

# Investeringer i det kinesiske aksjemarkedet

## Temaartikkel 3

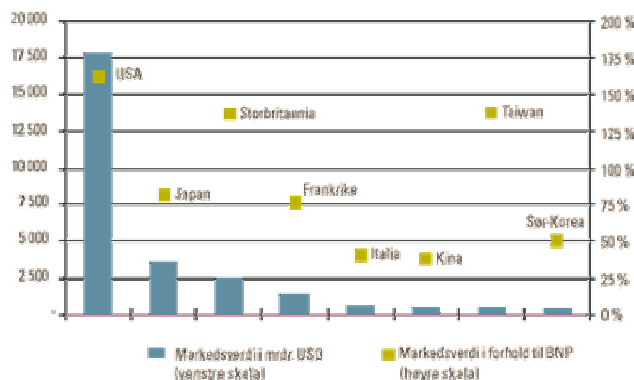
*Kina er i ferd med å bli en av verdens største økonomier. Likevel er kun en ubetydelig del av Petroleumsfondet plassert i kinesiske aksjeselskaper. En viktig årsak er at det kinesiske aksjemarkedet ennå er forholdsvis lite, og at det er vesentlige begrensninger på utlendingers adgang til å handle aksjer på de to børsene i fastlands-Kina: Shenzhen- og Shanghai-børsene. I denne artikkelen belyses Petroleumsfondets investeringer i det kinesiske markedet. Artikkelen gir også en gjennomgang av Kinas økende betydning for veksten i verdens økonomi og handel, samt innvirkningen på ulike sektorer i aksjemarkedet.*

Utlendingers muligheter til å investere i det kinesiske aksjemarkedet er i realiteten svært begrenset. I størrelse er det kinesiske aksjemarkedet noe mindre enn markedene i Italia og Frankrike. Kun ca ni prosent av markedet er tilgjengelig for utlendinger. En rekke av de aksjene utlendinger kan investere i, er illikvide. I tillegg er de regulatoriske forholdene fortsatt umodne, spesielt når det gjelder eierrettigheter. Dette kapitlet gjennomgår årsakene til at Petroleumsfondet i liten grad har benyttet adgangen til å investere i det kinesiske markedet.

## Markedskapitalisering

Total markedskapitalisering av alle kinesiske aksjer som er tilgjengelig for den vanlige kinesiske investor og notert på de børsene i fastlands-Kina (Shenzhen- og Shanghai-børsene), var ca. 540 milliarder USD ved utgangen av 2003. Denne delen av markedet utgjør ca 26 prosent av det totale kinesiske markedet på vel 2000 milliarder USD. Utlendinger har bare en begrenset tilgang til det kinesiske aksjemarkedet gjennom en egen kvote som betegnes B-aksjer. B-aksjene utgjør ca 5 prosent av det totale aksjemarkedet i fastlands-Kina. Mesteparten av markedsverdiene på de to innenlandske børsene, ca 70 prosent, er ikke tilgjengelig for vanlige innenlandske eller utenlandske investorer i Kina. Den tilgjengelige delen av aksjemarkedet er noe større enn aksjemarkedene i Sør-Korea og Taiwan, men noe mindre enn aksjemarkedene i Italia og Frankrike.

Verdien av et lands aksjemarked reflekterer i liten grad størrelsen og betydningen av landets økonomi, og markedsverdien av et lands aksjeselskaper målt i forhold til BNP varierer betydelig fra land til land. Verdien av aksjeselskapene i verdens største økonomi, USA, utgjør vel 150 prosent av landets BNP. Verdien av det kinesiske aksjemarkedet utgjør ca 40 prosent av Kinas BNP. Til sammenligning er forholdstallet for Storbritannia 140 prosent, for Frankrike 75 prosent og for Italia bare 40 prosent. I Taiwan utgjør verdien av aksjeselskapene 135 prosent av BNP, mens det tilsvarende tallet for Sør-Korea er vel 50 prosent.



Figur 1: Størrelse på aksjemarkeder

Figur 1 gir en oversikt over en del aksjemarkeders samlede verdi absolutt sett og sett i forhold til størrelsen på landets økonomi målt ved bruttonasjonalproduktet.

Forskjellene i verdien av ulike lands aksjemarkeder kan tilskrives en rekke faktorer: Ulikheter i statlig sektors rolle og oppgaver, ulikheter i det offentlige eierandeler i næringslivet, ulikheter i næringslivets lønnsomhet, ulikheter i næringslivets bruk av aksjemarkedet som kapitalkilde og innslaget av globale selskaper. Den viktigste enkeltårsaken til forskjellene i markedskapitalisering, er andelen globale selskaper. En rekke store, internasjonale selskaper er hjemmehørende i USA og notert på amerikanske børser. Eksempler er General Electric, Exxon, IBM, Microsoft, Johnson & Johnson, American International Group og Pfizer. Av verdens 10 største selskaper målt etter markedskapitalisering er syv amerikanske og tre britiske.

Kina har i realiteten ingen globale selskaper, og strukturen i kinesisk næringsliv er vesentlig annerledes enn i USA og andre store industriland. Kinesisk næringsliv preges av små produsenter. Innen stålindustrien er det for eksempel flere enn 1000 mindre bedrifter. Kina er verdens største produsent av varer som stål, klær og sko, men vi finner likevel ikke kinesiske selskaper blant verdens største i disse sektorene.

Småbedriftene støttes av sine hjemkommuner eller delstatsregjeringer, og har hatt rikelig tilgang på kreditt gjennom Kinas fire store statlige banker. Disse bankenes utlån har ikke vært styrt av kredittrisiko, men av politiske prioriteringer. Tilgangen på politisk styrt kreditt har redusert behovet for aksjemarkedet som kapitalkilde. Mulighetene for å skape større bedrifter gjennom oppkjøp har vært svært begrenset, og bedriftenes lønnsomhet hemmes av overproduksjon og prispress.

### Petroleumsfondets investeringer i fremvoksende markeder

Det kinesiske aksjemarkedet er en del av en gruppe aksjemarkeder som kalles fremvoksende markeder. Investeringer i disse markedene har gjennomgående høy risiko, fordi fremvoksende markeder karakteriseres ved at de er små, illikvide og ofte har umodne regulerings- og styringssystemer. Dette begrenser i praksis tilgjengeligheten for utenlandske investorer.

De fremvoksende markedene i Brasil, Mexico, Sør-Korea, Taiwan og, Sør-Afrika inngår i Petroleumsfondets referanseindeks. I tillegg inngår også markedene i Chile, Polen, Tsjekia, Tyrkia, Ungarn, Israel, Filippinene, India, Kina, Malaysia og Thailand i fondets investeringsunivers. Forskjellen mellom markeder i referanseindeksen og investeringsuniverset er størrelse og likviditet. Det stilles de samme krav til oppgjørssystemer, regulering av verdipapirmarkedene og økonomisk og politisk stabilitet for alle fremvoksende markeder.

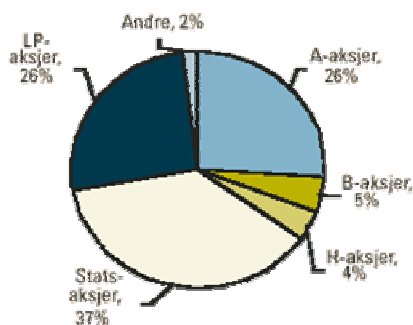
Petroleumsfondet benytter FTSEs verdensindeks som referanseindeks for investeringer i fremvoksende markeder. De fem fremvoksende aksjemarkedene som er med i referanseindeksen, utgjør kun 2,5 prosent av FTSEs verdensindeks. De ytterligere 11 fremvoksende markedene som inngår i investeringsuniverset, utgjør kun 1,8 prosent av FTSEs verdensindeks. Samlet utgjør fremvoksende markedet fem prosent av FTSEs verdensindeks.

Det store paradokset ved de fremvoksende aksjemarkedene er forskjellen mellom landenes beskjedne betydning for institusjonelle investorer, og landenes store betydning for veksten i verdensøkonomien og verdenshandelen. De siste årene har disse landene bidratt til en større del av veksten i økonomi og handel enn G7-landene (USA, Japan, Tyskland, Storbritannia, Frankrike, Italia og Canada). Mye tyder på at landenes betydning for veksten i økonomi og handel vil øke de nærmeste tiårene. Prognoser indikerer at Kina kan bli verdens største økonomi målt ved kjøpekraftparitet allerede om ti til tyve år.

### Markedsstruktur og likviditet

Kina har to innenlandske børser, Shenzhen og Shanghai. Det innenlandske aksjemarkedet er dominert av den kinesiske stat og statlig eide selskaper og institusjoner, som til sammen kontrollerer 64 prosent av markedsverdien av kinesiske børsnoterte selskaper. Kun ni prosent av det samlede kinesiske aksjemarkedet er åpent for utlendinger. Staten eier betydelige andeler også i de selskapene utlendinger kan investere i, og i praksis er kun ca 30 prosent disse aksjene fritt omsettelige. De store statlige eierandelene begrenser likviditeten i markedet. Deler av det innenlandske marked som er åpent for utlendinger, er svært illikvid.

Figur 2 gir en oversikt over strukturen i det kinesiske aksjemarkedet. Markedet er delt inn i fem grupper, som hver har spesielle restriksjoner når det gjelder salg og eierskap.



Figur 2. Kapitalstruktur i det kinesiske aksjemarkedet (prosent av samlet aksjekapital, 2002)

**Statsaksjer** er aksjer eid av det kinesiske finansdepartementet eller offentlige instanser på lokal- eller delstatsnivå. Disse aksjer er ikke tilgjengelige for utlendinger, og utgjør 37 prosent av det kinesiske aksjemarkedet.

**LP-aksjer**, eller 'Legal Person shares' er aksjer eid av kinesiske selskaper eller institusjoner, i all hovedsak offentlige. Disse aksjer utgjør 26 prosent av det kinesiske aksjemarkedet.

**A-aksjene** er aksjer som primært kan eies av kinesiske privatpersoner. A-aksjene handles i lokal valuta og noteres på de innenlandske børsene i Shanghai og Shenzhen. A-aksjene er de mest likvide aksjene i det kinesiske markedet; rundt 50 prosent av aksjene er tilgjengelig i markedet ('free float'). A-aksjene åpnes gradvis for utlendinger gjennom spesielle kvoter. Utlendinger som kjøper slike kvoter, må binde investeringen i flere år. Aksjene er høyt priset, og kvaliteten står ofte ikke i forhold til prisen. Av disse grunnene har institusjonelle investorer så langt vist begrenset interesse for kjøp av kvoter. A-aksjene utgjør ca 26 prosent av verdien av det kinesiske aksjemarkedet.

**B-aksjer** er aksjer notert i amerikanske dollar eller Hong Kong dollar på de innenlandske børsene i Shanghai og Shenzhen. B-aksjer kan eies av utlendinger og privatpersoner med bosted i Kina, men kinesiske bedrifter eller institusjoner kan ikke eie B-aksjer. Utlendinger kan kun eie en begrenset andel av hvert selskap, i tillegg reduseres likviditeten gjennom store statlige eierandeler. Markedet for B-aksjer i Shanghai og Shenzhen er svært illikvid, aksjene er ofte utstedt av mindre og økonomisk svake bedrifter, og B-aksjene er i praksis ikke et reelt alternativ for institusjonelle investorer som Petroleumsfondet.

**H-aksjer** er aksjer utstedt av de største statseide kinesiske selskapene, og den kinesiske stat har eierandeler på mellom 60 og 70 prosent av disse selskapene. H-aksjene er utstedt av selskaper som er registrert i Kina, og i hovedsak notert på børsen i Hong Kong. H-aksjer kan eies av utlendinger, men utlendinger kan kun eie en begrenset andel av hvert selskap. Selskapene som har utstedt H-aksjer, er aktive i de internasjonale finansmarkedene og er underlagt internasjonale regnskapsstandarder.

I tillegg til de aksjeklasser som er inkludert i figuren, finnes såkalte 'Red Chip Shares' notert på børsen i Hong Kong. Dette er aksjer utstedt av selskaper som har hjemstedsadresse i Hong Kong, og som hovedsaklig eies direkte eller indirekte av den kinesiske stat.

### **Regulatoriske forhold i det kinesiske aksjemarkedet**

Internasjonale regnskapsstandarder gjelder kun for en begrenset del av det kinesiske aksjemarkedet. Når det gjelder andre viktige investeringsparametere, som ivaretagelse av eierrettigheter (corporate governance), kan nok det kinesiske markedet karakteriseres som umodent.

A-aksjene er underlagt regnskapsstandarden PRC ASBE. Dette er en lokal variant av internasjonale standarder, og synes å holde en akseptabel kvalitet. Selskaper som har utstedt H-aksjer og de såkalte 'Red Chips', er begge underlagt de internasjonale regnskapsstandardene IFRS og/eller US GAAP.

Akseptable regnskapsstandarder er ikke tilstrekkelig for å sikre institusjonelle investorers rettigheter. Den viktigste beskyttelsen av eierrettigheter er et godt utviklet lovverk på området, et velfungerende rettsystem, og at reguleringsmyndighetene overvåker at reglene overholdes og slår ned på eventuelle overtredelser. I Kina er det også spesielle utfordringer knyttet til manglende tradisjon for privat eiendomsrett og til fravær av det løpende søkelyset mot bedrifters disposisjoner fra pressen.

Kinesiske myndigheter arbeider med utvikling av lovgivningen for privat eierskap i aksjeselskaper. Frem til i dag har myndighetene adoptert vestlige modeller. Kina har ambisjoner om å dyrke frem selskaper som kan spille i samme divisjon som de største internasjonale selskaper i USA, Japan og Europa, noe som krever en internasjonal standard mht til rettsregler og rettspraksis.

### **Videre utvikling i det kinesiske aksjemarkedet**

Til tross for at det kinesiske aksjemarkedet er i rask utvikling, vil det ta mange år før verdien kommer opp på nivå med de store markedene i OECD-landene. En viktig faktor i verdiutviklingen er en eventuell fremvekst av globale selskaper på linje med Samsung i Sør-Korea og Nokia i Finland, eller Toyota i Japan. I dag har Kina ingen selskaper som virkelig er globale av natur. Dette vil sannsynligvis endre seg over tid, med fremvekst av større enheter innen bransjer som olje og energi, stål, kjemi og metaller, telesamband og tele

En eventuell appresiering av den kinesiske valutaen mot USD vil også kunne bidra til at markeds kapitaliseringen av det kinesiske aksjemarkedet i amerikanske dollar vil vokse. Utenlandske investorer vil med stor sannsynlighet få økt adgang til å investere i kinesiske aksjer notert på Shenzhen- og Shanghai børsene.

Den kinesiske stat eier direkte og indirekte ca 64 prosent av aksjene i det kinesiske markedet. Statlig eide aksjer handles ikke i markedet i dag, men den kinesiske staten har i en tid hatt intensjoner om å selge store deler av disse aksjene til privatpersoner og bedrifter. Disse aksjene vil bli en del av A-aksjene etter et salg. Staten har ikke solgt disse aksjene ennå av frykt for at A-markedet skulle kollapse under byrden av et slikt tilbud. Når salget av slike aksjer gjennomføres, vil likviditeten i markedet for A-aksjer bedres ytterligere.

Kinesiske myndigheter arbeider også med planer for mer markedsorientert kanalisering av kreditt til kinesiske bedrifter. Kinas fire store statlige banker har en rekke dårlige lån i sine porteføljer, som er følge av de mange årene med politisk styrt kredittgivning. Kinesiske myndigheter har etablert et program for å bruke statlige midler til å løfte de dårlige lånene ut av de store statsbankene, parallelt med at statsbankenes utlånspolitik endres i mer markedsorientert retning. Myndighetene har også akseptert at internasjonale banker kan få eierdel i de fire store statsbankene, mot at internasjonale banker bidrar til utvikling på kreditt- og systemsiden. I tillegg vil bankmarkedet i Kina gradvis bli åpnet for konkurranse. Disse endringene når det gjelder kreditttilførsel, vil påvirke både strukturen i næringslivet og interessen for aksjemarkedet som kapitalkilde.

Den historiske utviklingen i Japan gir et interessant bilde av et mulig scenario for Kina. I Japan vokste det frem store innenlandske aktører blant annet innen bank og forsikring, samtidig som det utviklet seg globale giganter innenfor blant annet bilindustrien. Veksten i Japan var som i Kina i dag basert på en utvikling fra produksjon av arbeidsintensive produkter, som klær og sko, til mer avanserte produkter som skip og biler. En kraftig eksportvekst og store overskudd på handelsbalansen mot USA førte til at japanske yen styrket seg betydelig i løpet en kort periode på 1980-tallet og har blitt liggende på dette sterkere nivået frem til i dag. En kan ikke utelukke at også den kinesiske økonomien og valutaen vil gå igjennom en tilsvarende prosess.

### **Petroleumsfondets eksponering mot det kinesiske aksjemarkedet**

Petroleumsfondet er eksponert mot det kinesiske aksjemarkedet gjennom investeringer i kinesiske selskaper notert på børsen i Hong Kong. Fondet eier både såkalte 'Red Chips', som er kinesiske selskaper med hjemstedsadresse i Hong Kong, og H-aksjer, som er kinesiske selskaper registrert i Kina og notert på børsen i Hong Kong.

Petroleumsfondet eier 'Red Chips' for ca 507 millioner kroner, fordelt på aksjer i 21 av de totalt 28 selskapene som er tilgjengelige for utenlandske investorer. De største investeringene er ca 238 millioner kroner i oljeselskapet CNOOC Ltd, og ca 157 millioner kroner i containerselskapet COSCO Pacific Ltd. Investeringene i disse to selskapene utgjør over halvparten av Petroleumsfondets eksponering mot 'Red Chips'.

Petroleumsfondet har i tillegg til dette en samlet eierandel på 390 millioner kroner i H-aksjer notert på børsen i Hong Kong. Petroleumsfondets investeringer i H-aksjer er fordelt på fem av de totalt 38 H-aksjene som er notert i Hong Kong. De største

investeringene er ca 187 millioner kroner i telekommunikasjonsselskapet China Telecom, og ca 134 millioner kroner i livsforsikringsselskapet Ping An Insurance Co of China Ltd.

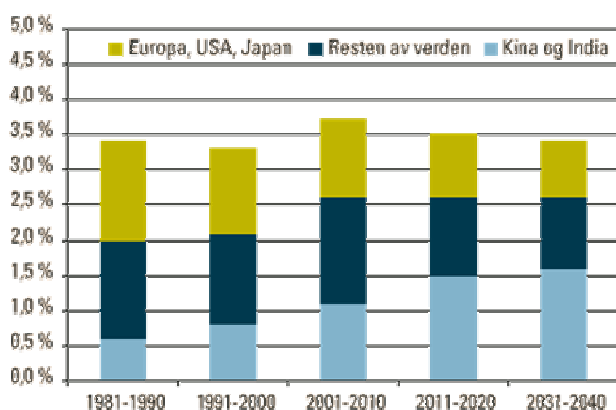
Petroleumsfondets samlede, direkte eksponering mot kinesiske aksjer er mindre enn 0,25 prosent av den totale aksjeporteføljen. For fullstendig oversikt over Petroleumsfondets direkte investeringer i det kinesiske aksjemarkedet vises til årsberetningens dokumentasjonsdel.

### Kinas økende betydning for veksten i verdens økonomi og handel

*I perioden fra 2000 til 2005 har Kina bidratt like sterkt til veksten i verdensøkonomien som USA. Kinas samlede påvirkning på verdensøkonomien generelt og finansmarkedene spesielt er kompleks. I dette avsnittet gjennomgås hovedtrekkene i Kinas betydning for den økonomiske utviklingen.*

Figur 3 viser Kinas og Indias samlede bidrag til veksten i verdensøkonomien frem til i dag, samt prognoser frem til 2040. I dag bidrar Kina og India med i underkant av en tredjedel av veksten i verdensøkonomien, og bidraget er ventet å øke betraktelig i årene frem til 2040. Kinas innvirkning er betydelig større enn Indias.

Kina er verdens nest største eksportør av varer til USA, bare forbigått av Canada. Veksten i eksporten fra Kina til USA var rundt 20 prosent i 2004. Verdien av Kinas eksport til Europa er omtrent like stor i verdi som eksporten til USA, og veksten i eksporten til Europa har også tilsvart veksten i Kinas eksport til USA. Eksporten fra Kina er konsentrert om noen få grupper varer som konsumelektronikk, elektriske maskiner til konsumentmarkedet, tekstiler, klær og sko, møbler og andre produkter til husholdningene.



Figur 3. Bidrag til økonomisk vekst i verden 1981-2040

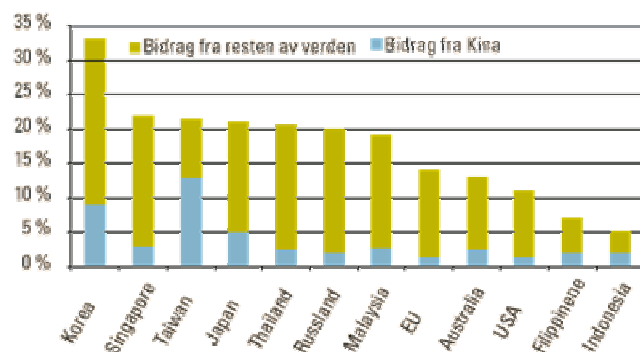
Kilde: Goldman Sachs

### Vekstimpulsene fra Kina

Kinas import består særlig av råvarer som malm og metaller, råolje og petroleumsprodukter, matvarer, og industrielt utstyr og transportutstyr som tog og fly. Etterspørselen etter råolje har øket kraftig i Asia de siste årene, med Kina som viktigste faktor. Kina sto for ca 30 prosent av etterspørseløkningen etter råolje i 2004, og Asia under ett sto for ca 50 prosent. Kinas oljeimport er en viktig årsak til prisøkningen på råolje.

Landene i Kinas nærområde har hatt den sterkeste direkte økonomiske impuls av veksten i Kina. Sør-Korea, Taiwan og Japan har økt sin eksport til Kina betydelig, og eksportøkningen har hatt en rekke ringvirkninger. Japanske bedrifter har for eksempel økt investeringene for å tilfredsstille den sterke eksportetterspørselen. Kinas store og økende import av kull, jernmalm, kobber- og aluminiumsmalmer har spesielt kommet land som Brasil, Sør Afrika, Chile, Russland og Australia til gode.

Figur 4 viser vekstimpulsen fra Kina for noen utvalgte markeder i 2004 sammenlignet med 2003. For eksempel kom over halvparten av Taiwans eksportvekst på totalt 22 prosent fra kinesisk etterspørsel.



**Figur 4. Bidrag fra til eksportvekst fra kinesisk etterspørsel etter varer. Årsrate 2003-2004**

Kilde: Union Bank of Switzerland

### Videre utvikling

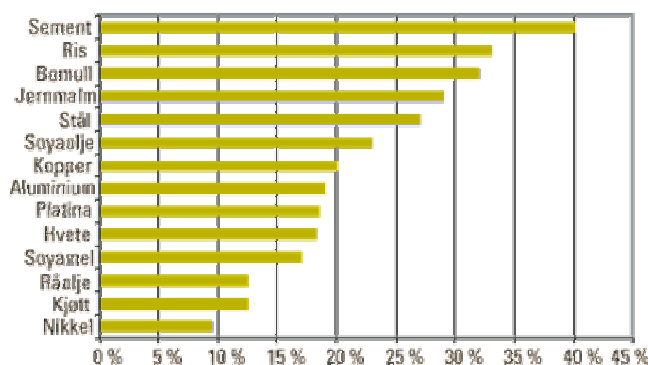
Den samlede effekten av handelen med Kina har så langt slått positivt ut for majoriteten av vestlige konsumenter og vestlige aksjeselskaper, til tross for et visst tap av arbeidsplasser i industrier som konkurrerer med Kina. Det er usikkert hvorvidt effektene i tiden fremover blir like positive.

Lave renter og en ekspansiv finanspolitikk i USA har sammen med en kraftig etterspørsel i Asia etter råvarer og investeringsvarer, ført til underskudd på metaller, olje, kull, enkelte matvarer, sjøtransport og jernbanetransport. Aktørene øker for tiden produksjonskapasiteten betydelig for denne type produkter. Til tross for store investeringer tar det vanligvis flere år å øke kapasiteten i tradisjonelle industrier. Det gjenstår å se om all kapasiteten som bygges ut vil finne nok kjøpere, eller om en igjen går inn i en periode med overproduksjon og prisfall slik en har sett tidligere. Figur 5 viser hvor mye av verdensproduksjonen Kina konsumerer av ulike råvarer.

Hittil har en rekke vestlige selskaper tjent på utviklingen i Kina gjennom økte priser på råvarer og økt etterspørsel etter industriprodukter. Kina har ikke bare importert avansert maskineri til industrien, men også en rekke enkle produkter som for eksempel stål, glass, byggevarer og kjemikalier.

Samtidig er kinesisk industri på fremmarsj på en rekke områder. Kina er blitt et fullverdig medlem av Verdens Handelsorganisasjon og møter derfor færre hindringer for sin eksport. Når det gjelder klær, foreligger det for eksempel anslag som viser at Kina vil produsere opp mot 70 prosent av alle klær i verden om noen år. Kina har et program for kapasitetsøkning innen skipsbyggingsindustrien, og kan i løpet av få år bli verdens største skipsbyggenasjon. Bilproduksjonen i Kina utgjør ca fem millioner biler årlig og landet er verdens tredje største marked. Med dagens igangsatte og vedtatte prosjekter vil personbilproduksjonen vokse fra ca tre millioner i 2004 til seks millioner i 2006. Kinesiske myndigheter regner med at landets eksport av bildeler vil gå fra åtte milliarder USD i 2003 til 15-20 milliarder USD i 2005, og videre til 70-100 milliarder USD i 2010. Elektronikkindustrien er et annet satsningsområde i Kina, noe som blant annet fremgår av landets import av maskiner til halvlederindustrien, som økte fra én prosent av totalt salg i 2000, til 12,5 prosent i 2004. Kina er allerede verdens største marked for mobiltelefoner, med hele 335 millioner brukere. Kinesiske telekommunikasjons-fabrikanter med Huawei i spissen, vokser kraftig også internasjonalt, og ligger an til å få minst 50 prosent av kontraktene til utbyggingen av tredje-generasjon mobilnettverk i Kina.

Kinas videre fremmarsj i verdensøkonomien kan gi fortsatt prisøkning på de råvarene landet er avhengig av å importere. Samtidig vil Kinas kraftige satsning innen viktige bransjer gi lavere priser på en rekke ferdigvarer, og det er grunn til å regne med at Kina blir en stadig større konkurrent for etablert industri i USA, Europa og Japan.

**Figur 5: Kinas forbruk av noen råvarer som andel av verdens forbruk**

Kilde: CEIC, UBS estimates

### Kinas betydning for Petroleumsfondets aksje- og obligasjonsportefølje

*Kinas kraftige eksportøkning har bidratt til å redusere prisstigningen på konsumvarer og rentenivået på verdensbasis. Lavere renter har hatt en kortsiktig positiv virkning på avkastningen til Petroleumsfondets obligasjonsportefølje. For aksjeporteføljen har Kinas økonomiske vekst hatt positiv effekt på sektorene prosessindustri, råvarer og generell industri. For de to største sektorene i aksjemarkedet, finansielle tjenester og ikke-konjunkturfølsomme varer, har Kina-effekten først og fremst vært indirekte.*

### Avkastningen på obligasjonsporteføljen

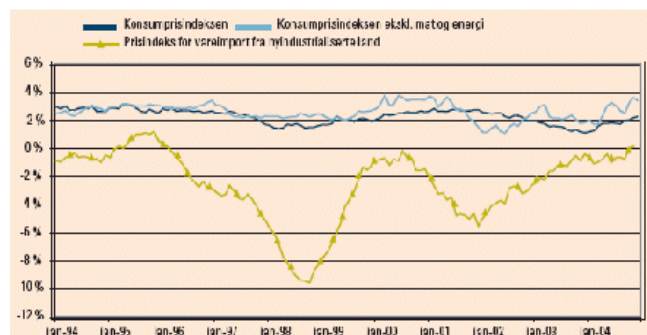
Avkastningen på Petroleumsfondets obligasjonsportefølje påvirkes av rentenivået internasjonalt. Et lavere rentenivå gir en kortsiktig positiv effekt på avkastningen av obligasjonsporteføljen gjennom omvurdering av obligasjonsverdiene.

Renter og inflasjon har falt internasjonalt de siste fem årene. Det er flere årsaker til nedgangen, men to forhold er sentrale. Det ene er effektene av billig import fra Asia til USA og Europa. Den andre er at asiatiske land har investert betydelige deler av sine eksportoverskudd i amerikanske statsobligasjoner, noe som har bidratt til å holde de lange rentene i USA nede, til tross for landets doble underskudd i statsfinansene og på handelsbalansen.

Verdensmarkedsprisene på de vareslag Kina eksporterer har falt kraftig, noe som har bidratt til å redusere inflasjonen verden

over. Hittil har billige varer fra Kina og resten av Asia hatt større effekt på inflasjonen enn prisoppgangen på de råvarer Kina er avhengig av å importere. Den lave inflasjonen i USA har bidratt til å holde rentene lave, til tross for at landet har finansiert sitt økende budsjettunderskudd ved utstedelse av stadig flere statsobligasjoner.

Den nederste kurven i figur 6 viser importert inflasjon til USA fra varer fra nyindustrialiserte land, herunder Kina.



Figur 6. Konsumpriser USA

Kilde: EcoWin

### Avkastningen på aksjeporteføljen.

For å vurdere Kinas betydning for Petroleumsfondets aksjeportefølje er det tatt utgangspunkt i porteføljens inndeling i sektorer, og deretter vurdert hvilken betydning utviklingen i Kina har hatt for salg og inntjening for hovedproduktene i hver sektor.

Kina-effekten innen de to store sektorene finans og ikke-konjunkturfølsomme varer er primært indirekte, ved at utviklingen i Kina påvirker kjøpekraft, inflasjon og renter. De mest åpenbare positive Kina-effektene finner vi i sektorene råvarer, prosessindustri og generell industri. Tabell 1 viser utviklingen i Petroleumsfondets portefølje for de 10 sektorene av aksjer.

Avkastningen på Petroleumsfondets aksjeportefølje fremkommer ved å summere avkastningen innen hver sektor, multiplisert med sektorens vekt i indeksen. Sektorene finansielle tjenester og ikke-konjunkturfølsomme varer har størst betydning fordi disse to gruppene til sammen utgjør ca 43 prosent av indeksen.

#### Ikke-konjunkturfølsomme varer

Ikke-konjunkturfølsomme varer består av selskaper innenfor drikkevarer og tobakk, matvarer, helse og medisiner, samt personlig hygiene og husholdningsprodukter. Overskuddene innen sektoren er meget stabile, men avhenger generelt av veksten i globalt konsum. Sektorens salg og inntjening fra fremvoksende markeder inklusive Kina har økt de senere år, men effekten begrenses av at kjøpekraften i disse landene fremdeles er beskjeden sammenlignet med de utviklede land i Nord-Amerika, Asia og Vest-Europa.

#### Finansielle tjenester

Finansaksjer har utviklet seg positivt de senere år fordi utlånsveksten har vært sterk, særlig i husholdningssektoren, og fordi tapene har vært meget små. Ingen banker i denne sektoren har foreløpig vesentlig eksponering mot det innenlandske kinesiske markedet. Det kinesiske bankmarked åpnes imidlertid for internasjonal konkurranse, og det er derfor mulig at dette markedet blir viktigere for internasjonale banker i fremtiden. Utviklingen i Kina er viktigst i den utstrekning Kina vil bidra til lavere inflasjon og renter i tiden som kommer.

#### Råvarer, prosessindustri og generell industri

De mest åpenbare Kina-effektene finner vi i de tre gruppene råvarer, prosessindustri og generell industri. Prisene på de råvarer og industrielle innsatsvarer Kina er avhengig av å importere, har økt betydelig de siste årene, og på en rekke områder er det grunn til å regne med fortsatt prisøkning. Kina har betydelig innvirkning på både den langsiktige og den kortsiktige etterspørselen etter råvarer som olje, mat og metaller. Svingninger i tilbud og etterspørsel i Kina vil føre til store endringer i verdensmarkedsprisene for disse produktene, og tilsvarende påvirke selskaper som konkurrerer i disse sektorene.

#### Øvrige sektorer

Kina-effekten innenfor de andre sektorene i aksjemarkedet varierer betydelig fra sektor til sektor. Enkelte segmenter innen sektoren konjunkturfølsomme tjenester har høstet betydelige gevinster takket være billig produksjon i Kina. Hennes & Mauritz er et eksempel på en bedrift som produserer mange av sine varer i Kina. Muligheten for billig produksjon av produkter i Kina har gjort det lettere å opprettholde høyere salgsmarginer.

En rekke selskaper innen produksjon av elektronikk har hatt fordeler av at produktene settes sammen eller delproduseres i Kina. Fordelene er størst for elektronikkprodusenter med arbeidsintensiv produksjon.

Industriselskaper som Nokia, VW, GM og GE har økt sin inntjening gjennom salg til det kinesiske markedet. Kina var i 2003 Nokias fjerde største marked målt i salgsverdi, bare etter USA, UK og Tyskland. Kina var Nokias tredje største marked målt i antall ansatte, bare etter Finland og USA. Fremdeles er mye av utviklingen lagt til Finland og andre utviklede land,

men stadig mer av utviklingsarbeidet bli lagt til Kina.

**Tabell 1: Aksjesektorer**  
**Avkastning og andel i referanseindeksen 2004. Prosent**

Sektor	NOK avkastning	Indeks Vekt
1 Råvarer	15,68	10,3
2 Prosessindustri	11,40	5,2
3 Generell industri	7,85	7,0
4 Konjunkturfølsomme varer	3,47	3,5
5 Ikke-konjunkturfølsomme varer	-0,61	16,6
6 Konjunkturfølsomme tjenester	5,33	10,8
7 Ikke-konjunkturfølsomme tjenester	8,78	8,0
8 Energi og vannforsyning	18,28	4,3
9 Finansielle tjenester	8,43	26,3
10 Informasjonsteknologi	-6,86	8,0

#### **Kinas betydning for fremtidig avkastning i aksjemarkedet.**

Konkurransen fra kinesiske produsenter vil avhenge av hvordan kinesisk næringsliv håndterer tre store utfordringer. Den ene er selve næringsstrukturen, med en rekke små bedrifter som hver for seg er for små til å konkurrere i verdensmarkedet. Den andre er satsning på forskning og utvikling. I dag bruker Kina bare 0,6 prosent av BNP til slike formål, og kinesiske bedrifter er i stor grad avhengig av joint-ventures med internasjonale selskaper for å tilegne seg kunnskaper om industriproduksjon i stor skala. Den tredje utfordringen er at en rekke kinesiske selskaper mangler distribusjonskanaler internasjonalt.

Hittil har kinesiske selskaper møtt disse utfordringene høyst ulikt. Et eksempel er Haier som produserer kjøleskap, fryserer og vaskemaskiner. Selskapet produserte 5 millioner kjøleskap i 2003, hele syv prosent av verdensproduksjonen. Haier har utviklet sin egen teknologi og produserte først for det lokale kinesiske markedet og utvidet deretter til fremvoksende markeder. Inntektene fra denne produksjonen er benyttet til å bygge opp en distribusjonskanal i USA og Europa.

Et annet eksempel er TCL som produserer TV-er, mobiltelefoner, datamaskiner og husholdningsmaskiner. Selskapet har inngått et partnerskap med franske Thomson for produksjon og internasjonal distribusjon av TV-apparat. Selskapet har inngått en tilsvarende allianse med Alcatel innen utvikling, produksjon og salg av mobiltelefoner. TCL produserer i dag mer enn 20 millioner telefoner, og har en markedsandel på mellom tre og fire prosent globalt.

Et tredje eksempel er Huawei, som produserer telekommunikasjonsutstyr for mobil- og fastnettet. Selskapet har et samarbeid med amerikanske 3Com som gir Huawei adgang til 3Coms distribusjonsnett, samtidig som 3Com får adgang til Huaweis produkter. Huaweis salg økte med hele 45 prosent til 5,58 milliarder USD i fjor, og eksporten ble doblet i samme periode. Huawei konsentrerer seg om fremvoksende markeder, men har også levert til kunder som Telefonica i Spania og Singapore Telecommunications Ltd.

Parallelt med en internasjonalisering av kinesisk næringsliv satser utenlandske aktører på etablering i Kina ikke bare med tanke på billig produksjon for verdensmarkedet, men for å utnytte Kina som marked. Markedet for ikke-varige konsumvarer har vært dominert av lokale kinesiske bedrifter, men utenlandske kjeder som Wall Mart, Carrefour og Metro har samtidig hatt relativt god erfaring med sine etableringer i Kina. De har utnyttet det faktum at Kinas små regionale og lokale butikker mangler stordriftsfordelene og kapital til ekspansjon.

Helse og farmasi er et annet lovende marked for utenlandske produsenter. Markedet doblet seg fra syv milliarder USD i 2000 til 15 milliarder USD i 2003, men fortsatt er det bare 20 prosent av den kinesiske befolkningen som har råd til å kjøpe moderne medisiner. Kinesiske selskaper i denne bransjen er mange, lokale og små og ute av stand til å konkurrere med internasjonale farmasiselskaper.

#### **[www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)**

##### **Tidligere publiserte artikler**

Tidligere publiserte artikler i årsrapportene for 1998-2003 er fremdeles aktuelle.

Disse finnes på Norges Banks internetsider under Petroleumsfondet.

##### **Årsrapporten 1998:**

- 1 Markedsutviklingen i 1998 i et langsiktig perspektiv
- 2 Sammensetningen av Petroleumsfondets portefølje
- 3 Aksjeinvesteringer og valg av eksterne aksjeforvalter
- 4 Stylingen av risikoen i Petroleumsfondet

##### **Årsrapporten 1999:**

- 1 Strategi for høyest mulig avkastning

- 2 Metoder for å måle avkastning
- 3 Kan indeksforvaltning oppnå indeksavkastning?
- 4 Relativ volatilitet som mål for markedsrisiko

**Årsrapporten 2000:**

- 1 Forvaltningsstrategi i store utenlandske fond
- 2 Sammenhenger mellom størrelse, kostnader og avkastning i kapitalforvaltningen
- 3 utfordringer i drift av porteføljer og styringen av risiko
- 4 Aksjeinvesteringer i nye land

**Årsrapporten 2001:**

- 1 Ikke-statsgaranterte obligasjoner i Petroleumsfondet
- 2 Fra passiv til aktiv indeksforvaltning
- 3 Utviklingen i det internasjonale markedet for kapitalforvaltning

**Årsrapporten 2002:**

- 1 103 år i kapitalmarkedene
- 2 Kostnader ved store aksjehandler
- 3 Investeringer i et turbulent kredittmarked
- 4 Måling og styring av markedsrisiko

**Årsrapporten 2003:**

- 1 Resultater fra seks år med aktiv forvaltning
- 2 Høyest mulig avkastning til lavest mulig risiko
- 3 Erfaringer med eksterne aktive aksjeforvaltere
- 4 Utøvelse av eierrettigheter



---

Publisert 15.03.2005 15:01

Norges Bank | Bankplassen 2, PB 1179 Sentrum, 0107 Oslo | Tlf 24 07 30 00 | [Opphavsrett og ansvar](#)