

## Demografía y precios de los activos financieros: se agotan los vientos de cola

No sorprenden, por abundantes, los análisis que pretenden explicar el movimiento de los precios de los activos financieros basándose en factores como la coyuntura económica, las actuaciones de los bancos centrales, las noticias empresariales o los eventos geopolíticos. Sí pueden sorprender, por ser menos frecuentes, los que ponen el foco en la demografía. La miopía que sufre una gran parte de los inversores les lleva a omitir esta variable, cuya fuerza es tan lenta en el tiempo como poderosa en intensidad. En efecto, la teoría sugiere y la evidencia histórica muestra que las dinámicas demográficas condicionan los dos ingredientes fundamentales de la valoración de activos: el tipo de interés real libre de riesgo y las primas de riesgo.

En un Dossier anterior<sup>1</sup> nos referíamos a la conclusión básica que postula la teoría económica respecto al impacto sobre el tipo de interés: una mayor proporción de población adulta y cercana a la jubilación conlleva un tipo real de interés de equilibrio más bajo. El marco conceptual descansa en la denominada hipótesis del ciclo vital, según la cual los perfiles de renta, consumo y ahorro de los individuos van cambiando con la edad: cuando son jóvenes se endeudan (principalmente para la adquisición de vivienda), en la edad adulta ahorran (para repagar la deuda y en previsión de la vejez) y en la jubilación desahorran. En agregado, un aumento de la proporción de población en la franja de edad adulta (digamos 40-65 años) supondría un mayor volumen de ahorro que, *ceteris paribus*, presionaría el tipo de interés a la baja. Por el contrario, en cuanto una masa suficiente de personas se desplazase hacia la región de la jubilación, el tamaño del ahorro total se reduciría, lo que presionaría el tipo de interés de equilibrio al alza. Esta conclusión esencial se mantiene en los múltiples modelos que se han propuesto para enriquecer el análisis, incorporando variantes respecto a las interacciones entre las distintas generaciones solapadas, la presencia de seguridad social, las herencias, la incertidumbre, etc.

Los datos han evolucionado en línea con la pauta teórica. De hecho, el singular fenómeno demográfico de la generación del *baby boom* (los nacidos tras la Segunda Guerra Mundial) está resultando un experimento natural paradigmático, al menos hasta ahora. Efectivamente, la transición demográfica (el recorrido de los numerosos *baby boomers* por la edad adulta hasta llegar a las puertas de la jubilación) habría supuesto una bajada del tipo de interés real de equilibrio de cerca de 2 puntos en las últimas tres décadas, según un reciente informe.<sup>2</sup>

Conforme dicha generación se adentre en la jubilación, el tipo de interés debería aumentar con notable rapidez: 1 punto en cinco años y 2,25 puntos en 10 años. De este modo, en el no muy lejano 2025, el tipo real de interés habría retornado a su valor histórico de equilibrio, en torno al 2,5%-3,0%, de la mano de un espectacular descenso estimado del ahorro global del orden del 25% (unos 6 puntos del PIB mundial). Estas cifras ponen de manifiesto el poderoso efecto que puede llegar a tener la demografía sobre el cimiento de los mercados financieros, si bien hay que tomarlas con las debidas cautelas por diversos motivos. Por un lado, el propósito de estas estimaciones es calibrar el efecto de la demografía sobre el tipo de interés por la vía de la oferta de ahorro, considerando que la demanda de ahorro (para atender la inversión real) se ajusta al tipo de interés, o que se desplaza en mucha menor medida que la oferta, de modo que es el movimiento de esta última lo que determina el tipo de interés real. Por otro lado, el grado de convicción en las proyecciones de ahorro de los países emergentes no es elevado, y no solo porque las propias previsiones demográficas sean cuestionables, sino también por la ausencia de referencias históricas sobre el comportamiento del ahorro de los individuos en contextos análogos de transformación económica radical. Dos países serán clave: la India y China (cuya elevadísima tasa de ahorro dio pie a la expresión *global savings glut*).

La conexión teórica entre la demografía y el precio de los activos con riesgo (por ejemplo, las acciones) también se articula mediante relaciones sencillas en su esencia. Por un lado, la equiparación del precio de cada activo con la suma de los flujos que genere en el futuro (dividendos en el caso de las acciones), pero descontados con una determinada tasa para valorarlos al momento presente, de modo que una mayor tasa de descuento supondría un menor precio actual del activo (y una menor ratio PER, *price-to-earnings ratio* o ratio precio-ganancias). Dicha tasa se compone del tipo de interés real libre de riesgo antes analizado, más una prima de riesgo bursátil (*equity premium*). Por otro lado, la idea de que la actitud hacia el riesgo del individuo típico cambia a lo largo del ciclo vital. En particular, la tolerancia al riesgo inherente a la bolsa es alta en la juventud y a principios de la edad adulta y baja conforme se acerca la jubilación. Fruto de ello y de las necesidades y posibilidades financieras, la composición de su cartera va cambiando: el peso de las acciones es alto al principio y bajo al final. En consecuencia, la dinámica demográfica

1. Véase «Tipos de interés reales bajos y estabilidad económica» en el IM09/2014.

2. Gavin, M. (2015) «Equity Gilt Study», Barclays.

acaba incidiendo sobre la prima de riesgo exigida en el mercado: el envejecimiento de los inversores supone una prima al alza, una corriente vendedora para reducir el peso de la renta variable y unas cotizaciones a la baja.

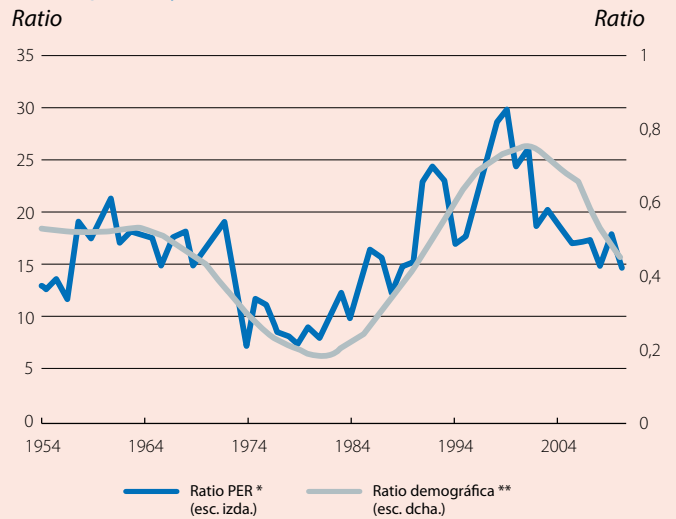
También en este ámbito los datos tienden a respaldar los resultados que postula la teoría, y de nuevo con los *baby boomers* como protagonistas. En las últimas tres décadas las bolsas desarrolladas han deparado rendimientos notablemente más altos que en las décadas precedentes, coincidiendo con el paso de los miembros de dicha generación por la fase álgida de la acumulación de renta variable, entre los 35 y los 55 años. Diversos estudios empíricos<sup>3</sup> han encontrado una elevada correlación entre la distribución por edades y las cotizaciones bursátiles, la mayoría de ellos referidos a EE. UU. En el gráfico puede apreciarse el estrecho comovimiento entre la ratio bursátil PER y la ratio demográfica definida como el cociente entre la población en la cohorte de edad mediana (40-49 años) y la población en la cohorte alrededor de la jubilación (60-69 años). Esta ratio parece especialmente apropiada para capturar el sentido de la teoría por cuanto compara las dos cohortes más significativas para decantar la balanza, dejando fuera a los muy jóvenes por la escasa relevancia de sus carteras de acciones y a los que ya llevan tiempo en la jubilación. Un incremento en esta ratio se asocia con un aumento en la valoración de las acciones.

Las proyecciones para las próximas dos décadas en función de estas relaciones no invitan al optimismo inversor: la demografía de los países emergentes irá asimilándose a las actuales en los desarrollados, la población mundial estará cada vez más envejecida, la reducción del ahorro presionará al alza el tipo de interés real libre de riesgo y la prima bursátil también aumentará por la mayor proporción de personas en plena edad de jubilación o acercándose a ella. Ello implicará una tasa de descuento más elevada que la actual, que tenderá a presionar a la baja los precios de los activos. No obstante, vale la pena resaltar algunas consideraciones que podrían matizar, o incluso contrarrestar, estas sombrías previsiones. Por un lado, durante el proceso de aumento del tipo de interés disminuirá el valor de las carteras existentes de bonos a tipo fijo, pero una vez se alcance un nuevo nivel de equilibrio más elevado, los rendimientos serán más atractivos. Además, los datos más recientes indican que la recomposición de carteras por la población jubilada se realiza más lentamente que por los trabajadores en edad de ahorrar, de modo que el efecto negativo sobre la renta variable podría ser más tenue de lo que se ha observado en sentido positivo durante las tres últimas décadas. Por último, y para completar el escenario, las cotizaciones bursátiles no solo dependerán de la tasa de descuento sino también del flujo de dividendos, de beneficios y, al final, del crecimiento económico. Esto nos lleva a otro gran factor de los análisis de largo plazo: la innovación tecnológica, que en el transcurso de la historia ha permitido grandes avances de productividad y renta. Se erige ahora como la gran esperanza para contrarrestar unos vientos demográficos que están dejando de ser favorables.

José Suárez-Lledó

Departamento de Mercados Financieros, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

## Demografía y rendimientos bursátiles



Notas: \* Ratio PER (precio/ganancias) en la bolsa de EE. UU.

\*\* La ratio demográfica se define como el cociente entre la población en la cohorte de edad mediana (40-49 años) y la población en la cohorte alrededor de la jubilación (60-69 años) en la bolsa de EE. UU.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de Liu, Z. y Spiegel, M. (2011).

3. Favero, J., Gozluclu, M. y Tamoni, M. (2011) «Demographic trends, the dividend-price ratio and the predictability of long-run stock market returns», Journal of Financial and Quantitative Analysis; Liu, Z. y Spiegel, M. (2011) «Boomer Retirement; Headwinds for U. S. Equity Market» (2011-26), FRBSF Economic Letter; Geanakoplos, C., Magill, A. y Quinzii, A. (2004) «Demography and the Long Run Behaviour of the Stock Market», Brookings Papers on Economic Activities; Poterba, J. (2001) «Demographic Structure and Asset Returns», The Review of Economics and Statistics.