

Er Kinas Belt and Road Initiative i problemer?

Siden lanceringen for 10 år siden er Kinas Belt and Road Initiative (BRI) blevet verdens største låneportefølje til udviklingslande. Investeringerne i disse landes ofte skrøbelige økonomier gav håb om økonomiske opsving. Men mange lande overvurderede de økonomiske effekter fra BRI projekterne, og Kina var samtidig en yderst risikovillig udlåner. I dag er over halvdelen af BRI landene nødlidende og mange er i gældsspiraler. I stedet for at eftergive gæld tilbyder Kina typisk at rulle lånene eller sale-and-lease back. Det har fået bl.a. USA til at beskyldte Kina for åger samt for at udnytte de nødlidende landes gældsspiraler som løftestang for deres internationale politik ("debt trap diplomacy"). Hvad er fremtiden for BRI programmet og for BRI landene? Kan problemer hér skubbe for meget til Kinas følsomme finansielle system? Er investering i udviklingslande en ny geopolitisk krumtap?

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.

BRI skal atter gøre Kina til "riget i midten", ...

Da finanskrisens chok ramte amerikanske og europæiske forbrugere i 2008, udløste det et forbrugsdrop på ikke-essentielle varer. Det ramte Kinas eksportdrevne økonomi brat og hårdt, og væksten i Kinas industrieksport faldt f.eks. fra +20% i Q3 2008 til -20% et halvt år senere, jf. Wong (2011). Landets økonomi var ikke parat til at håndtere så stort et chok, og det førte til pludselig massearbejdsløshed samt ledig fabrikskapacitet på mellem 30% og 80% afhængigt af sektor, jf. Kawai m.fl. (2012).

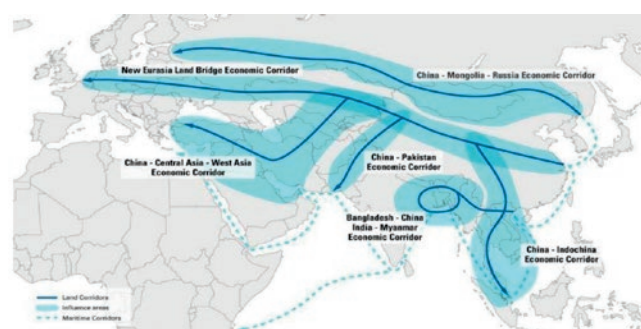
Chokket førte til den globalt set mest bemærkelsesværdige redningsplan ovenpå finanskrisen: Kinas massive investeringsstimuli der i dag bl.a. har ført til store strukturelle overkapaciteter på transportinfrastruktur samt på boliger og erhvervsjendomme, jf. Scharling (2023).

I Kina tolkede regeringen finanskrisen som endnu en historisk lektie for landet i at nedbringe sin økonomiske afhængighed af vestlige økonomier; andre lande skulle være mindst lige så afhængige af Kinas økonomi som leverandør af essentielle varer såvel som udlåner.

I september 2013 lancerede den nytiltrådte præsident Xi Jinping derfor One Belt One Road initiativet (BRI) på et møde i Kasakhstan. BRI er Xi Jinpings første og største fingeraftryk på Kinas udvikling og historie og skal opbygge forsyningsruter til og fra Europa og Afrika, ligesom den gamle Silkevej gennem Centralasien gjorde det i mange århundreder. BRI's succes og Xi Jinpings personlige succes som præsident hænger derfor tæt sammen.

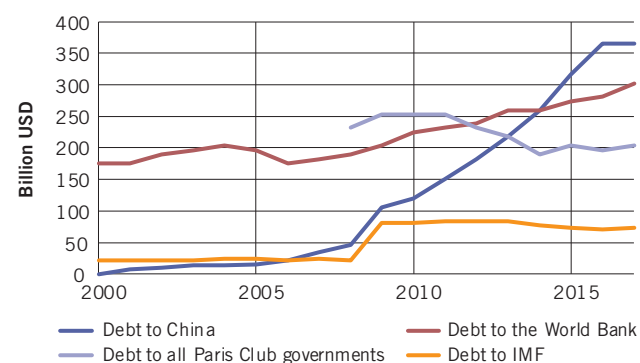
Formelt er projektets formål bredt, nemlig at "etablere et forenet stort marked og fuldt ud udnytte både eksport- og hjemlige markeder ...". Foreløbigt har BRI fokuseret på at opbygge

FIGUR 1: Der er flere hovedkorridorer for Belt and Road Initiative



Source: Hong Kong Trade Development Council and Normura Global Economics

FIGUR 2: BRI projektet gjorde Kina til verdens største internationale långiver



Note: The biggest lenders globally – Aggregate external public debt. Kilde: World Bank International Debt Statistics; Paris Club, Kiel (2023).

fysisk infrastruktur, dvs. veje, togbaner, havne samt energiinfrastruktur via en række hovedkorridorer, jf. Figur 1. BRI skal være afsluttet inden 2049, der er 100-året for folkerepublikken Kinas dannelse.

Den globale interesse var enorm, og på få år overtog Kina rollen som verdens største långiver jf. Figur 2. Det øgede samtidig Kinas brug af RMB i sine afregninger fra 23% i 2017 til 49% i 2022 og dermed øgede det systemeringen (integreringen)

FIGUR 3: En række udviklingslande er nu i dyb gæld til Kina



af Kinas økonomi med andre landes økonomier, dvs. samme privilegie som USD og EUR har nydt godt af i mange år.

I dag har flere end 150 lande skrevet sig op til projektet, og der er foreløbig ydet lån til 3.000 projekter i mere end 100 af disse lande, der samlet står for 40% af globalt BNP, 65% af global befolkning samt 75% af de globalt kendte energireserver.

Samlet er BRI et af verdenshistoriens største infrastruktur- og investeringsprogrammer, der i alt forventes at løbe op i 8 billioner USD inden 2049, fra de nuværende 1,1 billioner USD. Til sammenligning er Kinas valutareserver i dag på 3,3 billioner USD. Den finansielle succes for BRI hænger derfor tæt sammen med Kinas økonomiske og politiske succes. Alene størrelsen på BRI gør desuden, at det kan påvirke global økonomisk vækst og finansiel stabilitet.

... og til dét kræves der global infrastruktur.

Interessen blandt udviklingslandene var særdeles stor. BRI blev i mange tilfælde set som den eneste måde at opnå de investeringer, der var nødvendige for, at landene kunne starte økonomiske vækstspiraler, der kunne trække dem ud af fattigdom.

Mange gamle projekter, der tidligere havde fået låneafslag fra USA og EU, blev taget frem af skrivebordsskuffen og ansøgt om, med forbavsende hyppige tilsagn.

Kina var en velvillig långiver og attraktiviteten steg fordi deres "non-interference" princip betyder, at de generelt ikke stiller krav til landenes politiske situation, som f.eks. overholdelse af menneskerettigheder. På tilsvarende vis mener Kina generelt, at omverdenen skal blande sig udenom, hvad der foregår internt i Kina.

Blandt større enkelt projekter under BRI kan bl.a. tælles:

- China Pakistan Economic Corridor (CPEC), der indebærer en transportkorridor fra Xinjiang provinsen i det nordvestlige Kina, på langs igennem Pakistans bjergrige terræn, og ud til det indiske ocean. CPEC vil bl.a. gøre det muligt at udveksle varer med Afrika, Mellemøsten og Europa uden at skulle sejle igennem verdens travleste shippingrute, Ma-

lacca strædet. Projektet vil samlet koste over 62 mia. USD svarende til 18% af Pakistans BNP og vil tage 15 år at gennemføre, fordi det indebærer investeringer i nye togbaner, nye highways, i kraftværker, nye lufthavne samt i en ny containerhavn i Gwadar.

- Sri Lankas nye Magampura Rajapaksa containerhavn i Hambantota, 250 km. sydøst for hovedstaden Colombo. Den samlede havn kostede 1,7 mia. USD svarende til 2% af Sri Lankas BNP.
- I Malaysia har der bl.a. været East Coast Railway Link på 640 km, pipeline projekter for gas samt bydelen Forest City ved grænsen til Singapore, der er et boligprojekt med plads til 700.000 indbyggere, og som har kostet over 100 mia. USD at opføre. BRI banker menes at have finansieret tæt på 30 mia. USD heraf, og resten finansieret af den nu nødlidende kinesiske ejendomsconcern Country Garden. Byområdet står i dag næsten øde hen med kun omkring 10.000 indbyggere, især fordi boligerne er alt for dyre for de lokale Malajer.
- Etiopiens togforbindelse fra Addis Ababa til Djibouti ved Adénbugten, hvor Kina bl.a. har anlagt en militær havn. BRI inkluderer formelt ikke vandkraftværket Grand Ethiopian Renaissance Dam (GERD) selvom dette også overvejende er finansieret med lån fra Kinas Exim bank, se nedenfor. Til sammen har de to projekter kostet 7 mia. USD, svarende til ca. 7% af Etiopiens BNP.
- Men også destinationer udenfor silkevejsgeografien har fundet vej til programmet, som f.eks. Coca Codo Sinclair vandkraftværket i Ecuador til 2,3 mia. USD svarende til godt 2% af Ecuadors BNP.

Til sammenligning ville det i dag koste 1,2% af Danmarks BNP at opføre en ny Storebæltsbro.

Samlet har BRI derfor ført til meget store låntagninger for mange lande (se Figur 3). De fleste af disse havde i forvejen Sovereign ratings under Investment Grade. Kinas non-interference princip betød hér, at de generelt forholdt sig til de enkelte projekter, og tog sikkerheder heri, snarere end at forholde sig til risikoen for, at gælden fra projekterne ville blive uoverstigelig for landet eller dets valutareserver.

Formelt var långiverne især China Development Bank (CDB) og Export-Import Bank of China (Exim). Den kinesiske stat har både stemme- og kapitalmajoriteterne i disse banker og dermed det ultimative ejerskab. Når BRI projekter bliver nødlidende, er det således den kinesiske stat, der ultimativt lider tabet, selvom det formelt er banksystemet, der foretager nedskrivningen og evt. reassurerer delvist bagud.

Kinas finansielle stabilitet er derfor i farezonen, hvis tilstrækkeligt mange BRI projekter bliver nødlidende samtidig med, at Kinas banksektor i forvejen er presset, som det f.eks. er i dag fra nedskrivninger omkring ejendomssektoren og lokalregeringsgælden, jf. også Scharling (2023).

Endelig hører det med til risikobilledet, at også China Investment Corporation (CIC) har været en yderligere, men ikke nærmere oplyst, aktiv partner omkring både rådgivning og låneformidling. CIC forvalter dele af Kinas valutareserver og er verdens næststørste Sovereign Wealth Fund efterfulgt af Hong Kongs SAFE, jf. Figur 4. CIC og SAFE er ejet og kontrolleret af staten og/eller centralbanken PBoC.

Men BRI projekterne har ikke altid indfriet forventningerne, ...

Generelt har der været meget høje forventninger til, hvor store økonomiske effekter BRI projekterne ville føre til. Kinesiske myndigheder har flere gange nævnt tal på over 20 billioner USD baseret på investeringer på 2-3 billioner USD. Tilsvarende anslag Verdensbanken bl.a. i 2019, at BRI projekterne i infrastruktur kan øge globalt real-BNP med mellem 0,7 og 2,9%, dvs. 7-29 billioner USD. Dét tal kunne endda mere end fordobles, mente man, hvis der samtidig blev etableret frihandelszoner, jf. WorldBank 2019.

Det er for tidligt at afgøre, om BRI programmet samlet er på vej til at indfri de mål. For det første er mange projekter stadig under opførsel, og dernæst er det svært at isolere de økonomiske effekter fra BRI. Siden 2021 har verdens økonomier været påvirkede af mange ekstraordinære forhold, som f.eks. Covid-pandemien, stigende inflation og geopolitisk usikkerhed. Hvis der således ikke skabes (stigende) økonomisk vækst, hvor meget skyldes da urealistiske BRI projekter vs. pandemien vs. inflation osv.?

Det tyder dog på, at mange projekter vil skuffe, for dels skulle BRI projekterne stimulere låntagerlandenes økonomier og beskæftigelse via anlægsbyggeriet, og dels skulle de stimulere både Kinas og låntagerlandenes økonomier via øget samhandel.

I anlægsbyggeriet er BRI projekterne ofte endt med at benytte kinesisk arbejdskraft i stedet for lokal, typisk fordi den kinesiske projektledelse har vurderet, at den lokale arbejdskraft ikke var tilstrækkeligt stabil eller kvalificeret. Det gælder bl.a. CPEC, hvor det var forventningen, at byggefasen ville skabe 2,3 millioner jobs i Pakistan og booste landets BNP med 2,5%. I dag, 8 år efter CPEC's start, er den lange trend for BNP vækst i Pakistan stadig svagt aftagende og organisationer som Verdensbanken og AidData melder om, at anlægsarbejderne langt overvejende udføres af kinesisk arbejdskraft. Der har været samme erfaringer i bl.a. Etiopien, Kenya, Malaysia, Bangladesh og Indonesien.

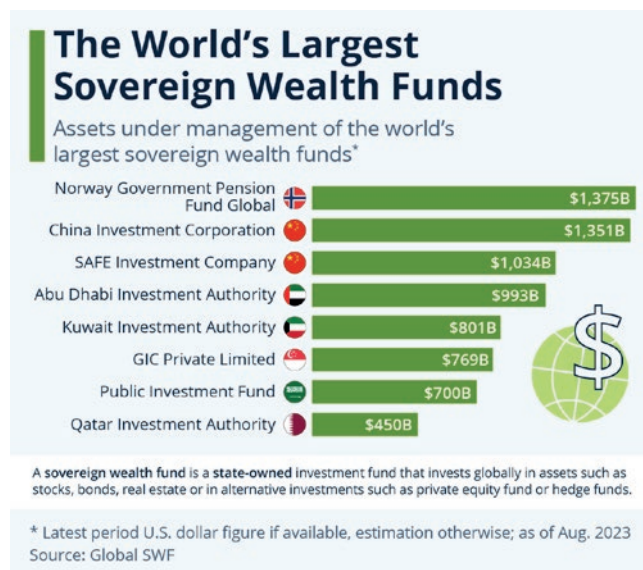
Omkring BRI's andet formål, at stimulere økonomierne gennem øget samhandel, offentliggjorde forskere fra Kiel Center for Globalization samt Wuhan University i 2020 et empirisk studie af, hvor meget BRI har stimuleret Kinas eksport, jf. KCG 2020. Studiet konkluderer, at det kun er statsejede kinesiske virksomheder, der generelt har set betydeligt højere eksport til BRI lande vs. ikke-BRI lande. Der er dog generelt ikke sket markant vækst i aktivitet, i hvert fald endnu, og væksten har langt overvejende været forbeholdt statsejede virksomheder (SOE) i Kina.

Der er god logik i at konkludere, at stigningen i SOE'ernes aktivitet skyldes BRI programmet. Men fundamentalt kan man stille spørgsmålet, om det er BRI, der har banet vejen for øget samhandel, eller om der kun er lavet BRI projekter dér, hvor man i forvejen så et større handelsmæssigt potentiale, der alligevel ville blive udløst?

Tilsvarende konklusioner gælder for BRI landenes eksport til Kina: Generelt er samhandelen med Kina steget, men var det sket alligevel? Der har ikke været spring i aktiviteten i forlængelse af færdiggjorte BRI projekter.

Samlet er det således svært at konkludere, om det er BRI's fortjeneste, hvis BRI landene og Kina oplever økonomisk vækst eller mangel på samme, for verdens økonomier påvirkes af mange flere variable end "kun" investeringer i infrastruktur.

FIGUR 4: Kina har 2 af verdens 3 største Sovereign Wealth Funds



BRI's succes bør derfor snarere vurderes projekt for projekt. Hér vil succeskriteriet typisk fokusere på, om infrastrukturen udnyttes lige så meget, som de oprindelige forventninger lagde op til. Også hér er det i mange tilfælde for tidligt at vurdere, for infrastrukturprojekter har ofte forlængede indkøringsperioder, og desuden er mange projekter typisk først færdiggjorte for nylig.

Alligevel er mange BRI projekter nu nødlidende, fordi låntagerlandene er blevet ude af stand til at betale af på deres gæld. Der er flere årsager til dét.

... og derfor er mange lån blevet nødlidende.

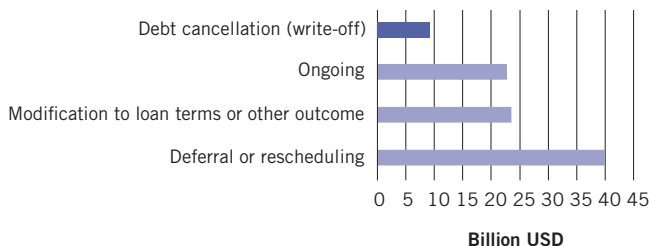
En stor del af BRI projekterne er "gamle" ønsker om infrastruktur, som IMF, Verdensbanken, USA eller EU tidligere har afvist at låne til, f.eks. fordi det politiske miljø i landene var for usikkert eller utilfredsstillende eller især, fordi der ikke var tilstrækkeligt økonomisk grundlag til det og dermed sandsynlighed for tilbagebetaling.

Hér var Kina generelt langt mindre kritiske långivere. I stedet tog man sikkerheder.

I 2021 gennemførte forskere fra bl.a. Peterson Institute og AidData under Virginia University en undersøgelse af betingelserne i 100 gældsaftaler på tværs af 24 udviklingslande. Langt de fleste aftaler var under BRI programmet, jf. AidData 2021. Kina har protesteret mod undersøgelsen og dens konklusioner, som de mener tager udgangspunkt i en (for) vestlig måde at tænke på, jf. China 2021.

Undersøgelsen sammenlignede aftalernes betingelser med typiske aftaler fra bl.a. Paris Club og fandt, at særligt tre forhold stak ud:

- Kontrakterne havde stringente forbud mod offentliggørelse af betingelserne, særligt for aftaler indgået efter 2014. Kina henviser til, at det er normal praksis for lån mellem kommercielle kinesiske banker og udenlandske private institutioner samt, at mere end 70% af BRI aftalerne er indgået mellem sådanne. AidDatas pointe er dog, at begge entiteter typisk er 100% statsejede, hvorfor låneafalterne reelt er

FIGUR 5: Kina foretrækker at rulle lånene frem for at afskrive

Note: Renegotiated debt by outcome, January 2001 to November 2020. Kilde: CFR (2023)/Rhodium Group.

mellem stater, og derfor burde være transparente og fremgå via f.eks. centralbanker. Manglen på fuld transparens er især et problem for nødlånsorganisationer som IMF og Paris Club, da en nødlånsproces ofte foregår under tidspres. Der skal ofte en sultende befolkning og en desperat politisk situation til, før et land ansøger om nødlån. En nødlånsproces kræver derfor tillid mellem parterne, og tillid forudsætter især fuld transparens. Hvis der i en presset tidsproces skal ske gennemgang af, om alle lån med stater som ultimative ejere er medtaget, vil det bl.a. forsinke nødlånsprocessen væsentligt.

- Krav om at lån til Kina skal have forrang for lån fra andre lande og organisationer, der ofte ledsages af et eksplicit forbud mod "Paris Club" forhandlinger. I praksis betyder det, at Kina på forhånd afviser at deltage i haircuts og andre former for gældsrestruktureringer. Ultimativt kan det betyde, at de nødlån som BRI lande optager fra f.eks. IMF, skal bruges til at afdrage på lån til Kina. Dermed bliver IMF en indirekte garant for BRI lån fra Kina, hvis de vil hjælpe en nødlidende befolkning. IMF's hovedinteressenter er USA og EU. Dette har f.eks. været tilfældet for Sri Lanka, Argentina, Etiopien, Pakistan, Ecuador, Kenya, Surinam, Zambia og Bangladesh, se senere. Risikoen er desuden særligt stor i lande som Kirgisistan og Pakistan, hvor Kina er den største långiver.
- Krav om at Kina i tilfælde af misligholdelse af aftalerne har mulighed for at påvirke BRI landenes indenrigs- og udenrigspolitik. Betingelserne tolkes af AidData som et klart bevis på, at Kina ser låneforhold som et bredere og vidtrækkende hele end "blot" vedrørende låneaftalen.

Udsigterne er forværret af de globale økonomiske trends siden 2020

Som nævnt er det generelt for tidligt at vurdere låneporteføljens samlede performance, dels fordi den stadig er under opbygning og dels fordi lånene er langsigtede. Modsat er der allerede nu, 5-6 år efter at de første større lån forfaldt, en foruroligende status og udvikling i performance.

I 2010, dvs. før lanceringen af BRI, var færre end 5% af Kinas udlandslån f.eks. til institutioner i nødlidende lande. I 2022 var det tal steget til 60% ifølge en undersøgelse fra i år af bl.a. Verdensbankens tidligere cheføkonom Carmen Reinhart samt af Christoph Trebesch fra Kiel Institute for the World Economy, jf. Kiel (2023).

Udviklingen vil sandsynligvis fortsætte i de næste par år,

bl.a. fordi mange udviklingslandes i forvejen skrøbelige økonomier har oplevet markante og uforudsete problemer i de seneste år. Først faldt bl.a. valutaindtægterne fra fjernturismen bort med Covid-pandemiens lockdowns i 2020 og 2021. Derpå førte globale lockdowns til flaskehalse i infrastruktur- og fremstillingskapaciteter mange steder på kloden, der igen resulterede i de markante inflationsstigninger i 2021 og 2022. Høj gæld og kraftige rentestigninger er en farlig kombination.

Det fik Kina til at bremse brat op for nye BRI-lån til Afrika, der faldt til under en fjerdedel i løbet af 2020. Opbremsningen forværrede den negative finansielle spiral for mange BRI-lande og øgede deres lånebehov. Derfor måtte Kina øge mængden af nødlån i stedet, se senere.

Udviklingslandenes erfaringer igennem 1970'erne, 80'erne og 90'erne fra misligholdelse af lån fra USA eller EU var ofte, at der hér blev ydet haircuts eller andre former for restruktureringer ved væsentlig misligholdelse. Det har sandsynligvis været en del af overvejelserne for mange af BRI landene ved indgåelse af BRI aftalerne, men hér havde Kinas BRI administration en mere kommerciel indstilling til, at låneaftalerne skal overholdes fuldt eller genforhandles. Kina afviser, at BRI lån bør ses som udviklingsstøtte, jf. Figur 5.

Derfor har misligholdelse af BRI aftaler typisk ført til, at lånene indledningsvist blev rullet. Ved gentagne tilfælde blev låneaftalen genforhandlet og i svære tilfælde blev der ydet nødlån, enten som direkte nødlån eller indirekte via swap lines. Indimellem alle løsninger på én gang.

Mange BRI låneaftaler genforhandles derfor, ...

Ved genforhandlinger af BRI aftaler har Kina haft en naturlig forhandlingsfordel, f.eks.:

- Da Sri Lanka misligholdt afdrag på den nye containerhavn i Hambantota i 2017, vekslede Kina et moratorium med en 99 års sale-and-lease back af havnen. Dermed har Kina fremover ejendomsretten over Sri Lankas eneste reelle mulighed for fysisk handel med omverdenen, en skilleshæl.
- Kina overtog i 2022 Zambias nationale jernbane for 2,5 mia. USD. Jernbanen er i dag Zambias eneste adgang til havet, via Dar es Salaam i Tanzania. Jernbanen er transportvej for en stor del af Zambias eksport og turistomsætning.
- Kina overtog i år aktiemajoriteten i Ecuadors Coca Codo Sinclair, samt indgik en 30 årig sale-and-lease back aftale. Værket forsyner 35% af Ecuadors samlede årlige elektricitetsbehov.
- Tilsvarende rapporterer medier for tiden, at der er sale-and-lease back forhandlinger omkring bl.a. Pakistans havn i Gwadar samt omkring Djiboutis Doraleh containerterminal. Begge er afgørende for landenes fysiske eksport og import.

Resultatet af sale-and-lease back er typisk en kortsigtet likviditetsmæssig lettelse modsvaret af en dyrere økonomisk pris, der endda ofte kan ændres fra Kinas side med årlige varsler.

... og samtidig stiger antallet af Kinas nødlån til BRI lande kraftigt.

Ifølge undersøgelsen ovenfor er Kina i dag blevet verdens største "lender of last resort" for udviklingslande.

I alt har Kina fra slutningen af 2021 til starten af i år ydet

128 nødlån på tværs af 22 lande til en værdi af mindst 240 mia. USD. Tallene inkluderer "rulninger" af eksisterende lån, motorier. Langt den største mængde nødlån har været i form af swap lines med PBoC, dvs. sikring af vekselsbarheden for landenes egne valutaer. Vekselsbarheden har givet landene mulighed for at importere livsnødvendige varer som f.eks. medicin, energi eller fødevarer, men det forbedrer ikke landenes udsigt til tilbagebetalinger, og det forbedrer dermed heller ikke deres kreditværdighed.

Antallet af nødlån stiger markant hvert år, jf. Figur 6. Jo større lån landene havde i forvejen, jo flere nødlån bliver der ydet. Det tyder derfor på, at mange lande er havnet i gældsspiraler, som f.eks. Argentina, Mongoliet og Pakistan. Siden invasionen i Ukraine er Rusland dog også blevet afhængig af sine swap lines med Kina, jf. Figur 7.

Swap lines er den mest populære model og benyttes nu i 2/3 af tilfældene. Med swap lines får BRI-landene garanti for, at deres valutaer kan veksles til RMB. Det giver bl.a. større muligheder for at veksle videre til USD og således betale for varer som energi og fødevarer. Swap lines sikrer dermed en vis vekselsbarhed for landets egen valuta og øger således generel finansiel stabilitet i landene. Derfor betyder det typisk mindre, at modellen har tendens til at blive økonomisk dyr. Det har f.eks. været tilfældet for Argentina.

Normalt er swap lines kortsigtede på 3 måneder, men meget tyder på, at PBoC ruller stadig flere og større swap lines foran sig. Analytikere skønner så meget som 3 ud af 4 swap lines samt, at den gennemsnitlige varighed dermed nu overstiger 40 måneder.

PBoC's swap line netværk er siden 2008 opbygget med mere end 40 andre centralbanker, hvoraf en stor del hidtil har været "sovende".

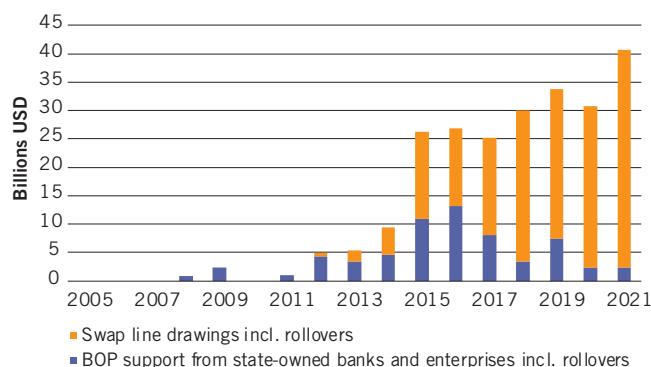
Formålet med swap lines er normalt at opfordre andre lande til at bruge sin valuta som afregningsvaluta, men ifølge rapporten fra bl.a. Reinhart og Trebesch er 13 ud af de 17 lande, der indtil videre har udnyttet deres swap lines med PBoC, i distress, jf. Kiel (2023). Det svarer til i alt 170 mia. USD heraf en stor del som rulninger. PBoC afviser generelt at dele oplysninger om swap lines, og tallet er derfor anslået på basis af nærlæsninger af BRI landenes centralbankers årsregnskaber og pressemeddelelser samt ved forsøg på kryds-check til IMF's og Verdensbankens gældsstatistikker. Tallet kan derfor være betydeligt højere.

Endelig tyder meget på, at brugen af swap lines er steget kraftigt i 2023. Ifølge analytikere kan det være en væsentlig forklaring på den stigende forskel mellem Kinas handelsoverskud og vækst i valutaeserver. I første kvartal 2023 nåede handelsoverskuddet f.eks. op på 205 mia. USD mens valutaeserverne kun voksede med 55 mia. USD. Det giver en manko på 150 mia. USD, hvoraf en del kan være swap line udnyttelser.

Direkte nødlån fra kinesiske banker har især været benyttet af de lande, der i forvejen havde de største lån i Kina, som f.eks. Pakistan og Ecuador.

Statsejede kinesiske banker har ydet mere end 70 nødlån til 13 forskellige lande til en samlet værdi af +70 mia. USD. Det er sket selvom nødlån fra Kina typisk sker til markedsrenter, der er dobbelt så høje som rentesatser fra IMF, jf. Figur 8. Fordelen ved nødlån fra Kina er i stedet typisk, at Kinas "non-interference" politik betyder færre betingelser omkring landenes økonomier eller politiske systemer, end IMF typisk kræver. Det har

FIGUR 6: Antallet og omfanget af nødlån fra Kina er blevet meget stort og stigende



Note: Yearly amounts of cross-border rescue lending. Kilde: Kiel (2023).

FIGUR 7: Nødlån stiger især til Argentina, Mongoliet og Pakistan



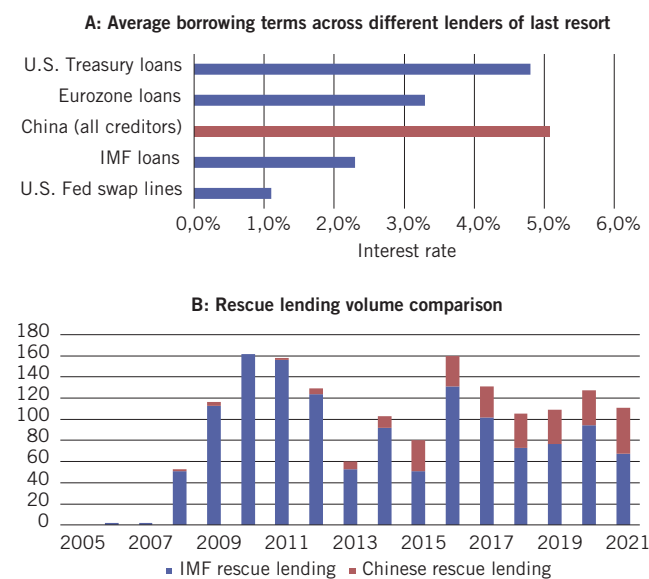
bl.a. været vigtigt for Argentina, der samlet har optaget mere end 35 lån fra kommercielle kinesiske banker.

Nødlån fra Kina er derfor typisk politisk nemmere på kort sigt, men økonomisk og politisk dyrere på langt sigt. I mange tilfælde er det dog også kun muligt for BRI landene at optage nødlån i Kina, fordi der i låneaftalen er forbud mod Paris Club og IMF, jf. ovenfor.

Nødlidende BRI lån er geopolitisk potent.

Ifølge USA (og EU) burde Kina have forudset, at mange af projekterne var for økonomisk risikable, og at insolvens derfor ville være for sandsynligt for mange BRI projekter eller lande. Når Kina alligevel valgte at yde lånene, anså Trump administrationen det for en bevidst spekulation i at gennemtvinge en øget geopolitisk magt, det såkaldte "debt trap diplomacy".

I dag står mange BRI lande overfor det samme dilemma: De har optaget alt for store lån i forhold til deres økonomiers styrke og muligheder på kort og mellemlangt sigt, på alt for lempelige vilkår; en gældsspiral. Det giver dem i princippet kun to valgmuligheder:

FIGUR 8: Nødlån fra Kina er ofte en dyr løsning

Kilde: Kiel (2023).

1. At optage nødlån i Kina og genforhandle deres BRI aftaler. Det vil typisk gøre gælden endnu dyrere på langt sigt, og vil på kort og mellemlangt sigt samtidig begrænse landets udenrigs- og handelspolitik til fordel for Kina, f.eks. via valutakontrollen.
2. At søge en konfrontation med alle kreditorer gennem statsbankerot. Det kan både føre til, at kreditoren Kina lukker for adgangen til landets mest kritiske infrastruktur (BRI finansierede havne, jernbaner osv.) og kan samtidig føre til langsigtet udelukkelse fra globale lånemarkeder, som det f.eks. er sket for Argentina.

Det er dog næppe rimeligt at kalde BRI programmet for "debt trap diplomacy", endnu. De fleste långivere, som f.eks. en bank eller IMF, stiller normalt også forretningsmæssige betingelser ved henstand eller udvidede lånerammer. USA's beskyldning handler derfor især om hensigter: Var Kina blot en for risikovillig investor, eller var det et udspekuleret geopolitisk spil?

For den sidste tolkning taler bl.a., at der har været tendens til, at lande der modtager BRI lån, umiddelbart derefter ophører med at anerkende Taiwan diplomatisk, jf. FPRI (2023).

For den første tolkning taler især, at de fleste vestlige iagttagere anså mange af BRI projekterne for urealistiske, baseret på vores erfaringer med, hvad der er økonomisk muligt. Kinas kreditvurderinger var sandsynligvis mere præget af deres egen erfaring med, at økonomiske mirakler kan opstå, hvis man er ihærdig og fokuseret, og tror tilpas meget på det, så gearingen (den finansielle tillid) kan øges.

Dén konklusion er nået af bl.a. professor Deborah Brautigam fra Johns Hopkins University og Meg Rithmire fra Harvard Business School, jf. blandt andet Acker m.fl. (2020). Deres undersøgelser peger på, at Kina hidtil har vist (næsten) lige så stor velvilje overfor gældseftergivelser, som USA og EU tidligere har gjort. De mener derfor, at det er urimeligt, at kalde BRI for "debt trap diplomacy". I hvert fald indtil videre.

Beskyldningen kan dog hurtigt blusse op igen i de kom-

mende år, for mange BRI lande har brug for eftergivelser af lån for at undgå statsbankerot. Vestens bekymring er, at hvis Kina fortsætter med at anse BRI lånene for ordinære kommercielle kontrakter, og derfor indkræver låneydelserne som hidtil, vil udviklingslandene i bedste fald opleve et "tabt årti", som det f.eks. skete for mange Sydamerikanske lande i 1980'erne. Uanset hvad vil deres politiske autonomi vil påvirkes (hæmmet) af, hvilke geopolitiske synspunkter som deres hovedkreditor (Kina) har.

Måske er Kina ved at ændre indstilling. I august 2022 eftergav Kina f.eks. en række rentefrie lån til 17 forskellige afrikanske lande. Ved oplysningen gav Kina tydelig reference til beskyldningerne om "debt trap diplomacy". I løbet af 2023 har der desuden været eftergivelser til bl.a. centralasiatiske lande.

Endnu er eftergivelserne generelt beherskede i størrelser og er kun rettet dér, hvor al chance for tilbagebetaling er håbløst; som en kommerciel bank typisk ville gøre.

Kursændringen er dog kompliceret. Dels er Kinas banksektor i forvejen presset fra store (truende) nedskrivninger fra afkølingen af Kinas økonomi, og dels kan det blive et personligt prestigetab for Xi Jinping, hvis store dele af "hans" store BRI projekt bliver nødlidende. I det ultimative tilfælde, dvs. valget mellem om BRI landene eller Kina skal kollapse, er der næppe tvivl om valget. Men verden er normalt mere nuanceret end dét. Ildhuen ved låneinddrivelser under BRI kan derfor være en politisk vejrhane for Xi Jinpings partipolitiske status i Kina.

Derfor står Kina ved en skillevej i forhold til BRI.

Samlet er Kinas BRI lån derfor i risiko for distress og måske også risiko for kollaps i dele af porteføljen. Nogen eller noget må give sig for at bryde dødvandet, for håbet om tilbagebetaling blev i mange tilfælde slukket af Covid samt af de efterfølgende inflations- og rentestigninger.

BRI programmets outlook forværres af, at CDB og Exim bank begge har skåret kraftigt ned for nye udlån siden 2020 samt har signaleret, at programmet vil blive re-fokuseret. Det er her værd at notere, at nødlån har været ydet af mange andre banker end kun CDB og Exim. Ifølge Overseas Development Institute, jf. ODI (2023) er det et tegn på, at de to banker er i problemer.

Eksisterende BRI lån:

Forventningen blandt mange BRI lande er, at Kina snart vil blive nødt til at acceptere bredere haircuts og finansielle restruktureringer, bl.a. fordi det bliver svært for Kina at håndhæve deres sikkerheder. Giver det f.eks. mening at hæve priserne for brug af en containerhavn eller en togbane som svar på omkostningsforhøjelsen fra sale-and-lease back, hvis det fører til, at man prissætter sig ud af markedet, og at udsigten til at modtage ydelser på BRI lånene dermed forsvinder helt? Tilsvarende risikerer mange BRI landes regeringer at stå overfor valget mellem hungersnød eller default på BRI lån, som f.eks. i Pakistan og Sri Lanka. Hvad vælger de da?

I Kina har den (begrænsede) offentlige debat om nødlidende BRI-lån bl.a. fremhævet, at det endnu ikke er et egentligt problem for Kina, fordi landet ikke mangler valutareserver. Handelsbalancen er f.eks. stadig rekord-positiv. Ifølge argumentet kan Kina derfor "blot" fortsætte med at rulle deres nødlån og swap lines til BRI landene. Der er bl.a. to væsentlige risikoscenarier ved dét argument:

- Hvis renten stiger i Kina (inflationen er foreløbig i ro og ligefrem negativ), eller hvis RMB stiger i værdi, kan de samlede gældsomkostninger hurtigt stige for meget for BRI landene. Mange BRI lande balancerer i dag på kanten af statsbankerot. Det risikerer at få nogle lande til helt at skifte ”geopolitisk hold” i retning mod USA eller EU, også selvom det vil belaste deres fremadrettede relationer til Kina. Det kunne f.eks. være Argentina, Sri Lanka og Zambia, der har søgt hjælp fra IMF. Paris Club, som Kina netop holder sig ude af, melder også om øget aktivitet.
- Hvis Kina oplever en finanskrisen fra den nuværende økonomiske afkøling, eller ligefrem oplever omfattende sanktioner f.eks. fra en militær eskalation omkring Taiwan, kan de blive nødt til at stoppe for yderligere nødlån eller at stoppe for færdiggørelse af BRI projekter. Begge dele kan sende mange skrøbelige BRI lande i default og vil forværre finansiell uro i Kina. Formålet med BRI var ellers netop at sikre Kinas langsigtede relationer med strategisk vigtige lande, der samtidig gav en afledt fordel i at systemisere Kinas valuta og finansielle system med andre landes, jfr. ovenfor.

Derfor er det sandsynligt, at Kina vil øge antallet af låneeftergivelser. Det kan evt. ske under en ny programoverskrift, så BRI programmet formelt set forbliver en succes. Kina har i mange år ydet dobbelt så stor finansiell hjælp til udviklingslandene som USA. Men forholdet mellem nødhjælp og udlåns har været omvendt af USA's: Kina har investeret i udviklingslandene snarere end ydet nødhjælp, jf. Figur 9. Mens USA har ydet 1 USD i lån (OOF, dvs. Other Official Flows) for hver 9 USD, som de har ydet i nødhjælp (ODA, dvs. Official Development Assistance), har forholdet i Kinas assistance været omvendt. Den forskel vil givetvis ændres for begge lande fremover.

Fremtidige lån under BRI:

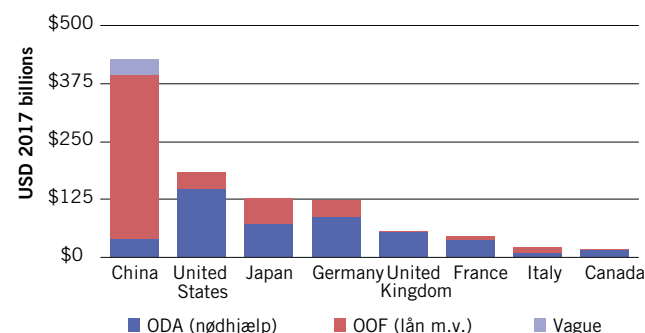
BRI programmet stopper ikke. For det første er det et centralt program for Xi Jinping. For det andet er Kinas handelsbalance stadig positiv, og BRI drejede sig bl.a. om indirekte at investere valutaresserverne aktivt. For det tredje er fortsat likviditet nødvendigt for at undgå kollaps i BRI porteføljen, både som investeringer og som nødlån eller nødhjælp.

Fra en risikovinkel mangler BRI porteføljen i dag diversifikation. Selvom den er spredt over mange verdensdele, er den især eksponeret mod forudsætningen om, at global vækst vil accelerere markant i udviklingslandene. Covid udbruddet viste, at det ikke nødvendigvis sker blot fordi befolkningstallet stiger markant.

Det tyder da også på, at Kina er i færd med at re-fokusere dele af det samlede Belt and Road program. I midten af oktober blev det tredje Belt and Road Forum afholdt i Beijing. Signalerne her fra antyder især følgende ændringer:

- ”Tilbage til Silkevejen”, dvs. øget fokus på centralasiatiske lande, og generelt mindre fokus på sydamerikanske og afrikanske lande, på nær råstofkritiske lande som DR Congo (kobolt), Nigeria (olie) og Chile (litium og kobber).
- Mindre og enklere projekter hvor risikoen er lettere at overskue (”small is beautiful”).
- Sektor-diversifikation i retning af digital infrastruktur som f.eks. 5G, fiberoptisk infrastruktur og software, snarere end

FIGUR 9: Kina har generelt investeret i udviklingslandene, mens i-landene har ydet nødhjælp



Source: OECD-DAC and AidData.

fysiske veje, togbaner og havne. Mange centralasiatiske lande har store ambitioner om digital omstilling som deres vej til økonomisk vækst.

- Fokus på klimaomstillingsprojekter, der samtidig kan styrke Kinas globale førerposition omkring klimateknologier som solceller og batterier.

I det næste års tid er der derfor mange grunde til at følge tæt med i BRI lånenes performance. For problemerne ved de eksisterende lån vokser og kan få global og systemisk effekt, finansielt som geopolitisk, og en opbremsning af fremtidige lån (investeringer) kan ryste sydamerikanske og afrikanske landes økonomiske fremtidsmuligheder.

BRI landenes muligheder er dog på nogle fronter blevet bedre, ...

USA og EU er begge blevet bevidste om det geopolitiske potentiale i BRI og på vigtigheden af at fremme investeringer i udviklingslandene. Især er Afrika ikke længere ”det forglemte kontinent”. I dag kan ”kampen om Afrika” tværtimod afgøre fremtidige forsyninger af knappe metaller og råstoffer, herunder en stor del af de der er nødvendige for klimaomstillingerne.

I år har USA's vicepræsident Kamala Harris f.eks. besøgt Zambia, Ghana og Tanzania og præsident Joe Biden har besøgt Ghana og Senegal. Der er normalt langt imellem, at de lande får besøg af USA's statsledere. Tilsvarende har EU's udenrigschef Josep Borrell, den franske præsident Emmanuel Macron og den tyske forbundskansler Olaf Scholz haft mange besøg i Vest-, Central- og Nordafrika over det sidste halvandet år, og senest også i Østafrikanske BRI-lande som Kenya og Etiopien.

Endelig besluttede G7 landene i 2021 initiativet Build Back Better World (B3W), som et alternativ til Kinas BRI-program. B3W fik dog en blandet modtagelse fra bl.a. Den Afrikanske Union (AU). Her har erfaringen været, at EU's og USA's initiativer ofte har påført aftaler med private amerikanske og europæiske virksomheder, hvor overskuddene tenderede til at ende her i stedet for i det afrikanske land selv. AU har derfor bl.a. udviklet nye typer af kontrakter, der skal balancere incitamenterne og samtidig afskære for visse politiske betingelser.

G7 omdøbte i 2022 derfor B3W til Partnership for Global Infrastructure and Investment (PGII), der skal fremme investeringer i (især digital) infrastruktur og klimaomstillinger i udviklingslandene. Som noget nyt læner programmet sig op ad BRI's

koncept ved at tilbyde egentlige pakker af både know-how og finansiering. Foreløbig har 100 lande udtrykt interesse for deltagelse.

I forhold til BRI er PGII's investeringsramme dog "kun" på op til 600 mia. USD over de næste 5 år, heraf kommer godt halvdelen via EU kommissionens lidt bredere dækkende "Global Gateway" program, der er en sammenlægning af EU's hidtidige udviklingsprogrammer. Da von der Leyen annoncerede Global Gateway i 2021 var det som et tydeligt alternativ til BRI: "We want to create links, not dependencies".

PGII kommer derfor ikke til at udkonkurrere BRI, men kan i nogle tilfælde være et alternativ til BRI, som udviklingslandene ikke havde før. PGII's investeringsramme bør bl.a. ses i forhold til et investeringsbehov i klimaomstillinger, der alene i Afrika er på 100-150 mia. USD om året, jf. FN (2023), samt et yderligere investeringsbehov for traditionel infrastruktur på mellem 130 og 170 mia. USD om året jf. AfDB (2018).

Endelig besluttede G20 i september i år at etablere en ny transportkorridor ved navn IMEC (India-MiddleEast-Europe Economic Corridor), også kaldet "spice route". IMEC's mål er, ligesom BRI, at sikre effektiv infrastruktur for øget samhandel mellem de involverede lande. IMEC's rute skal gå fra Indien, via UAE, Saudi Arabien, Jordan, Israel og til Italien, Frankrig og Tyskland, jf. Figur 10. IMEC vil inkludere jernbaneforbindelser, havne, veje, fiberoptiske kabler samt muligvis en pipeline for transport af grøn brint f.eks. udvundet via solceller på den arabiske halvø.

IMEC vil nedbringe transporttiden fra Indien til Tyskland med 40% og transportomkostningerne med 30%. Projektsummen forventes samlet at være på 20 mia. USD, dvs. under en tredjedel af Pakistans CPEC (der er en lille del af BRI). Alle underskriverlandene har sovereign ratings over Investment Grade, og derfor burde finansieringen være sikret.

USA var medunderskriver på IMEC selvom "spice route" ikke direkte involverer USA. USA's interesse i IMEC er, at sikre alternative forsyningsruter til det østlige USA, gerne udenom geopolitisk svingende lande, som f.eks. Egypten og Tyrkiet.

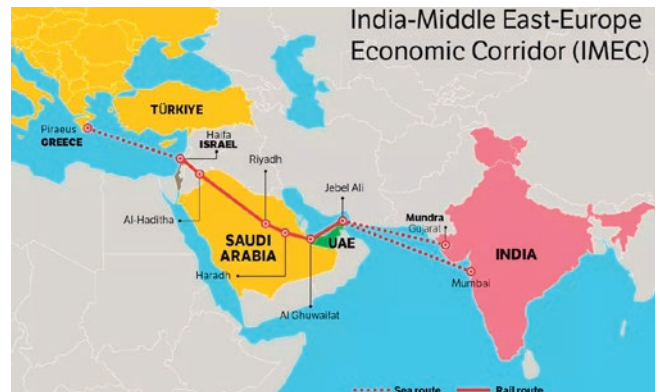
... og det er nødvendigt i en forbundet verden

Opsummeret er store dele af BRI programmet i dag derfor i risiko for distress. Da Kinas indre finansielle risiko samtidig er forøget, jf. Scharling (2023), har det fået Kina til at drosle ned for nye BRI projekter, til dels for at konsolidere sig indadtil. På langt sigt fastholder de dog visionen.

At drosle ned for BRI er en følsom balancegang, der nemt kan hæmme mange udviklingslandes muligheder for at øge deres økonomiske vækst. Øget økonomisk vækst er dog netop nødvendigt for, at de kan servicere deres eksisterende lån. Desuden vil mangel på ny investeringskapital forsinke klimaomstillinger og -sikringer, der igen forværrer BRI landenes langsigtede vækstmuligheder; et negativt feedback loop.

Kinas økonomiske afkøling risikerer med andre ord at påvirke global økonomi på flere måder end blot via samhandel. Der er et systemisk risiko potentiale, der forværres af den tiltagende globale "trade fragmentation", som vi har set siden Trump administrationen. Denne aftagende globalisering til fordel for økonomiske superzoner forværrer alt andet lige udviklingslandenes handelsmæssige muligheder, hvis de skal vælge "geopolitisk hold". Desuden udvander den mulighederne fra frihandels-

FIGUR 10: IMEC bliver en konkurrerende korridor til BRI



samarbejder som f.eks. BRICS, CPTPP og RCEP.

I de seneste år er der opstået alternativer til BRI, især PGII, der kan tage over nogle af de steder, hvor BRI evt. måtte slippe. Men endnu er disse utilstrækkelige, og forude ligger historisk store klimaomstillingsbehov for alle lande i verden.

I geopolitik er alt forbundet, for "geopolitik er kunsten at balancere sine interesser i en evigt forandrende verden". Henry Kissinger, 1994.

Litteratur

- Acker, Kevin, Deborah Brautigam og Yufan Huang, 2020: *Debt Relief with Chinese Characteristics*. Working Paper, Johns Hopkins University.
- Afdb, 2018: *Africa's Infrastructure: Great potential but little impact on inclusive growth*. African Development Bank 2018, Chapter 3.
- AidData, 2021: *How China Lends: A Rare Look into 100 Debt Contracts with Foreign Governments*. Rapport fra Georgetown Law, the Peterson Institute for International Economics, Kiel Institute for the World Economy og AidData.
- AidData, 2021: *Banking on the Belt and Road: Insights from a new global dataset of 13,427 Chinese development projects*. Rapport, AidData, september 2021.
- CFR, 2023: *China's Massive Belt and Road Initiative*. Council of Foreign Relations, Artikel, 2. februar 2023.
- CGIT, 2023: *China Global Investment Tracker*. American Enterprise Institute and Heritage Foundation. Hjemmeside: <https://www.aei.org/china-global-investment-tracker/>.
- China, 2021: *How China lends: truth and reality*. Nyhed, 31. juli 2021.
- FN, 2023: *For Africa to meet its climate goals, finance is essential*. Post, UNDP (FN), 20. juni 2023.
- FPRI, 2023: *China's Belt and Road Initiative: Politics Over Economics*. Analyse, Felix K. Chang, Foreign Policy Research Institute, 19. september 2023.
- Kawai, Masahiro, Mario B. Lamberte og Yung Chul Park, 2012: *The Global Financial Crisis and Asia: Implications and Challenges*. Oxford Academic Books.
- KCG, 2020: *Does the Belt and Road Initiative stimulate Chinese Exports? The Role of State-Owned Enterprises*. Kiel Center for Globalization, Februar 2020.
- Kiel, 2023: *China as an International Lender of Last Re-*

- sort. Rapport fra Verdensbanken, AidData, Harvard Kennedy School og Kiel Institute for the World Economy, marts 2023.
- ODI, 2023: *Has China's Belt and Road Initiative been a success?* Overseas Development Institute, artikel, 30. oktober 2023.
- Scharling, Henrik, 2023: Er Kinas økonomi i alvorlige problemer? *Finans/Invest*, 5/23, s. 28-35.

- WorldBank, 2019: *Belt and Road Economics: Opportunities and Risks of Transport Corridors*. Rapport, Verdensbanken, 18. juni 2019.
- Wong, Christine, 2011: The Fiscal Stimulus Programme and Public Governance Issues in China. *OECD Journal on Budgeting*, Vol. 11/3. ■

TRUSSELSBILLEDET FOR CYBER RISIKO ► FORTSAT FRA SIDE 26

- Check Point Research, 2023: *Average Weekly Global Cyberattacks peak with the highest number in 2 years, marking an 8% growth year over year; according to Check Point Research*. Artikel, 13. juli 2023.
- CNBC, 2022: *U.S. banks processed roughly \$1.2 billion in ransomware payments in 2021, according to federal report*. Artikel, 1. november 2022.
- Damsgaard, Jan, 2023: *Internet of Things – de fire udviklingstrin*. Rapport, CBS.
- Deloitte, 2023: *Cyber Survey*. Rapport, Januar 2023.
- Forsvarets Center for Cybersikkerhed, 2023: *Cybertruslen mod Danmark 2023*. Rapport, 1. udgave, maj 2023.
- Gartner, 2021: *Gartner Survey Finds 88% of Boards of Directors View Cybersecurity as a Business Risk*. Press Release, 18. november 2021.

- MacColl, Jamie, James Sullivan, Jason R C Nurse, Sarah Turner, Gareth Mott, Edward Cartwright og Anna Cartwright, 2023: *Cyber Insurance and the Ransomware Challenge*. Paper, Royal United Services Institute.
- SimpliLearn.com, 2023: *Types of Cyber Attacks You Should Be Aware of in 2024*. Lesson on cyber risk.
- Veeam, 2023: *Ransomware Trends*. Rapport, Veeam Software.
- World Bank, 2022: *De-risking digital investments to support cyber resilient development*. Artikel, 4. maj 2022.
- Zscaler, 2023: *2023 ThreatLabz State of Ransomware*. Rapport, Zscaler. ■

Solvency II risikonøgletal til din portefølje?

Vi kan regne risikonøgletal til din portefølje af danske og europæiske obligationer samt renteswaps og øvrige rentederivater.

Nøgletal inkluderer deltavektorer og rentestød til f.eks. EIOPA rentekurven samt relevante følsomheder og scenarieberegninger. Data leveres til dit foretrukne system, f.eks. Alloc PORTMAN og bagefter kan du regne videre på porteføljen med RIO's add-in til Excel.

Kontakt os eller læs mere på scanrate.dk

☎ +45 86 205 210

✉ info@scanrate.dk

🏠 www.scanrate.dk

Frederiks Plads 42, 10. | 8000 Aarhus C

SCANRATE 
Part of Vitec Software Group