

Er Kinas økonomi i alvorlige problemer?

Siden 1980 har Kinas økonomiske vækst oversteget alle andre lande i verden. Finansielt har prisen for væksten været en meget høj gældsætning samt en monetarisering af økonomien. Desuden har væksten været så hastig, at der i dag er store strukturelle overinvesteringer i ejendomme og veje, og underinvesteringer i bl.a. vandforsyning, miljøbeskyttelse og energisektor. Kina er i dag "verdens produktionshal" og derfor afhænger verdens økonomier af Kinas økonomi. Men også global klimaomstilling afhænger af Kinas omstilling af energisektoren. Hvad der sker i Kina, påvirker med andre ord alle mennesker på kloden. Siden Covid er væksten i Kina faldet, og det samme gør udsigterne. Det påvirker mange kineseres dybere tillid til, at vækstmiraklet fortsætter, og påvirker derfor deres risikovillighed. Risikerer Kinas finansielle system at kollapse fra overdrevne forventninger til fremtidig økonomisk vækst, dvs. gæld, og har verden råd til dét?

AF FORFATTER



Henrik Kraft Scharling

Investor & bestyrelsesmedlem
fhv. virksomhedsejer & CEO m.v.
E-mail: henrikscharling@yahoo.dk

Henrik har 30 års post graduate erfaring fra den finansielle sektor og især fra udenlandske UHNWI ejede virksomheder med kriseledelse, turnaround samt kapitalplacering.

Note: Forfatteren takker en anonym referee for kommentarer til en tidligere version af artiklen.

Fra fattigt u-land til "verdens produktionshal" på 40 år

I dag er Kina verdens næstmest folkerige land med 1,4 mia. indbyggere, verdens næststørste økonomi med et BNP i år på 19 billioner USD, verdens største valutaeserver og med 4 ud af verdens 5 største banker.

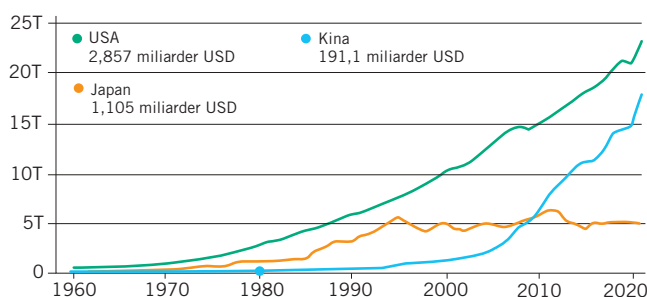
Da væksten startede i 1980 med Deng Xiaopengs landbrugsprivatiseringer, havde Kinas 1 mia. indbyggere, et BNP på 1/100 af i dag (Figur 1), næsten ingen valutaeserver og kun én bank, der både fungerede som centralbank og havde monopol på detailbank-forretning. Kina var mere planøkonomisk end det daværende Sovjetunionen.

Intet andet land har nogensinde før haft så eksplosiv og kontinuert vækst over så lang tid. Den årlige BNP vækst har været på næsten 10% i gennemsnit.

I slutningen af 1980'erne fik væksten for alvor bredt momentum fra industrieksport af basis-produkter. Det var især resultatet af markant lavere lønomkostninger end i USA og EU. Over årene er kompleksiteten og sofistikationen i Kinas fabrikker dog øget støt, og i dag fremstilles en tredjedel af global elektronik og over 40% af global antibiotika f.eks. i Kina. Desuden har Kina ifølge Australian Strategic Policy Institute førertrojen på 37 ud af 44 nøgleteknologier for fremtiden, herunder nanoteknologi, brintteknologi og batterier, jfr. ASPI 2023. Endelig har IT-sektoren i Kina over de seneste 5-10 år udviklet sig til at være blandt verdens mest avancerede og innovative. Kina indgiver bl.a. de fleste patentansøgninger omkring AI, der er centralt for at nå Kinas "Made in China 2025" plan, jf. Scharling (2023).

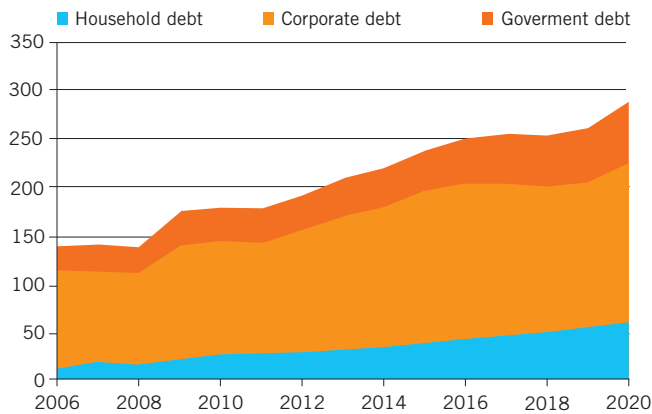
Eksportvæksten gav samtidig hastigt stigende valutaeserver, der øgede Kinas kreditværdighed og øgede udenlandske virksomheders investeringer i landet, Foreign Direct Investment (FDI) flow. Det gjorde det igen muligt at øge kreditvæksten (gearingen) og investere meget kraftigt i infrastruktur og ejen-

FIGUR 1: Kinas BNP er 100-doblet siden 1980



Note: De angivne beløb er BNP i 1980. Kilde blandt andet Verdensbanken.

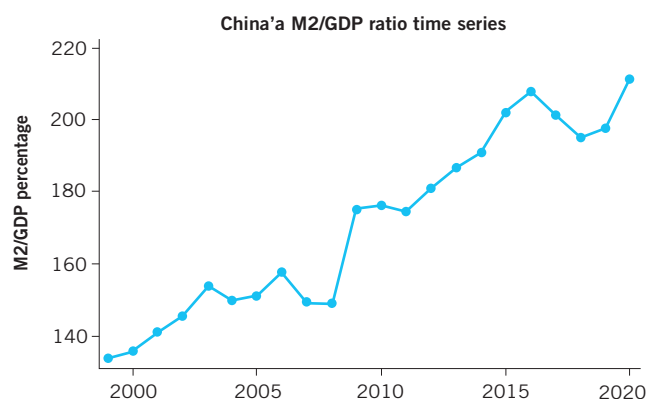
FIGUR 2: Gearingen i Kina er fordoblet siden finanskrisen og er især høj blandt virksomhederne – procent af BNP



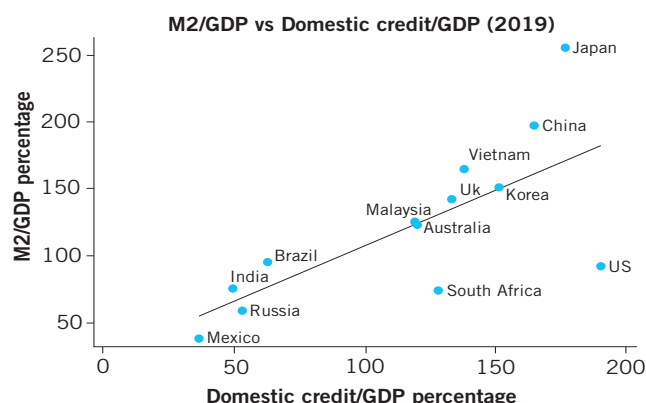
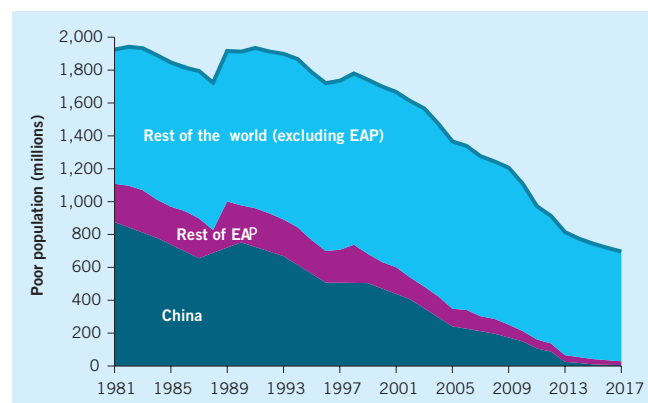
Kilder: BIS, IMF og ECB.

domme. Det var der behov for, for alene i de sidste tre årtier er over 290 millioner mennesker flyttet fra landet til byerne. Derfor var investeringerne massive og nødt til at være på forkfiant med den faktiske befolkningsudvikling, og derfor har mange investeringer i boliger og veje, vist sig at være strukturelle over-investeringer, se senere.

Så massive investeringer har krævet et gunstigt finansieringsklima, især i de perioder hvor økonomien har været truet af kriser. Kina har hver gang afbødet den værste effekt på sin økonomi ved at øge investeringerne kraftigt, som bl.a. har lagt en bund under beskæftigelsen. Det er dog sket på basis af øget

FIGUR 3: Væksten har især været drevet af gælds- og pengemængde udvidelser


Kilde: Verdensbanken.


FIGUR 4: Væksten har ifølge Verdensbanken løftet Kinas befolkning ud af ekstrem fattigdom


Sources: Lugo, Niu, and Yemtsov 2021, based on PovcalNet adapted from World Bank 2018. Note: EAP = East Asia and Pacific.

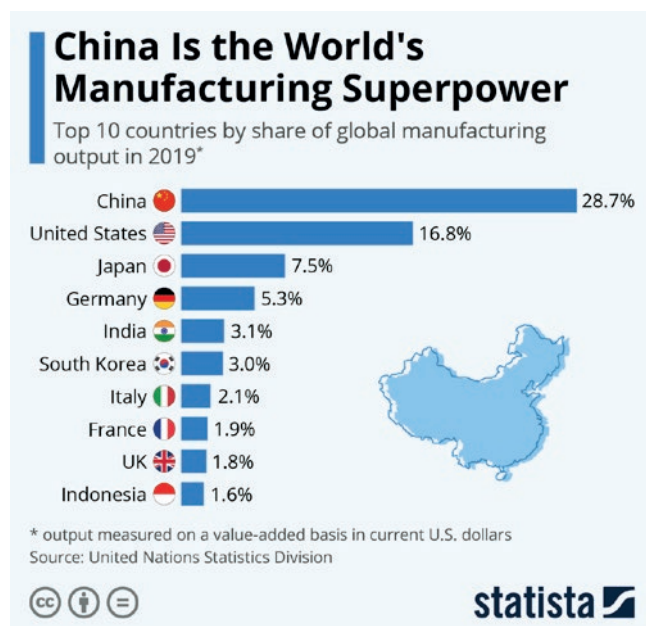
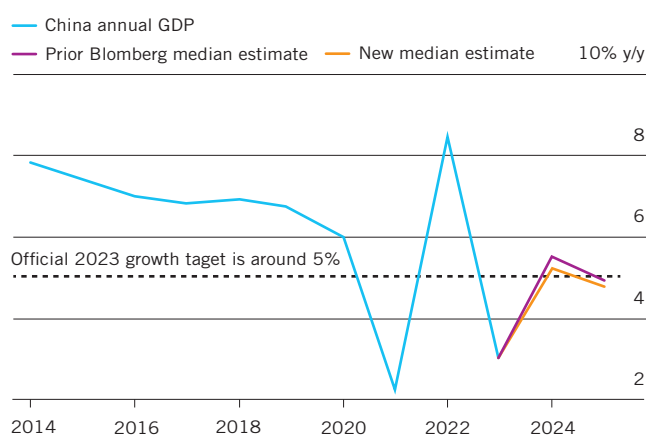
gældsætning, der samlet er fordoblet siden finanskrisen (Figur 2). Gælden er især høj blandt virksomhederne, på hele 170% af BNP, mod f.eks. 70% i USA.

Den høje gæld er blevet matchet af en kraftigt stigende pengemængde, hvor M2 i dag overstiger 220% af BNP (Figur 3). Kun Japan har en højere monetarisering end Kina.

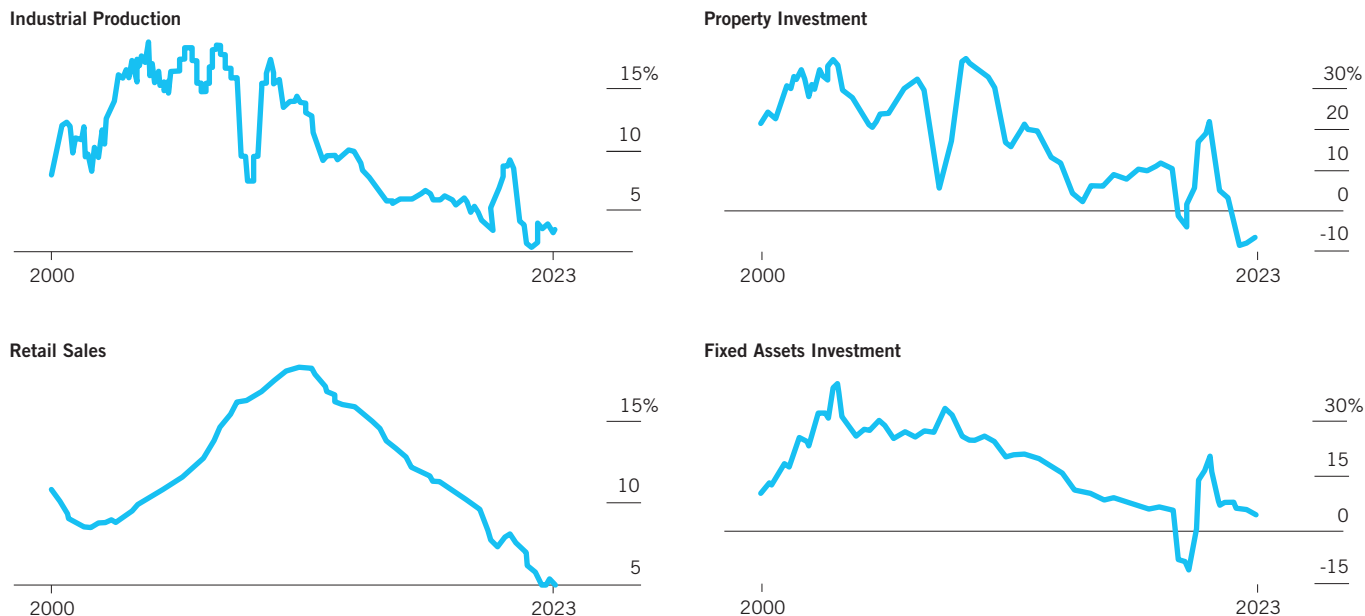
Samlet er Kina således kommet meget langt i sin omstilling til en forbrugsdrevet serviceøkonomi, som vi kender det i EU og USA. Væksten har løftet Kinas befolkning ud af ekstrem fattigdom (Figur 4), og gav befolkningen tillid til, at væksten i Kina ville fortsætte. Derfor har mange private kinesere spekuleret, især i ejendomme.

I dag er Kina "verdens produktionshal" (Figur 5) samt verdens største långiver til u-landene, via sit Belt and Road Initiative (se artikel i næste nummer af Finans/Invest). Resten af verdens økonomier påvirkes derfor af, om Kinas vækst fortsætter sit høje tempo.

Derfor er det relevant at overveje, om Kinas kreditvækst er sket prudent eller, om den nuværende afkøling i Kinas økonomiske vækst risikerer at afspore det finansielle system og dermed udløse en global systemisk reaktion.

FIGUR 5: Kina er i dag "verdens produktionshal"

FIGUR 6: Kinas økonomiske vækst fortsætter med at falde


Kilde: Bloomberg survey.

FIGUR 7: Foreløbig er post-Covid kickstarten døet ud


Note: All charts show 6-month moving average of YoY growth. Bloomberg.

I dag er Kinas økonomiske vækstlokomotiver udfordrede

BNP væksten har længe vist afkølede trend (Figur 6). Selvom væksten stadig er et stykke over niveauet i f.eks. EU og USA, er det bekymrende, fordi gælden og kreditvæksten er så høj; et fald i økonomisk vækst risikerer ifølge vestlige erfaringer og finansiell forståelse at udløse et "tipping point", et monetært kollaps fra fald i gensidig tillid.

Den bekymring er blevet aktuel af, at hovedkomponenterne for Kinas økonomiske vækst viser tegn på afkøling på én gang (Figur 7). Det kan blive selvforstærkende.

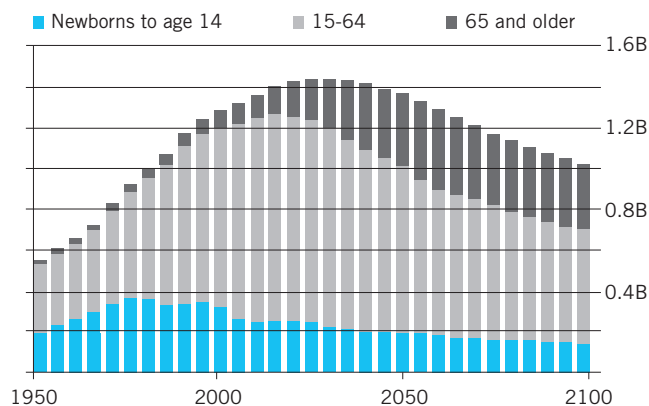
Privatforbruget reagerer stadig mindre på stimuli

Væksten siden 1980 har bl.a. været mulig, fordi kineserne har været risikovillige overfor investeringer i bl.a. boliger og finansielle produkter. De har med andre ord haft en tro på, at væksten vil fortsætte. Derfor er forbrugernes optimisme vigtig for Kinas gældssatte økonomi.

Fundamentalt er Kinas økonomi dog stadig drevet af industrien og af byggesektoren. Privatforbruget udgør blot 1/3 af samlet BNP, hvor det i USA og EU udgør 2/3.

De meget langvarige og omfattende Covid-lockdowns ramte de kinesiske forbrugeres dybere optimisme hårdt, og derfor kan det blive svært at genfinde den hidtidige gejst. For på trods af, at lockdowns for længst er ophævede, fortsætter opsparringsraterne med at være høje. Tilbageholdenheden forstærkes langsigtet af, at Kinas befolkningstal nu har peak'et, og at befolkningen fremover vil blive ældre og pensioneres (Figur 8). Det lægger en dæmper på forbrugsoptimismen og vil på sigt gøre netto-opsparingen negativ.

IMF er bekymret for Kinas økonomi og især for et kollaps i gælden. I december sidste år udtalte IMF's chef Kristalina Georgieva ligefrem, at "Kina er forvandlet fra et globalt økonomisk lokomotiv til et væksthæmmende drivanker". Hun opfordrede

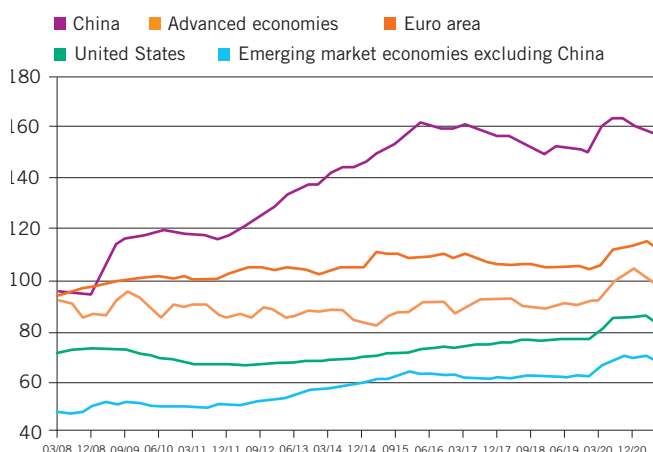
FIGUR 8: Kinas befolkningstal daler, og befolkningen bliver ældre


Note: Figures after 2015 are projections. Source United Nations Population Division. Bloomberg QuickTake.

Kina til at stimulere økonomien via privatforbruget i stedet for som hidtil via investeringer.

Løsningen er måske ikke så ligetil for Kina. For udover forskydningen i aldersdemografi er dele af den sociale sammenhængskraft, og dermed den dybere tillid, udfordret for tiden. Det kan dæmpe forbrugeroptimismen yderligere.

Selvom det samlede arbejdsløshedstal er på beherskede 5,3%, har ungdomsarbejdsløsheden været støt og roligt stigende og over 20% i det sidste halve år. Den er særligt høj blandt unge med videregående uddannelser. Det har skabt frustration i store dele af den kinesiske befolkning, for "et-barns politikken" mellem 1979 og 2015 har gjort, at mange familier har set deres barns videregående uddannelse som familiens vej op ad den sociale rangstige og investeret markant hér. Når den nyud-

FIGUR 9: Kinas virksomhedsgæld er den højeste i verden


Notes: Debt is estimated at market value, which is the price at which an asset would change hands if sold on the open market. Advanced economies are AU, CA, DK, EA, JA, NZ, NO, SE, CH, UK, US. Emerging market economies are AR, BR, CL, HK, IN, ID, MY, MX, PL, RU, SA, ZA, TH, TK.

Source: BIS via Haver Analytics. The latest observation is for Q2 2021.

dannede akademiker derpå ikke kan finde beskæftigelse, øger det familiens finansielle risiko fra de ofte meget store studielån og dæmper især familiens generelle optimisme. På de sociale medier har ungdomsarbejdsløsheden i de seneste år fået stor opmærksomhed bl.a. under navnene ”quiet quitting”, ”let it rot” og ”lying flat”. I slutningen af august besluttede det kinesiske statistikkontor at ophøre med at offentliggøre tal for ungdomsarbejdsløshed.

Desuden er indkomstspredningen i Kina stor, og formuespredningen stiger. For selvom ekstrem fattigdom er afskaffet i Kina, lever over 90% af kineserne for under 30 USD om dagen, ligesom Kinas gennemsnitlige indkomstspredning (Gini koefficient) er på 47, og i mange kystnære provinser på over 60. FN anser et niveau på over 50 for at udgøre en egentlig risiko for et lands indre sikkerhed. Danmarks Gini koefficient er til sammenligning på 30.

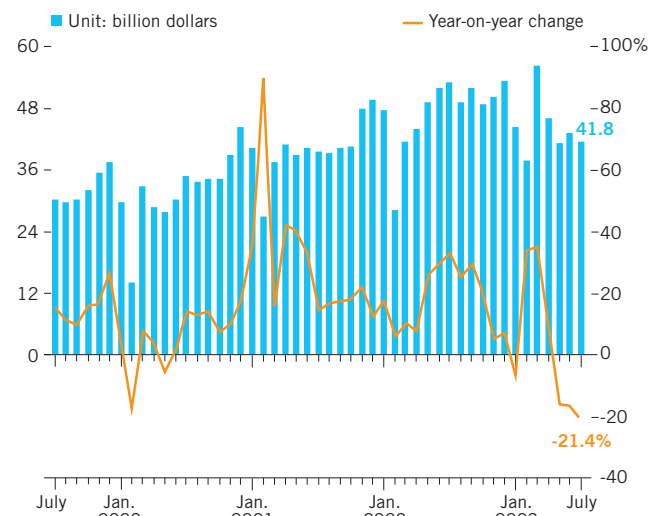
Derfor fokuserer Kinas forsøg på at øge privatforbruget især på den fattigere del af befolkningen, heriblandt de 25% af arbejdsstyrken, der stadig er beskæftiget i landbruget; et typisk meget nøjsomt liv. Forbrugskvoten og multiplikatoren på samfundsøkonomien er typisk meget høj hér, f.eks. via UBI (”helikopter-penge”). Kina er dog bekymret for, at ”belønne” lediggang og lavteknologisk arbejde, for det var flid og opkvalificering af arbejdsstyrken, der gjorde Kina til ”verdens produktionshal”, og det er højteknologi, der skal sikre ”Made in China 2025” og videre frem.

Handelsbalancen, hvor eksporten til nærmarkederne daler

Kinas økonomi er grundlæggende stadig drevet af industrieksporten, og derfor også afhængigt af samme, for virksomhedsgælden er den højeste i verden (Figur 9). Fald i eksport kan dermed slå hurtigt igennem på antallet af konkurser.

Overordnet fortsætter eksporten sit rekordhøje niveau, og samtidig falder importen svagt som følge af den brede forbrugsafmatning i Kina.

Ind til for et halvt år siden var Kinas eksport til USA stort set upåvirket af handelskrigen. I det sidste halve år er eksporten til

FIGUR 10: Kinas eksport til nabolandene falder


Sources: General Administration of Customs, CEIC, Caixin.

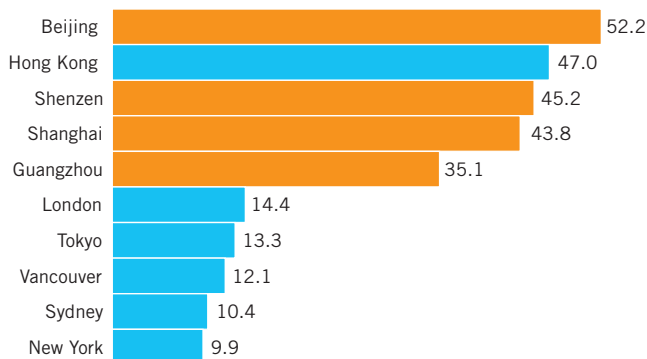
USA dalet markant og er 25% lavere end sidste år. Den trend vil sandsynligvis fortsætte, for i det sidste år er FDI flow til Kina fra USA blevet rekordnegativt. Amerikanske virksomheder er med andre ord bredt ved at flytte deres produktioner ud af Kina (”re-shoring”), i dag typisk til fordel for Vietnam og Indien. Eksporten til EU er indtil videre steget med samme beløb, som det er faldet til USA. Det er dog Kinas erfaring, at EU’s økonomi følger USA’s med op til et par års forsinkelse. Det indtryk forstærkes af, at EU og USA i dag koordinerer deres handelssanktioner, herunder omkring avancerede industrielle chips. Kinas bekymring forværres endelig også af, at dets eksport til nabolandene (ASEAN) fortsætter med at falde (Figur 10).

I de seneste år har Kina således været meget opsøgende for at etablere nye handelsaftaler, der kan udfylde det forventede handelstomrum fra USA og EU. Det har bl.a. ført til det ”grænseløse venskab” med Rusland, og senest har Kina også været aktive omkring udvidelsen af BRICS sammenslutningen samt omkring frihandelsorganisationerne Regional Comprehensive Economic Partnership (RCEP) og Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership (CPTPP).

Endelig har centralbanken, PBoC, flere gange signaleret, at den hidtidige bund for valutakrydset mellem CNY og USD på 0,1365 er under overvejelse. En aktiv devaluering kunne i teorien være en fordel for Kina, for hér har inflationen i de sidste par måneder været negativ, deflationær. En devaluering kan således være en måde at importere inflation på, for Kina vil for alt i verden undgå at havne i ”den Japanske fælde”, dvs. en deflationsspiral.

Kina har dog dårlige erfaringer med valutavåbnet. Sidst Kina foretog en aktiv devaluering, på blot 1,8% i juli 2015, tog det trekvart år før markedets frygt for yderligere devalueringer og valutakrig begyndte at aftage. I mellemtiden faldt de store aktieindeks med op til 50%, også selvom 45% af aktierne nåede at blive suspenderede fra handel og, selvom der blev indført fængselsstraf for shorting samt nettosalgsforbud for alle store og mellemstore investorer. Det var med andre ord nær gået helt galt.

FIGUR 11: Der er en historisk stor bolig-boble i de største byer i Kina



Noter: Viser 'Apartment price-to-income ratio in selected cities'. Ratio is based on median apartment price an average net disposable family income. Figures are based on data contributed by Numeo users and are as of Jan. 14. Source Numeo. Bloomberg.

Investeringer, hvor der i dag er væsentlige tegn på overkapacitet

Denne gang kan Kina ikke umiddelbart afbøde effekten af økonomisk afmatning ved at øge sin kredit og dermed investeringer i boliger, industri- og kontorejendomme samt i veje og togbaner, for der er stor og strukturel overkapacitet.

Tomgangsrate for kontorer i storbyerne Beijing, Shanghai, Guangzhou og Shenzhen er f.eks. alle på mellem 18 og 21%, det højeste niveau i 13 år.

Tilsvarende anslås der at være mellem 65 og 80 millioner ledige lejligheder, jf. NYT (2023), svarende til boliger til mellem 170 og 210 millioner mennesker, dvs. 12-15% af befolkningen. Det nøjagtige antal er dog uklart, bl.a. som resultat af Hukou (hjemstavnssystemet), men kan være betydeligt højere.

Generelt mangler der således ikke boliger i Kina, men der mangler boliger, der er til at betale for den gennemsnitlige kineser; i storbyerne er der en historisk stor boligboble (Figur 11).

Det er uvist hvor stor en del af infrastruktur-forøgelsen, der kan betegnes som stranded assets. Infrastruktur har dog en tendens til at følges med boliger og industrier. I Kina er længden af 4-sporede veje (highways) f.eks. 16-doblet fra 11.000 km. i år 2000 til 177.000 km. i 2022.

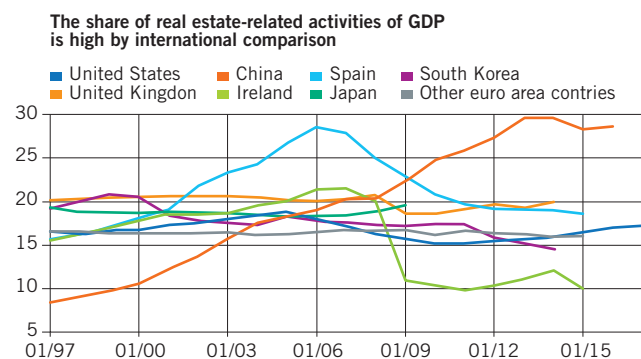
Outlook forværres af, at behovet for boliger vil falde i fremtiden i takt med Kinas stigende aldring i befolkningen og faldende indbyggertal.

Der er således brug for en hastig opbremsning i nybyggeriet. De aktuelle redningsplaner for ejendomssektoren, f.eks. i Country Garden og (resterne af) Evergrande, handler om at sikre færdigopførelse af forudbetalte boliger samt at sikre en kontrolleret afkøling af byggesektoren ("de-fusing the bomb"). Derfor deltager centralbankchefen Pan Gongsheng ligefrem i møderne med sektoren.

Det er dog farligt at bremse nybyggeriet op for hurtigt, for ejendomssektoren udgør næsten det dobbelte af den samlede økonomi, end i f.eks. EU og USA (Figur 12). Derfor skal opbremsningen være tilpas kontrolleret til, at det meget store antal byggearbejdere kan omskoles og finde ny beskæftigelse. Alternativt kan det sende økonomien i frit fald.

Oven på Kommunistpartiets økonomiske konference i no-

FIGUR 12: Ejendomssektoren betyder næsten dobbelt så meget for Kinas økonomi som EU og USA



Sources: Rogoff and Yang (2021) using national input-output matrices. For China, see data sources in the paper; for other countries, KLEMS. The latest observation is 2017 for China and the United States, 2015 for Spain and Ireland as well as other euro area countries, 2014 for the United Kingdom and South Korea, and 2009 for Japan.

vember/december sidste år besluttede Kina at accelerere mange investeringsplaner. Planen er så markant, at der på landsplan ventes at blive investeret 17% mere end året før. Næsten alle investeringerne er i infrastruktur, men nu med fokus på klimaomstillinger og -sikringer samt forsyningssikkerhed af energi, fødevarer og af vand.

For Kina har f.eks. et stort og presserende drikkevandsproblem. Grundlæggende har landet 6% af globale ferskvandsressourcer mod 18% af indbyggerne. Manglen opstår især af, vandet er forskelligt fordelt ift. befolkningen. Hver 4. kineser bor f.eks. i de nordlige provinser, hvor blot 4% af ferskvandsreserverne er. Manglen forværres af, at Kinas hastige industrialisering betød, at man aldrig fik investeret nok i infrastruktur til rensning og genbrug af spildevand, og stadig i dag overvejende baserer sit drikkevand på grundvand, hvis opfyldning er under halvdelen af forbruget. Endelig fandt et regeringsstudie i 2016, at efter årtier uden rensning af spildevand er omkring 80% af Kinas grundvandskvalitet så "væsentligt forurenet" af bl.a. tungmetaller som arsen, at det er uegnet til drikkevand uden avanceret forudgående rensning, jf. LeMonde (2023).

Desuden tegner Kina sig for verdens største CO₂-udledning, mere end USA's og EU's lagt sammen. Kinas energisektor står derfor over for den største klimaomstilling i verden, og verdens klima står og falder med, om den omstilling lykkes.

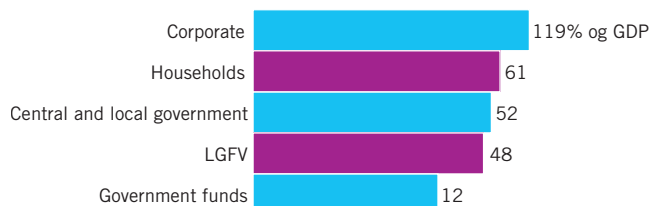
Manøvren er dog finansielt risikabel, for i nogle provinser er planlagte investeringer mere end 30% højere end sidste år, bl.a. i de gamle nordøstlige "rust-belt" provinser, der i forvejen har meget høje gældsrate. Det øger risikoen for strukturelle over-investeringer og dermed stranded assets.

Hvis investeringer således atter skal redde Kinas økonomi, skal der for det første omstilles massivt og lynhurtigt, og for det andet er der brug for øget lønsomhed i Kinas virksomheder, hvis kreditgrundlaget ikke skal erodere for voldsomt. Der er mere end rigelig gæld i forvejen.

Finanspolitikken, hvor mulighederne for at øge stimuli falder

Kinas officielle statsgæld er på blot 52% af BNP (Tysklands er f.eks. på 60% og Danmarks på 34%). Tallet inkluderer dog ikke

FIGUR 13: Statsgælden er i alt på 100% af BNP og samlet gæld på 280%. Dertil kommer skyggebankskælden



Source: IMF/Bloomberg.

lokalregeringerne, hvor den officielle del af gælden er på 48%, dvs. offentlig gæld i alt på 100% (Figur 13).

Frem over vil det stort set kun være muligt at stimulere via centralregeringens gæld. For lokalregeringernes cash flow har hidtil kommet fra salg af grunde, eller ved at optage gæld med sikkerhed i grunde. Når nybyggeriet således køler af som nu, falder finansieringsmulighederne for lokalregeringernes finansieringsinstitutioner, LGFV'erne.

Bekymringerne omkring Kinas finansielle sektor fokuserer ofte netop på LGFV'erne, fordi en stor del af deres gæld er udenfor det kinesiske finanstilsyn CBIRC's ressort; skyggebankssektoren. ECB's Financial Stability Board anslår skyggebankssektoren til at være på omkring 60% af BNP (Figur 14), men der er stor usikkerhed. Banker som JPMorgan anslår den til 90% af BNP, mens Reserve Bank of Australia anslår den til nærmere 50% af BNP, jf. RBA 2020. Det bekymrende fra en systemisk risikovinkel er desuden, at bankerne er 20% ultimative ejere og lokalregeringerne op mod 64% af skyggebankselskaberne.

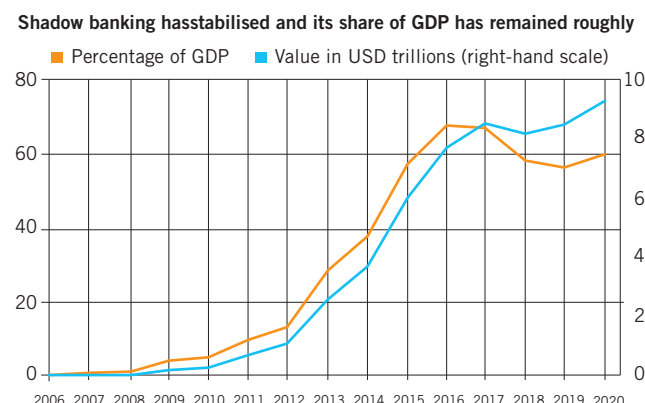
Ifølge ECB er skyggebankskælden via LGFV'erne stabiliseret på samme niveau som i 2015, trods 5 års "de-leveraging" initiativ fra Liu He og Xi Jinping. Den er med andre ord dybt rodfæstet og er også i høj grad baseret på private kineseres opsparingsprodukter i bankerne, de såkaldte Wealth Management Products (WMP'ere). Stadig færre af disse vil blive fornyet over de kommende år i takt med, at befolkningen går på pension og begynder nedsparring. Det reducerer fundingen til LGFV'erne, hvis indtægter samtidig falder fra afkølingen i nybyggeriet. Samlet giver det risiko for insolvenser, som centralregeringen forventes at dække ind. Alternativet, at lade lokalregeringerne opkræve øgede skatter, vil harmonere meget dårligt med de politiske reformer siden folkekommunernes opløsning i 1978.

Noget tyder på, at centralregeringen pt. mangler selvtillid eller har indre uenighed. For trods problemerne med at få økonomisk vækst op i gear, er væksten i Kinas offentlige forbrug nu faldet til nul (Figur 15). Dét er nyt, for Kinas stimuli er normalt koordinerede og massive, om end lynhurtige og kortvarige.

Kan det finansielle system tåle den økonomiske afkøling?

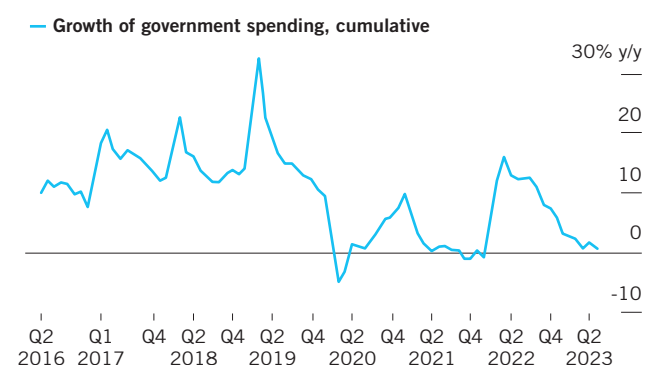
Pengepolitikken i Kina er fortsat meget ekspansiv, modsat f.eks. EU og USA. Over de sidste 4 år har renten f.eks. været uafbrudt faldende til nu 3,45% for den 1-årige prime. Samtidig har PBoC ad flere omgange sænket bankernes reservekrav samt foretaget direkte likviditetsoperationer. Da rentemarginalen er tilpas positiv, fordi inflationen nu er faldet til -0,3%, burde der være både

FIGUR 14: Skyggebankskælden er på et højt niveau trods flere års "de-leveraging"



Kilde: ECB Economic.

FIGUR 15: Kina har hidtil holdt igen med at øge de finanspolitiske stimuli



Note: Data covers China's two main budgets - the general budget and capital spending budget. Source: China Ministry of Finance; Bloomberg.

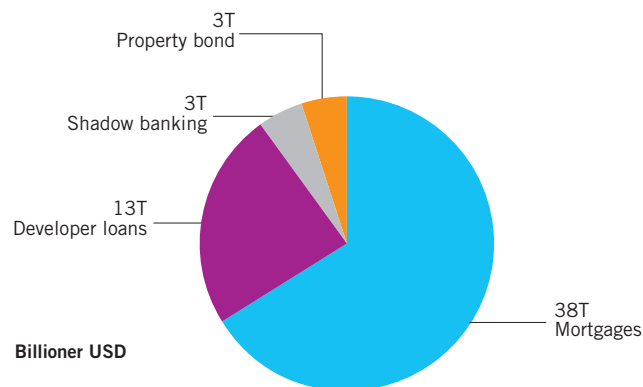
rigelig likviditet og incitament i bankerne til at øge udlånene og dermed stimulere økonomisk aktivitet.

Alligevel er væksten i bankernes udlån faldet til tæt på nul. Bankerne har åbenbart ikke glemt at ordet kredit kan oversættes til tillid til tilbagebetaling, og ledelserne i de statsejede virksomheder (SOE) har næppe heller glemt, at der er et væsentligt og personligt ledelsesansvar forbundet med insolvens i en SOE.

For tiden er der mange klassiske ingredienser til en finansiell krise, f.eks.:

- En ejendomssektor med overdreven betydning for BNP, hvor de største aktører (bl.a. Evergrande og Country Garden) er i default eller balancerer på randen af samme.
- Opsparingsudbydere (bl.a. Zhongrong) der er i likviditetsproblemer.
- En finansiell sektor, der er kraftigt eksponeret mod to markant afkølede sektorer, lokalregeringerne og ejendomssektoren. Ud af banksektorens samlede aktiver på knap 400 billioner CNY, udgør ejendomssektoren iflg. Goldman Sachs mindst 15% (Figur 16).

Økonomien i resten af 2023 og i 2024 afhænger derfor især af, om det lykkes regeringen at overbevise befolkningen om, at

FIGUR 16: Kinas banksektor er markant eksponeret mod ejendomssektoren

Source: Goldman Sachs. Bloomberg Opinion.

det er trygt at øge privatforbruget markant. Dét forudsætter i praksis, at økonomiens vækst bliver stimuleret op i gear igen. En væsentlig forudsætning for dét er, at der stadig er købere til statsobligationerne. Der er tre hovedtyper af købere hér: Privatpersoner og virksomheder, udenlandske investorer samt PBoC.

De private kineseres pensionsprodukter vil langsomt dale som resultat af den stigende pensionering, og dermed nedsparring. Da virksomhedsgælden i forvejen er meget høj og lønsomheden relativt lav, er der også begrænset købspotential fra virksomhederne. De har selv brug for cash flow, især når global økonomi køler af.

De udenlandske kilder svinder også. FDI flow fra USA er faldet, og det samme ventes at ske fra EU. ASEAN-landene har ej heller hverken lyst eller evne til at overtage fundingen; de har selv har brug for cash flow og valutareserver for at finansiere egen vækst. Desuden er det ikke lykkedes Kina at gøre CNY til en væsentlig global reservevaluta (i 2022 under 3%) eller afregningsvaluta, og dermed systemisere sig med verdensøkonomien, ligesom det er sket for USD og EUR. Det er til trods for mange års ihærdige og vedholdende forsøg på det i form af bl.a. bilaterale afregningsaftaler omkring energiindkøb, låneinitiativer som Belt and Road Initiative samt New Development Bank (BRICS regi), og trods forsøg på at indføre brug af betalingsinfrastrukturen fra den digitale valuta, eCNY, i bl.a. RCEP regi. En væsentlig forklaring på mangelen på succes hér er, at CNY ikke er fri, samt at Kinas gæld vs. BNP er så faretruende stor (Brookings 2020).

Det efterlader PBoC som den væsentligste køberkandidat til statsobligationer, dvs. modsvaret af pengemængdeudvidelse (yderligere monetarisering). Kreditgrundlagsmæssigt kan det måske forsvares i en vis periode frem, for Kina har stadig verdens største valutareserver, der fortsat stiger. Fundamentalt er problemet dog især, at den økonomiske effekt af øget likviditet er lav og faldende. I 2022 udvidede PBoC f.eks. M2 med 28 billioner CNY, dvs. 12%. Alligevel steg BNP "kun" med 6 billioner vs. året før. For hver BNP der blev skabt, stimulerede PBoC således med faktor 4,6. Det er en meget lav omsætningshastighed for pengene, også selvom Covid-lockdowns har påvirket sammenligningstallene.

I dag er Kinas M2 på i alt 286 billioner CNY. Dét tal er stør-

re end M2 for USA, EU og SydKorea lagt sammen. Alligevel udgør Kinas BNP under halvdelen af disse landes samlede BNP.

Hvilke muligheder har Kina?

Så længe inflationen forbliver lav, og ifølge PBoC under 3%, burde der være finansielt råderum på kort og mellemlangt sigt. På langt sigt hænger forholdene mellem pengemængde, gæld og BNP dog ikke sammen i forhold til den erfaring og forståelse af ligevægte, som vi har fra åbne vestlige kapitalistiske økonomier.

Blandt de værktøjer som især kan tænkes at blive brugt på kort sigt er:

- Pengepolitisk har PBoC flere gange overvejet offentligt at indføre UBI, Universal Basic Income, fordi det er hér, at der er størst og mest umiddelbar effekt på privatforbruget. Politisk vil det dog kræve, at Xi Jinpings hidtidige initiativ omkring "common prosperity" udvides betydeligt. Ind til videre har dette mest fokuseret på, at bremse formuevæksten hos de allerrigeste personer, som f.eks. Jack Ma. Det er næppe uden politisk risiko at udstrække initiativet til alle løn- og formueklasser.
- Desuden har centralregeringen senest luftet muligheden for markant formuebeskatning. Formuebeskatning er dog ikke helt ligetil, fordi mange store private formuer er investeret via offshore skattely. En formueskat risikerer derfor at begrænse sig til de formuer, der er oplyst til myndighederne. Det øger den politiske risiko.
- Investeringer i vandforsyning, i klimasikring af bl.a. landbruget og i klimateknologier. Det vil dels nedbringe Kinas egen udledning af klimagasser og kan måske hjælpe til at blive den globalt førende nation indenfor klimateknologi. Dét kan måske løfte Kinas vækst og øge lønsomheden i en række kinesiske virksomheder. Det skal dog være meget store investeringer meget snart, for der er en meget stor arbejdsstyrke fra byggesektoren, der skal omstilles meget hurtigt.

Langsigtet står Kina dog med det fundamentale problem, at når man øger sin gearing, gør man det med sikkerhed i forventningen om, at økonomisk vækst vil accelerere fremover. Men hvis antallet af personer, der skal sikre dét, falder, skal produktiviteten stige så meget desto mere for, at kreditgrundlaget er intakt. Hvor skal den ekstra produktivitetsforøgelse komme fra?

Opsummeret er Kinas økonomi således i potentielt alvorlige problemer, hvis løsninger kræver meget store omstillinger. Det giver risiko, men det behøver ikke at føre til et pludseligt drop i gensidig tillid og dermed finansielt kollaps i f.eks. de kommende 3-5 år. Der er især tre årsager:

- Kina har undgået kollaps i 40 år ved at være lynhurtig til at omstille sig, og ved at satse massivt og fokuseret hver gang, landet har set krisetegn. Dén evne er næppe forsvundet.
- Selvom Kina er afhængig af eksport, er verdens økonomier endnu mere afhængige af handel med Kina. Kollapser Kina under gælden, risikerer den øvrige verden derfor også at kollapse. Finansielt set er verden globalt og systemisk forbundet, og Kina er too-big-to-fail, især fra et klimaomstillings-perspektiv.
- Et autokrati har alt andet lige flere muligheder for at opretholde fiduciariteten i det finansielle system end et demokra-

ti. For uanset om man kan lide det eller ej, afhænger tillid også af, hvilke alternativer der er.

Der er dog ingen tvivl om, at myndighederne er bekymrede og derfor forsøger at forebygge finansiell uro. På den helt korte bane har CBIRC f.eks. senest bedt de største asset managers om stop for nettosalg i aktieporteføljer. Sidst de gjorde det var i starten af 2016 hvor, det var ved at gå galt.

Det eneste der synes sikkert er, at hvis Kina får en finansiell krise, kommer alle lande i verden til at mærke det, finansielt som økonomisk som politisk som klimamæssigt som forsyningsmæssigt. En del lande vil desuden være i overhængende fare for statsbankerot, bl.a. fordi mange af disse i dag er afhængige af, at Kinas Belt and Road Initiative fortsætter med at yde lån og funding.

“Kriser tager længere tid om at opstå, end man kan forestille sig, men når de kommer, sker de hurtigere, end man kan forestille sig.” Rüdiger Dornbusch (1942-2002), fhv. professor i International Økonomi ved MIT.

Litteratur

- ASPI, 2023: *Australian Strategic Policy Institute's Critical Technology Tracker*. <https://www.aspi.org.au/report/critical-technology-tracker>
- Brookings, 2020: *The renminbi rises but will not rival the dollar*. <https://www.brookings.edu/articles/the-renminbi-rises-but-will-not-rival-the-dollar/>
- Le Monde, 2023: *In China, water quality, quantity and distribution are extremely problematic*. https://www.lemonde.fr/en/environment/article/2022/10/28/in-china-water-quality-quantity-and-distribution-are-extremely-problematic_6002163_114.html
- NYT, 2023: *Why It's So Hard for China to Fix Its Real Estate Crisis*. <https://www.nytimes.com/2023/08/22/business/china-economy-property.html>
- RBA, 2020: *Reserve Bank of Australia: Shadow Financing in China*. <https://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2020/dec/shadow-financing-in-china.html>
- Scharling, Henrik Kraft, 2023: *Kunstig Intelligens (AI). Finans/Invest*, 3/23, s. 7-14. ■

AKTIEFAKTORER ► FORTSAT FRA SIDE 27

menlignet med mere traditionelle empiriske metoder, der bruges inden for aktieprissætning.

Litteratur

- Banz, Rolf W., 1981: The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics*, 9, s. 3-18.
- Chordia, Tarun, Amit Goyal og Alessio Saretto, 2020: Anomalies and False Rejections. *Review of Financial Studies*, 33, s. 2134-2179.
- Cochrane, John H., 2011: Presidential Address: Discount Rates. *Journal of Finance*, 66, s. 1047-1108.
- Cutler, David M., James M. Poterba og Lawrence H. Summers, 1991: Speculative Dynamics. *Review of Economic Studies*, 58, s. 529-546.
- Dinh, Vu og Lam S. T. Ho, 2020: *Consistent feature selection for neural networks via Adaptive Group Lasso*.
- Donaldson, Glen R. og Mark Kamstra, 1999: Neural network forecast combining with interaction effects. *Journal of the Franklin Institute*, 336, s. 227-236.
- Engsted, Tom, 2020: Er der virkelig 400+ risikofaktorer i aktiemarkedet? *Finans/Invest*, 6/20, s. 28-35.
- Fama, Eugene. F. og James D. MacBeth, 1973: Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests. *Journal of Political Economy*, 81, s. 607-636.

- Fama, Eugene F. og Kenneth R. French, 1993: Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33, s. 3-56.
- Freyberger, Johannes, Andreas Neuhierl og Michael Weber, 2020: Dissecting Characteristics Nonparametrically. *Review of Financial Studies*, 33, s. 2326-2377.
- Gu, Shihao, Bryan Kelly og Dacheng Xiu, 2020: Empirical Asset Pricing via Machine Learning. *Review of Financial Studies*, 33, s. 2223-2273.
- Harvey, Campbell R., Yan Liu og Heqing Zhu, 2016: ... and the Cross-Section of Expected Returns. *Review of Financial Studies*, 29, s. 5-68.
- Harvey, Campbell R., 2017: Presidential Address: The Scientific Outlook in Financial Economics. *Journal of Finance*, 72, s. 1399-1440.
- Jegadeesh, Narasimhan og Sheridan Titman, 1993: Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency. *Journal of Finance*, 48, s. 65-91.
- Mclean, David og Jeffrey Rontiff, 2016: Does Academic Research Destroy Stock Return Predictability? *Journal of Finance*, 71, s. 5-32.
- Nelmark, Oliver og Roslundh, Mikkel W., 2022: *Dissecting the Factor Zoo*. Kandidatafhandling, Københavns Universitet. ■