

Victor Shih: Kinas kreditgåta

(Intervju av Robert Brenner)

[Ur [New Left Review](#), nr 115, januari-februari 2019, s 59-74. Översättning från engelska, Göran Källqvist.]

RB: Som ledande analytiker av Kinas finanser och ekonomi var du en av de första som pekade ut och analyserade Folkrepubliken Kinas allt större skuldproblem och varnade för konsekvenserna av dess inbromsning. Kan du som bakgrund till detta ge oss din syn på Kinas framväxt som världens verkstad och jordens näst största ekonomi? Dess framväxt som producent med de lägsta kostnaderna för produktion av ett brett spektrum varor, gjorde det helt klart möjligt att med hjälp av import försäkra sig om de alltmer komplicerade kapitalvaror och insatsvaror som krävs för att klättra uppför den teknologiska stegen, och öppnade vägen för en exportinriktad tillväxtväg som på samma gång var en särskilt effektiv version av ”industrialisering för att ersätta import” (ISI). Det skapade också ett enormt överskott i bytesbalansen och gigantiska reserver av utländsk valuta, huvudsakligen i dollar, vilket innebar att Kina utan besvär kunde förse sina företag utanför finanssektorn med det stadiga flöde av lån och subventioner som stödde deras allt snabbare, investeringsdrivna tillväxt. Men vad möjliggjorde detta? Hur kom sig dess inledande framväxt?

VS: Kinas uppkomst som en viktig exportmakt från 1980-talet till mitten av 2000-talet grundades sist och slutligen på att det hade riklig tillgång till billig och relativt utbildad arbetskraft, att denna arbetskraft befriades i slutet av 1970-talet med hjälp av en avkollektivisering som utlöste en historisk våg av kommersialisering av jordbruket och industrialisering av landsbygden (Township–Village Enterprises, eller TVE:s [små kollektivt ägda företag på landsbygden]), och att handelshindren i den utvecklade världen minskade, vilket kulminerade med att Kina i början av 2000-talet fick status som mest gynnad nation (MFN) och anslöt sig till Världshandelsorganisationen (WTO). Efter Andra världskriget hade Sovjetunionen fått till stånd ett omfattande industriellt uppsving på ett till stor del diktatoriskt sätt, via ISI. I motsats till detta inledde Kina sin industriella uppbyggnad mitt under en svängning av världsekonomin i riktning mot globalisering, där Kina kom att spela en avgörande roll. Med tiden gav, som du säger, den billiga arbetskraften – plus regeringssubventioner och billiga lån för både inhemska och utländska exportörer – landet stora handelsöverskott och ansevärliga reserver av utländsk valuta. Vid sin höjdpunkt uppgick de sistnämnda till totalt 4.000 miljarder dollar och gav Kina allt större banktillgodohavanden/valutatillgångar för att finansiera den ökade utlåning som stod för landets historiska BNP-tillväxt och investeringar.

Vilken roll spelade Kinas integration i de redan befintliga Ostasiatiska handels- och varukedjorna i detta? Det sägs ofta att det var detta nätverk, som till en början var inriktat på Japan, Taiwan och Korea, som skapade de kapitalvaror och insatsvaror som utarbetades till tillverkningsvaror på fastlandet, och därifrån exporterades till den amerikanska marknaden och de andra utvecklade kapitalistiska ekonomierna. Håller du med om det?

Ja, jag håller med om det, men jag skulle också vilja lyfta fram tre andra skäl till varför Kina på ett så effektivt sätt kunde dra fördel av sin centrala ställning i den framväxande globala värdekedjan. Vad gäller Kina storlek, och speciellt storleken på dess billiga arbetsstyrka, var det för det första avsevärt mycket större än Japan och de nyligen industrialiserade länderna (NIC:s) tillsammans, med nästan en miljard människor redan så tidigt som på 1980-talet. Denna jättelika befolkning gav en ständigt växande tillgång på arbetskraft, som pressade ner arbetskostnaderna, speciellt när kanske 150 miljoner migrantarbetare från landsbygden klev in på arbetsmarknaden. Dessa arbetare tillhandahöll arbetskraft till ett särskilt lågt pris, eftersom de kunde backa upp sina inkomster med de jordlotter som de inte hade lämnat ifrån sig. För det andra sammanföll Kinas uppgång med stora framsteg inom informationsteknologin, som gjorde det möjligt att bygga upp sofistikerade internationella kommunikationer och transportnätverk, genom vilka ekonomin bredde ut sig. För det tredje innebar globaliseringen och de internationella frihandelsavtalen, som WTO och NAFTA, betydande minskningar av importhindren över hela världen, och det öppnade vägen för Kina att ta tillvara på sina allt större kostnadsfördelar och konkurrenskraft. Folkrepubliken Kina blev således en del av den globala produktionskedjan i större utsträckning än till och med Japan hade lyckats. Enligt en studie knäckte importen från Kina fler industrier i USA snabbare än någon annan importväg.¹

Hur är det med den kinesiska regeringens roll för att stå för att finansiera tillväxten? Hur har Kinas organiserade kapitalism, som har drivits fram av subventioner och lån från statliga organ på alla nivåer – central, provins-, läns- och lokal nivå – hjälpt till att driva på tillväxten?

Det vi har är en sorts beroende, där internationella tillverkare inom många lätta och alltmer även tunga industrisektorer kom att lita till kinesiska insatser för en allt större del av sina produktionskedjor. Kina har lagt ut miljarder, till och med biljontals, amerikanska dollar på investeringar för att vidmakthålla och utvidga sin plats i den globala värdekedjan. Det stöd som dess organiserade kapitalism tillhandahåller för denna satsning kommer delvis i form av billig mark, infrastruktur i världsklass, låga skatter och förmånliga energipriser, liksom billiga krediter för inhemska exportörer och alltmer även för företag som konkurrerar med importerade varor.

Kinas regering, på alla nivåer, har spelat en oundgänglig roll för att ombesörja alla dessa faktorer. Provins-, läns- och lokala förvaltningar, har, inte olikt statliga och stadsregeringar i USA, konkurrerat med varandra för att locka till sig investeringar till sina lokalsamhällen, och de har gjort det genom att tillhandahålla största möjliga sporrar till producent- och exportföretag utanför finanssektorn – genom att bygga infrastruktur, exploatera mark, erbjuda krediter och så vidare. På detta sätt har de gjort det möjligt för de kinesiska tillverkarna att klättra uppför den teknologiska stegen och producera alltmer komplicerade varor, för att kunna konkurrera med ett allt större spektrum av tillverkningsvaror.

Du har sagt att Kinas enorma exportinkomster och överskott i bytesbalansen gjorde det möjligt för det att bevilja stora mängder krediter. Vad har det inneburit för dess valuta?

¹ David Autor, David Dorn och Gordon Hanson, "The China Syndrome: Local Labour Market Effects of Import Competition in the United States", *American Economic Review*, vol 103, nr 6, oktober 2013.

Det fanns en i viss mån självförstärkande logik i Kinas mirakulösa klättring i den globala produktionskedjan. Det vill säga, Kinas inledande tillgång på billig arbetskraft gjorde det möjligt för det att skapa överskotten i bytesbalansen genom att – åtminstone till en början – exportera lätta industrivaror. USA och andra utländska köpare betalade kinesiska exportörer i dollar eller andra lokala valutor, men exportörerna växlade valutorna i sina banker till yuan, eftersom de behövde den lokala valutan för att betala sina kinesiska arbetare, och för att köpa kapitalvaror och insatsvaror som de skaffade sig på hemmaplan. Bankerna växlade i sin tur förr eller senare dessa valutor mot yuan i Kinas folkbank (PBOC), den kinesiska centralbanken, som lade dem i sina dollarreserver och andra reserver i utländska valutor. Resultatet blev att de kinesiska bankerna under en lång period fick allt större renminbi-insättningar som de kunde låna ut till företag utanför finanssektorn, och att det ägde rum en spektakulär och fortsatt ökning av Kinas dollarreserver.

Om allt annat är lika, skulle ett växande kinesiska överskott i bytesbalansen och en motsvarande ökning av dollarreserverna ha inneburit att tillgången på dollar skulle ha överskridit efterfrågan. Det skulle ha satt en press att öka renmibins värde gentemot dollarn, och resulterat i en process av uppskrivning av renmibin som skulle ha haft en tendens att undergräva Kinas konkurrenskraft, och minska dess export och överskott i bytesbalansen. Men eftersom den kinesiska regeringen var inställd på en exportledd tillväxt, antog den en rad åtgärder för att förhindra en ökning av renmibins växelkurs som annars skulle ha ägt rum.

Framförallt genomdrev den en fast, och därefter minimalt svängande, växelkurs mellan renmibi och dollar. För att få till stånd detta tryckte den ungefär så mycket renmibi som behövdes för att täcka den bristande efterfrågan på dollar gentemot yuan, vilket motsvarade det kinesiska överskottet i bytesbalansen. Det använde sedan dessa yuan för att köpa dollar på den internationella marknaden, och drev upp vad som annars skulle ha varit en otillräcklig efterfrågan på dollar för att hindra renmibin från att stiga och behålla växelkursen på en fast nivå. Det gjorde det möjligt för Kinas bytesbalans att fortsätta att stiga och samtidigt hindra värdet på dess valuta från att sjunka samtidigt med den, och bevarade Kinas konkurrenskraft och vidmakthöll dess exportledda tillväxt.

Utan PBOC:s ingripande skulle ackumulationen av dollar i kinesiska händer inte bara kunnat ha lett till att valutan stigit i värde, utan också uppmuntrat kinesiska privata investerare att investera dessa dollar över hela världen, varhelst de kunde försäkra sig om högsta möjliga avkastning. Men genom att genomdriva en sträng kapitalkontroll satte Beijing hårda begränsningar på i vilken omfattning privata investerare kunde ta ut pengar ur landet och tömma landets utländska valutareserver. Denna kontroll har hittills lyckats hindra den framväxande förmögna klassen från att exportera för mycket kapital, och har skyddat Kina från den hejdlösa kapitalflykt som många utvecklingsekonomier har upplevt, för att inte tala om förödande angrepp mot sin valuta.

Således har Kinas dollaröverskott och reserver till största delen blivit kvar i centralbankens händer istället för hos privata investerare. Centralbanken har använt dem för att stärka Kinas internationella ställning ännu mer genom att köpa säkra tillgångar i amerikanska dollar, närmare bestämt statsobligationer och statsskuldväxlar, liksom av den amerikanska regeringen stödda skuldebrev, speciellt Freddie Mac och Fannie Mae. Dessa enorma köp av amerikansk statsskuld ledde till en enorm ökning av tillgången på lån till USA jämfört med efterfrågan på lån, och drev därmed ner kostnaden

på lån i USA. Den kinesiska centralbanken har alltså inte bara drivit upp värdet på dollar utan också pressat ner USA:s ränta. Som ett resultat av det kunde amerikanska konsumenter köpa lättare och med en mer värdefull valuta än annars. De har pressat upp efterfrågan på kinesisk export i förhållande till importen från USA, och har ytterligare ökat Kinas överskott i bytesbalansen och dess dollarreserver: en kraftfull god cirkel som har finansierat Kinas expansion.

Vad fick det för konsekvenser för Kinas uppgång?

Det vackra med denna självgående process var att den befriade Kina från behovet att låna från utlandet för att finansiera ISI, eftersom det kunde förlita sig på en ökning av valutatillgångarna för att finansiera den. Pengar flödade in i Kina i form av dollar från överskottet i bytesbalansen, direkta utländska investeringar och inflöde av flyktigt kapital. Mottagarna av dessa dollar sålde dem till sina banker i utbyte mot renmibi. Bankerna själva skaffade sig säkerhet för ökningen av renmibi för att täcka dollarinsättningar genom att byta ut dollarn med PBOC. PBOC köpte det ökade inflödet av dollar från bankerna genom att trycka mer centralbankspengar. Så indirekt innebar PBOC:s skapande av mer centralbankspengar – i form av renmibi – att det blev möjligt för de som tjänade på valutaväxling att öka renmibitillgångarna även om växlingen av pengar blev kvar på i stora drag samma nivå.

När Kinas handelsöverskott var som högst, i mitten av 2000-talet, ökade det till nästan 5% av penningmängden, vilket avsevärt ökade Kinas tillväxtpotential. Den därmed förknippade tillväxten av penningmängden, som fortsatte i snabb takt från mitten av 1990-talet till 2008, var oerhört viktig. Den gjorde det möjligt för Kina att plöja ner biljontals yuan i nya krediter till företag utanför finanssektorn för att hjälpa Kina att bli kvar i täten inom den internationella produktionen, klättra uppför den teknologiska värdekedjan, och försöka ersätta importen av ett allt större spektrum av varor, och möjliggöra produktion och export från Kina av varor som det tidigare fått köpa utomlands.

Detta minimala beroende av utlandsskuld gjorde det möjligt för Kina att fortsätta med ISI utan att ställas inför hotet av en betalningskris, som så många andra utvecklingsländer tvingats konfrontera – en kris som utlösts av att utlandsskulden återkallats på grund av ökande underskott i bytesbalansen, kollapsande valuta och kapitalflykt. Av samma anledning behövde Kina knappast oroa sig för spekulation mot renmibin, eftersom det massiva inflödet av dollar, om allt annat var lika, hade en tendens att driva upp renmibin istället för att undergräva den. Således kunde Kina utnyttja en exportinriktad väg till industrialisering för att övervinna det klassiska problem som de vanliga försöken till ISI under efterkrigsperioden hade ställts inför och som förr eller senare hade ödelagt dem. Detta problem var tendensen att ådra sig okontrollerbara underskott i bytesbalansen, på grund av de ökande kostnaderna för alltmer komplicerat kapital och import för att stöda de nya inhemska industrierna. I motsats till detta kunde Kinas industrialiserare helt enkelt lösa problemet med hjälp av det ökande överskottet i bytesbalansen.

Tillsammans med resten av världen gick Kina 2008-2009 in i en internationell ekonomisk och finansiella kris. Det omedelbara resultatet blev att marknaderna för Kinas exporttillverkning förstördes, vilket skapade en kraftig och faktiskt permanent minskning av den ökade efterfrågan på exportvaror som hade drivit på Kinas BNP. Den globala ekonomiska krisen blev en vändpunkt för Kina, ty det var vid denna tidpunkt som landet såg sig tvingat att lämna den

exportledda modell som det hade följt i nästan tre decennier, när dess export slutade att leverera de dollar som hade möjliggjort den ökade utlåningen. Kan du förklara vad som låg bakom krisen för Kina och hur Beijing till en början försökte hantera den?

I efterdyningarna till den internationella finanskrisen sjönk den kinesiska exporttillväxten brant, och den efterföljande krisens faktum och form antydde att Kina hade nått gränsen för att uppnå tillväxt genom att exportera till den utvecklade kapitalistiska världen. Under det kinesiska uppsvingets sista år ökade varuexporten spektakulärt, med i genomsnitt omkring 20% per år. Men 2009 störtade Kinas export till minus 18%. Exporten ökade visserligen våldsamt igen, och var 2010-2011 i genomsnitt 25% per år. Men 2012 var smekmånaden över och varuexporten rasade till omkring 7% per år 2012-2014, sedan minus 2% 2015-2016. Kinas överskott i bytesbalansen följer ett liknande mönster. Det hade ökat från 3-4% av BNP 2004 till 8-10% av BNP 2008-2009. Men då sjönk det till 2% av BNP 2011 och fortsatte på ungefär samma nivå under de följande åren, fram till 2016.

Trots det visade sig inte problemen med den fallande exporten omedelbart, eftersom regimen hade sätt att lindra fallet. Regeringens första svar på den minskade exporten och efterföljande ekonomiska nedgången var att kompensera den kraftigt minskade utländska efterfrågan genom att elda på efterfrågan hemma. Den tog till en välkänd sorts keynesianism, men i en historiskt aldrig tidigare skådad omfattning. Wen Jibao antog en blandning av aktiv finanspolitik och en löslig penningpolitik för att 2009 och 2010 genomföra ett stimulanspaket på 4 biljoner yuan (580 miljarder dollar). Men ett tecken på Kinas hotande svårigheter var att en stor del av denna hög av krediter kanaliserades till aktie- och fastighetsmarknader istället för till den verkliga ekonomin – finans-tillgångar istället för kapitalvaror och löner. Som på andra ställen sjönk ökningen av BNP för varje tillförd mängd krediter tydligt.

När krisen slog till 2008-2009 var bankerna så väl kapitaliserade och hade så hög likviditet att de kunde svara genom att öka utlåningen med mer än 30% under det första årets stimulanser. Men Kina kunde bara följa denna väg under en begränsad tidsperiod, eftersom de överskott i bytesbalansen som hade ackumulerats under exportboomen snabbt användes upp av det historiska stimulansprogrammet, och den kraftiga exportminskningen gjorde att de inte fylldes på. Handelsöverskottet och flödet av utländsk valuta fyllde inte längre banksystemet med stora nya insättningar, som förr hade tillåtit bankerna att överföra icke likvida tillgångar samtidigt som de fortfarande finansierade ny ekonomisk verksamhet. Kina blev tvunget att hitta sätt att fylla på krediter i ekonomin under mycket mindre gynnsamma omständigheter.

Hur besvarade regimen behovet att utvidga krediterna för att driva på tillväxten, inför minskningen av de insättningar som dess enorma överskott i bytesbalansen hade givit under så lång tid?

För att vidmakthålla en oavbruten tillväxt som under sitt stora uppsving, skulle Kina ha behövt skapa ett enormt handelsöverskott, i idealfallet omkring 2-3% av penningmängden varje år. Men det skulle ha krävt att tillväxtmarknaderna i den utvecklande världen på något sätt hade tagit över efter OECD-ekonomierna, och tillhandahållit en ökad exportefterfrågan, ökade överskott i bytesbalansen, ökat inflöde av utländsk valuta och växande bankkonton med renmibi åt Kina – som det visade sig en omöjlig uppgift. Kina var därmed dömt att lita till att Kinas folkbank tillverkade pengar för en

ökad utlåning.

Vid sin höjdpunkt 2008 hade nettoinflödet av utländsk valuta under en 12-månaders period lett till en ökning av bankinsättningarna på 7% av banktillgångarna. Till och med så sent som i mitten av 2011 ökade nettoinflödet av utländsk valuta insättningarna med motsvarande 3,5% av banktillgångarna över en 12-månaders period. Men 2012 tog det slut. Det året motsvarade inflödet av utländsk valuta bara 0,5% av banktillgångarna över en 12-månaders period. Så för att upprätthålla tillväxten började Kina omkring 2012 att utvidga krediterna genom att helt enkelt trycka yuan, istället för att lita till ökande bankinsättningar av renmibi som härrörde från ökade dollarinflöden. Enkelt penningsskapande med hjälp av inflöde av utländsk valuta hörde till det förflutna.

Är denna väg till tillväxt genom att skapa en allt större skuld som överstiger överskotten i bytesbalansen egentligen hållbar? Vilka problem förväntar du dig att den ska orsaka?

Kina står inför en inneboende motsättning mellan vad det behöver göra för att vidmakthålla tillväxten och behålla sin topplats i den internationella produktionskedjan – som är att hela tiden ge mer krediter – och vad det behöver göra för att hindra en nedgång i renmibins växelkurs och ett ökat tryck på kapitalet att lämna landet – som är att hålla uppe räntorna och hålla ner kreditskapandet. Denna motsättning har med tiden blivit allt intensivare, eftersom det krävs mer och mer krediter för att stimulera en viss tillväxt.

2016 behövde Kina tre gånger så mycket krediter för att ge lika mycket tillväxt som 2008. Storleken på det skuldskapande som krävs för att ekonomin ska fortsätta att röra sig framåt har ökat kraftigt, och POBC:s lån till inhemska finansinstitutioner rusade i höjden från 4 biljoner renmibi i slutet av 2010 till 14 biljoner i november 2017, en ökning på 3½ gånger inom loppet av sju år. Den totala skulden har ökat från 163% av BNP 2009 till 328% av BNP idag, och denna siffra kommer troligen att fortsätta att öka inom överskådlig framtid.

De svårigheter som denna enorma skuld skapar för Kina visar sig tydligt i de gigantiska skuldbetalningar – räntekostnader – den för med sig. Under den 12-månaders period som slutade i juni 2017 översteg i själva verket ökningen av räntekostnaderna ökningen av den nominella BNP med 8 biljoner renmibi. Eftersom det inte förekom några stora betalningsförsummelse måste den extra räntebördan ha finansierats på något sätt. Man skulle kunna tänka sig att ökningen av lånekostnaderna kunde ha betalats ur själva BNP (inkomster) och direkt minskat BNP-tillväxten. Men mest sannolikt täcktes de nya räntebetalningarna med nya lån, vilket ledde till en ytterligare ökning av den totala skulden. Den kinesiska ekonomin har således per definition blivit en Ponzi-enhet – och ägnar sig åt vad Hyman Minsky kallade Ponzi-lån.*

Konsekvensen är att om Kina vill hindra tillväxttakten från att minska, så kommer det att behöva fortsätta att utöka krediterna i en massiv och ständigt ökande takt, som det har gjort. Men om ekonomin samlar på sig skuld på detta sätt, kommer den oundvikligen att driva ner värdet på renmibi och skapa ett tryck för kapitalflykt. Om kapitalkontrollen skulle svikta på ett mer betydande sätt, så skulle det öppna vägen för en finanskris. Om å andra sidan Kina väljer att höja den inhemska räntan för att minska kreditökningarna, kommer det att minska tendensen för kapital att lämna landet, men

* Efter Charles Ponzi, som 1920 var den förste som sysslade med det som senare kom att heta pyramidspel – öa.

kommer också på samma gång att minska den inhemska utlåningen och investeringarna som har varit så oundgängliga för att upprätthålla tillväxten.

Det verkar som om Kina måste välja mellan politisk stabilitet – som kräver tillväxt och därmed en fallande valuta och växande skuld – och finansiell stabilitet, vilket innebär att få stopp på kapitalflykten och att valutan därför stiger och krediterna ökar långsammare. Landet verkar ha nått gränsen för sin ekonomiska modell. Under de kommande tre eller fyra åren måste det välja mellan å ena sidan en devalvering i stor skala på grund av den fortsatta uppbyggnaden av skulden, och å den andra att den inhemska finansbubblan spricker och tillväxten som en följd av det bromsar in. Det kommer att bli ett svårt val, som kommer att pröva Xi Jinpings ledarskap.

Vilka politiska svar finns tillgängliga för den kinesiska regimen, med tanke på de motsättningar som finns inneboende i att vara beroende av en ökande regeringsstödd utlåning för att driva på tillväxten?

Krisen 2008-2009 och dess efterspel föranledde flera svar från den kinesiska staten. De smartaste beslutsfattarna i Kina förstod de allt djupare motsättningar och intressekonflikter som fanns inbyggda i landets sätt att göra affärer. När Xi tillträdde 2012 drev han, under parollen det ”Nya normala”, på för att skulden skulle öka mindre, trots att det skulle minska BNP-tillväxten. Hans rådgivare insåg att tillväxttakten helt enkelt inte gick att vidmakthålla utan att utsätta renmibin för en enorm press neråt, vilket skulle öka risken för kapitalflykt och öppna vägen för en kris.

Regeringen började därför tillämpa en rad åtgärder för att försöka bevara både stabilitet och tillväxt. För det första att minska takten på kreditexpansionen – Kina har förkunnat att det gör det, men huruvida det verkligen kan genomföra det är inte helt klart. För det andra måste Kina använda en större del av den kreditexpansion som verkligen äger rum till fasta investeringar, för att hjälpa till att behålla sin fördel inom exporttillverkningen. Det försöker därför spräcka tillgångsprisbubblorna, i synnerhet på mark, fast egendom och aktier, för att minska motiven att ägna sig åt spekulativa i motsats till produktiva investeringar. För det tredje måste Kina, med tanke på de högre räntorna, lyckas skaffa sig mer pengar att låna ut från de överskott i bytesbalansen och åtföljande banksättningar och valutareserver som faktiskt uppstår. Regeringen är därför förpliktad att åtminstone i viss utsträckning minska kraven på bankreserver. Slutligen måste Kina se vad det kan skaffa sig för handelsvinster genom att fortsätta att utveckla det så kallade ”One belt, one road” – det nätverk av hamnar, järnvägar och motorvägar som ska knyta samman Kina med Europa tvärs över hela Centralasien och Indiska oceanen, vilket regeringen räknar med kommer att främja landets kommersiella betydelse.

Förvisso har ingen av dessa åtgärder varit överdrivet framgångsrik, men tillsammans har de lyckats stabilisera nivån på handeln och överskottet i bytesbalansen som en del av penningmängden. Utan dessa åtgärder skulle överskottet i bytesbalansen nu ha sjunkit till en negligierbar del av penningmängden. Men ändå ser framtiden i bästa fall osäker ut. I det sannolika fallet att de amerikanska och europeiska ekonomiernas tillväxt börjar sakta in under de kommande ett eller två åren, kommer även Kinas handelsöverskott och överskott i bytesbalansen att bromsa in – och i en världsekonomi som saktar in, kommer tillväxten av penningmängden att överträffa ökningen av handelsöverskottet och överskottet i bytesbalansen, trots de senaste försöken att minska kreditökningen. Det kommer

att bli svårare att upprätthålla en skuldbaserad tillväxt.

I vilken mån är Xi Jinpings regering, med sin politik det ”Nya normala”, i takt med den kinesiska eliten, som prioriterar att konsolidera och stärka sina nyligen ackumulerade förmögenheter? Stöder detta skikt det ”Nya normala”?

Det kinesiska miraklet har lett till en förbluffande ökning av den ekonomiska ojämlikheten, med en polarisering av välståndet som i sig själv har inneburit en utomordentlig koncentration av rikedomarna hos den översta procenten. 2010-2011 förfogade den rikaste procenten av städernas hushåll över tillgångar som beräknas till 5 biljoner dollar. Det har naturligtvis varit högsta prioritet för de olika regeringarna att representera denna nya ekonomiska elit. När de har försökt göra det har de icke desto mindre tvingats göra en rad svåra val. Fram till omkring 2012-2013 gjorde de sjunkande räntorna det lätt att ge krediter. Men det ledde till ett tryck neråt på renmibin, vilket innebar att de kinesiska tillgångarna sjönk i värde i internationella termer, och till en motsvarande minskning av förmågan att köpa och investera utomlands.

I och med att Kinas nyrika besitter en så oproportionerligt stor del av landets välstånd, är de inte beredda att bara se på när deras tillgångar minskar så brutalt i värde. De har direkt och indirekt pressat på för lättnader i det system med kapitalkontroll som har spelat en så central roll för landets tillväxtstrategi. De har inte bara försökt få regeringen att släppa efter på kapitalkontrollen, utan har också själva i hemlighet försökt exportera kapital och flytta sina barn till USA. Regeringen förstår för sin del att kapitalkontrollen utgör dess sista försvarslinje för att föra en oberoende ekonomisk strategi, och den har försökt skydda detta politiska område och samtidigt undvika en kontroll som skulle vara alltför drakonisk.

Hur har det fungerat?

Inte så illa, till en början. Fram tills nyligen lyckades regeringen manövrera sig runt problemet, eftersom banksystemet tillhandahöll tillräckligt mycket krediter för att inte bara driva på den ekonomiska tillväxten utan också stöda olika tillgångsprisbubblor, från mark till fast egendom till börsen. Den förmögna klassen kunde därför göra utomordentliga vinster genom att investera i Kina istället för utomlands, genom att placera sina pengar på marknader för finansiella tillgångar. Men paradoxalt nog började det ”Nya normala” och den ”skuldavveckling” av den kinesiska ekonomin som Xi Jinpings regering införde, att kortsluta detta sätt att göra pengar, genom att spräcka de olika tillgångsbubblor som hade givit den förmögna eliten ett alternativ till kapitalflykt.

Vartefter tillgångspriserna har sjunkit, har de superrika fått allt starkare motiv att flytta ut sina pengar från landet, trots att regeringen hoppades att en långsammare kreditökning skulle leda till förbättrade långsiktiga framtidsutsikter för investeringar i Kinas verkliga ekonomi. Utöver den nya vändningen till kapitalflykt, var nu också en av de många risker som var förknippade med att investera i Kina att man kunde dras in i en korrupsionsskandal. Om avkastningen i Kina inte längre var utomordentlig, kunde kinesiska investerare lika väl få en mer måttlig avkastning på ett mycket säkrare och mer skyddat sätt utomlands.

Det ”Nya normala” innebär i första hand en minskad tillväxt av utlåning och skulder, för den finansiella stabilitetens skull. Men hur är det på lång sikt? Vad kan regeringen göra kvalita-

tivt för att få fart på Kinas ekonomiska dynamik?

I finansiell mening är det enklaste att kopiera det Japan gjorde. I grund och botten kan regeringen pressa ner räntan till noll med hjälp av massiva kvantitativa lättnader, tillåta utflöde av kapital och skriva ner valutan, och utfärda en stor mängd statsobligationer för att skriva av dåliga skulder i banksystemet. Det skulle radera ut Kinas företagsskuld praktiskt taget över en natt och göra stor-skalig upplåning mer hållbar, på grund av räntor på nära noll. Om det skulle ske, så skulle exporten skjuta fart, med stöd av en billigare valuta. Men än så länge har ledningen velat undvika detta sätt, eftersom tillväxten skulle minska och dollarvärdet på Kinas ekonomi kollapsa, och göra det svårare att komma ikapp USA:s ekonomi i nominella termer.

I vilken mån antyder din analys att det exportbaserade miraklet ligger bakom oss, på grund av tillverkningssektorns allt större överkapacitet på världsmarknaden och i Kina? Var passar överkapaciteten in i den historia du har lagt fram?

Förvisso tillät kombinationen av Kinas kontroll över hela det finansiella systemet och de minskade handelshindren på andra ställen att det kunde plöja ner sitt handelsöverskott i massiva investeringar i olika industrisektorer och hitta en efterfrågan i en ökad export. Om finansinstitutionerna inte hade kontrollerats av regeringen så skulle det privata kapitalet redan från början ha investerat mycket mer utomlands och i olika tjänster – så att säga utvidgat sin portfölj, på bekostnad av tillverkning och export. Men på grund av de kinesiska planerarnas prioritering av infrastrukturbygge och industrikapacitet, använde finanssystemet huvuddelen av sina resurser på dessa två områden, och det bidrog i själva verket till en global överkapacitet inom ett antal sektorer, när Kina tvångsmatade uppbygget av fast kapital för att hjälpa till med en inhemsk produktion av varor som redan tillverkades i de utvecklade kapitalistiska länderna, men till högre kostnad.

I viss mening kan man säga att Kina växte genom att systematiskt skapa överkapacitet på område efter område, utomlands och på hemmaplan. Denna överskottsdynamik orsakade handelschocker för industrier och arbetare i de utvecklade länderna, när de fasta investeringarna sköt i höjden och billigare kinesiska varor pressade ner vinsterna för producenter utomlands. Men arbetare och företag i Kina gynnades kraftigt av det, när det startade en ostoppar expansion som i decennier tillät Kina att undvika konjunkturedgångar och arbetslöshet.

För Kina var den internationella krisen 2008-2009 i första hand en kris på exportmarknaden: konsekvensen av Kinas sätt att skaffa sig marknadsandelar via billiga varor. Är det korrekt att se denna kris för exporten och de efterföljande ekonomiska svårigheterna som ett uttryck för en ökande överkapacitet som har sitt ursprung i Kina och dess kreditbaserade investeringsvåg?

Om vi talar om den inhemska ekonomin tror jag inte att överkapacitet tekniskt talat har varit något större problem för Kina. Det beror på att regimen kan ta itu med efterfrågeproblem i allmänhet – och problem med exportefterfrågan i synnerhet – genom att helt enkelt emittera mer skuldförbindelser. Om det blir nödvändigt kommer bankerna att förlänga osäkra fordringar i statligt ägda företag och till och med i statsunderstödda privata företag som förlorar pengar. Som vi har sagt kommer det att leda till ett tryck neråt på valutan, som skulle driva fram en kris genom kapitalflykt. Men det är

därför Kina har kapitalkontroll – just för att förhindra kapitalflykt. Så länge kapitalkontrollen håller kan det fortsätta i evighet.

Men att på detta sätt förlita sig på krediter för att driva ekonomin förhindrar väl att företag och produktionsmedel med låga vinster rensas ut, och på så sätt förvärrar överkapaciteten – och ännu mer motverkar investeringar, i så måtto som de är beroende av att säkerställa rimliga profiter? Är inte den tydliga ökningen av den mängd krediter som krävs för att driva på en viss mängd ekonomisk tillväxt ett bevis på det?

På medellång sikt orsakar givetvis överkapacitet ett allt större problem för beslutsfattarna som hoppas hejda utflödet av kapital. Det har under så lång tid varit ett så starkt fokus på investeringar av fast kapital inom tillverkningsindustrin, med en allt större överkapacitet, att avkastningen har blivit så låg att det motverkar ytterligare investeringar. Det har lett till att man söker efter alternativa investeringar utanför industrin, och till en enorm koncentration på fast egendom (som har lett till bubblor) och infrastruktur. Om även fast egendom och infrastruktur skulle drabbas av minskad avkastning skulle trycket att investera utomlands skjuta i höjden och kapitalkontrollen testas ännu mer.

Internationellt har det orsakat stora utlokaliseringar, eftersom bankerna i de kapitalistiska länderna inte stöder alltför många företag som förlorar pengar i sektorer med överkapacitet. I och med att de intensiva investeringarna i Kina gjorde det möjligt att bygga upp dess produktionskapacitet så fort, hann många företag i de utvecklade länderna, speciellt USA, inte anpassa sig – eller kunde bara anpassa sig genom att flytta produktionen till Kina. Till skillnad från de kinesiska bankerna fortsatte inte deras långivare att ge krediter till företag som inte kunde konkurrera med ”Kinapriset”, så tusentals företag slog antingen igen eller utlokaliserades, och gjorde inom loppet av mindre än ett årtionde miljontals arbetare arbetslösa eller till anställda i marginella jobb. Även om mycket av talet om oförenligheten mellan kapitalism och socialism återspeglar ett svart-vitt tankebegrepp från Kalla kriget, så finns det djupgående oförenligheter mellan det privata kapitalet och Kinas system med ett statligt kontrollerat kapital.

Är Kina egentligen kapitalistiskt? I viss mån ger det intryck av det, när det lockar till sig investeringar för att tillverka exportvaror utifrån vad som verkar vara det kapitalistiska kriteriet med hög avkastning – som har säkerställts med hjälp av relativt låga löner och relativt hög utbildning och teknologi. Men hur är det med den utbredda vägran att låta företag lägga ned? Hur är det med trycket från regeringsorganen att få företag att investera oavsett deras profitkvot? Var passar kapitalkontrollen in? Hur skulle du tolka den kinesiska byråkratins tillgång till inkomster utan att direkt investera i privata företag? Håller de statligt ägda företagen sig till kapitalistiska normer och prioriterar de att göra profit, som många statligt ägda företag gör på andra ställen?

Det är en svår fråga att besvara. Jag skulle fortfarande säga att Kina har ett ”statskapitalistiskt” system – det vill säga: trots att privata hushåll disponerar biljoner i finansiella och fysiska tillgångar, så kanaliserar regeringen fortfarande den överväldigande majoriteten av investeringarna, både inom den finansiella och den verkliga ekonomin, till de områden som den vill stöda. Exempelvis utgörs majoriteten av de tillgångar som de kinesiska bankerna har av lån och obligationer till

statligt stödda projekt eller statligt ägda företag. Till och med de kinesiska hushållens förtjusning att investera i egendomar har formats av regeringens politik att göra mark och bostäder till en handelsvara, som offentliggjordes i början av 1990-talet – liksom bristen på tillgängliga alternativ, framför allt att investera utomlands.

Du har upprepade gånger varnat för att det finns en stor sannolikhet för en ekonomisk kris i Kina om det inte sker en kraftig minskning av renmibins värde. Kan du utveckla det för oss?

Som jag har betonat har motsättningen mellan behovet att skapa krediter, att driva på tillväxten, och behovet att säkerställa en stabil valuta för att undvika en finanskris, ökat på senare år. För att hålla igång ekonomin har PBOC redan tvingats genomföra en devalvering 2015, om än en relativt begränsad sådan. Men det ledde nästan omedelbart till stora vågor av kapitalflykt på hösten 2015 och början av 2016. Det stod för större delen av den minskning av de utländska valutareserverna på biljontals dollar som ägde rum under perioden 2014-2017, när förmögna medborgare jäktade ut med sina pengar från landet. Om amerikanska centralbanken skulle öka räntorna 2019, kommer Kina att befinna sig i en ännu mer osäker ställning. I en värld där räntan på amerikanska statsobligationer, de säkraste tillgångarna i världen, skulle stiga till över 4% medan kinesiska banktillgångar och statsobligationer bara erbjuder en avkastning på strax över 3½%, skulle frestelsen att flytta ut pengar från Kina vara oemotståndlig.

Före 2013 hade en allvarlig kapitalflykt bara betraktats som en fjärran möjlighet i Kina. Så sent som i mitten av 2014 uppgick de utländska valutareserverna fortfarande till 20% av penningmängden. Men under de följande åren innebar de minskande utländska valutareserverna och den åtföljande ökningen av penningmängden att kvoten mellan dem minskade till bara 10%. Det betyder att om hushåll och företag skulle flytta bara motsvarande 10% av penningmängden ut ur landet, skulle Kinas utländska valutareserver praktiskt taget försvinna, och lämna ekonomin ytterst sårbar för en kris orsakad av kapitalflykt, om PBOC skulle fortsätta att driva på ekonomin genom att utfärda mer krediter.

För att avvärja denna eventualitet har Xi Jinpings regim genomfört en rad upptrappande omvälvande åtgärder för kapitalkontroll. De har inbegripit begränsningar av möjligheterna för företag att byta renmibi mot dollar utan underliggande handelsfakturor, kontroller av att handelsfakturorna är korrekta för att förhindra över- och underfakturering, fler hinder för enskilda att omvandla renmibi till dollar, och tillslag mot underjordiska banker och populära utlandsbaserade valutaväxlingsställen. Dessa drakoniska åtgärder har under de senaste åren avsevärt begränsat möjligheten för renmibi att lämna landet.

Men faktum kvarstår att den pågående utrikeshandeln ändå gör det möjligt att över- och underfakturera export och import, och möjligheten för kinesiska medborgare att resa utomlands innebär att de fortfarande kan smussa ut tillgångar ur landet, med resultatet att det fortfarande är mycket möjligt med en avsevärd ökning av utflödet av dollarreserver. Om dessa processer tillåts fortsätta tillräckligt länge kan de med lätthet leda till en förtroendekris för renmibin. Resultatet kanske inte blir katastrofalt, men en mer omfattande devalvering som ett svar på kapitalflykt skulle leda till flera års negativ tillväxt, en del inställda utländska betalningar, och nedskrivna tillgångar. Om en sådan förtroendekris skulle äga rum i anslutning till en internationell panik på världens redan ytterst

sårbara tillväxtmarknader, så skulle trycket mot Kina verkligen kunna bli allvarligt.