

Pakistan har startat

Befolkningen är stor och ung, medelklassen växer och strukturella reformer är på gång. Aktiespararen besökte Pakistan för att ta pulsen på den nya tillväxtmarknaden.

Text och bild: ARON SIGBLAD



Det är tidig morgon och Imamens morgonbön strömmar ut över staden och skär igenom det dånande trafikbruset. Aktiespararens reporter befinner sig i Karachi, Pakistans största stad med över 20 miljoner invånare belägen vid Arabiska Havets kust. Pakistan är ett land med en såväl in- som utvärtes brokig historia och där styret så sent som 2008 skiftade från militärdiktatur till demokrati.

Inte det mest välbekanta landet för svenska investerare, kanske, men faktum är att KSE 100 Index (Karachi Stock Exchange 100

index) mer än sexfaldigats sedan bottennivån i januari 2009 – från 4815 – upp till över 32 000 punkter. Trenden har även satt sina avtryck i premiepensionen där svenskbaserade Tundra Pakistan under den senaste treårsperioden seglat upp som både en av de stora favoriterna och vinnarna.

Pakistan har inlett en liknande som grannländerna Kina och Indien påbörjade för 10–20 år sedan, då investeringar från utlandet blev tillåtna, privatiseringen tog fart och en medelklass började växa fram.

Kina och Indien var underut-

vecklade men snabbväxande ekonomier med låg anknytning till den globala ekonomin. De var dåtidens svar på nutidens frontiermarknader. I dag är i stället Pakistan ett av de länder som hör till kategorin av snabbväxare.

Att Pakistan är en marknad med ena benet i ett moderniserat näringsliv, och det andra i en traditionell livsstil är uppenbart för en besökare. Inte minst ute på vägarna. På motorvägen löper en åsna med fullt ekipage till höger och till vänster glider en moped med en kvinna som förare och fyra barn bakpå förbi. Som västerlänning och utomstående är synen



resan mot välfärd

såväl fascinerande som ofattbar på samma gång.

Men oaktat de charmiga inslagen har Pakistan rätt demografiska förutsättningar för att långsiktigt gå en liknande väg som Kina och Indien. Med över 200 miljoner invånare och med en medianålder på 24 år sitter Pakistan på ett enormt humankapital samtidigt som urbaniseringstakten är hög och en bredare medelklass snabbt växer fram. Redan 1997 fanns visionen, då före detta premiärministern Nawas Sharif i ett brandtal sa att "Pakistan är på väg att bli en av Asiens nya tigerekonomier".

Det har gått sju år sedan marknaden kraschade i samband med finanskrisen och tillgångarna i KSE 100 index blev frysta. Sedan dess har Pakistan tagit sig tillbaka, delvis med draghjälp från IMF och

Världsbanken, och visar återigen stark tillväxt. BNP-tillväxten landade på 4,2 procent under 2015, vilket är den högsta nivån sedan 2007.



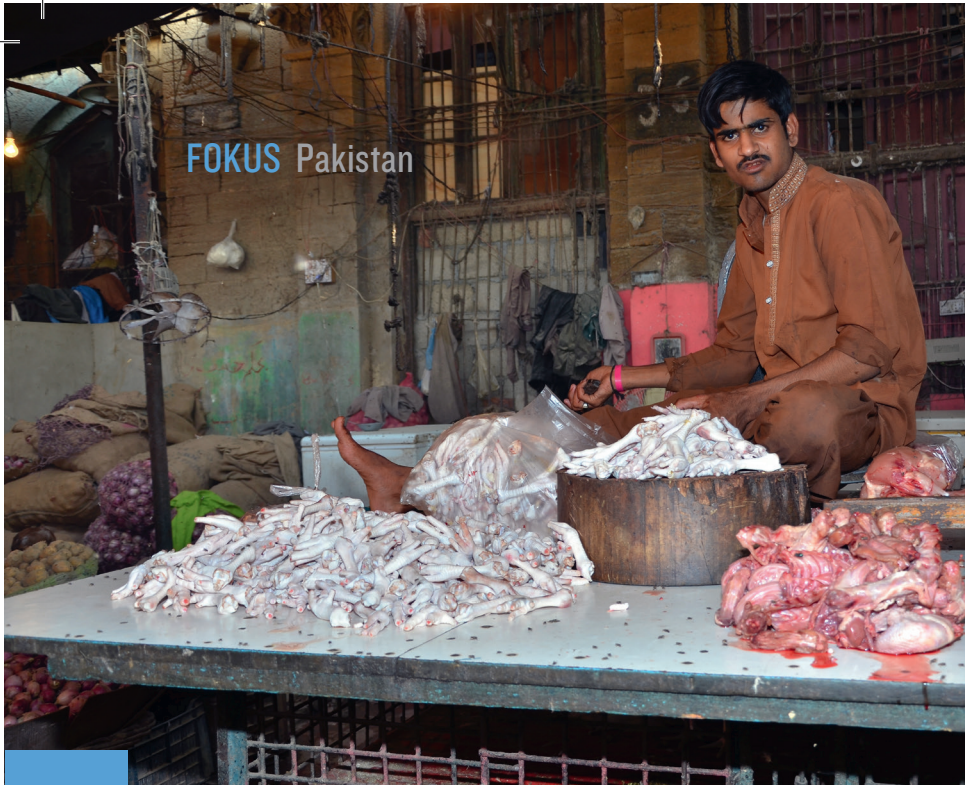
Pakistan har inlett samma ekonomiska resa som grannländerna.

Förutom BNP-tillväxten har inflationen kommit ned väsentligt, bytesbalansen förbättras successivt, budgetunderskottet krymper och det politiska och säkerhetsmässiga klimatet stabiliseras. Samtidigt har låga oljepriser möjlig-

gjort för regeringen att reducera subventioner och höja tarifferna för att täcka tidigare systemförluster. Som nettoimportör av olja sparar Pakistan fem miljarder dollar under 2015 till följd av lägre oljepriser.

Samtidigt är penetreringen i ekonomin, trots förbättringarna, fortfarande på mycket låga nivåer. Med nuvarande produktivitet i förhållande till befolkningens mängden (BNP/Capita) är Pakistan sannolikt inte i fas att upprätthålla ett fungerande socialt skyddsnät. Mycket på grund av att skattesystemet är hårt kritiserat och ineffektivt. Samtidigt hämmas såväl städer som bolag av landets kroniska energiproblem. Mer om det senare.

Bolagen listade på KSE är i regel snabbväxande, lönsamma och har lång historik. Sammantaget har de



➔ 100 största bolagen ökat vinsterna med i snitt 25 procent de senaste sex åren i dollar, bolagen har en avkastning på eget kapital runt 20 procent och delar ut runt 50 procent av vinsten, motsvarande en direktavkastning på 6,7 procent. Ett av dem är det ledande läkemedelsbolaget Searle.

Imponerade gjorde besöket hos kryddspecialisten National Foods, vars försäljning sexdubblats sedan 2008–2009. Multinationella Engro är ett annat stabilt och välskött bolag värt att nämna.

Men trots bolagens höga lönsamhet värderas den samlade intjäningen till mycket låga multiplar. Inför

2016 handlas Pakistan till rabatt (p/e 8,6) jämfört med frontiermarknaderna (p/e 9,6) och i än högre grad jämfört med grannlandet och tillväxtmarknaden Indien (p/e 17).

På grund av riskperceptionen har landet historiskt haft svårt att locka utländskt kapital. Säkerheten förbättras dock stadigt och samarbetet mellan regeringen och militären är i dag betydligt tätare än för ett par år sedan. En lokal researchanalytiker berättar att situationen under det senaste året har förbättrats avsevärt och att befolkningen känner sig tryggare märks tydligt.

– Detta är inte Afghanistan, Iran eller Irak. Västerlänningar gör det

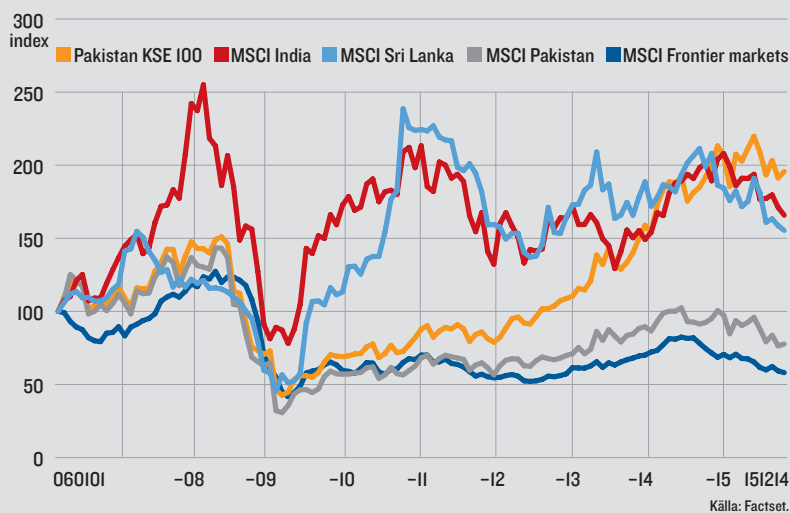
gärna enkelt för sig och klumpar ihop Pakistan med våra grannländer, eftersom att situationen historiskt också har varit instabil här. Mycket har dock förändrats till det bättre och det går snabbt i rätt riktning och intresset från utlandet ökar, säger hon.

Den viktigaste milstolpen för att höja det långsiktiga förtroendet för Pakistan är det nyligen träffade avtalet mellan Pakistan och Kina. China-Pakistan Economic Corridor, eller kort och gott CPEC, är ett gigantiskt projekt och beskrivs som en avgörande förändring, en så kallad game changer, för Pakistan.

Det 300 mil långa nätverket av järnvägar, motorvägar och olje- och gaspipelines som är under uppbyggnad sträcker sig från hamnstaden Gwadar i sydvästra Pakistan till Kashgar i Xinjiangregionen i västra Kina. Sammanlagt investerar Kina 46 miljarder dollar i projektet, en summa som inget liknande projekt eller program kommit i närheten av. Sannolikt bidrar investeringarna på flera sätt.

De stärker kreditvärdigheten, ökar investeringsaktiviteten i den underutvecklade infrastrukturen, ökar handelsflödena bilateralt och reducerar och ser på sikt ut att få stopp på landets kroniska energunderskott.

PAKISTAN VERSUS FRONTIERMARKNADERNA





Inflödena kommer dock inte enbart från Kina. Under 2014 ökade portföljinvesteringarna med över fyra miljarder dollar och direktinvesteringarna ökade med 1,8 miljarder dollar, enligt Världsbanken. Större utländska inflöden



Endast 900 000 av totalt 200 miljoner invånare betalar aktivt skatt.

kommer bidra till att öka valutareserven än mer som i dag ligger på rekordnivåer, strax över 20 miljarder dollar.

Med alla framsteg som landet gjort sedan 2009 står Pakistan återigen i begrepp att inkluderas i MSCI Emerging Markets Index under 2016. Alla kvantitativa krav är på plats samtidigt som Pakistan sticker ut positivt både vad gäller makromässiga förbättringar samt värdering. En inkludering bör innebära ytterligare inflöden, både direkta och portföljriktade.

Med det sagt har Pakistan kommit en bra bit på vägen, men det

återstår fortfarande mycket arbete. För bara för två-tre år sedan stod landet inför en svår ekonomisk situation. 2013 var läget prekärt med successivt minskande centralbanksreserver, ett kroniskt stigande budgetunderskott och hög inflation – samtidigt som landet under lång tid haft mycket svårt att locka utländska direktinvesteringar och bolagsplaceringar.

För att på sikt undvika en ny hårdsmälta jämförbar med den 2008–2009, samt valutakollaps, vände sig Pakistan till IMF för stöd. Samma år godkände IMF ett finansiellt stödprogram på 6,6 miljarder dollar med en rad riktade insatser, övergripande med syftet att stabilisera de makroekonomiska förutsättningarna. Aktörer som World Bank och the Asian Development Bank erbjöd också finansiellt stöd.

I programmet preciserar IMF skattesystemet och kraftförsörjningen som de avgörande faktorerna för om ekonomin ska lyckas uppnå långsiktig stabilitet med fler nya jobb, förbättrat affärsklimat och en ekonomi i strukturell tillväxt.

I Pakistan tycks det finnas en stark misstro mot staten. Valdeltagandet har historiskt varit mycket lågt och enligt Federal Bureau of Revenues statistik betalar endast 900 000 av totalt 200 miljoner in-

vånare aktivt skatt. Sammantaget kommer endast 11 procent av landets BNP-intäkter från skatteinkomster. Inte ens i den bästa av världar kan ett skattesystem som brett möjliggör kryphål och undantag fungera effektivt i längden.

Det största och mycket impopulära initiativet för att bredda skattebasen är regeringens banktransaktions-skatt för så kallade non-filers. Det vill säga, alla som inte deklarerar inkomst men förfogar över ett bankkonto betalar en skatt på de banktransaktioner som överstiger 50 000 pakistanska rupies – motsvarande cirka 4 000 kronor.

Enligt världsbanken hade 10,3 procent av den vuxna befolkningen, det vill säga 12,5 miljoner människor, ett bankkonto i Pakistan 2011. Eftersom enbart 900 000



PAKISTAN I SIFFROR

	2009	2015
Inflation, %	17	4,5
BNP-tillväxt, %	0,4	4,2
Bytesbalans, % av BNP	5,5	0,8
Valutaresev, miljarder USD	12,4	20
Budgetunderskott, % av BNP	5,2	5,2
Räntenivå, %	14	7
Skatteintäkter, % av BNP	9,1	11

Källa: State Bank of Pakistan & Ministry of Finance.

➔ aktivt betalar skatt innebär det att runt 11,5 miljoner bankkonto-innehavare är exponerade för transaktionsskatten på 0,3 procent.

Om regeringen lyckas förmå nolltaxerarna att komma in i skattesnurran finns bra potential att successivt börja väva in den stora informella ekonomin in i den formella. Det finns inga officiella siffror hur stor den informella ekonomin är, men intervallet bedöms ligga mellan 30–40 procent av BNP.

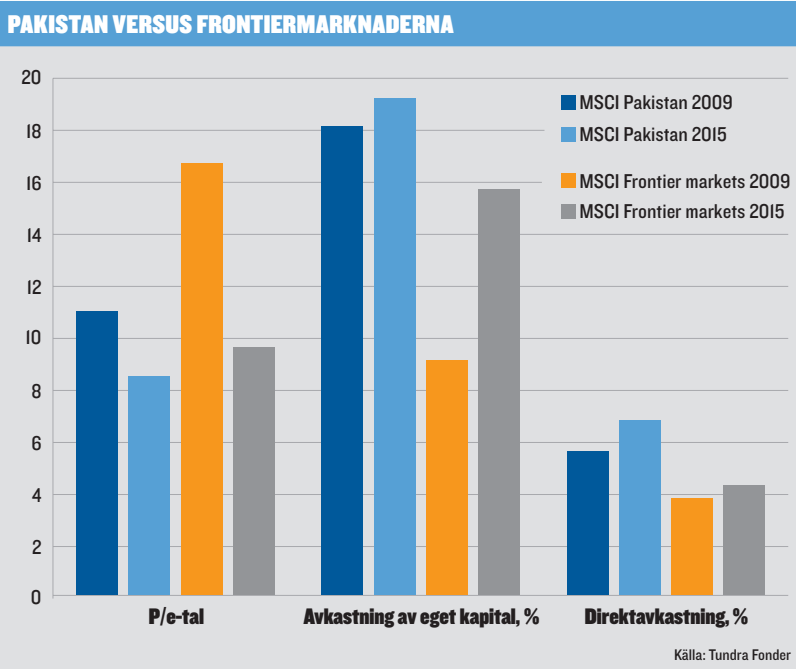
Det kan dock vara problematiskt då liknande upplägg har prövats förut. Då möttes initiativet av massiva protester och reformen lades snart därpå ned. Även denna gång har reformförslaget medfört stora strejker och protester, men regeringen står fast vid beslutet att driva igenom sin agenda, vilket är mycket positivt och samtidigt helt nödvändigt.

För att ytterligare öka skatteintäkterna har regeringen infört en jordbruks-, fastighets- samt förmögenhetsskatt. I tillägg ser regeringen över sitt ägande. Under 2014 såldes andelar i United Bank, Pakistan Petroleum och Allied Bank. Vidare planerar man att sälja sina innehav i 38 bolag, varav tio inkluderar transaktioner på börsen och 28 är strategiska avyttringar.

En ökad privatisering kommer inte bara minska regeringens skattebörda, utan även möjliggöra förbättringar och effektiviseringar i olönsamma verksamheter.

Tillsammans med ett effektivare skattesystem är tillräcklig kapacitet och tillförsel av el- och kraftförsörjning den enskilt viktigaste frågan framåt för Pakistan som sedan många år tillbaka har en uttalad energikris. Sektorn lider av kroniska flaskhalsar på utbudssidan inom såväl olja som gas samtidigt som man inte har råd att importera el utifrån.

Faktum är att el- och gasexport



var en betydande inkomstkälla för Pakistan fram till sent 1990-tal, men efter militärkuppen 1999 föll prioriteringar kring kraftförsörjningen och nödvändiga investeringar i sektorn bort. Varje dag hämmas producenter och tillverkare av elbristen. Den historiskt politiska slöheten i frågan har gjort



Pakistan har potentialen att bli en av Asiens nya tillväxttigrar.

att privata aktörer hittat egna lösningar. Exempelvis TPL Holdings som besöktes förfogar över ett eget elkraftverk. Bolaget är därmed självförsörjande och oberoende av det statliga nätverket.

Regeringen arbetar nu med tre löpande projekt för att minska flaskhalsarna. Landet importerar flytande och kostnadseffektiv naturgas, eta-

blerar nya, oberoende och kolbaserade elkraftverk samt höjer gas- och elpriserna genom minskade subventioner och höjda tariffer.

Framför allt de sistnämnda åtgärderna riktas mot den rikare andelen av befolkningen. El och gas kommer därmed bli dyrare, men å andra sidan får befolkningen mer tillförlitlig el än för närvarande.

Utöver regeringens ansträngningar kommer CPEC att spela en avgörande roll för energiförsörjningen. Runt 15,5 miljarder dollar investeras i kol, vind, sol och hydroenergiprojekt och sätts i bruk 2017. Sammantaget kommer investeringarna generera 10 400 megawatt till Pakistans stadsnät och får därmed en direkt positiv påverkan.

På planet tillbaka till Sverige börjar reflektionerna. På kort sikt är många av pusselbitarna på plats och på längre sikt har Pakistan potentialen att som Nawas Sharif menade bli en av Asiens nya tillväxttigrar. Demografin är rätt, intresset från utlandet ökar och nödvändiga reformer läggs på plats. Nu återstår bara att vänta och se hur väl landet klarar att förvalta uppgiften. ■