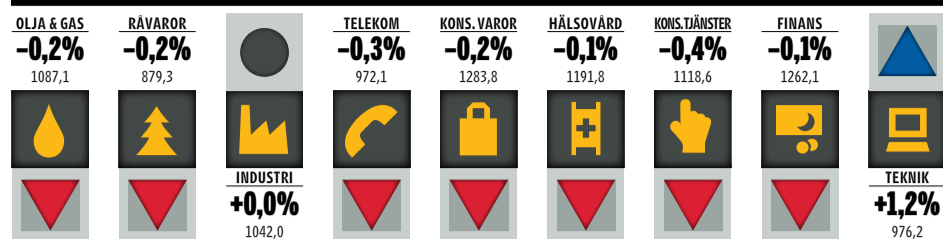
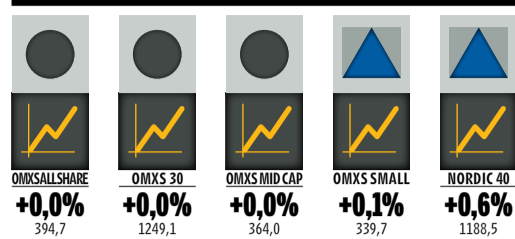


Stockholmsbörsens branschindex, i går



Index, i går



Vinnare i går

SAS	+11,3
SWEDOLB	+9,5
DORO	+7,1
MULTIQ INTERNATI	+6,7
ORTIVUS B	+6,1

Förlorare i går

STJÄRNAFYRKANT	-14,3
ANOTO GROUP	-13,0
IMMUNE PHARMACEU	-8,3
ARCAM	-7,7
NORDICMINES	-5,9

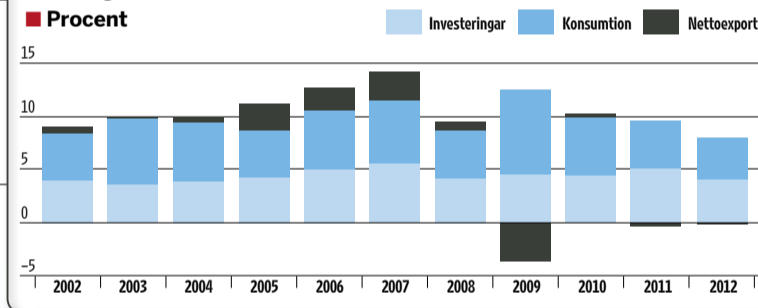
Ohållbar utveckling

Kinas penningmängd har under flera kvartal ökat snabbare än nominell BNP. Något som tyder på att skulderna bara växer och växer utan att lyfta aktiviteten i ekonomin.

Procent

Xi Jinping
Kinas president

Bidrag till real BNP-tillväxt



Varning för hårdland

Di Krönika

MATTIAS
MAURITZON

mattias.mauritzon@di.se

08-573 650 94

Hur mår egentligen den kinesiska ekonomin? Inte så bra, är det nedslående svaret – trots gårdagens positiva exportsiffra. För att förstå varför måste vi backa bandet till 2009 då Kina, för att dämpa de negativa effekterna från den amerikanska bolånekrisen, lanserade ett gigantiskt stimulanspaket för att få fart på infrastrukturinvesteringarna medan bankerna genom olika åtgärder uppmuntrades att låna ut pengar.

Resultatet blev att Kina, rent tillväxtnässigt, klarade sig ganska bra när USA och Europa gick in i recession.

Nackdelen är att det har skett till priset av överkapacitet och ökad skuldsättning. Tittar vi på landets samlade skulder har de ökat med mer än 60 procentenheter, till 210 procent av BNP sedan finans-

”En snabbt ökande kredit tillväxt gör ekonomin mer och mer beroende av att pengaflödet fortsätter.”

krisen 2009, enligt uppskattningar från den amerikanska storbanken Goldman Sachs.

Till skillnad från Europa och USA är det dock varken statens eller hushållens skulder som oror mest utan företagens skuldbörda, där en stor del utgörs av olika fonder som kontrolleras av lokala myndigheter.

Det är problematiskt av flera anledningar.

En är att en snabbt ökad kredit tillväxt ofta går hand i hand med en slappare kreditkontroll från bankerna, vilket ökar risken för kreditförluster. När Di intervjuade Swedbanks vd Michael Wolf i april 2010, som då var i full färd med att städa upp efter den tidigare ledningens utlåningsfest i Baltikum, sa han bland annat:

”En bank kan inte växa avsevärt mer än BNP. En bit mer än BNP går, men inte avsevärt mer. Då ökar riskerna dramatiskt för att du kan få problem.”

Med det i åtanke är det oroväckande att kredit tillväxten i Kina under flera kvartal nu har ökat snabbare än landets BNP, även om vi inte justerar för inflationen.

Under andra kvartalet ökade M2, som är ett mått på hur mycket pengar det finns i ekonomin, med 14 procent medan nominell BNP ökade med 8 procent.

Sannolikt är den verkliga kredit tillväxten mycket högre än så då Kina även har ett stort skuggbankssystem.

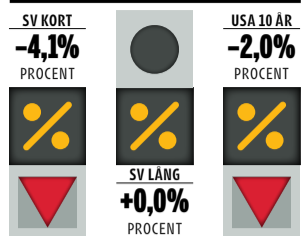
Även kreditförlusterna, som enligt siffror från centralbanken uppgick till 1,56 procent av utlåningen förra året, vilket är högt ur ett nordiskt perspektiv, är förmodligen högre än myndigheterna vill ge sken av eftersom bankerna misstänks rulla vidare krisande företags lån trots att de inte kan betala.

Samtidigt gör en snabbt ökande kredit tillväxt att ekonomin blir mer och mer beroende av att pengaflödet fortsätter. Det gör fallet desto större den dagen då det blir en störning i finanssystemet. Vi såg det i USA i spåren av investmentbanken Lehman Brothers kollaps då inhemska investeringar och privatkonsumtionen rasade och vi har sett det i flera euroländer, där situationen har förvärrats ytterligare av att de har tvingats dra ned på den offentliga konsumtionen.

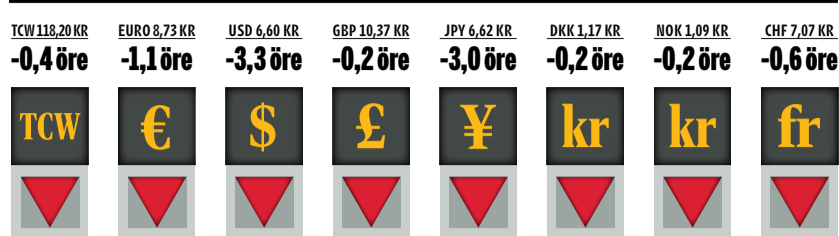
I Kina är det som sagt företagets, inte statens eller hushållens, skulder som är det mest oroväckande. Det inger visst hopp för framtiden, vilket vi snart återkommer till, men i dagsläget är det ett problem då 50 procent av Kinas tillväxt drivs av investeringar.

Kinesiska politiker och myndigheter är väl med-

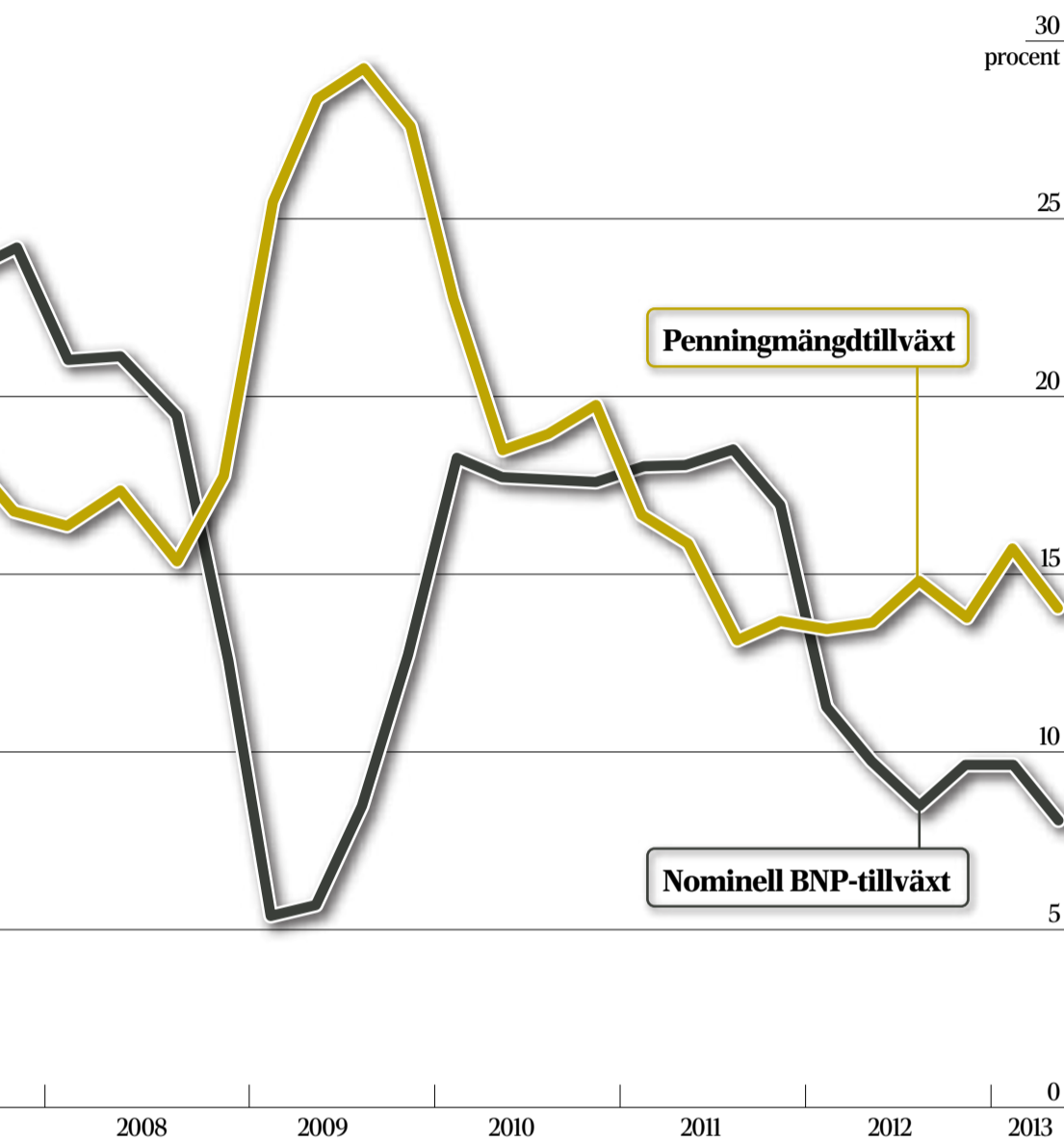
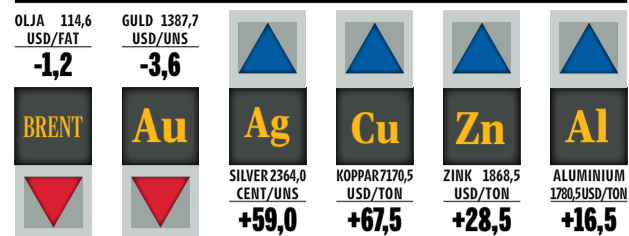
Räntor, i går



Valutor, i går



Råvaror, i går



GRAFIK: HELENA FAHLESON. FOTO: KHALFAN SAID

...dning i Kina

vetna om att den snabba kreditillväxten är problematisk, men det är svårt att göra något åt situationen utan stora konsekvenser för resten av ekonomin.

Ett exempel var när centralbanken försökte signalera att den tar den höga kreditillväxten på allvar genom att till en början inte hjälpa de kinesiska bankerna med likviditet under den stress som uppstod på Shanghais kreditmarknad den 20 juni. Det skapade stor osäkerhet kring såväl banksystemet och ekonomin med fallande börskurser som följd, inte bara i Kina utan även i resten i världen, tills centralbanken pumpade in mer pengar i systemet.

För Kina finns därmed två vägar att gå framöver:

Antingen låter man kreditillväxten fortsätta driva investeringarna. Men de kommer att göra mindre och mindre nytta med tiden, såvida inte efterfrågan ökar explosionsartat, medan skulderna och företagens räntekostnader fortsätter att växa. På kort sikt är det bra för tillväxten men på lång sikt riskerar myndigheterna bara att bygga upp ännu större risker i ekonomin.

Eller så agerar man mot skuldbyggnaden och försöka dämpa investeringsivern för att i stället få den kinesiska befolkningen att konsumera mer, vilket också är Kommunistpartiets ambition.

Som händelsen den 20 juni visar är det inte helt riskfritt, då en för snabb kreditstramning kan leda till att ekonomin hårdlandar med massiva kreditförluster i banksystemet som följd. Samtidigt är en omställning av tillväxtmodellen en lång process då det förutom en högre tillväxt i omvärlden, som ökar exportintäkterna och minskar överkapaciteten, kräver flera stora reformer för att stärka hushållens köpkraft.

Till exempel är de kinesiska bankernas utlåning väldigt toppstyrd av landets centralbank vilket har gjort att stora statliga företag fått låna billigt på bekostnad av hushållen och de små och medelstora privata företagen.

Att den kinesiska centralbanken i somras frånsade sig kontrollen över utlåningsräntorna var ett steg i rätt riktning – men fler reformer behövs för att Kina ska kunna gå mot en mer uthållig tillväxtmodell.

Investerare bör därför räkna med att den kinesiska tillväxten kommer att vara betydligt lägre de närmaste åren än vad den varit historiskt men även med att det finns en risk för hårdlandning om omställningen inte går så friktionsfritt som myndigheterna önskar.

Kinesiskt vägval styr marknaden

Att Kina måste strama åt och ställa om från investeringar till konsumtion får stora effekter på hur investerare bör se på framtiden.

Går landet in för en hårdlandning är USA den bästa tillflyktsorten.

De största förlorarna på en minskad kinesisk tillväxt finns i Asien och i andra tillväxtområden, som ofta har en stor export till Kina. Men en del av Kinaorn är redan inprisad i kurserna.

Till exempel handlas de bolag som ingår i tillväxtmarknadsindexet MSCI Emerging Markets i snitt till elva gånger vinsten, enligt Bloomberg, vilket är under det historiska genomsnittet.

Minskad risk i Kina

Det är också något som marknaden tycks ha tagit fasta på den senaste tiden då indexet har handlats upp med 8 procent sedan raset i juni. Även kinesiska aktier har stigit den senaste månaden, vilket tyder på att investerarna över lag ser en minskad risk för en kinesisk hårdlandning.

För den som har fullt förtroende för att de kinesiska ledarna ska klara omställningen utan större bekymmer kan det därmed vara ett bra läge att köpa in sig i olika tillväxtmarknadsfonder.

Den som är mer tveksam håller sig i stället borta från tillväxtmarknaderna ett tag till då det finns rejält med fallhöjd jämfört med nedgångarna efter den amerikanska bolånekrisen och it-bubblan.

Svåruppskattad utveckling

För västerländska aktier är effekten av en kinesisk hårdlandning svår att uppskatta. Som den franska storbanken Société Générale påpekar i en analys har Kina

bara varit världens tillväxtmotor de senaste tio åren och den enda kraftiga BNP-inbromsningar som har skett under den perioden var 2008/2009. Men då var USA, som är betydligt mer betydelsefullt för europeiska bolag än Kina, den utlösande faktorn och inte inhemska problem.

Inbromsning hotar att sprida sig

Som Di tidigare har skrivit om gick dessutom bara 7,4 procent av försäljningen hos de Kinatunga bolagen på Stockholmsbörsens storbolagslista till landet förra året – bland europeiska storbolag är andelen ännu mindre.

Risken är dock att en inbromsning i Kina sprider sig till andra tillväxtmarknader och sätter avtryck på råvarumarknaden i form av fallande priser. Gruv- och verkstadsbolag är därför de aktier som brukar påverkas mest vid negativa Kinanyheter.

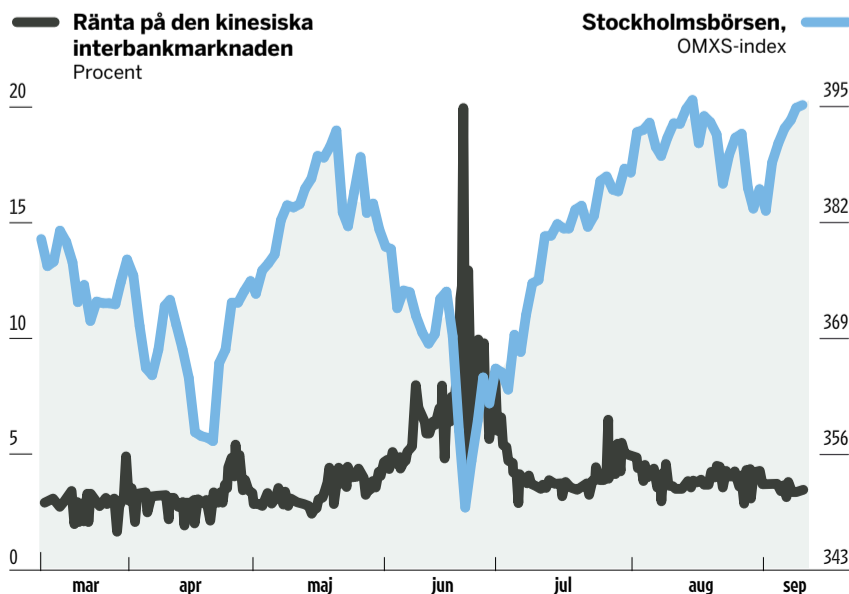
Bland svenska börsbolag är Boliden, Assa Abloy Sandvik och Atlas Copco bolag i farozonen. Dessa bolag kan dessutom missgynnas relativt andra om Kina lyckas överge sin investeringsbaserade tillväxtmodell även utan några störningar, medan bolag som H&M gynnas av ett Kina som i allt högre grad drivs av befolkningens konsumtion.

Kapitalflykt

Den som är riktigt skeptisk till Kinas ekonomi gör dock bäst i att hålla sig till konjunkturokänsliga branscher, och helst till bolag med stor försäljning i USA. Inte bara för de ljusa tillväxtutsikterna för det stora landet i väst utan för att en sämre utveckling i Kina sannolikt kommer att påskynda den kapitalflykt vi har sett under året från tillväxtmarknaderna till USA med en förstärkning av dollarn som följd.

MATTIAS MAURITZON

Kinas bankssystem skapar oro



Källa: Infront, Bloomberg

GRAFIK: HELENA FAHLESON