Analyysi

Velkaantuminen lisää riskejä Kiinassa

Kansainvälinen talous | 21.03.2016 | Juuso Kaaresvirta

KIRJOITTAJA



Juuso Kaaresvirta
Vanhempi ekonomisti

Kiinan julkisen ja yksityisen velan kokonaismäärä on lisääntynyt nopeasti finanssikriisin jälkeen. Maan bruttokansantuotteeseen suhteutettu velka onkin kasvanut monien kehittyneiden talouksien kokoluokkaan. Monissa maissa nopea velan kasvu on johtanut ongelmiin rahoitussektorilla ja talouskasvun selvään hidastumiseen. Kestävä taloudenpito Kiinassa edellyttäisi velkaantumisen hidastumista. Tästä ei toistaiseksi ole viitteitä. Velkaantumisen hidastuminen edellyttäisi, että Kiina olisi valmis tinkimään kasvutavoitteistaan.



Kiina elvytti voimakkaasti velkarahalla

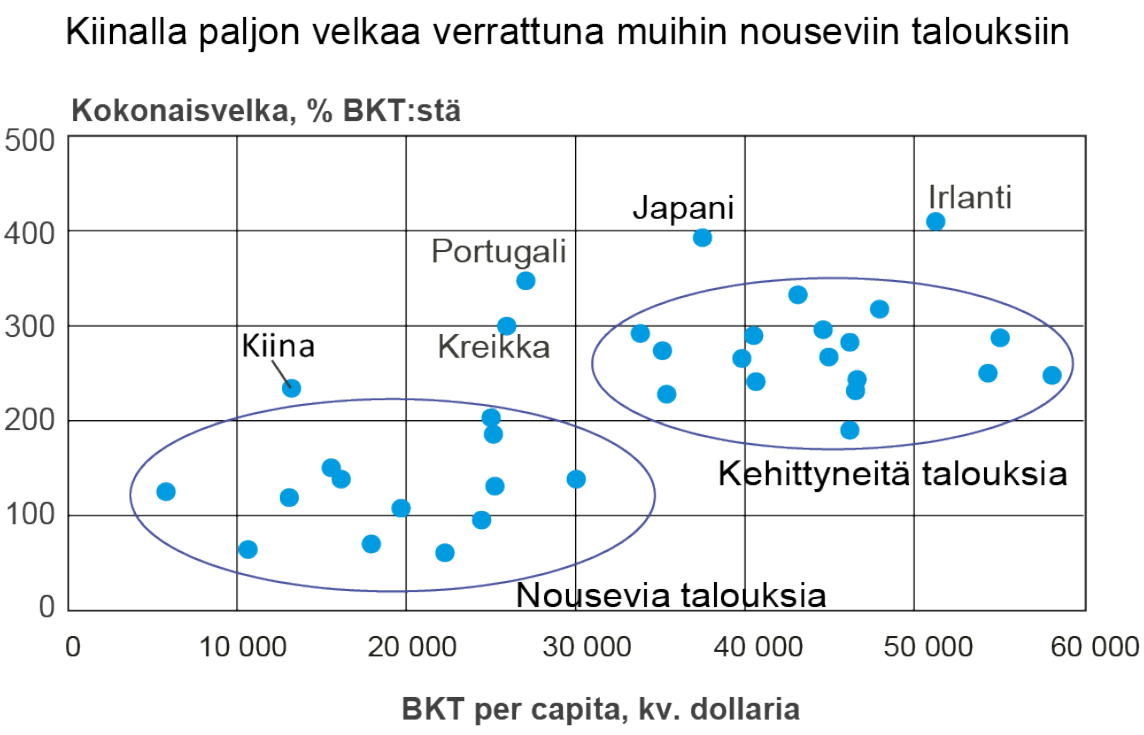
Kiinan talous on kasvanut voimakkaasti jo yli 30 vuotta. Suuri osa talouskasvusta on syntynyt investointien lisäämisestä: yritykset ovat modernisoineet tuotantoaan ja voimakas kaupungistuminen ja integroituminen maailmantalouteen ovat vaatineet mittavia rakennus- ja infrastruktuuri-investointeja. Hankkeiden rahoituksen keskiössä on perinteisesti ollut valtion pääosin omistama pankkisektori, jonka toimintaa valtio on ohjannut tiukalla sääntelyllä. Pankkien on ollut helppo saada rahoitusta, kun kiinalaisten rajalliset sijoitusmahdollisuudet ovat pitäneet pankkitalletukset suosittuina, vaikka talletuksille on usein maksettu varsin matalaa korkoa. Investointivetoista kasvua on näin ollut helppo rahoittaa.

Aasian talouskriisin jälkeen Kiinan pankkisektori oli suurissa ongelmissa hoitamattomien saamisten takia, mikä johti pankkien laajaan pääomitukseen. Viranomaiset olivat tämän jälkeen tarkkoja lainanannon kasvun suhteen. Pankkien lainakiintiöistä pidettiin tiukasti kiinni, ja vuosina 1998–2008 velkaantuminen kasvoi koko lailla samaa vauhtia talouden kanssa. Velka suhteessa BKT:hen pysytteli 150 prosentissa.[1]

Kansainvälisen finanssikriisin puhjettua vuonna 2008 Kiina pelkäsi talouskasvunsa hidastuvan nopeasti. Maan johto päätti elvyttää taloutta voimakkaasti niin kuin monessa muussakin maassa

tehtiin. Mittava kaksivuotinen 4 000 mrd. juanin (yli 430 mrd. euroa, 12 % BKT:stä) elvytys suunnattiin etenkin investointeihin. Pankkien lainanantorajoituksia höllennettiin. Valtio-omisteinen pankkisektori ja muut julkishallintotaustaiset toimijat vastasivat päättäjien elvytyskäskyyn innokkaasti. Vuonna 2009 käynnistettiin valtava määrä uusia investointihankkeita, ja lainakanta kasvoi vuoden aikana 30 prosenttiyksikköä eli 180 prosenttiin BKT:stä (kuvio 1). Toimien avulla talouskasvu pystyttiin pitämään vahvana, ja BKT kasvoi yli 9 % vuonna 2009. Velkakannan muutoksella mitattuna tosiallinen elvytys oli yli kaksi kertaa virallista elvytysohjelmaa suurempi ja toteutui yhden vuoden aikana kahden vuoden sijasta. Elvytys oli siis mihin tahansa muuhun maahan verrattuna poikkeuksellisen suurta.

Kuvio 1.



Ostovoimapariteettikorjattu BKT per capita ja kokonaisvelka suhteessa BKT:hen vuonna 2014.
Lähteet: IMF ja BIS.
19.2.2016
eurojatalous.fi

Kiinan lainakanta suhteessa BKT:hen alkoi kasvaa uudelleen vuonna 2012, kun pankkien lainoituksen suoraa sääntelyä vapautettiin entisestään. Viranomaiset eivät myöskään ole pyrkineet hidastamaan lainakannan suurenemista, jotta talouskasvu pysyisi hallituksen asettamien tavoitteiden mukaisena ja jotta kasvu ei hidastuisi liian nopeasti. Arvioiden mukaan velkaa oli vuoden 2015 lopulla noin 250 % BKT:stä, ja kiinalaistilastot osoittavat luototuksen

kasvun jatkuneen nopeana myös tammikuussa 2016. Finanssikriisin jälkeen velka on kasvanut yhteensä noin 100 prosenttiyksikön verran suhteessa BKT:hen. Muihin maihin verrattuna Kiinan velan määrä on huomattavan suuri. Se on samaa luokkaa kuin monien kehittyneiden talouksien ja selvästi enemmän kuin muiden nousevien talouksien velka (kuvio 2).

Kuvio 2.



Lähde: Kiinan keskuspankki.
19.2.2016
eurojatalous.fi

Yksityisen sektorin ja valtion velat sekoittuvat

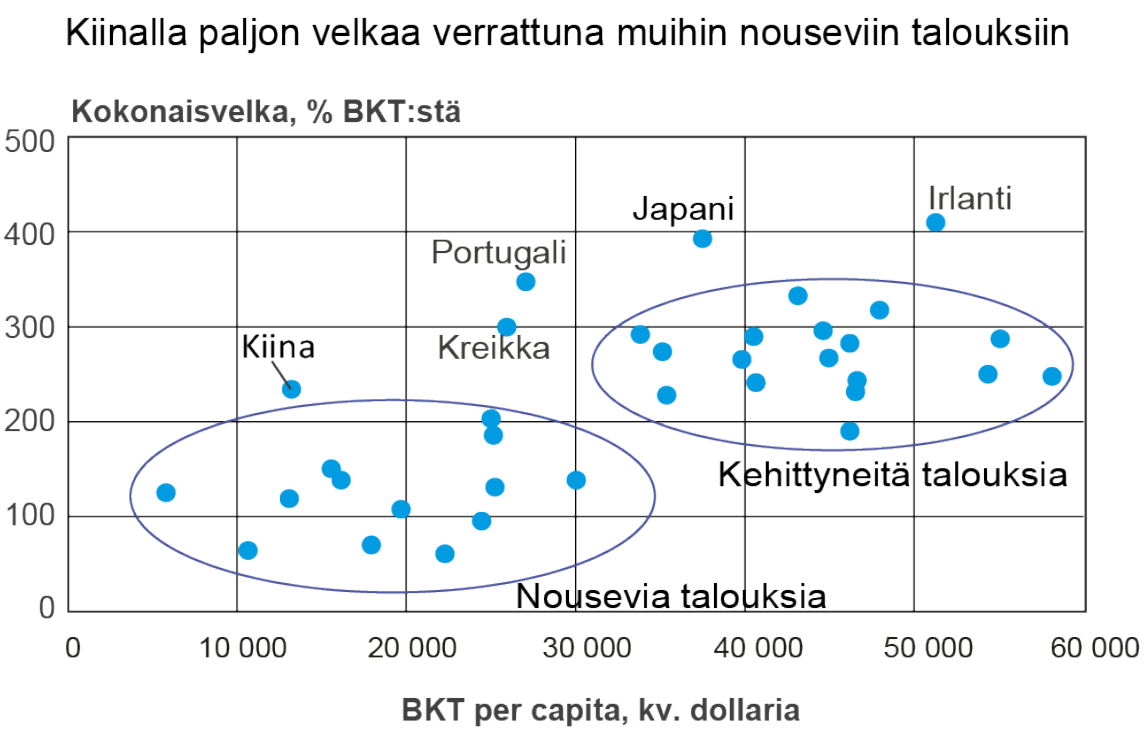
Kiinan velan määrän mittaamiseen liittyy monenlaisia ongelmia. Yksi suurimmista vaikeuksista koskee julkisen velan arviointia, sillä osa julkisen sektorin toimintaa tilastoituu yksityisen sektorin toiminnaksi. Ongelman juuret juontavat pitkälti elvytystoimiin.

Vuoden 2008 lopulla elvytyspolitiikan toimeenpano kaatui pitkälti paikallishallintojen vastuulle. Paikallishallinnolla oli kuitenkin ongelmana, mistä saadaan nopeasti varoja hankkeiden toteuttamiseksi. Paikallishallintojen mahdollisuudet lisätä verotuloja ovat rajalliset, ja toisaalta verotusmuutosten tuomat lisävarat ovat käytettävissä vasta jonkin ajan kuluttua. Lisäksi

paikallishallinnot eivät saaneet velkaantua, vaan budjettien piti olla lakien mukaan tasapainossa. Ongelma oli kuitenkin tuttu paikallispäättäjille, ja siihen oli keksitty ratkaisu jo kauan sitten. Budjetin – ja siis julkisen sektorin – ulkopuolelle perustettiin yhtiöitä, jotka järjestivät hankkeiden rahoituksen hakemalla pankista lainaa. Elvytyksen aikana tällaisten budjetin ulkopuolisten julkisten hankkeiden ja niille myönnetyjen lainojen määrät kasvoivat räjähdysmäisesti. Tosiasiallinen julkinen elvytys siirrettiin siis julkisen budjetin ulkopuolelle.

Ennen vuotta 2009 Kiinan julkisen velan yleisesti arvioitiin olevan 20 % BKT:stä, joten kansainvälisesti verrattua velkaa oli vähän. Arvio sisälsi kuitenkin vain keskushallinnon velan, ei siis paikallishallinon vastuita. Nykyisten tilastojen mukaan julkinen velka on noin 43 % BKT:stä, ja puolet velasta on keskushallinnon ja toinen puoli paikallishallinnon. Lisäksi IMF arvioi paikallishallinnon budjetin ulkopuolisten vastuiden olevan noin 20 % BKT:stä ja koko julkisen velan yhteensä noin 60 % BKT:stä (kuvio 3). Huomattavasti suurempiakin arvioita on esitetty.

Kuvio 3.



Ostovoimapariteettikorjattu BKT per capita ja kokonaisvelka suhteessa BKT:hen vuonna 2014.
Lähteet: IMF ja BIS.
19.2.2016
eurojatalous.fi

Vuoden 2011 lopulla Kiinassa tehtiin julkisen sektorin rahoitukseen liittyvä kokeilu, jossa muutamat kaupungit saivat laskea liikkeeseen joukkovelkakirjoja. Kokeilua on sittemmin

laajennettu, ja paikallishallinnot ovat maksaneet joukkovelkakirjoilla keräämillään varoilla jonkin verran pois budjetin ulkopuolisia pankkilainoja. Näin osa julkisista vastuista on siirtynyt takaisin yritysten velasta julkiseksi velaksi.

Koska julkinen hallinto toimii laajasti yrityssektorilla, varsinaista yritysten velkaantumista on vaikea arvioida. Kun jätetään paikallishallintojen vastuut pois yritysten velasta, yrityksille on kertynyt velkaa noin 150 % BKT:stä. Velkaa on kasautunut merkittävästi etenkin kiinteistö- ja rakennussektorin yrityksille. IMF:n arvioiden mukaan velkaantuminen on sektorien sisällä melko keskittynyttä tiettyihin yrityksiin, jotka ovat yleensä valtion tai paikallishallintojen omistamia. Minkä tahansa muun maan tilanteeseen verrattuna kiinalaisyrityksillä on hyvin paljon velkaa. Suurissa ja keskisuurissa nousevissa talouksissa velkasuhde on BIS:n mukaan tyypillisesti noin 50 % BKT:stä.

Säästäväisillä kiinalaiskotitalouksilla on perinteisesti ollut niukasti velkaa. Kulutusluotot ovat kuitenkin yleistyneet huomattavasti, ja niiden kanta on viime vuosina kasvanut kymmeniä prosentteja vuosittain. Myös asuntolainat ovat yleistyneet, kun asuntojen hinnat ovat nousseet ja asunnon ostoa lainarahalla on helpotettu. Kiinalaiset maksavat kuitenkin edelleen suuren osan asunnon hinnasta käteisellä. Viranomaisvaatimusten mukaan ensiasunnon ostajan käsiraha on vähintään 20 % asunnon hinnasta ja muiden 30 % hinnasta. Ei ole kovinkaan tavatonta, että asunnon hinta maksetaan kokonaan käteisellä.

Kiinan pääomarajoitusten vapauttaminen on lisännyt velanottoa ulkomailta. Ulkoista velkaa on kuitenkin edelleen suhteellisen vähän. Kiinan valuuttaviranomaisen (SAFE) mukaan velkaa oli syyskuun 2015 lopussa runsaat 1 500 mrd. dollaria eli 14 % BKT:stä.[2] Määrästä lähes puolet (46 %) oli rahoitussektorin velkaa. Julkisen velan osuus oli noin 10 % ja muiden sektorien velan osuus noin kolmannes. Hieman yli 10 % oli yritysten sisäistä luototusta. Vuoden 2015 aikana juanin kurssin heikkeneminen ja odotukset heikkenemisen jatkumisesta saivat toimijat vähentämään ulkomaisen velan määrää yli sadalla miljardilla dollarilla. Kiinan valuuttaviranomaisen mukaan vuoden 2014 lopussa ulkomaisesta velasta noin puolet oli juanmääräistä. Toisesta puolikkaasta suuri osa on dollarimääräistä velkaa.

Yhä suurempi osa rahoituksesta varjopankkisektorilta

Kiinassa yksityisten yritysten on usein ollut selvästi vaikeampi saada pankkilainaa kuin valtionyritysten. Viimeisen 10 vuoden aikana yksityiset yritykset ovat kääntyneet yhä enemmän varjopankkisektorin puoleen rahoituksensa järjestämiseksi (kuvio 4).[3] Tämän ovat mahdollistaneet rahoitussektorin vapauttaminen ja kehittyminen. Toisaalta varjopankkisektorin toiminta on kasvanut nopeasti aina silloin, kun viranomaiset ovat suitsineet pankkilainanantoa. Jo

vuosien 2006–2007 aikana varjopankkisektorin järjestämän rahoituksen osuus noin kaksinkertaistui lähes 10 prosenttiin kotimaisesta kokonaisrahoituksesta. Vuoden 2011 aikana sektorin osuus kasvoi 15 prosenttiin, ja osuus on sen jälkeen pysytellyt 15–18 prosentissa.

Sijoittajat ovat olleet kiinnostuneita käyttämään varjopankkisektoria, koska se on tarjonnut usein selvästi pankkitalletuksia parempia tuottoja. Liikepankit ja muut rahoitusta välittävät yhtiöt ovat paketoineet varjopankkiluottoja omaisuudenhoitotuotteiksi. Sijoittajat eivät aina ole olleet tietoisia tai ymmärtäneet sijoitustensa riskejä. Varjopankkiluottoja on myös kanavoitu yrityksille, jotka eivät ole pystyneet maksamaan luottojaan takaisin. Tappioita on tähän mennessä kertynyt yhteensä vähintään kymmeniä miljardeja juaneja. Riskit eivät kuitenkaan ole realisoituneet sijoittajille asti, vaan valtio ja paikallishallinnot ovat toistaiseksi kuitanneet valtaosan tappioista.

Kuvio 4.



Kun kokonaisrahoitus on kasvanut nopeasti, riski kannattamattomien hankkeiden rahoittamisesta on lisääntynyt. Toistaiseksi liikepankkien järjestämättömien luottojen määrät ovat kasvustaan huolimatta pysyneet virallisten tilastojen mukaan maltillisina, keskimäärin alle 2 prosentissa

luottokannasta. Tämän lisäksi noin 4 % luotoista on virallisten tilastojen mukaan ajautumassa ongelmaluotoiksi. Monien riippumattomien arvioiden perusteella todellinen osuus on kuitenkin huomattavasti suurempi. Pankkien arvellaan myöntävän uutta lainaa vanhojen lainojen takaisinmaksuun, vaikka yritysten tuleva maksukyky on arveluttava. Tämä koskee etenkin valtion ja paikallishallintojen yrityksiä. Huolestuttavaa on myös se, että yritysten voittojen kasvu on hidastunut ja niiden valmius selvitä velvoitteistaan on heikentynyt. Lisäksi Kiinan pyrkimys sulkea tuotantoa liikakapasiteettialoilla kasvattanee järjestämättömien luottojen määrää tulevina vuosina.

Kiinalla on kokemusta pankkisektorin ongelmien hoitamisesta. Aasian finanssikriisin jälkeen 1990-luvun lopussa liikepankkien hoitamattomien saamisten arvioitiin olleen 40–50 % lainakannasta. Valtio tuki pankkisektoria vuoden 1998 Aasian talouskriisin jälkeen useaan otteeseen yhteensä sadoilla miljardeilla euroilla. Pääomittamisen lisäksi valtio siirsi liikepankkien hoitamattomia lainoja roskapankkeihin. Roskapankit onnistuivat suhteellisen heikosti realisoimaan hoitamattomia saamisia, mutta ajan myötä näiden saamisten merkitys on vähentynyt, kun talous on kasvanut nopeasti ja rahan arvo on heikennyt inflaation myötä.

Haluaako Kiina katkaista velkaantumiskierteen?

Kiinan ripeä velkaantuminen on huolestuttavaa, sillä vastaava kehitys on monissa maissa johtanut rahoitussektorin ongelmiin ja talouskasvun nopeaan hidastumiseen. Velkaantuminen ei myöskään osoita hidastumisen merkkejä. Lisäksi varjopankkisektorin rahoitus näyttää Kiinassa lisääntyvän aina, kun pankkisektorin luototusta kiristetään. Tämä osoittaa, että rahoitusmarkkinoiden ohjaaminen vanhoilla pankkisektorin määräyksiin ja kiintiöihin perustuvilla keinoilla ei toimi, vaan ohjauksen pitäisi perustua enemmän rahan hintaan.

Vaikka isoihin pankkeihin on otettu mukaan ulkomaisia strategisia sijoittajia, vaikuttaa siltä, että pankkien hallintotavassa on vielä paljon kehitettävää. On ongelmallista, että valtion merkitys sekä rahoituksen järjestäjänä että saajana on hyvin suuri. Pankkien riskienhallinnan parantaminen ja samalla rahoituksen määräytyminen markkinaehtoisemmin edellyttävät, että valtion rooli rahoitusmarkkinoiden toiminnassa pienenee.

Kuten 2000-luvun taitteessa, Kiinan pankkisektorilla mahdollisesti tehtävät järjestelyt päätyvät valtion ja viime kädessä sen kansalaisten maksettaviksi. Stressiskenaariossaan IMF arvioi kesällä 2015 Kiinan julkisen velan suhteessa BKT:hen kasvavan noin 20 prosenttiyksikön verran, jos 10 % pankkien varoista joudutaan uudelleenjärjestämään. IMF:n mukaan julkisen sektorin velkakestävyys on kuitenkin tällä hetkellä hyvä. Suuri osa velasta on kotimaista, ja moneen muuhun maahan verrattuna Kiinalla on poikkeuksellisen suuret puskurit. Valtiolla on runsaasti varoja (esim. omistukset valtionyrityksissä), ja pankkien varantotalletukset ovat suuret. Mittava

valuuttavaranto tarjoaa suojaa ulkoisilta riskeiltä.

Jos Kiina pitää kiinni tavoitteestaan, jonka mukaan BKT asukasta kohden on vuonna 2020 kaksi kertaa suurempi kuin vuonna 2010, se edellyttää talouskasvun jatkumista lähes nykyistä vauhtia. Työvoiman määrän supistuminen ja tuottavuuden kasvun hidastuminen osoittavat kuitenkin talouskasvun perustekijöiden jatkavan heikkenemistään tulevina vuosina. Talouskasvun ylläpitäminen nykytasolla näyttää edellyttävän velkaantumisen kasvun jatkumista. Toinen asia on, kuinka tarkoituksenmukaista on pitää kiinni nykyisestä kasvuvauhdista, jos työmarkkinat kestäisivät hitaamman ja kaikin puolin muutenkin kestävämmän kasvuvauhdin. Lasku kestämättömästä taloudenpidosta voi käydä kalliiksi.

Lähteet

IMF (2014) Article IV staff report. Heinäkuu 2014.

IMF (2015) Article IV staff report. Elokuu 2015.

IMF (2015) Global Financial Stability Report. Lokakuu 2015.

Ma, Guonan (2007) Who pays China's bank restructuring bill? Asian Economic Papers. Vol 6, no. 1.

Yu, Yongding – Lu, Ting (2016) China's nonfinancial corporate debt dynamics. China and the World Economy. Vol 24, no. 1.

Viitteet

1. Kokonaisvelan tarkastelussa tässä artikkelissa käytetään BIS:n velkatilastoja, jotka ovat vertailukelpoisia muiden maiden tilastoihin. Muita lähteitä käyttämällä velkatasosta saa hieman erilaisia lukemia, mutta kokoluokka on suurin piirtein sama. Kokonaisvelka käsittää julkisen sektorin, yritysten ja kotitalouksien kotimaisen ja ulkomaisen velan, mutta ei sisällä rahoitussektorin velkoja. ↑
2. Kiina muutti ulkoisen velan tilastointitapaansa vuoden 2015 alussa. Ennen vuotta 2015 ulkoiseen velkaan laskettiin mukaan ainoastaan valuuttamääräiset velat, mutta muutoksen jälkeen siihen luetaan myös juanmääräiset ulkoiset velat. ↑
3. Kun rahoitussektorin toiminta on monipuolistunut 2000-luvun aikana, Kiina on alkanut julkistaa kokonaan omaa kokonaisrahoituksen määrää kuvaavaa indikaattoria (total social financing, TSF). Se pyrkii kattamaan kaiken kotimaisen yrityssektorin (pl. rahoitussektori) ja kotitalouksien saaman rahoituksen. Siihen sisältyvät pankkilainat, pankkivekselit, notariaattiluotot (trust- ja entrusted-luotot) sekä osakkeiden ja arvopaperien liikkeeseenlaskut. Varjopankkisektori kattaa tässä artikkelissa pankkivekselit ja notariaattiluotot. ↑

Asiasanat

BOFIT, Kiina, velkaantuminen