

Uro på børsene i Kina



Månedsbrev 09/2015

Myndighetene i Kina vil bruke markedet for å få til nødvendige økonomiske reformer. Bruken av aksjemarkedet det siste året har i så henseende vært lite vellykket.

Arne Jon Isachsen
Centre for Monetary
Economics (CME)

På 12 måneder, frem til 12. juni 2015, steg indeksen på Shanghai-børsen fra litt over 2.000 til hele 5.166. To og en halv ganger'n. Det å sitte med aksjer var meget trivelig. Stadig flere hev seg på bølgen. Men så sprakk boblen. I løpet av de neste tre ukene sank indeksen til 3.507, eller med vel 32 prosent. For mange ble det en saftig nedtur. Det skapte både misnøye og uro.

Myndighetene griper inn I

I denne situasjonen iverksatte statsminister Li Keqiang kraftfulle tiltak. Det ble forbudt å selge aksjer "short"; nye selskaper fikk ikke legge ut aksjer; store aksjeeiere fikk ganske enkelt forbud mot å selge seg ned; og statseide foretak ble oppmuntret til å kjøpe tilbake egne aksjer. Hensikten med alle disse

Investering i kinesiske aksjer har gitt dårlig avkastning



Det kinesiske aksjemarkedet er temmelig umodent, med tilhørende stor volatilitet. Mer å ligne med et kasino enn med modne aksjemarkeder slik man finner dem i London og New York, mener David Pilling, Financial Times' mann i Asia. Den realøkonomiske utviklingen i Kina lar seg sjelden influere av børskursene, hevder Pilling videre, og for resten av verden har indeksen på Shanghai-børsen neppe noen betydning.

En forsiktig åpning av det kinesiske aksjemarkedet mot utlandet har funnet sted de senere årene. Det at man i Hong Kong nå kan kjøpe aksjer i selskaper på børsen i Shanghai, har gjort det lettere for folk i andre land å kjøpe kinesiske aksjer. Imidlertid er det kvantitative begrensninger på utlendingers eie av slike aksjer. Således eier folk fra andre land bare tre prosent av børsnoterte selskaper i Kina.

tiltakene var å øke etterspørselen etter aksjer og å forhindre at tilbudet gikk opp.

Statlige midler tilsvarende vel 300 milliarder dollar ble stablet på beina. Om lag halvparten av disse midlene ble anvendt til støttekjøp av aksjer. Nedgangen siden toppen i juni ble snudd til en forsiktig oppgang. Indeksen på Shanghai-børsen så ut til å skulle slå seg til ro på et nivå på rundt 4.000. Men den gang ei.

I midten av august fortsatte nedgangen på de kinesiske aksjebørsene. Fredag 21. august sluttet Shanghai-indeksen ned på 3.507, eksakt samme nivå som bunnen den 8. juli. Trolig skalv myndighetene skikkelig i buksene. Kinesiske yuan tilsvarende titalls milliarder amerikanske dollar var svidd av uten at den nødvendige tilliten til kinesiske aksjer var gjenopprettet. Hvordan ville kinesernes appetitt på aksjer være på mandagen?

“Monday morning couldn’t guarantee”, synger The Mamas and The Papas. Det fikk statsminister Li Keqiang smertefullt erfare. Shanghai-børsen stupte med 8.5 prosent. Og Kina hadde fått sin “Black Monday”. Selv strengt sensurerte aviser brukte dette, for kinesiske myndigheter, lite flatterende uttrykket.

Bemerk at på denne børsen stopper all handel med en aksje om den stiger eller faller med ti prosent i løpet av dagen. Mon tro hvor stort fallet hadde vært uten denne “circuit breaker”? Noe av svaret fikk vi dagen etter, da indeksen falt ytterligere 7.6 prosent, ned til 2.964.

Myndighetene griper inn II

Tirsdag 25. august slår People’s Bank of China (PBOC) til. Sentralbanken senker renten og reduserer reservekravene til bankene. Dermed frigis mer midler til utlån. Men det holder ikke. Børsen synker både denne dagen og også den neste. Torsdag 27. august ligger det an til en ytterligere nedgang, og da på hele fem prosent. Den siste timen går imidlertid statlige aktører tungt inn. Her kjøpes aksjer over en lav sko. Blant annet kjøper statseide foretak tilbake egne aksjer, i et forsøk på å få kursene opp snarere enn ned. Det prikk motsatte av hva som egentlig var hensikten, som vi snart skal se. Og indeksen slutter litt opp, så vidt over 3.000. I skrivende stund – fredag en uke senere – og Shanghai-indeksen har stabilisert seg på rundt 3.100.

Den jevne kineser merker lite til aksjemarkedets berg- og dalbane.

Hvorfor denne runde nummer to med statlige inngrep for å redde kinesiske aksjonærer? Kunne man ikke bare la markedet falle til det til sist slo seg til ro selv? Et argument man har sett fremført er at Kina torsdag 3. september (i går) skal markere 70-årsdagen for seieren over Japan i hva som kalles Den andre kinesisk-japanske krig (1937-1945)². Å ha et uryddig

² Den første, som Japan vant overlegent, varte bare et snaut år. Da den var over i april 1895, hadde Japan tatt over for Kina som den dominerende regionale makten i Asia.

og fallende aksjemarked passer seg ikke ved en slik anledning.

Hva ligger bak denne utviklingen?

Da Xi Jinping for snart tre år siden tok over som Kinas leder, var han klar på behovet for økonomiske reformer. Nå gjaldt det å bruke markedet for å få slike reformer til. Statseide foretak som ofte kunne slappe av i ly av monopolliknende stilling, samt en politisk overbygning som sikret dem overlevelse, skulle rystes ut av Tornerosesøvn. Konkurransen skulle skjerpes. Og foretak som ikke klarte seg, skulle gå nedennom.

For å få markedsverdien av egenkapitalen opp i børsnoterte foretak, inklusive statseide, la myndighetene sist høst til rette for økt aktivitet i aksjemarkedet. Man oppfordret folk til å kjøpe aksjer. Videre oppmuntret man til marginhandel; det vil si at man låner det meste av det aksjene koster. Resultatet lot ikke vente på seg – kursene steg så det sang (se boksen)

Så sent som i april i år stod det å lese i People's Daily, myndighetenes egen avis, at det ikke var fare for noen boble i aksjemarkedet. Den gledelige utviklingen man hadde sett til da måtte snarere sees som starten på et langsiktig "bull market", med enorme muligheter for investorene. Var ikke

På bortebane blir troen på de kinesiske byråkratenes ufeilbarlighet kraftig svekket.

slike utsagn nærmest å regne som en garanti fra myndighetene? Resultatet var i hvert fall klart: "... small investors poured money into already overpriced stocks."³

En viktig årsak til ønsket om stigende aksjekurser er de muligheter som dermed byr seg hva gjelder refinansiering av kinesiske foretak generelt og av statseide spesielt. Mange statseide foretak som hadde nytt godt av billige lån i 2008 og 2009 da Kina investerte seg gjennom finanskrisen, hadde fått en ubehagelig høy gjeldsgrad. En dobling og mer til av aksjekursene ville legge forholdene godt til rette for å få gjeldsgraden ned. Hvordan da? Ved at selskapene utsteder nye aksjer. Dess høyere kurs, dess flere yuan triller inn i kassen ved utstedelse av en gitt mengde nye aksjer. Yuan som man i neste omgang kan bruke til å betalt ned lån. Gjeldsgraden faller og soliditeten i selskapene bedres.

I stedet skjedde det motsatte. Som nevnt over så noen statseide foretak seg nødt til å kjøpe tilbake egne aksjer for å stanse kursfallet. Da må man trekke på kontantbeholdningen eller ta opp nye lån. Det prikk motsatte av hva myndighetene hadde sett for seg.

³ Se artikkelen "Credibility on the line", Financial Times 29 August 2015, av Jamili Anderlini, se <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/24de9e86-4d76-11e5-9b5d-89a026fda5c9.html#axzz3kg0BZHbw>

Noen konsekvenser av uroen i det kinesiske aksjemarkedet

Den jevne kineser merker lite til aksjemarkedets berg- og dalbane. Mindre enn en femtepart av husholdningenes formue holdes i aksjer. Og for dem som har kjøpt aksjer for mer enn et halvt år siden, er det trolig fortsatt en gevinst å hente om man selger i dag.

Selv om økonomien til kinesere flest ikke påvirkes av aksjekursene, vil deres tillit til politikerne og det politiske systemet kunne svekkes når aviser og media for øvrig slår stort opp fallet i verdien på kinesiske foretak. Det er på den bakgrunn vi må forstå den heksejakten etter de skyldige myndighetene i Kina har satt i gang etter miseren i aksjemarkedet. Man har beskyldt folk for å ha manipulert markedet. Utlandet er også kritisert. Og meglere og journalister har blitt tatt inn til forhør for å ha spredd falske rykter om aksjemarkedet. Nærmere to hundre er blitt straffet for slikt.⁴

Statsminister Li Keqiangs forsøk på å presse opp aksjekursene for på den måten å få ned gjeldsbyrden i statlige foretak, virket ikke. Hans håndtering av krisen som fulgte, var ikke god. Han står nå laglig til for hugg. Men heller ikke sjefen sjøl, Xi Jinping, som er

generalsekretær i Det kinesiske kommunistpartiet, sjef for Militærkommisjonen og landets president, går skadefri ut av denne episoden. I sin streben etter å ha full kontroll over Kina er Xi også leder for "policy-making bodies" for økonomiske reformer og for finans.

Krisen i det kinesiske aksjemarkedet har politiske konsekvenser hjemme så vel som ute. Når Partiet kjenner at tingene glipper, slås liberaliseringen i revers. Lederne blir mindre villige til markedsreformer når konsekvensen er at de mister styringen og oversikten. I en lederartikkel i People's Daily nylig ble det sagt at landets president ønsker å gjennomføre dype reformer i økonomien, men at han har møtt motstand "beyond what could have been imagined".⁵

Å stabilisere et aksjemarked på et høyt prisnivå er adskillig vanskeligere enn å stabilisere det på et lavt.

På bortebane blir troen på de kinesiske byråkratens ufeilbarlighet kraftig svekket. Og med det Kinas "soft power", eller "forbildemakt", dvs. evnen Kina har til å inspirere andre land til å ta etter Midtens Rike.

⁴ Se Financial Times 2 September 2015, Patti Waldmeirs artikkel, "China turns up heat on market participants" <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/9d41edec-5050-11e5-8642-453585f2cfcd.html#axzz3kg0BZHbw>

⁵ Se The Economist 29. August 2015, "Taking a tumble", <http://www.economist.com/news/briefing/21662581-stockmarket-turmoil-china-need-not-spell-economic-doom-it-does-raise-questions-far>

Hong Kong gikk opp løypa i 1998

Støttekjøp av egne aksjer har andre land gjort før. Den mest aktuelle parallellen er til Hong Kong høsten 1998. Utenlandske hedgefond var fast overbevist om at Hong Kong dollaren måtte gi opp sin faste kurs mot USD og/eller at Hang Seng indeksen ville synke som en stein. Basert på slike vurderinger tok utlendingene store posisjoner i de frie finansmarkedene Hong Kong er kjent for. (Mer konkret, man gikk short i Hong Kong dollar så vel som i Hong Kong aksjer.) Men så slo Hong Kong Monetary Authority til; de kjøpte ganske enkelt 11 prosent av alle selskapene i Hang Seng indeksen og betalte med amerikanske dollar. Aksjekursene tok til å stige og presset mot Hong Kong dollar avtok. Utlendingene, som hadde solgt aksjer de ikke hadde, fikk lang nese. Og over noe tid kunne Hong Kong Monetary Authority selge

seg ned i aksjemarkedet, og det med solid fortjeneste.

I motsetning til erfaringene i Hong Kong for 17 år siden, da myndighetene kjøpte aksjer i bøtter og spann etter at kursene hadde falt til det halve eller mer, har kinesiske myndigheter de siste par månedene kjøpt aksjer som i gjennomsnitt ligger 70 prosent høyere i pris enn for ett år siden.

Å stabilisere et aksjemarked på et høyt prisnivå er adskillig vanskeligere enn å stabilisere det på et lavt. Om myndighetene i Kina skal komme seg ut av disse posisjonene uten å måtte bokføre solide tap, må de ganske sikkert ta tiden til hjelp. Og håpe på det beste.

4. september 2015

Home Page: <http://home.bi.no/fag87025/>