

FÖRDJUPNING

Effekterna av en markant konjunkturedgång i Kina

Kina har på kort tid blivit en av de största aktörerna i den globala ekonomin. Sedan 1990 har den kinesiska ekonomin stått för en fjärdedel av den globala BNP-tillväxten.⁴⁸ Särskilt betydelsefull har den kinesiska tillväxten varit efter finanskrisens utbrott. Under perioden 2008–2013 stod Kina för hela 40 procent av den globala tillväxten. Den snabba expansionen har emellertid bidragit till att skapa obalanser i den kinesiska ekonomin. Bland annat har investeringarnas andel av BNP ökat till i en internationell jämförelse väldigt hög nivå.

Denna fördjupning analyserar effekterna på den globala och svenska ekonomin av en markant konjunkturedgång i Kina. Det internationella scenariot analyseras med Global Projection Model (GPM), en prognosmodell för världsekonomin som utvecklats av IMF.⁴⁹ Effekterna på den svenska ekonomin analyseras med Konjunkturinstitutets makroekonomiska modell, KIMOD.⁵⁰

Resultaten tyder på att en markant konjunkturedgång i Kina leder till begränsade effekter på den svenska ekonomin. Det beror på att Sveriges handel med Kina är relativt liten och att euroområdet, som är Sveriges viktigaste exportmarknad, inte drabbas särskilt hårt av en kinesisk konjunkturedgång. Riksbanken kan dessutom motverka den svagare tillväxten med en relativt mer expansiv penningpolitik jämfört med andra länder. Resultaten bygger på att konjunkturedgången i Kina inte blir så markant att den skapar en oordnad utveckling på de finansiella marknaderna. Inkluderas en sådan utveckling i analysen blir effekterna större än de som redovisas här.

Kina investerar för mycket

De senaste decenniernas kinesiska BNP-tillväxt har i hög grad drivits av en hög investeringstillväxt. Mellan 1990 och 2013 ökade investeringarnas andel av BNP från 25 till drygt 45 procent, vilket är en av de absolut högsta nivåerna i världen

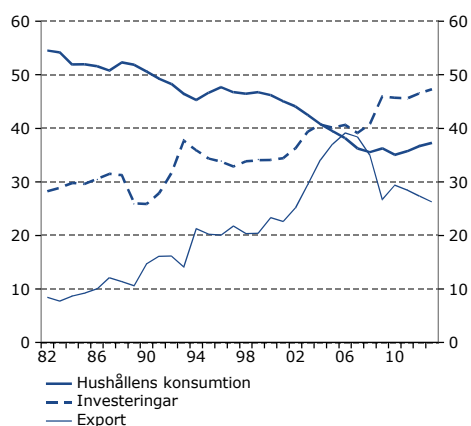
⁴⁸ I köpkraftsjusterade termer.

⁴⁹ Se Carabenciov, I. m.fl., "GPM6 – The global projection model with 6 regions", Working Paper No. 13/87, IMF, 2013.

⁵⁰ Se Bergvall, A. m.fl., "KIMOD 1.0 – Documentation of NIER's dynamic macroeconomic general equilibrium model of the Swedish economy", Working Paper No. 100, Konjunkturinstitutet, 2007.

Diagram 114 Investeringar, hushållens konsumtion och export i Kina

Procent av BNP, löpande priser



Källa: OECD National Accounts.

Diagram 115 Producentpriser i Kina

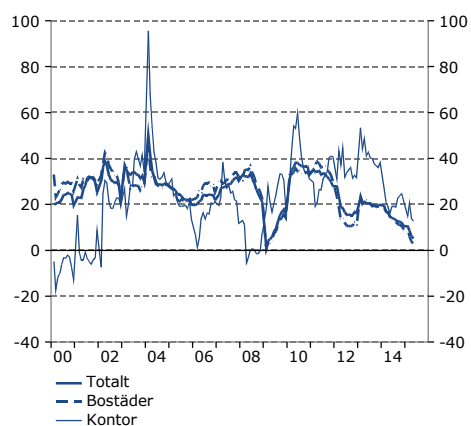
Årlig procentuell förändring, månadsvärden



Källa: National Bureau of Statistics of China.

Diagram 116 Bygginvesteringar i Kina

Årlig procentuell förändring, månadsvärden



Källa: National Bureau of Statistics of China.

(se diagram 114). Detta kan jämföras med genomsnittet i OECD-länderna på ca 20 procent. Det är naturligt att ett land med en begränsad mängd realkapital per invånare har höga investeringar och Kina har fortfarande en bra bit kvar till industriländernas kapitalnivåer. De flesta bedömare menar dock att kapitalstocken i Kina byggs upp i en för snabb takt.⁵¹ En effekt av den snabba investeringstakten är att kapacitetsutnyttjandet i kinesiska företag har fallit tillbaka till de lägsta nivåerna sedan åtminstone 1990.⁵² Inte minst i många statsägda industriföretag är kapacitetsutnyttjandet lågt.

Oväntat svag efterfrågetillväxt i Kina och omvärlden tillsammans med ett lågt kapacitetsutnyttjande gör det svårt för kinesiska företag att höja priserna. Exempelvis har producentpriserna fallit sedan början av 2012 (se diagram 115). Låga försäljningsvolymerna i förhållande till produktionskapaciteten och svag prisutveckling innebär i sin tur att vinsterna pressas i många kinesiska företag, framför allt i statsägda industriföretag.⁵³

STOR KREDITEXPANSION HOS KINESISKA FÖRETAG

Traditionellt har kinesiska företag finansierat investeringar med egna vinster. I takt med att vinstutvecklingen har försvagats de senaste åren har dock lånefinansieringen ökat markant, både inom industrin och inom byggsektorn.⁵⁴

Kreditexpansionen har till stor del skett via upplåning utanför banksektorn i så kallade skuggbanker. Verksamheten i skuggbanker är mindre reglerad och erfarenheterna av att bedöma risk mindre än i den traditionella banksektorn. Det ökar risken för att en del av utlåningen har varit för vidlyftig.⁵⁵

⁵¹ Se till exempel *People's Republic of China. 2014 Article IV Consultation*, Country Report No. 14/235, IMF, 2014, samt Lee, M. m.fl., "Is China over-investing and does it matter?", Working Paper No. 12/227, IMF, 2012.

⁵² Se Box 8 i *People's Republic of China. 2012 Article IV Consultation*, Country Report No. 12/195, IMF, 2012, samt Naba, M. och P. N'Diaye, "Enhancing China's medium-term prospects: The path to a high-income economy", Working Paper No. 13/204, IMF, 2013.

⁵³ Se "Top of Mind", marknadsbrev, Goldman Sachs, 5 december 2013 samt "Economics Research", marknadsbrev, Mizuho Securities Asia Ltd, 2 februari 2015, "How are Chinese corporates doing as the economy slows?" i Global Data Watch, JPMorgan Chase, 8 maj 2015, samt Box 2 i *People's Republic of China. 2014 Article IV Consultation*, Country Report No. 14/235, IMF, 2014.

⁵⁴ Enligt en rapport från Standard and Poor's från 15 juni 2014 har kinesiska företag blivit världens största låntagare vad gäller företagslån.

⁵⁵ Se till exempel *People's Republic of China. 2014 Article IV Consultation*, Country Report No. 14/235, IMF, 2014, "China tightens grip on shadow banking", Wall Street Journal, 6 januari 2014, samt "Chinese shadow banking", *Financier Worldwide Magazine*, juni 2014.

ÖVERPRODUKTION AV BYGGNADER

Byggnadsinvesteringarna har ökat mycket snabbt de senaste 15 åren (se diagram 116). Även om ökningstakten har dämpats avsevärt på sistone finns det gott om outnyttjade fastigheter, både vad gäller bostäder och kommersiella lokaler. I ett nyligen publicerat working paper från IMF visas att kvoten mellan osåld och såld golvyta, vilket kan tolkas som ett mått på kapacitetsutnyttjandet i fastighetsbranschen, har ökat snabbt de senaste åren.⁵⁶ Bostadspriserna har visserligen ökat den allra senaste tiden, förmodligen som ett resultat av olika stimulansåtgärder som myndigheterna har vidtagit på sistone (se diagram 117).⁵⁷ Bostadspriserna föll dock under större delen av 2014 och förmodligen är inte den avmattning i byggnadsinvesteringarna som skett hittills tillräcklig för att komma till rätta med överskottet på bostäder och kommersiella lokaler.

EN KORRIGERING I EN DEL AV EKONOMIN KAN UTLÖSA EN NEGATIV SPIRAL

Sammanfattningsvis brottas många kinesiska företag med överkapacitet och svag vinstutveckling, samtidigt som skuldbördan har ökat och det skett en överproduktion av byggnader. Det finns en betydande risk att korrigeringen av obalanserna i den kinesiska ekonomin, framför allt den höga investeringskvoten, sker snabbare och mer abrupt än i föreliggande prognos som antar en långsam och gradvis ombalansering mot en lägre investeringskvot. Historiskt sett har överkapacitet och högt uppdrivna investeringar i olika länder ofta korrigerats hastigt.⁵⁸ En nedgång i en del av ekonomin kan sprida sig snabbt, inklusive till den finansiella sektorn. Ett kraftigt fall i investeringarna skulle också kunna få en negativ inverkan på den kinesiska ekonomins långsiktiga tillväxtpotential, eftersom det leder till en lägre kapitalackumulation än annars.

PÅVERKAN PÅ DEN SVENSKA EKONOMIN: SMÅ DIREKTA HANDELSEFFEKTER GER INTE HELA BILDEN

Korrigeringen av obalanserna i den kinesiska ekonomin kommer med stor sannolikhet att leda till att kinesisk efterfrågan och därmed import dämpas under en övergångsperiod. Kina svarar i

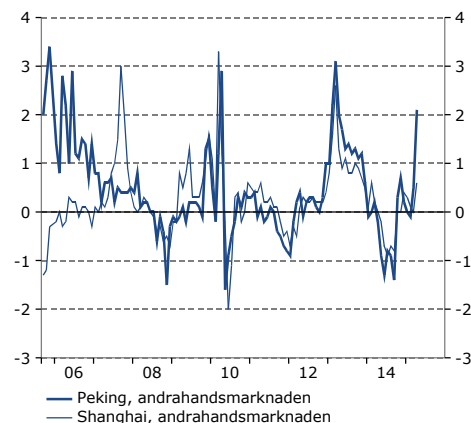
⁵⁶ Chivakul, M. m.fl., "Understanding Residential Real Estate in China", Working Paper 15/84, IMF, 2015. Se även "China Economic Update", October 2014, The World Bank.

⁵⁷ Till exempel har centralbanken sänkt styrräntan och kassakraven s regeringen har förbättrat villkoren för bostadslån.

⁵⁸ Lee, H. m.fl., "Is China over-investing and does it matter?", Working Paper 12/227, IMF, 2012.

Diagram 117 Bostadspriser i Kina

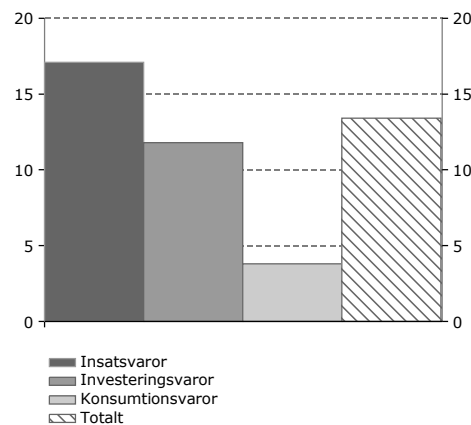
Procentuell förändring, månadsvärden



Källa: National Bureau of Statistics of China.

Diagram 118 Kinas andel av total varuimport i världen fördelad på varugrupper år 2014

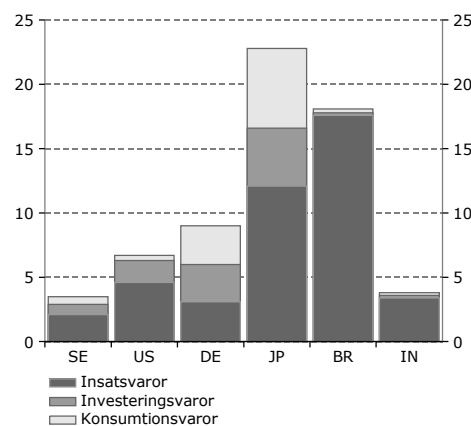
Procent



Källor: UN comtrade BEC database och Konjunkturinstitutet.

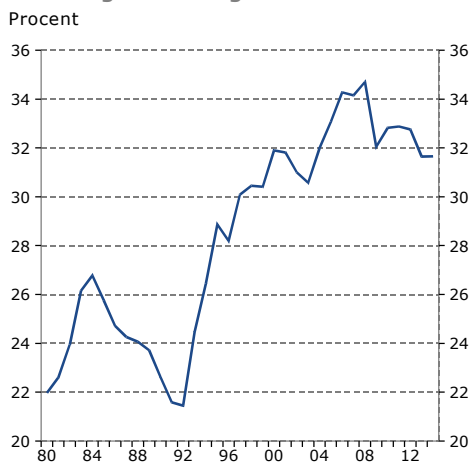
Diagram 119 Exportandel till Kina av respektive lands totala varuexport fördelat på varugrupper år 2014

Procent



SE står för Sverige, US för USA, DE för Tyskland, JP för Japan, BR för Brasilien och IN för Indien.

Källor: UN comtrade BEC database och Konjunkturinstitutet.

Diagram 120 Exportens andel av total efterfrågan i Sverige

Källa: SCB.

dag för över 10 procent av den globala varuimporten (se diagram 118). Kina importerar framför allt insats- och investeringsvaror, medan importen av konsumtionsvaror är mer begränsad.

Av total svensk varuexport går endast 3,5 procent till Kina (se diagram 119). Det innebär att de direkta effekterna av ett kinesiskt efterfrågebortfall skulle bli ganska små, trots att exporten utgör ungefär en tredjedel av den totala efterfrågan i Sverige (se diagram 120). Då svensk export till Kina i hög grad drivs av kinesisk investeringsefterfrågan, skulle emellertid de direkta handelseffekterna av ett fall i kinesiska investeringar kunna bli större än vad Kinas andel i total svensk export pekar på (se fördjupningen ”Ombalansering i Kina” i Konjunkturläget december, 2013).

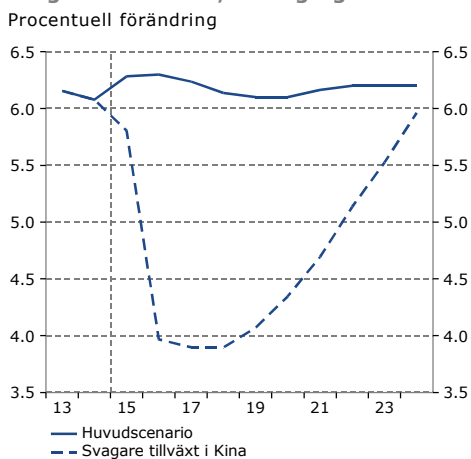
Man bör också ta hänsyn till de indirekta effekterna en kinesisk konjunkturnedgång skulle få på grund av att konjunkturen och efterfrågan även i andra länder som Sverige exporterar till skulle påverkas negativt. För att ta hänsyn till dessa effekter genomförs i det följande en analys med den globala makromodellen GPM. Analysen bygger på att konjunkturnedgången i Kina blir stor historiskt sett, men att nedgången inte blir så markant att det uppstår allvarliga störningar på de finansiella marknaderna.

Svagare tillväxt i Kina leder till lägre tillväxt i omvärlden

Simuleringarna i GPM och KIMOD baseras på följande antaganden. För det första omfattar penningpolitiken i alternativscenariot endast förändringar i styrräntorna, som maximalt antas kunna sänkas till $-0,75$ procent i euroområdet och Sverige. Det motsvarar den nuvarande nivån på styrräntan i Schweiz.⁵⁹ För det andra bortses från eventuella finanspolitiska åtgärder. Det kan således finnas möjligheter för centralbanker och regeringar att stimulera konjunkturåterhämtningen ytterligare. Då skulle effekterna bli mindre än de som redovisas här.

HISTORISKT TILLVÄXTFALL I KINA

Kina är en del av regionen Emerging Asia⁶⁰ som är en av sex regioner i version 6 av GPM.⁶¹ Alternativscenariot omfattar

Diagram 121 BNP, Emerging Asia

Anm. Emerging Asia består av Kina, Indien, Sydkorea, Indonesien, Taiwan, Thailand, Malaysia, Hong Kong, Filippinerna och Singapore. Källor: Konjunkturinstitutet och Global Projection Model.

⁵⁹ En alternativ tolkning är att ECB och Riksbanken vidtar penningpolitiska åtgärder som sammantaget motsvarar styrräntor på som lägst $-0,75$ procent.

⁶⁰ Övriga länder som ingår i Emerging Asia är Indien, Sydkorea, Indonesien, Taiwan, Thailand, Malaysia, Hong Kong, Filippinerna och Singapore.

därmed endast Kina via Emerging Asia. Kina utgjorde dock drygt 60 procent av regionens BNP 2014.⁶² Kina är dessutom en central handelspartner för samtliga länder i regionen, vilket innebär att en lägre tillväxt i Kina kommer att få omfattande följdverkningar i övriga delar av Asien.

I alternativscenariot antas att BNP-tillväxten i Emerging Asia blir lägre från och med tredje kvartalet 2015 som en följd av en mer dämpad kinesisk BNP-tillväxt. BNP i regionen antas växa med i genomsnitt drygt 4 procent under 2015–2017, jämfört med 6,2 procent i huvudscenariot. Efter 2017 stiger BNP-tillväxten i Emerging Asia successivt och uppgår till 6 procent 2024 (se diagram 121).

Med utgångspunkt från huvudscenariots BNP-prognos för Kina innebär det att den genomsnittliga tillväxttakten 2015–2017 i Kina faller från 6,6 procent till 4,3 procent i alternativscenariot, vilket är den lägsta tillväxten sedan 1990.⁶³

En markant konjunkturedgång i Kina som drivs av svagare investeringar leder till en lägre kapitalackumulering i den kinesiska ekonomin. Det skulle i sin tur innebära att den kinesiska ekonomins långsiktiga tillväxtpotential försvagas under ett antal år. I alternativscenariot antas därför att potentiell BNP i Emerging Asia växer med i genomsnitt drygt 5 procent 2015–2017, jämfört med drygt 6 procent i huvudscenariot.

Sammantaget innebär detta att BNP-gapet i Emerging Asia blir mer negativt än i huvudscenariot. BNP-gapet bottnar på –3 procent 2017 och stiger därefter med i genomsnitt 0,6 procentenheter per år. Resursutnyttjandet blir därmed balanserat först 2022, fyra år senare än i huvudscenariot (se diagram 122).⁶⁴

BEGRÄNSADE EFFEKTER I EUROOMRÅDET

Lägre tillväxt i Emerging Asia får globala spridningseffekter, bland annat via lägre efterfrågan på importerade varor, vilket påverkar tillväxten i övriga världen. I såväl euroområdet som i USA blir både tillväxten och inflationen lägre. I euroområdet, som är Sveriges största exportmarknad, blir tillväxten som mest 0,3 procentenheter lägre (se diagram 123). Japan, som är den region som har den mest omfattande handeln med Emerging Asia men som Sverige handlar lite med,⁶⁵ drabbas relativt sett

⁶¹ Övriga regioner i GPM 6 är USA, euroområdet, Japan, Latinamerika och Remaining Countries.

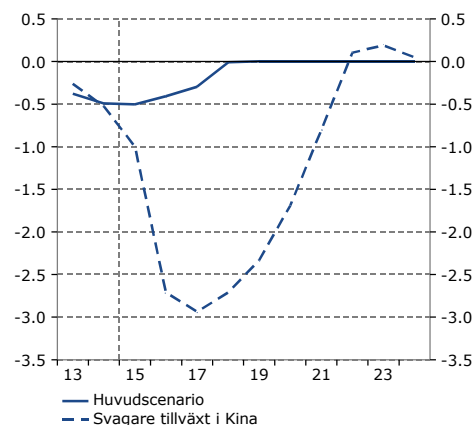
⁶² IMF World Economic Outlook Database 2015.

⁶³ IMF World Economic Outlook Database 2015.

⁶⁴ Utfallen för BNP-gapet i Emerging Asia till och med 2014 kommer från GPM.

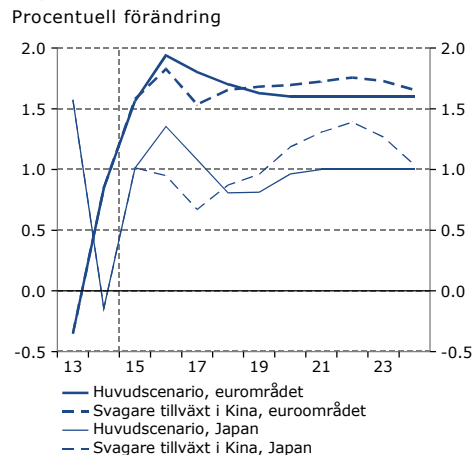
⁶⁵ Mindre än 2 procent av svensk varuexport går till Japan.

Diagram 122 BNP-gap, Emerging Asia
Procent av potentiell BNP



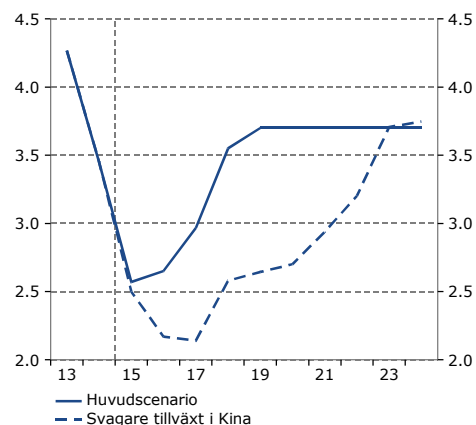
Källor: Konjunkturinstitutet och Global Projection Model.

Diagram 123 BNP, euroområdet och Japan
Procentuell förändring

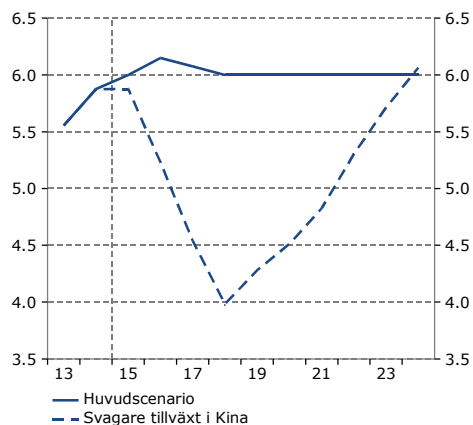


Källor: Konjunkturinstitutet och Global Projection Model.

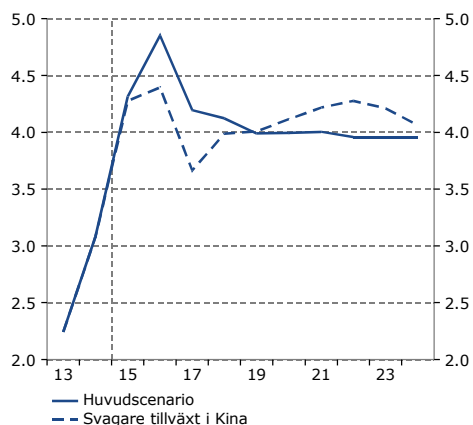
Diagram 124 KPI, Emerging Asia
Procentuell förändring



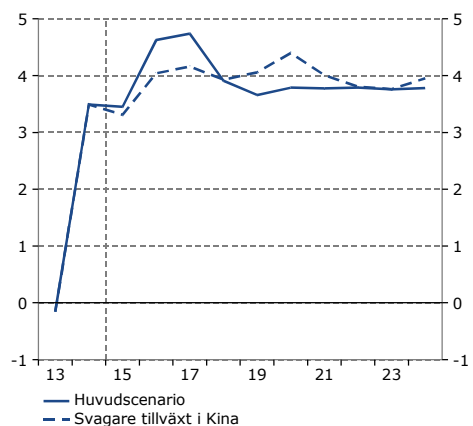
Källor: Konjunkturinstitutet och Global Projection Model.

Diagram 125 Styrränta, Emerging Asia
Procent

Källor: Konjunkturinstitutet och Global Projection Model.

Diagram 126 Svensk exportmarknad
Procentuell förändring

Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 127 Export, Sverige
Procentuell förändring

Källa: Konjunkturinstitutet.

hårdare av en lägre tillväxt i regionen (se diagram 123). Lägre global tillväxt leder i sin tur till en ytterligare dämpad tillväxt i Emerging Asia.

STYRRÄNTORNA SÄNKES I OMVÄRLDEN

Det lägre resursutnyttjandet i Emerging Asia medför att inflationen blir lägre än i huvudscenariot. Inflationen blir som lägst under 2017 och är då drygt 2 procent (se diagram 124). Först under 2023 når inflationen tillbaka till huvudscenariots nivå på drygt 3,5 procent.

Som en följd av det lägre resursutnyttjandet och den lägre inflationstakten sänker centralbankerna i Emerging Asia styrräntorna. Den genomsnittliga styrräntan i regionen sänks stegvis från ca 6 procent 2015 och är som lägst 4 procent under 2018. Styrräntan höjs sedan successivt och når tillbaka till 6 procent då resursutnyttjandet är balanserat (se diagram 125).

Eftersom tillväxten och inflationen blir lägre i både euroområdet och USA sänker ECB styrräntan till det antagna golvet på $-0,75$ procent och börjar höja styrräntan två år senare än i huvudscenariot, medan Fed höjer styrräntan i en långsammare takt jämfört med huvudscenariot. Penningpolitiken i USA blir således endast marginellt mer expansiv. En anledning är att inflationen i USA påverkas i begränsad omfattning. Följden blir att den nominella växelkursen i Emerging Asia försvagas mot dollarn, vilket understödjer återhämtningen i regionen. Kinas växelkurs är visserligen inte fullständigt marknadsbaserad, men det finns skäl att tro att de kinesiska myndigheterna skulle låta växelkursen depreciera vid en kraftigt försvagad tillväxt. Det skulle försvaga den genomsnittliga växelkursen i regionen som helhet.

Konsekvenser för Sverige

BÅDE DIREKTA OCH INDIREKTA EFFEKTER PÅ SVENSK EXPORT AV SÄMRE UTVECKLING I KINA

Sveriges direkta handel med Kina och Emerging Asia är relativt liten. Endast 3,5 procent av total svensk export går till Kina och drygt 6 procent till Emerging Asia. Den svagare konjunkturen i både euroområdet, USA och övrig omvärld som nedgången i Kina medför leder dock till att internationell efterfrågan på importerade varor och tjänster dämpas. Tillväxten på den svenska exportmarknaden blir således lägre, i genomsnitt 0,6 procentenheter svagare per år, än i huvudscenariot 2016–2018 (se diagram 126).

Som framgår av nästa avsnitt antas Riksbanken agera mer kraftfullt med penningpolitiken än framför allt ECB. Det försvagar växelkursen jämfört med huvudscenariot, vilket innebär att svensk exporttillväxt påverkas i något mindre utsträckning. I genomsnitt blir exporttillväxten ca 0,4 procentenheter lägre per år 2016–2018 jämfört med huvudscenariot (se diagram 127). Åren därefter återhämtar sig tillväxten i Kina och världsekonomin, vilket ökar efterfrågetillväxten på svensk export.

BEGRÄNSADE EFFEKTER PÅ SVENSK EKONOMI

Den svagare utvecklingen i omvärlden påverkar konjunkturen i Sverige negativt via handelskanalen. BNP-tillväxten i Sverige minskar därför till i genomsnitt 2,5 procent per år 2016–2018, vilket dock endast är i genomsnitt 0,1 procentenheter lägre än i huvudscenariot. En konjunkturedgång i Kina av den storleksordning som beskrivs ovan har därför begränsade effekter på svensk ekonomi (se diagram 128).

Riksbanken bidrar till att begränsa återverkningarna av den sämre konjunkturen i Kina. Reporäntan sänks till $-0,75$ procent och räntan blir betydligt lägre än i huvudscenariot under hela perioden (se diagram 129). Det bidrar till en försvagning av växelkursen vilket på kort sikt motverkar att den lägre utländska inflationen spiller över på svensk inflation (se diagram 130). Inflationstrycket blir dock efterhand lägre än i huvudscenariot som en följd av dels svagare efterfrågan, dels lägre importerad inflation.

Penningpolitiken är inledningsvis begränsad av det antagna golvet för reporäntan och detta medför att realräntan inte blir lägre 2015–2016 än i huvudscenariot (se diagram 131). Från och med 2017 är dock realräntan lägre jämfört med huvudscenariot vilket stimulerar tillväxten.

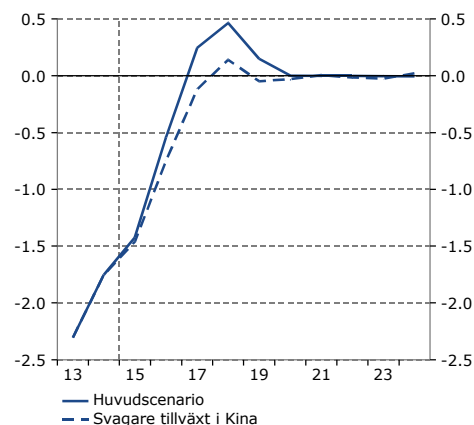
Sett över hela perioden faller realräntan i Sverige mer än i framför allt euroområdet. Det beror dels på att Riksbankens penningpolitiska utrymme är större än i euroområdet, dels att Riksbanken antas reagera starkare än ECB på en svagare tillväxt i Kina. Det sistnämnda baseras på Riksbankens kommunikation beträffande betydelsen av att inflationen i närtid tydligt ska närma sig målet. Sammantaget leder detta till att den effektiva kronkursen försvagas jämfört med huvudscenariot, vilket bidrar till att motverka den lägre tillväxten på svensk exportmarknad.

AVSLUTANDE KOMMENTARER

En snabb korrigerings av obalanserna i den kinesiska ekonomin leder till en konjunkturedgång i Emerging Asia och att den globala ekonomin påverkas negativt. Den svenska ekonomin

Diagram 128 BNP-gap, Sverige

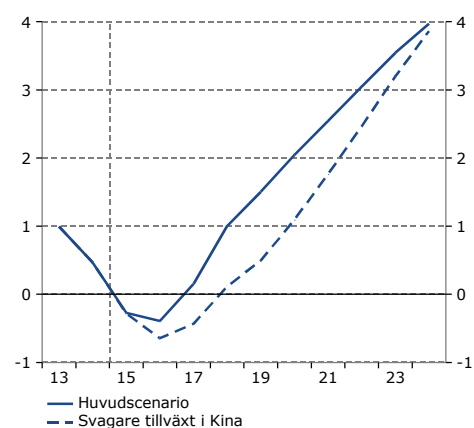
Procent av potentiell BNP



Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 129 Styrränta, Sverige

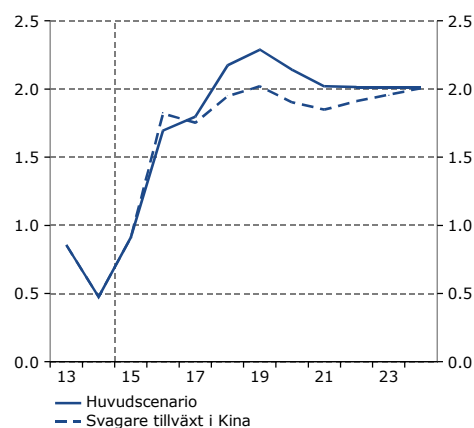
Procent



Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 130 KPIF, Sverige

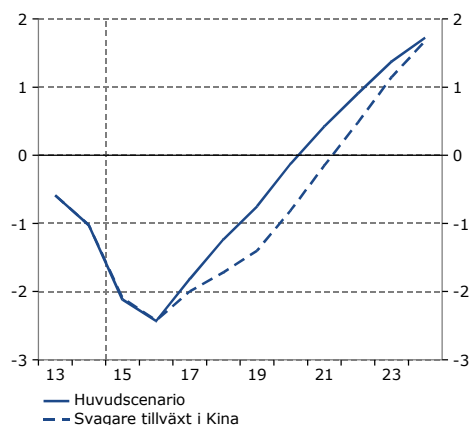
Procentuell förändring



Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 131 Realränta, Sverige

Procent



Anm. Nominell reporänta minus KIMOD:s inflationsförväntningar.

Källa: Konjunkturinstitutet.

påverkas dock i relativt begränsad utsträckning. Dels på grund av att Sveriges handel med Emerging Asia är relativt liten, dels på grund av att euroområdet, som är Sveriges viktigaste handelspartner, inte drabbas i stor utsträckning av konjunkturedgången i Emerging Asia. Dessutom har Riksbanken möjlighet att bedriva en mer expansiv penningpolitik jämfört med andra länder, vilket bidrar till att motverka effekterna av en svagare tillväxt i omvärlden.

Analysen tar inte hänsyn till eventuella finanspolitiska åtgärder. Det kan således finnas skäl för den svenska regeringen att stimulera konjunkturåterhämtningen i Sverige ytterligare. Effekterna blir då mindre än de som redovisas här. Analysen tar heller inte hänsyn till att en kraftig konjunkturedgång i Kina skulle kunna skapa turbulens på de finansiella marknaderna och att hushållens och företagens förtroende kan påverkas negativt. Inkluderas detta i analysen blir effekterna större än de som redovisas här.