

MACRO-ECONOMISCHE CONTEXT: Demografie en Financiële markten

Alles evolueert, zelfs de grondstromingen, en demografie is geen uitzondering. Vandaag de dag zijn de demografische voorspellingen aanzienlijk neerwaarts bijgesteld en is het scenario van een planeet bevolkt door 12 miljard of meer mensen in 2100 opgeborgen. De Verenigde Naties voorspellen nu tegen die tijd een wereldbevolking van minder dan 11 miljard met een plafonnering voor een daling. In geïndustrialiseerde landen ligt het vruchtbaarheidscijfer, d.w.z. het aantal kinderen per vrouw op vruchtbare leeftijd - niet te verwarren met het geboortecijfer, de verhouding tussen het aantal geboorten en de bevolking - ver onder de 2,1. Dit vruchtbaarheidscijfer zorgt, indien er geen migratie en verandering in de levensverwachting is, voor een stabilisatie van de bevolking. In Italië en Spanje ligt het merkelijk onder de 1,5. In Zuid-Korea is het zelfs minder dan 0,8. Met zo'n cijfer en bij ongewijzigde migratie halveert de bevolking in 3 generaties tijd! En het zijn niet alleen Europa, Japan en Korea die zo'n laag vruchtbaarheidscijfer hebben. Rusland, Turkije, Brazilië, Iran - de lijst van landen is lang en bevat ook China, met een vruchtbaarheidscijfer van 1,2. China ondervindt iets dat we nog niet bij andere landen zagen: verouderen voor je rijk wordt! Tegelijkertijd zien we een sterke demografische groei in sommige delen van de wereld, met name in Afrika.

In België kondigde het Planbureau onlangs (februari 2024) een neerwaartse herziening aan van de lange-termijn fertiliteitshypothese naar 1,6. Van een dieptepunt van ongeveer 1,55 midden jaren '90, steeg de vruchtbaarheid geleidelijk tot 1,86 in 2008, maar viel sindsdien terug tot slechts 1,52 in 2022. De aangehaalde redenen om dit lage niveau te verklaren zijn uiteenlopend:

- moeilijkheden om werk en gezinsleven te combineren;
- toegenomen onzekerheid en onveiligheid op individueel en mondiaal vlak;
- instabiliteit in relaties en carrières;
- de kosten van huisvesting.

Het is mogelijk dat overheidsmaatregelen worden genomen om het vruchtbaarheidscijfer te verhogen, maar het lijkt onredelijk te verwachten dat dit veel zoden aan de dijk zal brengen. Zelfs in Scandinavië, waar het gemakkelijker is om ouderschap en werk te combineren, ligt het vruchtbaarheidscijfer ver onder de 2, en de omkering van het gezinsbeleid in China, van éénkind-beleid naar bevordering van het geboortecijfer, lijkt niet te werken.

Economische Impact

Van de structurele economische groei van een land wordt gesteld dat het de som is van twee belangrijke trends: veranderingen in de beroepsbevolking en productiviteitswinsten. Bij gelijkblijvende omstandigheden leidt een daling van de vruchtbaarheid tot een lagere economische groei. Het aantal jaar waarna dit zich manifesteert is gelijk aan de gemiddelde leeftijd waarop men de arbeidsmarkt betreedt (m.a.w één generatie). We kunnen

duus verwachten - het debat over de ecologische duurzaamheid van groei buiten beschouwing latend - dat de mondiale trendgroei, die 15 jaar geleden rond de 4,5% lag en zich nu rond de 3% bevindt, verder zal dalen. BlackRock voorspelde in april dat de beroepsbevolking in de eurozone de komende 20 jaar met ongeveer 15% zal afnemen!

Er zou een grote technologische omwenteling nodig zijn, AI op kop, om deze trend te keren, vooral omdat de gemiddelde arbeidsduur op jaarbasis daarenboven een neerwaartse trend lijkt te vertonen. Toch zijn er factoren die een scenario van krimpende activiteit kunnen temperen:

- De effectieve pensioenleeftijd zou kunnen stijgen gezien de toenemende levensverwachting en de budgettaire beperkingen;
- Door de toenemende schaarste aan arbeidskrachten zullen productiviteitswinsten worden gestimuleerd, nood breekt wet;
- Een verhoging van de arbeidsparticipatie van de beroepsbevolking;
- Het mobiliseren van de pool van "onderbenutte" werknemers in het Zuiden, ofwel lokaal ofwel in vergrijzende landen indien er geen barrières tegen migratie worden opgeworpen.

De lage vruchtbaarheid zal waarschijnlijk de arbeidsmarkt veranderen en de tekorten verergeren. Het gevolg zou kunnen zijn dat de neerwaartse trend in het aandeel van arbeid in de verdeling van de toegevoegde waarde een halt wordt toeroepen. Dit zou geen slecht nieuws zijn voor de bedrijvigheid, aangezien de neiging om te consumeren hoger is aan het begin van zijn carrière.

Impact op de rentevoeten

Het lage geboortecijfer zal de rente waarschijnlijk op twee manieren opdrijven. Ten eerste omdat een vergrijzende bevolking meer consumeert en minder spaart. Ten tweede omdat tegenover dit verminderd aanbod van spaargeld een hogere financieringsnood van de overheid staat. Ons sociale-zekerheidsstelsel, en in het bijzonder de pensioenen en de gezondheidszorg, is geen kapitalisatie- maar een repartitiestelsel: sociale uitkeringen worden gefinancierd door belastingen en sociale bijdragen van werkenden. De toename van het aantal begunstigden ten opzichte van het aantal betalende zal het overheidstekort doen toenemen.

Minder privaat sparen en hogere overheidstekorten verhoogt logischerwijs de rente. Aangezien dit bovendien inflatoir van aard is zullen de centrale banken restrictiever moeten worden, hetgeen ook weer de rente omhoogduwt.

Toch scharen wij ons niet achter een scenario van hoge reële rentes. Die zijn simpelweg onbetaalbaar voor de overheden en het monetaire beleid zal geen andere keus hebben dan het begrotingsbeleid te ondersteunen en dus soepel te blijven. We hadden het hier al eerder over in onze maandelijkse Spotlight,

en herhaalden dit toen Mario Draghi, Christine Lagarde's voorganger bij de ECB, uitspraken deed in deze richting.

Impact op de beurzen

Na verloop van tijd volgen de bedrijfswinsten de economische activiteit en volgen de beurskoersen op hun beurt de winsten. De invloed van demografische ontwikkelingen op de economische groei en op het aandeel van de lonen in het BBP dient daarom geïntegreerd te worden in de beleggingsstrategie. Dit nodigt uit om de rendementsverwachtingen van aandelen te temperen, maar zeker niet om de aandelenmarkt de rug toe te keren. Sommigen hebben gesuggereerd dat de demografische trend zou leiden tot een "asset meltdown", omdat ouderen in grote getalen hun activa zullen verkopen om hun levensstijl op peil te houden... terwijl er te weinig werknemers zijn om deze te kopen.

Wat ons betreft is de demografische situatie van onze contreien een reden te meer om voorzichtig te zijn met de geografische concentratie van de vastgoedcomponent in de activa, maar is het geen reden het gewicht van aandelen structureel te verminderen. Macro-economisch gezien beschermen aandelen globaal gezien tegen inflatie, zelfs als die veroorzaakt wordt door loonstijgingen. Een re-equilibrering zou in feite welkom zijn. De winkelier heeft er baat bij dat zijn klanten beter af zijn! Bovendien zal de onzekerheid over de levensverwachting en de overheidsfinanciën ouderen aansporen om hun vermogen niet te snel te consumeren. De budgettaire problemen waar toekomstige generaties voor staan, zullen hen hiertoe nog minder aanmoedigen.

Etienne de Callatay – etienne.decallatay@orcadia.eu

Contacteer ons:

ORCADIA Asset Management – Ecoparc Windhof
13, Rue de L'Industrie – L-8399 Windhof – Luxemburg
Tel.: +352 27 40 17 20 – info@orcadia.eu

Verantwoordelijke uitgever: Geert De Bruyne – Geert.Debruyne@orcadia.eu

Hoewel de in dit document verstrekte informatie is opgesteld op basis van bronnen die als betrouwbaar beschouwd kunnen worden, is het onmogelijk om de nauwkeurigheid of de volledigheid ervan te garanderen. De geuite meningen kunnen zonder voorafgaande kennisgeving aan wijzigingen onderhevig zijn. Dit document kan niet worden beschouwd als een beleggings-, juridisch of fiscaal advies. Daarom raden wij de lezer sterk aan om, alvorens een beleggingsbeslissing op basis van informatie in dit document te nemen, contact op te nemen met hun adviseurs. Een in het verleden gerealiseerde prestatie is geen garantie voor een toekomstige prestatie. De waarde van effecten is aan veranderingen onderhevig en kan derhalve niet worden gegarandeerd. Geen enkele reproductie van dit document is toegestaan, noch geheel, noch gedeeltelijk zonder de expliciete en voorafgaandelijke toestemming van Orcadia Asset Management.