



DEMOGRAFI,  
REALRENTER  
OG AKTIEMARKEDET

# Demografi, realrenter og aktiemarkedet

Af Morten Springborg, Temaspecialist, C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

Demografiens indflydelse på aktier og realrenter relateres ofte til de direkte effekter på forbrugsmønstret. Når befolkningsgrupperne ændrer størrelse, alder, struktur og adfærd, ændres efterspørgslen efter varer og services som f.eks. sundhedspleje og opsparingsprodukter. Selvom den direkte effekt er væsentlig, mener vi, at den indirekte effekt via økonomiske og finansielle kanaler betyder endnu mere. Den vigtigste økonomiske faktor er realrenterne, da disse påvirker værdien af fast ejendom, aktier og obligationer.

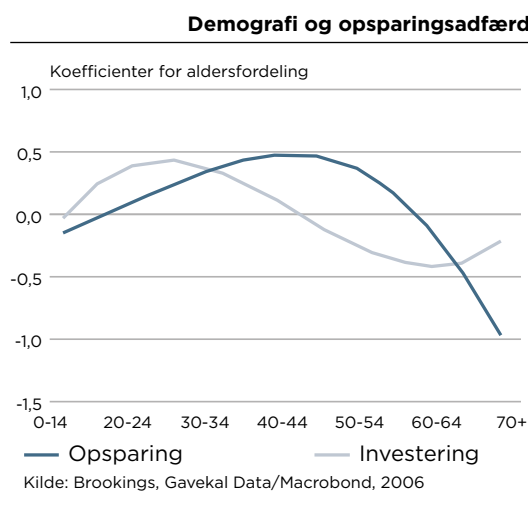
## Konklusioner

- Siden 1980'erne har det globale opsparingsoverskud været den vigtigste faktor bag det historiske store rentefald og stigningerne på aktivpriser, f.eks. aktier og ejendomme.
- Stigende aktivpriser drevet af demografi vil ikke længere fortsætte med samme kraft. I takt med at den globale befolkning bliver ældre, vil den demografiske medvind på kapital- og ejendomsmarkederne vende og på længere sigt aftage, men den store negative effekt kommer dog først om mange år.
- Demografi er en afgørende faktor til, at vækstaktier klarer sig bedre end valueaktier.
- De demografiske forhold i Vesten bestemmer fortsat den globale pris på kapital, hvorfor Asien med de åbne kapitalmarkeder vil importere "for lave" realrenter og skabe grundlag for en fremtidig aktieboble.

## Teoretisk bindeled mellem demografi og realrenter

I teorien er den totale opsparing i et samfund lig med de samlede investeringer. Men da kapital er mobil, stemmer det ikke, at opsparing skal være lig med investering for alle økonomier isoleret set. Derfor viser de enkelte lande forskellige tendenser i forhold til opsparing og investering. Efter at have analyseret data fra 85 lande mellem 1960 og 2005 har økonomer ved Brookings Institution i USA i 2006 fundet, at et lands tendens til at spare op overstiger tendensen til at investere, når den gennemsnitlige alder i samfundet hælder mod 35-64 år, se figur 1.

Figur 1



Børn tjener som udgangspunkt ingen penge og tærer derfor på den nationale opsparing. Når de som unge voksne kommer ind på arbejdsmarkedet, er det først efter nogle år, at den unge arbejdsstyrke bidrager til nettoopsparingen. Når et land oplever et "babyboom" og får en skæv befolkningstilvækst med mange børn og unge voksne (0-34 år), vil landet have større tendens til at investere end til at spare op. I denne situation vil landet typisk have underskud på betalingsbalancen og låne kapital til at finansiere et højt investeringsniveau. For den globale økonomi skal opsparing og investeringer alt andet lige bringes i balance ved en ændring af prisen på kapital – dvs. en højere realrente. Det er det, der skete i Vesten fra 1946 til 1980, da det store "babyboom" fandt sted, og børnene voksede op.

I takt med at den globale befolkning bliver ældre, og aldersgruppen af 35-64-årige bliver større, ændres behovet for opsparing. Denne arbejdsstyrkes forbrug har toppet, og de begynder at spare op til pension. Virksomhederne vil opleve faldende efterspørgsel og derfor investere mindre. I denne fase af den økonomiske udvikling vil opsparingen derfor overstige investeringerne, og økonomierne vil opleve overskud på betalingsbalancen og eksportere kapital. I et lukket system er det realrenten, der bringer ligevægt mellem opsparing og investeringer. Det er i korte træk det, der skete i Vesten fra 1980 og frem, og som for nyligt også skete i Kina. Akademiske rapporter har beregnet den demografiske effekt på renterne i løbet af denne periode og

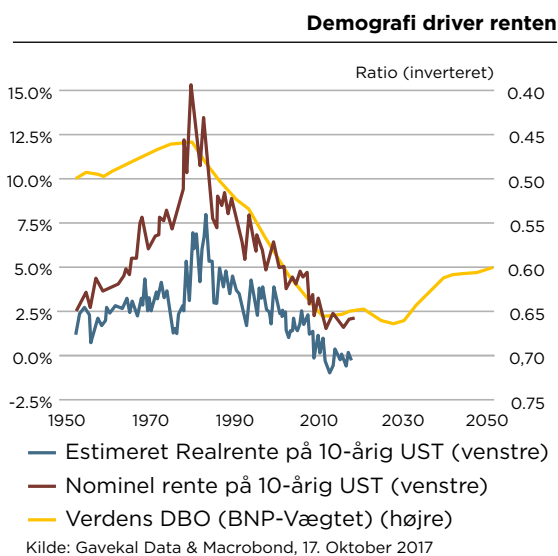
konkluderer, at demografi er ansvarlig for 1,5-2,0 pct.-point eller næsten halvdelen af nedgangen i realrenten mellem 1990 og 2014.

Den sidste fase af den demografiske modning kommer, når "babyboom"-generationen nærmer sig pensionsalderen. Den typiske pensionist tærer på den nationale opsparing. Når man stopper med at arbejde, begynder man at bruge af sin egen opsparing og/eller den nationale opsparing via folkepensionen eller sundhedssystemet. Derfor har en ældre såvel som en ung befolkning tendens til at spare mindre op og investere mere. Kapital skal lånes af andre lande, eller hvis det er et globalt fænomen, skal realrenten stige, for at opsparing og investering er i ligevægt. Sker dette, vil det få væsentlig betydning for de finansielle markeder i kraft af en stigende realrente.

### Ét er teori; noget andet er, hvad der sker i den virkelige verden

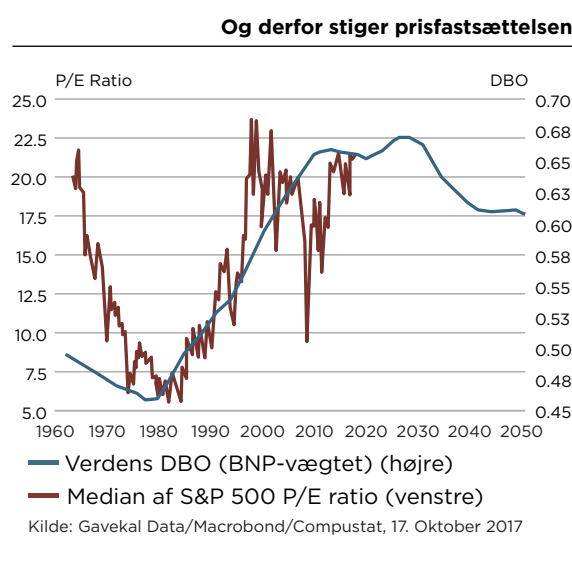
Som det fremgår af figur 2, har den demografisk betingede opsparingsbalance (DBO) – altså forholdet mellem opsparende og forbrugere af kapital (på engelsk Capital Providers Ratio) haft en væsentlig effekt på renterne, siden renterne toppede omkring 1980 (kurven er inverteret i den første graf for at vise forholdet til faldende renter).

Figur 2



Siden 1980 er realrenten faldet fra ca. 5 pct. til i dag tæt på 0 pct. Via renterne har demografi haft en reel effekt på aktiemarkedene, hvor prisfastsættelsen (P/E) er steget markant siden 1980, som det fremgår af figur 3.

Figur 3



Siden 1980 er P/E-værdien på det amerikanske aktiemarked steget fra omkring 7 til over 20 i dag. Prisfastsættelsen er drevet af de faldende renter, der har været resultatet af stigningen i forholdet mellem op- og nedsparende af kapital. I takt med at folk i de seneste årtier har sparet mere op, har de budt priserne op på både obligationer, aktier og ejendomme såvel som på andre aktivtyper.

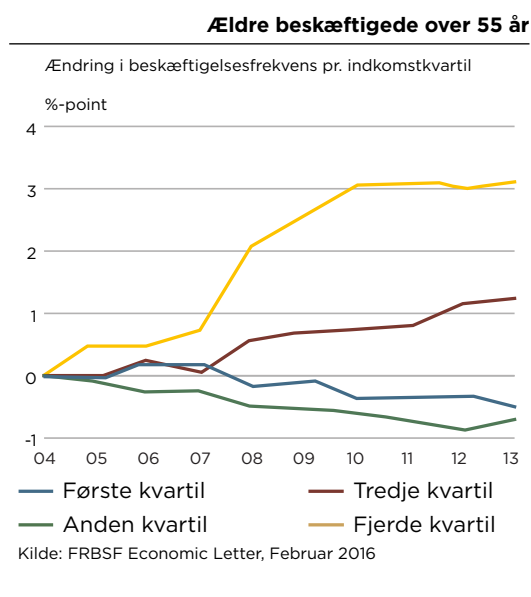
### Fremtiden?

Figur 2 og 3 viser opsparingsbalancen de næste 10-15 år. Det fremgår, at stigningen i værdiansættelsen af aktier og obligationer, der har været drevet af demografi siden 1980, ikke kan forventes at fortsætte. Dog forventer vi også, at udviklingen ikke bliver negativ, og at kapital- og ejendomsmarkederne fortsat kan handle til et historisk højt niveau i årene fremover, inden den demografiske udvikling efter 2030 begynder at give modvind.

Selvom den globale aldringsproces en dag får renterne til at stige, er den overstående argumentation dog nok for simpel og negativ.

Den globale opsparing vil sandsynligvis blive stærkere, end mange forventer og støtte et lavt niveau for de globale realrenter i en længere periode. Vi lever i en dynamisk verden. Derfor er den traditionelle opgørelse af opsparingsbalancen, der ligger til grund for mange undersøgelser af dette emne, ofte mangelfuld. Verdens befolkning går ikke på pension som 65-årige. Verden over ses en stigende effektiv pensionsalder. Mange kan arbejde i flere år og sparer derfor mere op, hvilket skaber en ændret opsparingsbalance. Ydermere har mange års lave renter udhulet kommende pensionisters pensionsopsparinger, hvorfor flere er nødt til at spare op i en længere periode. Globalt set gælder det, at hvis levetiden øges, skal arbejdslivet forlænges, og opsparingen skal være større, hvis samme levestandard skal fastholdes som pensionist. Ovenfor skrev vi, at den typiske pensionist tærer på den nationale opsparing. Men generelt ejes opsparingen ikke af den "typiske pensionist". I USA ejer de rigeste ca. 20 pct. af befolkningen ca. 80 pct. af de samlede finansielle aktiver. Det betyder, at de højtlønnedes arbejdslivs- og opsparingsadfærd har stor effekt på den globale opsparing. Hvis de mest højtlønnede arbejder længere og sparer op i længere tid, bliver effekten betydelig, se figur 4.

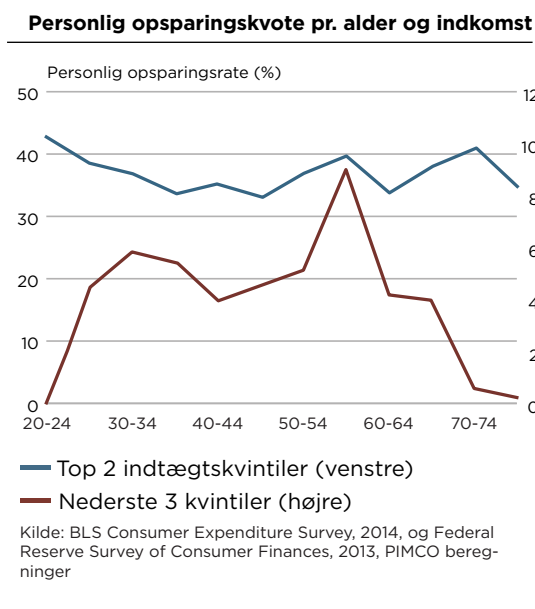
**Figur 4**



I USA er det da netop også de højestlønnede, som har forlænget deres arbejdsliv (og derfor sandsynligvis også deres opsparing) mest – i særdeleshed siden finanskrisen.

Men hvordan udvikler seniorernes opsparingsadfærd sig senere i livet? De to øverste indkomstkventiler (se figur 4) udgør tilsammen ca. 80 pct. af den personlige indkomst i USA og mere end 95 pct. af nettoformuen.

**Figur 5**



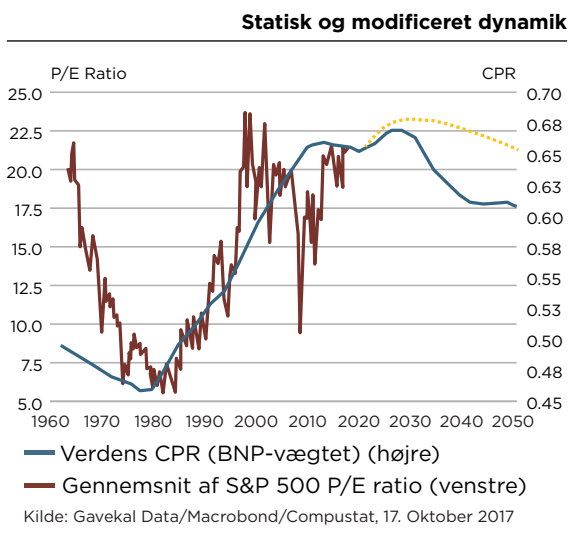
Tal fra BLS's Consumer Expenditure Survey 2014 viser, at de højtlønnedes opsparingskvote ikke falder, selv ikke langt op i 70-års-alderen, se figur 5.

De højest lønnede i USA og formentlig i hele Vesten er primært dem, der arbejder og sparer op i længere tid. I takt med velstanden stiger og en større del af befolkningerne træder ind i denne gruppe, vil dette øge opsparingen og give fortsat medvind til lave globale realrenter.

Pimco har forsøgt at beregne opsparingseffekten af en mere realistisk og dynamisk pensionsalder forudsat, at folk gradvist øger deres pensionsalder fra 65 til 70 år frem til 2050. Analysen viser den fremtidige demografiske udvikling gennem opsparingseffekten ved en stigende pensionsalder fra 65 til 70

år udskyder den negative effekt på realrenterne med ca. 15 år. I figur 6 har vi grafisk justeret den forventede udvikling i opsparingsbalancen, så der tages højde for de dynamiske effekter. Resultatet er, at den fremtidige demografiske udvikling gennem opsparingsbalancen ikke vil få signifikant negativ indflydelse på realrenterne og værdiansættelsen på aktiemarkedet før en gang i løbet af 2040'erne.

**Figur 6**



### Demografiens betydning for vækst- og valueaktier

Siden 2006 har vækstaktier klaret sig bedre end valueaktier. En afgørende faktor har været de faldende realrenter. I kortere perioder kan det være omvendt, men vi er overbeviste om, at vores konklusioner om demografi og realrenter fortsat understøtter vækstaktier frem for valueaktier, da lave renter understøtter værdiansættelsen af selskaber med langvarige forretningsmodeller. Når det gælder aktier, er vi derfor fortsat positive på vækstaktier og selskaber med et stærkt frit cash flow. Vi mener også, at investorer i fremtiden i stigende grad vil allokere kapital til Asien. Så længe de globale kapitalmarkeder er åbne, bestemmes realrenten globalt. Realrenten vil i årene fremover derfor være domineret af demografiske ændringer i de vestlige økonomier, hvilket højst sandsynligt vil medføre usædvanligt lave realrenter, også for Asien trods den høje vækst i regionen.

De asiatiske aktiemarkeder har derfor gode strukturelle udsigter drevet af kombinationen af gode indenlandske vækstbetingelser og meget lave kapitalomkostninger. Derfor ser Asien ud til at blive et af de vigtigste investeringsområder de kommende årtier.

### Konklusion

Realrenterne er væsentlige, fordi de styrer prisen på kapitalmarkederne. Der er mange faktorer, der har indflydelse på renterne. For eksempel kortsigtede cykliske faktorer som konjunkturudviklingen samt mere langsigtede trende i form af ændringer i produktivitetsudviklingen samt eventuel finansiering af store fremtidige underskud på statsfinanserne i USA. Den største effekt på realrenterne kommer dog fra den demografiske udvikling, som forklarer cirka halvdelen af faldet i realrenterne siden 1990. Selvom andre faktorer også påvirker de fremtidige realrenter, er vi overbeviste om, at demografi fungerer som et langsigtet anker, som realrenterne fluktuerer omkring.

Til syvende og sidst vil vores samfund have en befolkningssammensætning med mange ældre borgere, som vil have afgørende indflydelse på det samlede opsparingsniveau og medføre et opadgående pres på realrenterne. Vores analyse tilsiger dog, at dette tidspunkt ligger mange år ude i fremtiden. I mellemtiden vil obligationer, aktier og andre aktiver forsat have medvind fra den demografiske udvikling. Aktie- og obligationsmarkederne vil være volatile, men vi venter forsat en strukturel høj prisfastsættelse pga. en fortsat positiv opsparingsbalance i mange år fremover. Vækstaktier og asiatiske aktier vil være to områder, som står til at drage størst nytte, og særligt Asien får det bedste af to verdener, nemlig både høj vækst og lave kapitalomkostninger.

Læs mere om den demografiske udviklings betydning for aktieinvesteringer i vores Indsigter på [cww.dk](http://cww.dk)

## INVESTERINGSFORENINGEN C WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · DK-2100 København

Tel: +45 35 46 35 00 · Fax: +45 35 46 36 00 · CVR 14 21 13 49 · cww.dk

Denne artikel er markedsføringsmateriale udarbejdet af C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S (CWW AM). Artiklen er alene ment som generel information og udgør ikke et tilbud eller en opfordring til at gøre tilbud, ligesom den ikke skal betragtes som investeringsrådgivning eller som investeringsanalyse. Artiklen er således ikke udarbejdet i henhold til de regler, der er fastsat for at fremme investeringsanalyseres uafhængighed, og artiklen er ikke genstand for noget forbud mod at handle forud for udbredelsen af investeringsanalyse.

Meninger og holdninger gengivet i artiklen er alene aktuelle pr. publikationsdatoen. Artiklen er udarbejdet på baggrund af kilder, som CWW AM anser for pålidelige, og CWW AM har taget alle rimelige forholdsregler for at sikre, at informationen er så korrekt som muligt. CWW AM kan dog ikke garantere informationens korrekthed og påtager sig ikke noget ansvar for fejl eller udeladelser.

Artiklen må ikke gengives eller videredistribueres helt eller delvist uden CWW AMs forudgående skriftlige samtykke.

Historiske afkast er ikke en garanti for fremtidige afkast.