

## Kina bromsar – men inte på grund av OS

- **Under det närmaste året bromsar Kinas ekonomi in. Dock inte på grund av att OS-investeringarna upphör, utan främst på grund av minskad nettoexport.**
- **Nedgången blir något djupare än vad som ligger i konsensus. Men Kina slipper hårdlandning.**
- **Den ekonomiska politiken kommer att lättas. Valutans appreciering bromsar in. Industrilobbyn är stark.**
- **På längre sikt står Kina inför stora utmaningar. Tillväxten bör dock kunna bli stark ännu ett decennium.**

Under augusti 2008 genomförde en grupp företrädare för den svenska finansiella sektorn en resa till Kina, anordnad av SEB. Delegationen besökte Hong Kong, Chongqing och Beijing och träffade under några intensiva dagar ett stort antal analytiker och kinesiska företagsledare. Denna PM sammanfattar mina egna intryck från resan.

### **OS faktiskt bara en marginell investering**

Under flera år har pessimister hotat med hårdlandning i Kina. Ett populärt argument de senaste åren har varit att när OS nu är över, faller stimulansen från alla extra investeringar bort.

De gör de förvisso. Men hur imponerande "Fågelboet", "Vattenkuben" och de andra arenorna än är, har de inte kostat mer än ca 2 mdr USD. Den stora investeringskostnaden för OS har varit infrastruktur – motor-

vägar, den stora nya flygplatsen i Beijing, den olympiska byn (som efter spelen blir bostäder) etc. Kostnaden för dessa är drygt 40 mdr USD. Totalt uppgår investeringarna således till ca 43 mdr USD under de senaste sju åren – en aktningsvärd siffra, som med råge slår kostnaden för alla tidigare spel.

Investeringarna har medfört att Beijing växt kanske 10 procent snabbare inför OS. Men Beijing utgör mindre än 4 procent av Kinas totala ekonomi, och dess investeringar drunknar i det massiva investeringsprogram som ägt rum i Kina de senaste åren – och som fortsätter även efter OS. Under de fyra år som föregått spelen har **OS-investeringarna (inklusive infrastrukturen) bara utgjort mellan ½ och 1 procent** av landets totala investeringar.

Och några tecken på minskade investeringar i infrastruktur framöver syns inte. Enbart i Beijing planeras en utbyggnad av T-banan under de kommande åren med 36 mil – mer än dubbelt så mycket som byggdes före spelen. Samtidigt kommer nya megaprojekt, såsom världsutställningen i Shanghai 2010. Därutöver rullar obegripligt stora generella infrastruktursatsningar på, tvärsöver hela Kina: järnvägar, motorvägar, tele, hamnar, slussar mm.

### **Chongqing – en växande megastad**

Gruppen besökte Chongqing – världens största stad (32 milj invånare i kommunen) och fokus för Kinas industrialisering av in-

landet. Just nu drivs en stor satsning under parollen "Go West Strategy"; infrastruktur och särskilda ekonomiska incitament (såsom lägre skatter) ska driva investeringarna inåt landet. Efter ett antal fabriksbesök samt ett sifferspäckat möte med vice borgmästaren vacklade vi ut, förkrossade av elefantiasisprojekten – allt från trädplantering och vattenrening till hundratals mil motorvägar och nytt spektakulärt operahus (släng dig i väggen, Sydney!).

För mig påminde nybyggaratmosfären och dynamiken i Chongqing om Hong Kong på 1980-talet och Shanghai på 90-talet. Jag minns första gången jag såg planerna på exploateringen av Pudong i början på 90-talet och tänkte "Det här klarar de aldrig". Men det gjorde de! Framgångarna i Shanghai renderar dagens satsningar på Chongqing hög trovärdighet. När en kommandoekonomi med väldiga resurser i form av människor och kapital verkligen bestämmer sig för en jättesatsning med tydliga fysiska mål, är chanserna goda att man faktiskt når målen. Dock bör påpekas, att satsningarna hittills främst är statliga; flödet av privat kapital är än så länge blygsamt.



Chongqing: Dis över Yangtze

Själv lämnade jag Chongqing glatt överraskad över att de ambitiösa planerna på miljöförbättringar börjar bära frukt. Luften och vattnet var klart bättre än enligt de larmrapporter vi kunnat läsa i västerländsk press. Världsbankens representant, som vi mötte, var med rätta stolt över vattenre-

ningen (mängden skit som går rätt ut i Yangtze har minskat med en halv miljon ton om dagen, och fram till 2012 ska det mesta av resten bort) och över återbeskogningen.

### Jordbävningen

Hur är det då med naturkatastroferna? I vintras drabbades södra Kina av svåra snöstormar och i somras slogs Sichuanprovinsen av en stor jordbävning. Ca 75 000 dödsfall har hittills rapporterats, 20 000 saknas fortfarande, och nästan 6 miljoner har evakuerats från sina hem. 100 000 hektar risodling har förstörts, liksom över 7 000 km bevattningskanaler, vilket i sin tur skadar skördar på ytterligare drygt 200 000 hektar.

Otäckta siffror – men precis som när det gäller OS, försvinner de nästan i jättelandet. Sichuan är visserligen en folkrik provins, men den står för bara 4 procent av landets totala BNP. Preliminära siffror menar att den omedelbara **effekten av jordbävningen uppgår till ca 0,7 procent av Kinas BNP**. Men hittills har statliga och lokala myndigheter avsatt ca 10 mdr USD för återuppbyggnaden, och ytterligare dubbelt så mycket finns i den särskilda fonden för katastrofhjälp.

Effekten på makroekonom blir därför mycket liten, sannolikt nära noll, sett över ett par år. Den omedelbara förlusten av liv och ekonomisk aktivitet motverkas av den återuppbyggnad som under något år efter katastrofen ger högre tillväxt i den drabbade regionen – precis på det sätt som vanligen sker efter naturkatastrofer.

### Exporten mattas

Medan OS och jordbävning således ger små effekter, totalt sett, finns dock andra skäl till att den kinesiska ekonomin bromsar in i år och nästa. Exporten mattas, samtidigt som det senaste årets åtstramning mot överhett-

ning nu bita. Sammantaget steg BNP 2007 med nästan 12 procent. Hittills i år har tillväxttakten dämpats till 10 procent, och sannolikt fortsätter avsvalkningen ett tag till.

Det främsta skälet är **tuffare tider för exportindustrin**. Exportvolymen växer fortfarande snabbt – runt 11 procent – men i fjol var uppgången hela 18 procent. Skälet till inbromsningen är att de stora exportmarknaderna USA, Europa och Japan samtliga saktat in. Långsammare exporttillväxt betyder också **dämpade industriinvesteringar**.

Hur långt inbromsningen går beror i hög grad på vad som sker i världsekonomin. Den som tror på en kort och mild avmattning drar slutsatsen att Kina växer med ca 10 procent de närmaste åren; där ligger också de flesta prognosmakare i dag. Själv skulle jag inte bli förvånad om inbromsningen blir djupare än så – ned mot 8 procent. Detta eftersom lågkonjunkturen i Väst ser ut att bli mer långvarig än vad som tidigare legat i konsensusprognoserna.

Däremot tror jag inte att Kina tappar i konkurrenskraft. Tvärtom kliver man på många håll nu snabbt uppåt i sofistikaion, samtidigt som billig arbetskraft fylls på från inlandet. Vi besökte två kinesiska bilfabriker och kunde beskåda helt OK småbilar som säljs för ca 50 000 kr och som nu börjar exporteras till Latinamerika och Östeuropa...

Importen har också mattats något, men inte lika mycket. Importpriserna – inte minst på energi – har stigit kraftigt. **Nettoexportens (export minus import) bidrag till BNP-tillväxten faller därför kraftigt**. Under 2006-07 var den ca 6 procentenheter. Nu är ca 2 procentenheter och fortsätter sannolikt nedåt mot noll.

Det ska jämföras med att konsumtionens bidrag till tillväxten närmar sig 5 procent-

enheter, och kapitalbildningens (investeringarnas) ligger på 4. **Konsumtionen har därmed blivit den enskilt viktigaste drivkraften** bakom tillväxten – en viktig förändring jämfört med den helt exportdominerade tillväxt som tidigare varit regel.

### **Kreditåtstramningen biter**

Under de senaste åren har myndigheterna stramat åt kreditpolitiken, för att svalka av ekonomin. Den ekonomiska tillväxten har ju legat klart över den potentiella – som brukar uppskattas till 9-10 procent. Inflationen har gradvis krupit uppåt; den nådde på den kraftiga stegringen av livsmedelspriserna ca 8 procent i våras, men har den senaste tiden sjunkit tillbaka.

Verktygen för denna åtstramning är inte desamma som i väst. Den kinesiska kreditmarknaden är inte lika utvecklad, bankerna är bräckliga, i synnerhet på lokal nivå (dålig riskkontroll, betydande kreditrisker), och räntestyrningen inte lika effektiv (eftersom obligationsmarknaden är outvecklad).

Centralbanken har visserligen höjt räntan under 2006-07, men det viktigaste instrumentet för åtstramningspolitiken har varit en kraftig **höjning av bankernas reservkrav** (från 7 till 17,5 procent under de senaste två åren). Dessutom har man satt ett direkt **tak för kredittillväxten** (14 procent för 2008). Innebörden är att staten helt enkelt via regleringar förbjudit bankerna att pumpa upp kreditvolymen. Samtidigt har man ålagt bankerna att **köpa skuldsedlar från centralbanken** och den vägen sugit upp ("steriliserat") en del av det stora inflödet av heta pengar från omvärlden.

Till detta kommer **apprecieringen av valut** mot dollarn. Renminbin har dock faktiskt fallit mot euron, vilket gör att den effektiva apprecieringen inte har varit särskilt omfattande.

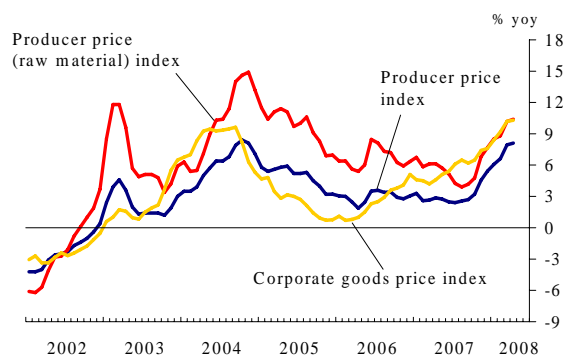
Sammantaget tycks den här tredelade strategin – reservkrav, sterilisering och en mindre appreciering – nu börja bita. De ekonomer vi talade med var ense om att penning- och kreditpolitiken bidragit till inbromsningen av tillväxten.

### Fine tuning

Vad som händer närmast var dock en källa till het debatt. Via några av våra inbjudna talare fick delegationen en inblick i den diskussion som nu pågår bland kinesiska ekonomer. Den visade sig påminna mycket om vår diskussion på hemmaplan.

- **Hökarna** menar att inflationstrycket är för högt och att tillväxten fortfarande ligger över den potentiella. Visserligen står livsmedelspriserna för den största delen av inflationsuppgången, men det finns ändå en risk att inflationen biter sig fast och att inflationsförväntningarna etableras på en för hög nivå. Under senare tid har producentpriserna stigit kraftigt (se graf). De ligger nu högre än KPI, vilket av många ses som en signal om framtida inflationstryck. Centralbanken måste därför fortsätta att strama åt.
- **Duvorna** menar att hökarna överdriver inflationsriskerna. Man menar att den långsiktiga bilden fortfarande domineras av disinflationistiska krafter såsom inflöde av billig arbetskraft och god produktivitet utveckling. Den underliggande inflationen (exklusive livsmedel och energi) har visserligen stigit men inte till mer än ca 2 procent. En hel del företag kläms hårt av oljepris, apprecierande valuta och hård konkurrens. Investeringarna faller tillbaka. Risken finns att den globala avmattningen via försvagad export slår så hårt mot Kina att sysselsättningen hotas.

### Producentpriserna stiger



Källa: HKMA

Debatten följer med andra ord precis samma mönster som vi är vana vid i Väst – vilket i sig är en intressant och upplyftande erfarenhet. I sak är debatten inte alls avgjord, men **politiskt är det bäddat för en kompromiss**. Den politiska ledningen är visserligen rädd för inflation – i synnerhet på livsmedel, eftersom det urgröper stadsbornas standard. Men den är livrädd för en konjunkturedgång som kan skapa arbetslöshet och undergräva den politiska stabiliteten.

Man lär därför landa i ett försök till **“fine tuning”**, där penningpolitiken blir något mindre stram, alternativt kompletteras med riktad finanspolitisk stimulans. Enligt uppgifter som kom samtidigt som vi reste hem, övervägs för närvarande ett stimulanspaket (både sänkta skatter och ökade utgifter) på sammanlagt 54 mdr USD.

### Valutan och valutareserven

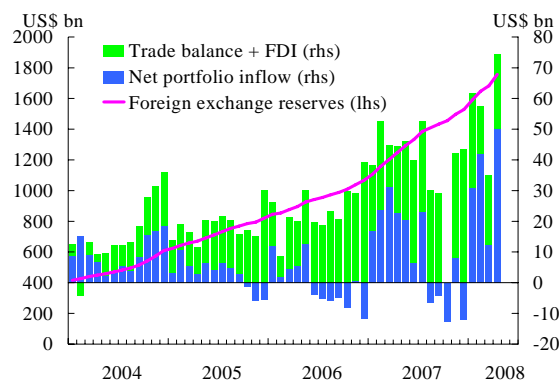
En del av en lättare penningpolitik skulle sannolikt vara att **apprecieringen av renminbin bromsas upp**. Exakt hur – vilken takt och mot vilka valutor – är fortfarande föremål för debatt. De mer hökaktiga vill se snabbare appreciering, och några föreslår ett större engångslyft av kursen för att bromsa inflödet av “hot money”. Tanken är att ett sådant lyft, till en nivå som skulle kunna tänkas vara vid jämvikt, skulle mins-

ka förväntningarna om fortsatt appreciering och därmed eliminera det spekulativa valutainflödet.

Min egen gissning är dock att någon sådan engångsanpassning inte äger rum. Tvärtom fortsätter den försiktiga politiken, men nu med än ännu långsammare appreciering. En inte alltför vågad gissning är dessutom att **euron får ökad vikt** i den "korg" som påstås styra kursen.

Även **valutareserven lär gradvis diversifieras**. Den växer explosionsartat. Dels för att handelsöverskottet nu är så stort att det genererar massiva inflöden även om exporten bromsar in. Till detta kommer kraftigt stegrade inflöden av portföljinvesteringar – delvis för att placerarna väntar sig fortsatt apprecierande valuta. Sammantaget är reserverna nu uppe i ca 1 800 mdr USD, och de ökar med runt 400 mdr om året.

### Valutareserven



Källa: HKMA

Någon officiell statistik över valutareservens sammansättning publiceras inte, men de flesta externa bedömare gissar att dollarn står för drygt 2/3 av de totala reserverna. Denna oproportionerligt höga andel kommer säkert att minskas, men försiktigt; Kina har ingen anledning att annonsera utförsäljningar och därmed sänka dollarn.

Ett orosmoment nämndes dock av en av de kinesiska ekonomer vi mötte. I valutareserven finns enligt uppgift nästan 400 mdr USD i form av sk strukturerade **bostadsobligationer från Fannie May och Freddie Mac**. Dessa har köpts under antagandet att de är säkra och statsgaranterade. Om den amerikanska staten inte löser ut de båda instituten, gör Kina således stora förluster. Av olika kommentarer förstod vi att detta skulle orsaka sura miner – milt uttryckt. Intresset för att fortsätta köpa amerikanska obligationer skulle minska.

Här finns således ett **geopolitiskt element** i den amerikanska bolånekrisen, som hittills inte uppmärksammas. Redan för flera år sedan talade förre amerikanske finansministern Larry Summers om "**finansiell terrorbalans**", med vilket han menade att de amerikanska underskotten balanserades av kinesiska innehav av amerikanska värdepapper. Båda sidor har hittills haft gemensamma intressen av stabilitet. Men bolånekrisens återverkningar kan nu skaka denna bräckliga balans.

### Mer balanserad tillväxt

Den stora ekonomiska uppgiften under kommande år blir att fortsätta den pågående **ombalanseringen av tillväxten**, från investerings- och exportdominans till en mer konsumentdriven tillväxt. Nu när Kina snart är världens största handelsnation blir det helt enkelt inte möjligt att fortsätta att expandera exporten med 20 procent om året. Som framgått här ovan, har konsumtionen de senaste åren ökat sin andel av BNP. Tjänstesektorn har vuxit.

Men **industrilobbyn är stark**. Den består dels av företagsledare, dels av lokala partiledare som stöpts i att vägen till avancemang går genom snabb industriell tillväxt. Den underblåser också sina krav på fortsatt kreditexpansion och svag växelkurs med

hot om högre arbetslöshet. Och vi har sett att den förmår driva fram en mindre stram kreditpolitik även då tillväxten mattas bara lite grand, från höga nivåer.

Gradvis kommer Kina att moderniseras, också vad gäller struktur och styrning. Men industrilobbyns styrka gör att framstegen på dessa områden går långsamt. Realräntan är fortfarande låg, valutan svag. Kapital är med andra ord billigt, och överinvesteringar samt slöseri fortfarande vanliga.

### Stark långsiktig tillväxt

Även så, är det omöjligt att lämna Kina utan intrycket att den långsiktiga tillväxten blir fortsatt stark. **Den potentiella tillväxten ligger runt 10 procent**, arbetskraftsreserverna är oändliga (200 miljoner bönder väntas lämna landsbygden de närmaste decennierna), produktivitetspotentialen fortfarande god, mm mm.

Till detta kommer de fullkomligt **sanslösa satsningarna på infrastruktur**. Kina har om några år gått förbi USA när det gäller motorvägsnätet, varenda större stad bygger ny storflygplats, telekommunikationerna har hoppat över ett helt utvecklingsled eftersom man går direkt på mobila nät utan att behöva lägga koppartrådar i marken, ett helt Storbritannien läggs till elkapaciteten varje år, osv osv i all oändlighet. Att landa på Kastrup – som ändå är en av mina favoritflygplatser – känns småttigt efter att ha lyft från Norman Fosters gigantiska nya terminal i Beijing.

### Många och svåra utmaningar

Detta betyder inte att Kina saknar utmaningar. Tvärtom. De är större än i de flesta andra länder. Här en kortfattad lista:

- Fortfarande **subventioneras energi och livsmedel** i konsumentledet. Alla beslutsfattare är överens om att subventionerna på sikt måste lyftas av. Men när så sker höjs inflationen och risk finns för medborgerligt missnöje.
- **Klimat- och miljöhoten** är större än i andra länder – förorenat vatten och smog är bara förnamnet. Snabbt växande energibehov ökar beroendet av kol – som i sin tur både spyr ut sot och koldioxid.
- **Klassklyftorna** gentemot landsbygden är gigantiska. Fortfarande saknas ett fungerande socialt skyddsnät för den stora bondebefolkningen. De "flytande" byggarbetarna är praktiskt taget rättslösa. Antalet "massincidenter" uppgick 2006 till ca 80 000 – nu har myndigheterna slutat ange den siffran...
- På sikt står landet inför en **demografisk chock**, då antalet åldringar växer snabbt samtidigt som befolkningen i arbetsför ålder kommer att krympa till följd av ett barnspolitiken.
- Och så har vi naturligtvis den **politiska utmaningen**: Hur förena en snabbväxande marknadsekonomi med enpartistystemet?

Dessa frågor går dock långt utanför ramar för denna korta rapport med dess snäva ekonomiska perspektiv. Slutsatsen här är att det närmaste året kommer att se en inbromsning av tillväxten, men att en uppmykning av den ekonomiska politiken förhindrar en hårdlandning. På längre sikt fortsätter Kina att vara världsekonomin mest dynamiska och stora motor.

*Klas Eklund*  
[klas.eklund@seb.se](mailto:klas.eklund@seb.se)

Innehållet i denna rapport är baserat på uppgifter som av Banken bedöms vara pålitliga. Banken lämnar dock ingen garanti för fullständigheten eller riktigheten i dessa uppgifter. De som tar del av rapporten uppmanas att basera sina investeringsbeslut på undersökningar de själva bedömer vara nödvändiga.