Demografia i preus dels actius financers: s'esgoten els vents de cua

No sorprenen, per la seva abundància, les anàlisis que pretenen explicar el moviment dels preus dels actius financers basant-se en factors com la conjuntura econòmica, les actuacions dels bancs centrals, les notícies empresarials o els esdeveniments geopolítics. Sí poden sorprendre, perquè són menys freqüents, els que posen el focus en la demografia. La miopia que pateix una gran part dels inversors els empeny a ometre aquesta variable, la força de la qual és tan lenta en el temps com poderosa en intensitat. En efecte, la teoria suggereix i l'evidència històrica mostra que les dinàmiques demogràfiques condicionen els dos ingredients fonamentals de la valoració d'actius: el tipus d'interès real lliure de risc i les primes de risc.

En un Dossier anterior,[1] ens referíem a la conclusió bàsica que postula la teoria econòmica sobre l'impacte sobre el tipus d'interès: una major proporció de població adulta i propera a la jubilació comporta un tipus real d'interès d'equilibri més baix. El marc conceptual descansa en l'anomenada hipòtesi del cicle vital, segons la qual els perfils de renda, de consum i d'estalvi dels individus canvien amb l'edat: quan són joves, s'endeuten (principalment, per a l'adquisició d'habitatge); en l'edat adulta, estalvien (per repagar el deute i en previsió de la vellesa), i, en la jubilació, desestalvien. En agregat, un augment de la proporció de població a la franja d'edat adulta (diguem 40-65 anys) comportaria un major volum d'estalvi, que, *ceteris paribus,* pressionaria el tipus d'interès a la baixa. En canvi, quan una massa suficient de persones es desplacés cap a la regió de la jubilació, la dimensió de l'estalvi total es reduiria, la qual cosa pressionaria el tipus d'interès d'equilibri a l'alça. Aquesta conclusió essencial es manté en els múltiples models que s'han proposat per enriquir l'anàlisi, que incorporen variants en relació amb les interaccions entre les diferents generacions superposades, la presència de seguretat social, les herències, la incertesa, etc.

Les dades han evolucionat en línia amb la pauta teòrica. De fet, el singular fenomen demogràfic de la generació del *baby boom* (els nascuts després de la segona guerra mundial) és un experiment natural paradigmàtic, si més no fins ara. Efectivament, la transició demogràfica (el recorregut dels nombrosos *baby boomers* per l'edat adulta fins a les portes de la jubilació) hauria comportat, segons un informe recent,[2] una davallada del tipus d'interès real d'equilibri proper als 2 punts en les tres últimes dècades.

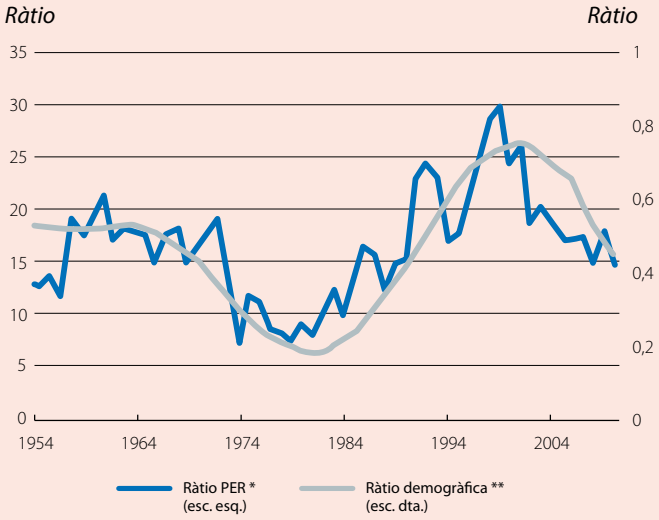
A mesura que aquesta generació s'endinsi en la jubilació, el tipus d'interès hauria d'augmentar amb notable rapidesa: 1 punt en cinc anys i 2,25 punts en 10 anys. D'aquesta manera, en el no gaire llunyà 2025, el tipus real d'interès hauria retornat al seu valor històric d'equilibri, al voltant del 2,5%-3,0%, gràcies a un espectacular descens estimat de l'estalvi global de l'ordre del 25% (uns 6 punts del PIB mundial). Aquestes xifres posen de manifest el poderós efecte que pot arribar a tenir la demografia sobre el fonament dels mercats financers, per bé que, per diversos motius, cal considerar-les amb les degudes cauteles. D'una banda, el propòsit d'aquestes estimacions és calibrar l'efecte de la demografia sobre el tipus d'interès per la via de l'oferta d'estalvi, considerant que la demanda d'estalvi (per atendre la inversió real) s'ajusta al tipus d'interès o que es desplaça en molta menor mesura que l'oferta, de manera que és el moviment de l'oferta el que determina el tipus d'interès real. De l'altra, el grau de convicció en les projeccions d'estalvi dels països emergents no és elevat, i no solament perquè les mateixes previsions demogràfiques són qüestionables, sinó, també, per l'absència de referències històriques sobre el comportament de l'estalvi dels individus en contextos anàlegs de transformació econòmica radical. Dos països seran clau: l'Índia i la Xina (on l'elevadíssima taxa d'estalvi va generar l'expressió *global savings glut*).

La connexió teòrica entre la demografia i el preu dels actius amb risc (per exemple, les accions) s'articula, també, mitjançant relacions senzilles en la seva essència. D'una banda, l'equiparació del preu de cada actiu amb la suma dels fluxos que generi en el futur (dividends, en el cas de les accions), però descomptats amb una determinada taxa per valorar-los en el moment present, de manera que una taxa de descompte més alta comportaria un preu actual de l'actiu més baix (i una menor ràtio PER, *price-to-earnings ratio* o ràtio preu-guanys). Aquesta taxa està composta pel tipus d'interès real lliure de risc abans analitzat més una prima de risc borsària (*equity premium*). D'altra banda, la idea que l'actitud cap al risc de l'individu típic canvia al llarg del cicle vital. En particular, la tolerància al risc inherent a la borsa és alta en la joventut i al començament de l'edat adulta i baixa a mesura que s'apropa la jubilació. Fruit d'això i de les necessitats i de les possibilitats financeres, la composició de la seva cartera va canviant: el pes de les accions és alt al principi i baix al final. En conseqüència, la dinàmica demogràfica acaba incidint sobre la prima de risc exigida al mercat: l'envelliment dels inversors comporta una prima a l'alça, un corrent venedor per reduir el pes de la renda variable i unes cotitzacions a la baixa.

1. Vegeu «Tipus d'interès reals baixos i estabilitat econòmica», en l'IM09/2014.
2. Gavin, M. (2015) «Equity Gilt Study», Barclays.

També en aquest àmbit, les dades tendeixen a donar suport als resultats que postula la teoria, i de nou amb els *baby boomers* com a protagonistes. En les tres últimes dècades, coincidint amb el pas dels membres d'aquesta generació per la fase àlgida de l'acumulació de renda variable, entre els 35 i els 55 anys, les borses desenvolupades han ofert rendiments notablement més alts que en les dècades precedents. Diversos estudis empírics,[3] centrats majoritàriament als EUA, han trobat una elevada correlació entre la distribució per edats i les cotitzacions borsàries. Al gràfic es pot apreciar l'estret comoviment entre la ràtio borsària PER i la ràtio demogràfica, definida com el quocient entre la població en la franja d'edat mitjana (40-49 anys) i la població en la franja al voltant de la jubilació (60-69 anys). Aquesta ràtio sembla especialment apropiada per capturar el sentit de la teoria, ja que compara les dues franges més significatives per decantar la balança i deixa fora els molt joves, per l'escassa rellevància de les seves carteres d'accions, i les persones que ja fa temps que estan jubilades. Un increment en aquesta ràtio s'associa amb un augment en la valoració de les accions.

Demografia i rendiments borsaris



Notes: ** Ràtio PER (preu/guanys) a la borsa dels EUA.*
*** La ràtio demogràfica es defineix com el quocient entre la població en la franja d'edat mitjana (40-49 anys) i la població en la franja al voltant de la jubilació (60-69 anys) a la borsa dels EUA.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de Liu, Z. i Spiegel, M. (2011).*

Les projeccions per a les dues pròximes dècades en funció d'aquestes relacions no conviden a l'optimisme inversor: la demografia dels països emergents s'anirà assimilant a les actuals als desenvolupats, la població mundial estarà cada vegada més envellida, la reducció de l'estalvi pressionarà a l'alça el tipus d'interès real lliure de risc i la prima borsària també augmentarà per la major proporció de persones en plena edat de jubilació o apropant-s'hi. Això implicarà una taxa de descompte més elevada que l'actual, que tendirà a pressionar a la baixa els preus dels actius. No obstant això, paga la pena ressaltar algunes consideracions que podrien matisar, o fins i tot contrarestar, aquestes previsions poc esperançadores. D'una banda, durant el procés d'augment del tipus d'interès, disminuirà el valor de les carteres existents de bons a tipus fix, però, quan s'assoleixi un nou nivell d'equilibri més elevat, els rendiments seran més atractius. A més a més, les dades més recents indiquen que la recomposició de carteres per part de la població jubilada es realitza més lentament que per part dels treballadors en edat d'estalviar, de manera que l'efecte negatiu sobre la renda variable podria ser més tènue del que s'ha observat en sentit positiu durant les tres últimes dècades. Finalment, i per completar l'escenari, les cotitzacions borsàries no solament dependran de la taxa de descompte, sinó, també, del flux de dividends, dels beneficis i, al final, del creixement econòmic. Això ens porta a un altre gran factor de les anàlisis a llarg termini: la innovació tecnològica, que, en el transcurs de la història, ha permès grans avanços de productivitat i de renda, s'erigeix ara com la gran esperança per contrarestar uns vents demogràfics que deixen de ser favorables.

José Suárez-Lledó
Departament de Mercats Financers, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank

3. Favero, J., Gozluklu, M. i 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. i Spiegel, M. (2011) «Boomer Retirement; Headwinds for U. S. Equity Market» (2011-26), FRBSF Economic Letter; Geanakoplos, C., Magill, A. i 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.