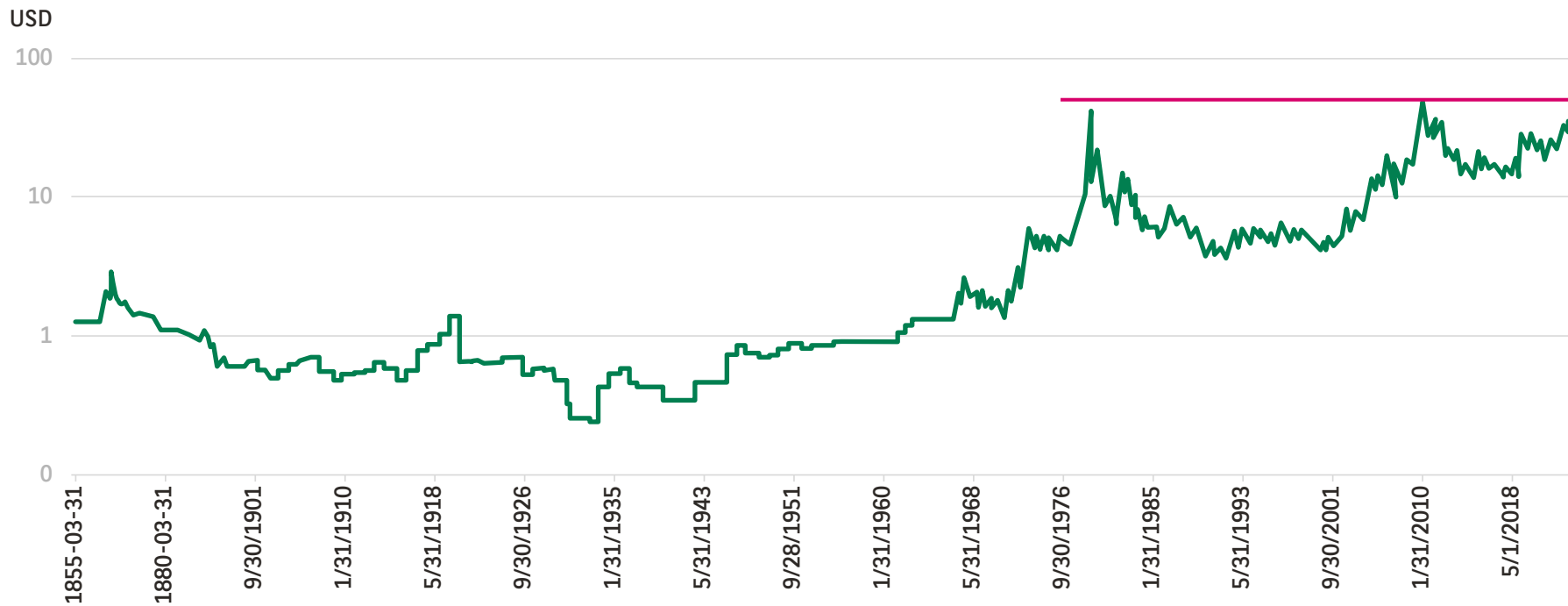
## Tungsten

Cutting tools, electronics, heavy metal alloys

# Oil



# Silver





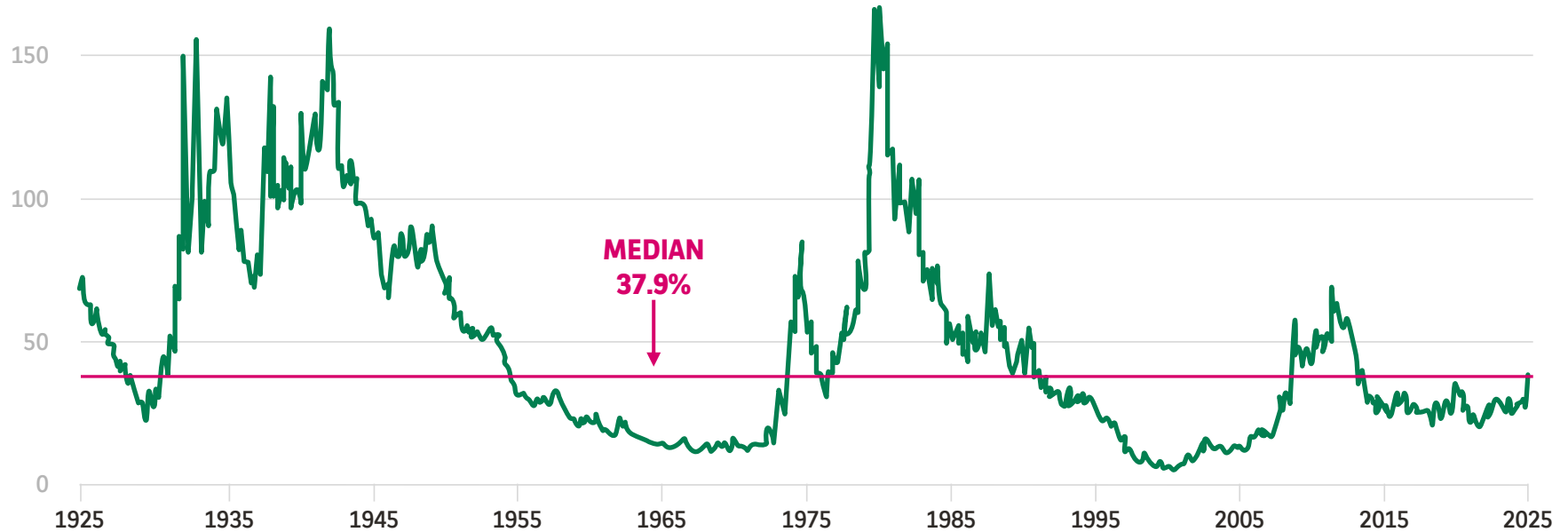
The chart displays the historical price of gold and silver from 1900 to 2020. The y-axis represents price in US dollars, ranging from 20.00 to 120.00. The x-axis represents years, with major ticks at 1950 and 2000. A green line represents the price of gold, and a blue line represents the price of silver. A horizontal dashed blue line at 100.00 is labeled "Silver Historically Undervalued" with a blue arrow pointing to it. A horizontal dashed red line at approximately 15.00 is labeled "Gold Historically Undervalued" with a red arrow pointing to it. A large blue question mark is on the right side of the chart.





# Gold versus equities

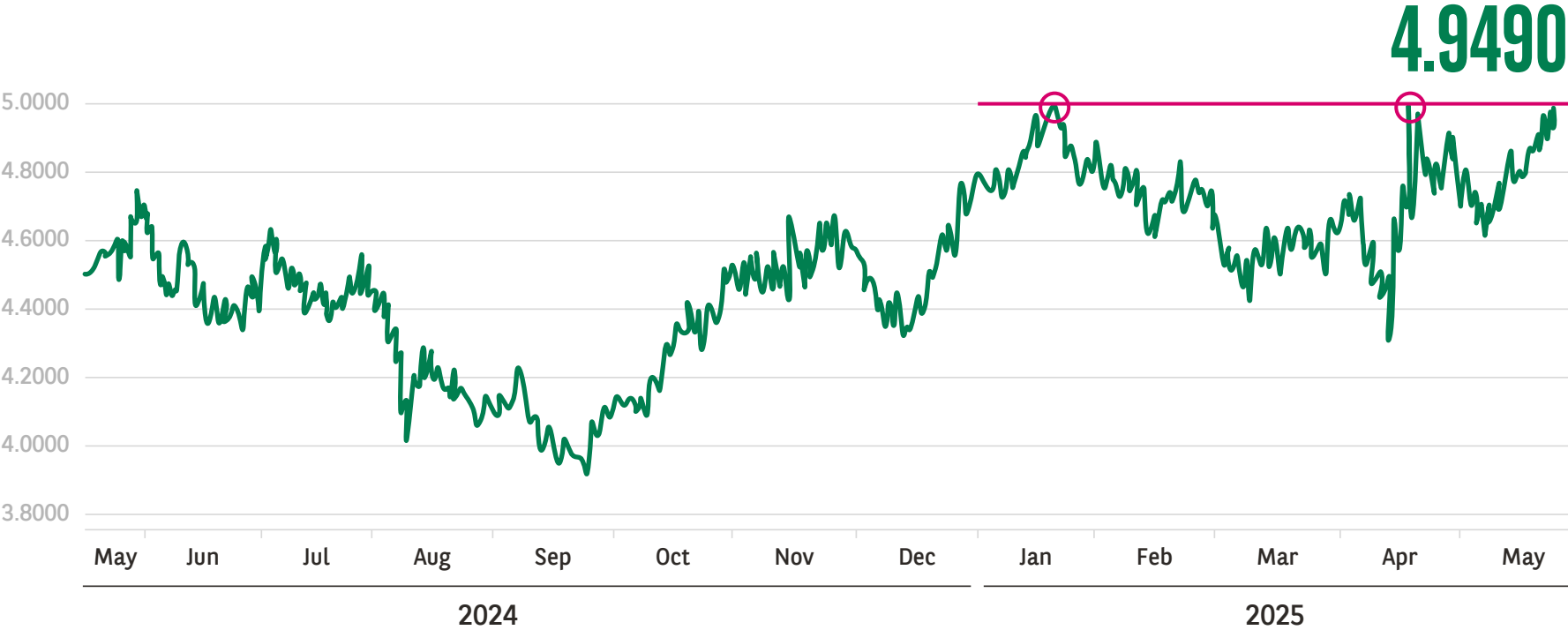
Gold market cap to US equity market cap, 01/1925-04/2025





# US treasuries

US 30- year treasury yield

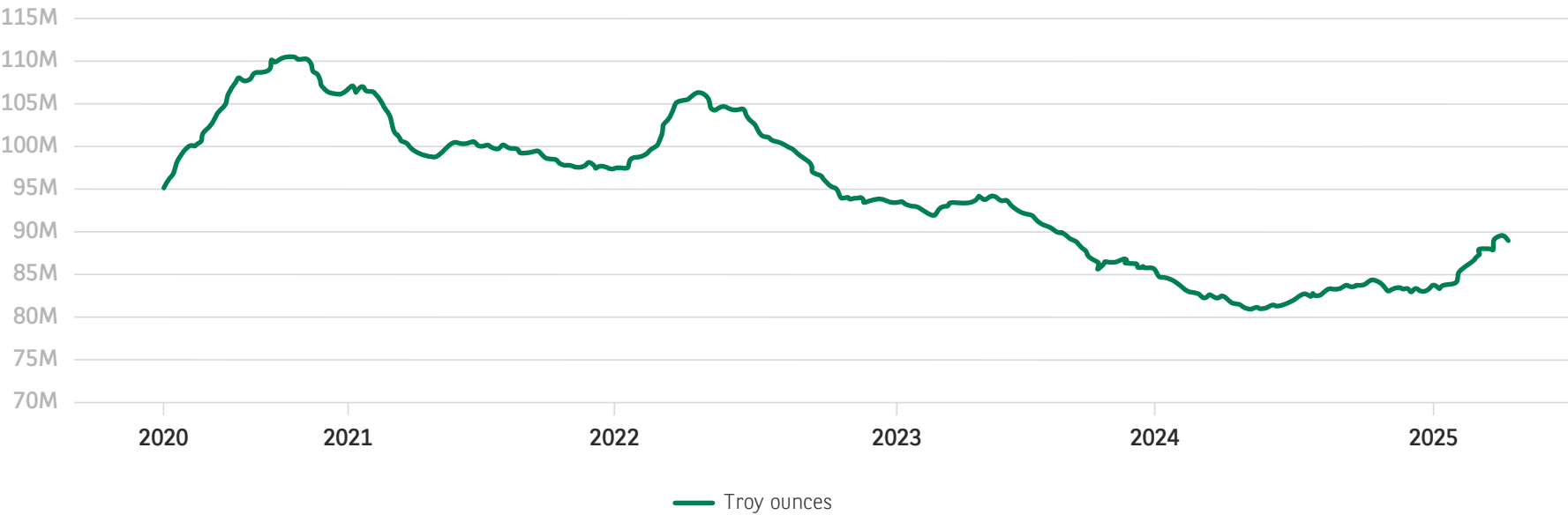


Source: Bloomberg



# Gold backed ETF

Gold-backed ETFs make a comeback  
After four years of outflows



*Note: Represents known ETF holdings in gold*  
*Sources: Bloomberg, Beta Shares, Blackrock, central Fund of Canada, Deutsche Bank, ETF Securities, GAM, Goldist, GraniteShares, Merk, NewGold, Source, SPDR, Standard Bank, UBS, Value Gold, Xetra Gold and ZKB*



# Canadian dollar

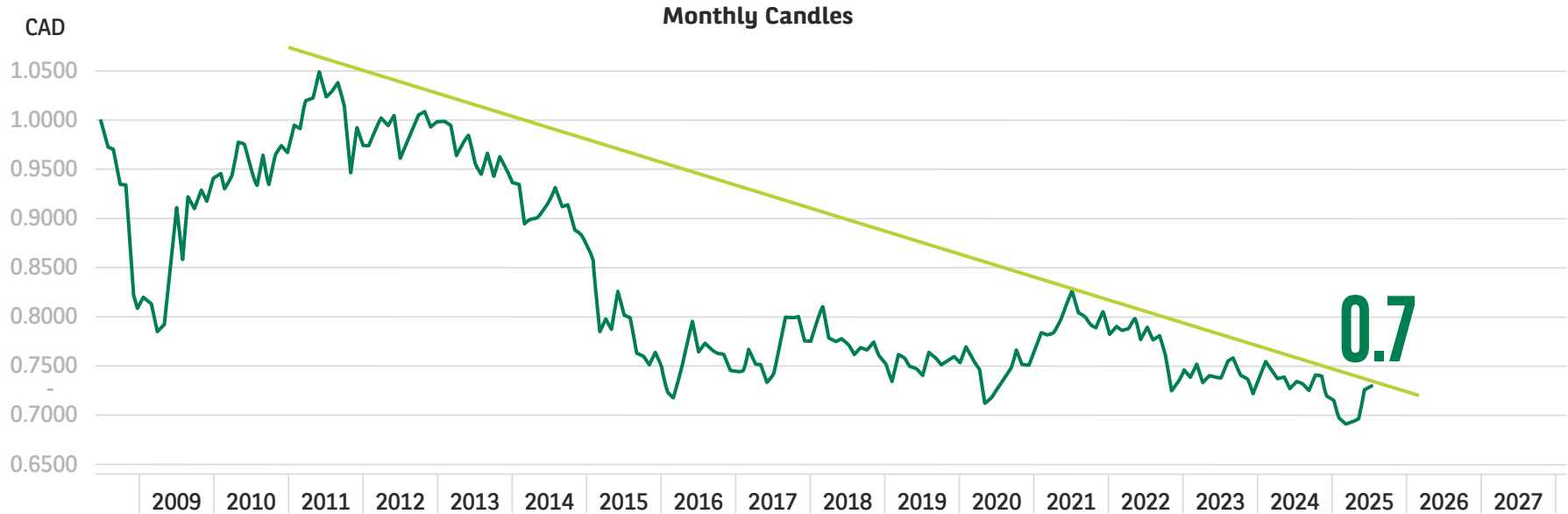
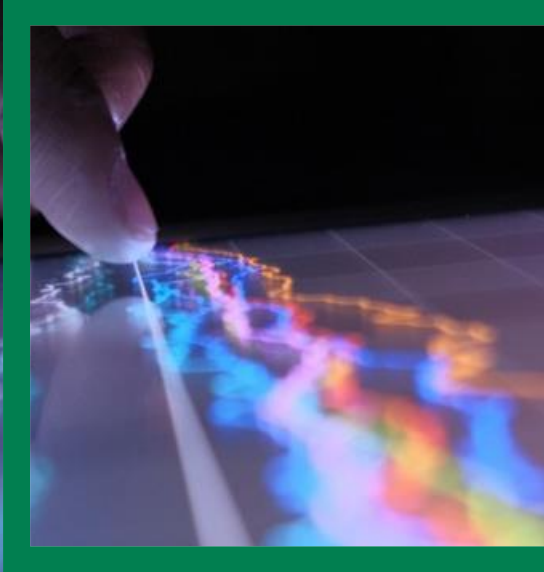


Chart As of 14 May 2025



# Technology stocks

by Philippe Gijssels





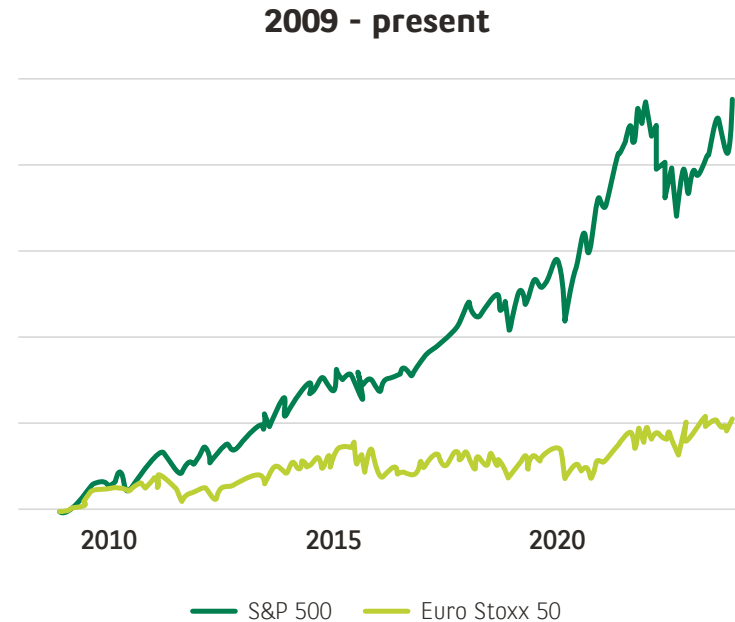
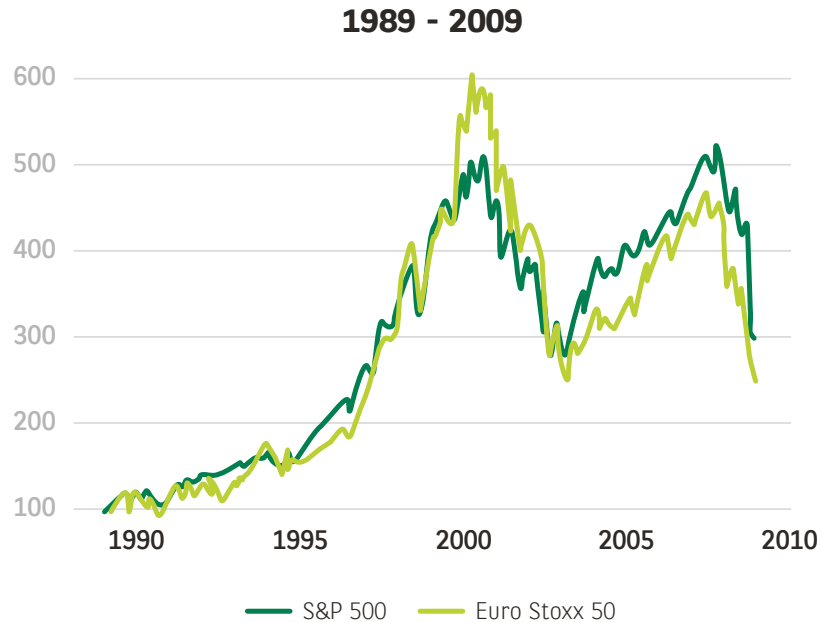
# A very concentrated market





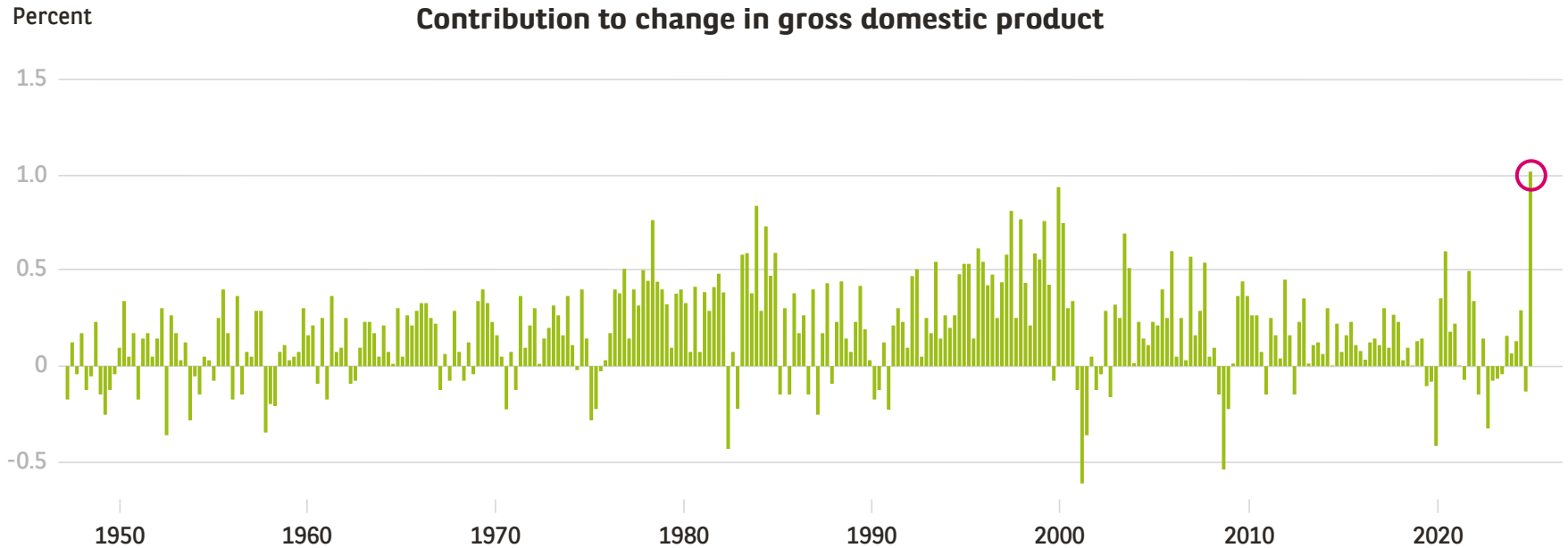
# American exceptionalism

US and European equity returns were much more similar before 2009  
Indices rebased in local currencies





# AI boom delivers a record contribution for US economy







# MESSAGE IMPORTANT

Les opinions exprimées dans cette présentation sont celles du Chief Economist et / ou du Chief Strategy Officer de BNP Paribas Fortis, et ne représentent pas nécessairement la position de BNP Paribas Fortis.

La division Private Banking de BNP Paribas Fortis sa, dont le siège social est établi 3 Montagne du Parc à 1000 Bruxelles, RPM Bruxelles, TVA BE 0403.199.702 ("BNP Paribas Fortis Private Banking")\*, est responsable de la production et de la distribution de ce document. Ce document est une communication marketing et vous est uniquement fourni dans le cadre d'un service d'investissement spécifique. Il ne constitue pas un prospectus au sens de la législation relative aux offres publiques et/ou à l'admission d'instruments financiers à la négociation sur un marché. Il ne constitue pas de conseil en investissement et ne peut être considéré comme une recherche en investissement. Il n'a dès lors pas été élaboré conformément aux dispositions relatives à la promotion de l'Indépendance de la recherche en Investissements. Par conséquent, BNP Paribas Fortis Private Banking n'est soumise à aucune interdiction relative à l'exécution de transactions avant la diffusion de ce document. Toute information relative à des investissements est à tout moment susceptible de modification(s) sans aucune notification. Les informations sur des performances passées, des performances passées simulées ou des prévisions ne sont pas un indicateur fiable des résultats futurs. BNP Paribas Fortis Private Banking a pris toutes les mesures raisonnables afin de garantir l'exactitude, le caractère clair et non-trompeur des informations contenues dans ce document lors de sa rédaction. Ni BNP Paribas Fortis Private Banking, ni aucune des sociétés qui lui sont liées, ni aucun de ses administrateurs, collaborateurs ou employés ne pourront être tenus responsables de toute information incorrecte, incomplète ou absente, ou des éventuels dommages directs ou indirects, pertes, frais, réclamations, indemnisations ou autres dépenses qui résulteraient de l'utilisation de ce document ou d'une décision prise sur la base de ce document, sauf en cas de dol ou de faute lourde. Une décision pour investir dans des instruments financiers ne peut, par conséquent, être prise sur la seule base de ce document et ne devrait être considérée qu'après une analyse profonde de votre portefeuille ainsi qu'après avoir obtenu toutes les informations et tous les conseils nécessaires de professionnels du secteur financier (experts fiscaux y compris). BNP Paribas Fortis a établi une politique afin de prévenir et d'éviter les conflits d'intérêts. Les investissements personnels effectués par les personnes qui participent à la rédaction de ce document sont généralement soumis à un contrôle. De plus, il est interdit d'investir dans des instruments financiers ou des émetteurs pour lesquels ils rapportent. Ces personnes ont reçu des instructions spécifiques au cas où ils disposent d'information privilégiée.

(\*) BNP Paribas Fortis sa est soumise en qualité d'établissement de crédit de droit belge au contrôle prudentiel de la Banque Nationale de Belgique ainsi qu'au contrôle de l'Autorité des services et marchés financiers (FSMA) en matière de protection des investisseurs et des consommateurs. BNP Paribas Fortis sa est inscrite comme agent d'assurances sous le n° FSMA 25879 A et agit en qualité d'intermédiaire d'AG Insurance SA.

## Conflits d'intérêts

Il peut exister des conflits d'intérêts dans le chef de BNP Paribas Fortis sa et ses sociétés liées à la date de rédaction du présent document. Des règles de comportement et procédures internes, spécifiques, sont élaborées à cet effet. Ces codes de conduite et les mentions des conflits d'intérêts éventuels dans le chef de BNP Paribas Fortis sa et ses sociétés liées sont disponibles sur <http://disclosures.bnpparibasfortis.com> et, en ce qui concerne le groupe BNP Paribas, sur <https://wealthmanagement.bnpparibas/fr/conflict-of-interest.html>. Vous pouvez également obtenir cette information via votre personne de contact.

## Engagement des analystes

Les personnes nommément désignées comme les auteurs des textes relatifs aux actions individuelles présentées certifient que:

1. toutes les opinions exprimées dans ces textes de recherche reflètent précisément les opinions personnelles des auteurs concernant les instruments financiers et les émetteurs concernés; et
2. aucune partie de leur rémunération n'a été, n'est ou ne sera, directement ou indirectement, liée aux recommandations ou aux opinions spécifiques exprimées dans ces textes.



# BELANGRIJK BERICHT

De opinies in deze presentatie zijn die van de Chief Economist en / of de Chief Strategy Officer van BNP Paribas Fortis, en geven niet noodzakelijk het standpunt van BNP Paribas Fortis weer.

De divisie Private Banking van BNP Paribas Fortis nv, met maatschappelijke zetel gevestigd te Warandeborg 3, 1000 Brussel, RPR Brussel, BTW BE 0403.199.702 ("BNP Paribas Fortis Private Banking")\*, is verantwoordelijk voor het opstellen en verspreiden van dit document. Dit document is een marketing communicatie en wordt U uitsluitend verstrekt in het kader van een specifieke beleggingsdienst. Dit document vormt geen prospectus als bedoeld in de op het aanbieden of toelaten tot de handel van financiële instrumenten toepasselijke regels en bevat geen beleggingsadvies en kan niet worden opgevat als onderzoek op beleggingsgebied. De informatie in dit document is niet verkregen conform de wettelijke en reglementaire vereisten die het uitbrengen van objectief en onafhankelijk onderzoek op beleggingsgebied beoogt te waarborgen en BNP Paribas Fortis Private Banking is dan ook niet onderworpen is aan het verbod tot handelen voorafgaand aan de verspreiding van dit document. Informatie betreffende beleggingen kan op ieder ogenblik onderhevig zijn aan wijzigingen zonder verdere notificatie. Informatie met betrekking tot resultaten behaald in het verleden, gesimuleerde resultaten uit het verleden en voorspellingen kunnen, onder geen beding, opgevat worden als een betrouwbare indicator van toekomstige resultaten. Hoewel BNP Paribas Fortis Private Banking redelijke maatregelen heeft genomen om ervoor te zorgen dat de informatie opgenomen in dit document juist, duidelijk en niet misleidend is, aanvaardt noch BNP Paribas Fortis Private Banking, noch de aan haar gelieerde vennootschappen, directeuren, adviseurs of werknemers, enige aansprakelijkheid voor enige onjuiste, onvolledige of ontbrekende informatie of voor enige directe of indirecte schade, verliezen, kosten, vorderingen, aansprakelijkheden of andere uitgaven die op enigerlei wijze voortvloeien uit het gebruik van of het zich beroepen op de in dit document vermelde informatie, tenzij in geval van opzet of grote nalatigheid. Een beslissing om te beleggen in financiële instrumenten dient niet uitsluitend te worden gebaseerd op dit document en dient slechts te worden genomen na een zorgvuldige analyse van uw portefeuille alsmede na het inwinnen van alle nodige informatie en/of adviezen van professionele adviseurs (met inbegrip van fiscale adviseurs). BNP Paribas Fortis heeft een beleid vastgelegd tenelnde belangenconflicten te voorkomen en te vermijden. Persoonlijke beleggingstransacties van personen betrokken bij de redactie van dit document in het algemeen zijn onderworpen aan monitoring. Verder geldt specifiek het verbod om in financiële instrumenten of emittenten te beleggen waarover zij rapporteren. Deze personen ontvangen specifieke instructies voor het geval dat ze over voorkennis beschikken.

(\*) BNP Paribas Fortis nv staat als kredietinstelling naar Belgisch recht onder het prudentieel toezicht van de Nationale Bank van België en de controle inzake beleggers- en consumentenbescherming van de Autoriteit van Financiële Diensten en Markten (FSMA). BNP Paribas Fortis nv is ingeschreven als verzekeringsagent onder FSMA nr. 25879 A en treedt op als tussenpersoon van AG Insurance NV.

## Belangenconflicten

Belangenconflicten kunnen bestaan in hoofde van BNP Paribas Fortis nv en de met haar verbonden vennootschappen op datum van het opstellen van dit document. In dit verband werden bijzondere gedragsregels en interne procedures uitgewerkt. Deze gedragsregels en de bekendmakingen in verband met mogelijke belangenconflicten in hoofde van BNP Paribas Fortis nv en de met haar verbonden vennootschappen zijn beschikbaar op <http://disclosures.bnpparibasfortis.com> en, wat de BNP Paribas Group betreft, op <https://wealthmanagement.bnpparibas/en/conflict-of-interest.html>. U kan deze informatie eveneens bekomen via uw contactpersoon.

## Certificering van de analist

De personen die vermeld staan als auteurs van de teksten waar individuele aandelen worden besproken, bevestigen dat:

1. alle opinies die vermeld zijn in deze teksten een nauwkeurige weergave vormen van de persoonlijke opinie van de auteurs over het onderwerp financiële instrumenten en emittenten; en
2. geen enkel deel van hun bezoldiging rechtstreeks of onrechtstreeks verband hield, houdt of zal houden met de specifieke aanbevelingen of opinies die in deze teksten worden gegeven.



# Media Relations

**VALÉRY HALLOY**

[valery.halloy@bnpparibasfortis.com](mailto:valery.halloy@bnpparibasfortis.com)

+32 (0)475 78 80 97

**HILDE JUNIUS**

[hilde.junius@bnpparibasfortis.com](mailto:hilde.junius@bnpparibasfortis.com)

+32 (0)478 88 29 60

**JEROEN PETRUS**

[jeroen.petrus@bnpparibasfortis.com](mailto:jeroen.petrus@bnpparibasfortis.com)

+32 (0)498 32 14 94

**READY FOR YOUR WORLD**



**BNP PARIBAS  
FORTIS**