INFORME RIESGO PAÍS

LAOS

Madrid: 18 de abril de 2017

CESCE
El valor del crédito

El régimen político laosiano puede definirse como autoritario y **de partido único**. La oposición es prácticamente inexistente y el resto de poderes del Estado están subordinados al ejecutivo. Laos, el único país del Sudeste Asiático sin salida al mar, comparte fronteras con China, Vietnam, Camboya, Tailandia y Myanmar y es miembro de **ASEAN**. Las relaciones con sus vecinos puede verse enturbiadas por la decisión de Laos de construir grandes presas en el Mekong. La influencia creciente de la República Popular China despierta reticencias entre la población y otros países de la región (Vietnam).

La **economía** de Laos es muy **sensible** a factores exógenos, **especialmente al precio de las materias primas y a la evolución de Tailandia, Vietnam y, sobre todo, China**. Desde mediados de la década pasada, Laos ha venido creciendo a tasas muy elevadas gracias a la inversión en los **sectores extractivo, hidroeléctrico** y, más recientemente, inmobiliario, manufacturero y de transportes. Debido a ello, Laos es ya en estos momentos un país de renta media-baja y se han producido avances reseñables en la reducción de los niveles de pobreza absoluta, aunque en paralelo estén aumentando las desigualdades sociales.

El fuerte aumento de la inversión ha traído consigo un incremento del déficit público y, sobre todo, del déficit por cuenta corriente, que es de dos dígitos, aunque su financiación, en gran parte con inversión directa extranjera y, en menor medida, con préstamos, no reviste problemas. De hecho, las reservas han aumentado, aunque están por debajo de los 3 meses de importaciones. Tanto la deuda pública (64% del PIB) como la externa (92% del PIB), han crecido bastante. Esta última es en buena medida concesional, si bien en los últimos años está ganando protagonismo la de carácter bilateral y la contraída en términos de mercado.

Las previsiones de crecimiento a medio plazo son muy favorables. También se prevé una disminución de los desequilibrios público y exterior conforme vayan entrando en funcionamiento los proyectos hidroeléctricos que se están construyendo.

MARCO GEOPOLÍTICO

El régimen político de Laos, autoritario y de partido único, recuerda al de China. El partido dominante es el Partido Revolucionario del Pueblo de Laos (PRPL), de inspiración marxista, y están prohibidos los grupos de oposición, la cual está severamente perseguida. El PRPL domina el gobierno y la administración y, dentro del mismo, el órgano de poder más importante es el Politburó, al cual pertenecen entre otros el Presidente, el Primer Ministro y el presidente de la Asamblea Nacional. Esta última es un pseudo parlamento que actúa principalmente como sancionador de las decisiones del ejecutivo ("rubber-stamp"). Ni el poder legislativo ni el judicial son independientes.

Bounghang Vorachith, Presidente de la República Popular de Laos y Secretario General del PRPL, y Thongloun Sisoulith, Primer Ministro y "segundo de a bordo" del partido, llevan en el poder desde el 20 de abril de 2016 y ocuparán sus respectivos cargos hasta, por lo menos, el año 2021, pudiendo resultar entonces reelegidos para un mandato más de otros cinco años, aunque dada la avanzada edad de ambos (79 años el Presidente, 71 años el Primer Ministro) la cuestión sucesoria irá ganando cuerpo con el paso del tiempo.

No hay perspectivas ni intención alguna de abandonar el régimen de partido único. Por eso, y al igual que ocurre en China, la legitimidad del PRPL pasa por ser capaz de garantizar a los 6,8 millones de habitantes mejores condiciones de vida. Las altas tasas de crecimiento económico registradas desde mediados de la década pasada han hecho posible una significativa reducción de los niveles de pobreza absoluta, que pasaron del 41,4% al 29% de la población total en el transcurso de los últimos diez años. Sin embargo, el modelo de desarrollo de la última década, muy centrado en los sectores extractivos e hidroeléctricos, ha dado lugar a la aparición de grandes fortunas (las llamadas "extractive elites") y a un aumento de las desigualdades de renta. Además, al tratarse de sectores poco intensivos en mano de obra, su incidencia en el empleo ha sido escasa y todavía un elevado 64% de la población activa sigue viviendo de la agricultura.

La conflictividad social es baja y viene motivada sobre todo por protestas periódicas contra los desalojos de tierras causados por las construcciones de infraestructuras (de transportes, hidroeléctricas o mineras), sin que, hasta la fecha, haya supuesto una amenaza seria contra la estabilidad del régimen.

Al igual que ocurre en China, el gobierno está embarcado en una lucha contra la corrupción, que es elevada y que supone un importante freno a la creación de empresas en el sector formal. En el Índice de Percepción de la Corrupción del año 2015, elaborado por Transparencia Internacional, Laos aparece clasificado en el puesto 139 sobre un total de 167 países, una clasificación baja pero mejor que la de las vecinas Camboya y Myanmar, dos países que en los últimos años han seguido modelos de crecimiento económico similares.

Laos es miembro de ASEAN, con cuyos integrantes mantiene en general buenas relaciones. Sin embargo, corren el riesgo de enturbiarse con Tailandia, Vietnam y Camboya, todos ellos como Laos ribereños del rio Mekong, por los posibles efectos nocivos sobre el medio ambiente derivados de la construcción, iniciada en enero de 2016, de la macro-presa de Don Sahong, al sur del país. En cualquier caso, Tailandia y Vietnam son, aparte de grandes inversores, el

primer y el tercer socio comercial del país, respectivamente. Tailandia, además de ser el principal comprador de la electricidad producida por las centrales hidroeléctricas de Laos, es un receptor muy importante de emigración.

Sin embargo, en la última década ha crecido de manera espectacular la influencia china, algo que algunos de los socios de ASEAN (especialmente aquellos que, como Vietnam, tienen contenciosos abiertos con Pekín en el Mar del Sur de China) empiezan a ver con cierta preocupación. Sea como fuere, la presencia china en Laos -cuya vertiente económica será analizada más adelante-, es ya más que evidente, debido a que en muchos de los proyectos de inversión financiados con capital chino, la mano de obra -dada la baja cualificación de la local- es mayoritariamente de aquel país, al tiempo que se ve a sus nacionales como "depredadores" de los recursos naturales (madera, cobre, oro, potasas). Por todo ello, el sentimiento anti-chino está empezando a aflorar entre la población local, y en los últimos tiempos han proliferado los ataques armados contra expatriados chinos.

Las autoridades están tratando también de reforzar los lazos con Japón, en estos momentos el principal suministrador de ayuda oficial al desarrollo, y con los EEUU, aunque la actitud ante el resto del mundo de la nueva Administración estadounidense siga siendo todavía una incógnita.

ESTRUCTURA ECONÓMICA

Con un PIB nominal de sólo 13.359 mill.$, la laosiana es una de las economías más pequeñas del Sudeste Asiático. Su PIB per cápita, de 1.730 $ en 2015, es superior al de la India y le convierte en país de renta media-baja(1).

El peso de la agricultura en la estructura económica continúa siendo notable, ya que genera algo más del 27% del PIB y, como se ha dicho, da empleo al 64% de la población activa. Sin embargo, la productividad del sector es baja y apenas ha crecido en los últimos diez años(2). La industria genera el 30,9% del PIB (solo el 9% sin tener en cuenta la minería y la generación de electricidad) y los servicios, entre los que cobra creciente importancia el turismo, favorecido por la liberalización del mercado aéreo, el 41,7% del PIB.

Sin llegar a ser un productor de primer orden, Laos dispone de una riqueza minera considerable, con yacimientos de cobre, oro, hierro, plomo, níquel y plata. Entre los años 2005 y 2009, Laos vivió un auténtico "boom" minero, durante el cual el sector recibió un gran volumen de inversión directa extranjera, fundamentalmente china. A partir de ese último año, la confluencia de la crisis financiera internacional y ciertas "debilidades" en el entorno regulatorio provocaron un descenso de la inversión.

(1) La renta per cápita laosiana es superior en más de un 20% al umbral de renta (1.035 $) por debajo del cual se considera a un país como de renta baja.

(2) En 2014, el valor añadido por hectárea cultivada era en Laos de 578 $, frente a 994 $ en Tailandia y 1.380 $ en Vietnam.

Otro subsector crucial es el hidroeléctrico, que en los últimos diez años ha relevado al minero como foco de atracción de inversión directa extranjera y como motor del crecimiento. Gracias a esas inversiones, la capacidad de generación de electricidad ha pasado de 150 MW a finales de los años noventa a 6.265 MW en 2016, una cifra que las autoridades aspiran a multiplicar casi por cuatro en 2030, convirtiendo a Laos en "la batería del Sudeste Asiático". Aparte de la ya citada presa de Don Sahong, hay en estos momentos en fase de construcción otros tres proyectos hidroeléctricos y todos ellos se espera que estén terminados entre 2019 y 2020. El 80% de la electricidad producida se exporta, y los ingresos por esas exportaciones (519 mill.$ en 2015) se han multiplicado por cuatro en los últimos cinco años. El principal comprador es Tailandia, aunque también son clientes Vietnam, Camboya y Myanmar y, posiblemente en un futuro cercano, Singapur.

En los últimos años se ha desarrollado también, aunque partiendo de una base muy pequeña, una industria manufacturera, gracias al establecimiento de 10 Zonas Económicas Especiales (ZEEs). Varias multinacionales (Mitsubishi, Nikon, Essilor, Toyota, Polycon, entre otras) han establecido en ellas centros de producción de piezas y de ensamblaje aprovechando las facilidades fiscales y el bajo coste de la mano de obra. Se estima que estas ZEEs emplean en estos momentos a más de 11.000 trabajadores, aunque aproximadamente el 60% son extranjeros. Por otro lado, el 71% de las empresas establecidas son de propiedad extranjera, el 9% joint-ventures y el 20% restante, compañías domésticas. Gracias a estas ZEEs, Laos está imbricándose progresivamente en las cadenas de valor regionales y globales.

Una de las principales características de la economía de Laos es la creciente influencia/dependencia de China, que es el segundo destino de las exportaciones de mercancías (de madera, de minerales y de productos agrícolas), el primer inversor y uno de los principales suministradores de turistas. Las inversiones chinas se han dirigido al sector minero -China es propietaria de las dos principales minas de cobre-, al hidroeléctrico -muchos de los proyectos ya construidos o en fase de construcción están total o parcialmente financiados por la República Popular- y, más recientemente, a la construcción y las infraestructuras de transporte. Ello explica el gran número de sucursales de bancos chinos presentes en el país para financiar esos proyectos de inversión.

Precisamente en relación con las inversiones en infraestructuras de transporte, en diciembre de 2015 se iniciaron las obras del, hasta la fecha, mayor proyecto de China en Laos. Se trata de la construcción de un tramo de 427 kilómetros del tren de alta velocidad que enlazará Vientiane, la capital de Laos, con Boten, una ciudad fronteriza con la región china de Yunnan[(3)]. El coste total de la obra es de 6.700 mill.$. El 30% de esa cifra la proporcionará una "joint venture" constituida entre Laos y China, en la que el gobierno de Laos deberá aportar el 30% del capital (unos 700 mill.$). Parte -480 mill.$- procederá de un crédito concedido por China[(4)] y el resto (220 mill.$) se obtendrá de los presupuestos generales. Todavía no se sabe cómo se financiará el 70% restante del coste total de la obra. El Ministerio de Finanzas ha dejado claro que no se concederán garantías soberanas.

---

(3) El tramo forma parte de la línea férrea de 3.000 kilómetros con la que China pretende enlazar Kunming (la capital de la provincia de Yunnan) con Singapur, atravesando, además de Laos, Tailandia y Malasia. Dicho proyecto se enmarca dentro de la iniciativa "One belt, one road" de las autoridades chinas.

(4) El crédito es a 20 años y a un tipo de interés algo más favorable que el de mercado, pero no concesional.

Las autoridades están convencidas de que esta infraestructura será beneficiosa para el país. Además de reducir sustancialmente el tiempo del trayecto (de casi 14 horas a dos), el tren permitirá enlazar a Laos con China y el Sudeste Asiático, lo que facilitará el turismo y la inversión. Sin embargo, el macro-proyecto presenta también algunos puntos oscuros. En primer lugar, los 480 mill.$ del crédito equivalen aproximadamente al 3,5% del PIB correspondiente a 2016. Con ello, China pasará a ser acreedora del 44% de la deuda pública en divisas de Laos, que es aproximadamente el 60% de la deuda pública total. En segundo término, Laos carece, al menos en estos momentos, de la base industrial necesaria para capitalizar plenamente las posibilidades que potencialmente ofrece una infraestructura de este calado. Para China, en cambio, el proyecto resulta muy beneficioso, puesto que le permitirá conectar la provincia de Yunnan (que no tiene salida al mar) con los países del Sudeste Asiático. Tercero, ni siquiera en términos de creación de empleo el proyecto será provechoso para Laos ya que, debido a la escasez de mano de obra local con la cualificación necesaria, la mayor parte de los 100.000 trabajadores empleados en el proyecto procederán de la propia China, lo que contribuirá a aumentar en la población autóctona el sentimiento de “invasión”, con el riesgo de que se incrementen en el futuro los actos violentos contra los expatriados. Por último, otra cuestión susceptible de incrementar el malestar de la población es el notable impacto medioambiental (deforestación) y humano (expropiaciones, traslados forzosos de colectividades) que, inevitablemente, va a ocasionar un proyecto de esta envergadura.

COYUNTURA ECONÓMICA

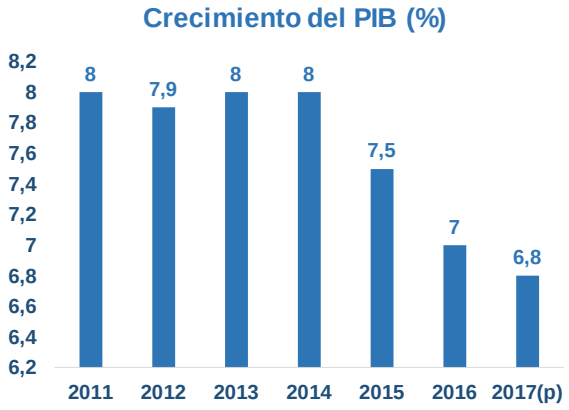
Laos es un país sin salida al mar y con una economía de pequeño tamaño que, gracias a las inversiones dirigidas a su sector extractivo, hidroeléctrico y, más recientemente, a proyectos de infraestructuras de transporte e inmobiliario, lleva desde mediados de la década pasada creciendo a tasas muy elevadas. Entre 2005 y 2015 el PIB en términos reales ha crecido a una media de casi un 8% anual. En 2016 el crecimiento fue del 7% y para este año se prevé que sea del 6,8%.

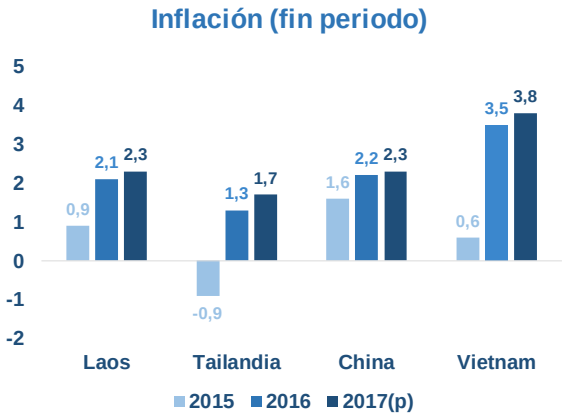
El fuerte ritmo de crecimiento económico, aunque ha reducido las tasas de pobreza absolutas, no ha beneficiado por igual a toda la población, detectándose un empeoramiento del Índice Gini en los últimos años. Tampoco está teniendo una gran incidencia en materia de creación de empleo, ya que las inversiones han ido dirigidas -y siguen haciéndolo- a sectores muy intensivos en capital.

La inflación, que en 2013 alcanzó el 6,6%, ha ido moderándose desde entonces, ayudada por el descenso de los precios internacionales del crudo y de otras materias primas, hasta el mínimo del 1% registrado en 2015. En 2016, impulsada por una subida de los precios de los alimentos, se incrementó al 2,1%, y en 2017 se prevé que lo haga al 2,3% debido a la subida de los precios internacionales del crudo, se trata, en todo caso, de niveles muy moderados. La inflación subyacente se mantiene controlada (en torno al 1%).

La cotización del kat, la moneda local, oscila en una estrecha banda del ± 5% frente al dólar. Aunque esta política cambiaria contribuye a contener la inflación subyacente, también provoca una apreciación, estimada entre un 20%-40%, del tipo de cambio real efectivo del kat, ya que

sus principales socios comerciales (Tailandia, China y Vietnam, por este orden) han permitido a sus monedas depreciarse frente al dólar estadounidense. Esto, junto con la baja productividad, puede acabar pasando factura a la competitividad del sector exportador manufacturero. La inflación laosiana, aunque moderada, es además ligeramente superior a la de Tailandia y similar a la de China. Por todo ello, el FMI recomienda la adopción de una política cambiaria algo más flexible que permita una moderada depreciación del kat, en línea con la de sus principales socios comerciales.





Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI)

El sector bancario se compone de 40 entidades (el dato corresponde al segundo trimestre de 2015). De ellas, cuatro son bancos públicos; 3 son “joint-venture”; 26 son sucursales de bancos extranjeros (tailandeses, vietnamitas, y, especialmente, chinos) y 7 son bancos privados.

Los cuatro bancos públicos acaparan casi la mitad de los activos totales del sector y su situación es poco halagüeña. Según el FMI, su ratio de adecuación del capital no supera el 3% (frente al 8% mínimo exigido por los criterios de Basilea). Hay bancos privados cuyo ratio de adecuación del capital está también por debajo del mínimo exigido, pero, por su pequeño tamaño, no entrañan un riesgo sistémico (a diferencia de los públicos). Según las autoridades, los créditos de mala calidad de las entidades públicas equivalen al 8% de sus activos totales. Sin embargo, los poco rigurosos métodos de medición de los mismos hacen pensar al FMI que ese porcentaje bien podría llegar al 10%.

Un problema común a todo el sector (es decir, no solo privativo de la banca pública) es el elevado grado de dolarización, ya que en torno al 45% de los depósitos y al 48% del crédito están denominados en dólares. Una depreciación del kat respecto al dólar de un 30% (un porcentaje similar al de su actual apreciación en términos reales) podría encarecer sustancialmente la amortización de los préstamos.

Dejando a un lado a los 4 bancos públicos, la situación del resto del sector es bastante más saneada, con ratios de adecuación del capital mucho más elevados y porcentajes mucho menores de créditos de mala calidad.

SECTOR PÚBLICO

Las cuentas públicas presentan un déficit crónico, aunque variable, consecuencia, en parte, del burocrático y poco eficiente sistema fiscal. El nivel de recaudación es bajo, en torno al 16%-18% del PIB, excluyendo donaciones. Con su concurso, los ingresos públicos alcanzan el 24% del PIB, un nivel todavía escaso.

En 2015 el déficit público se situó en un moderado 2,7% del PIB, pero el año pasado sufrió un fuerte crecimiento, hasta el 5,9% del PIB. Del lado de los ingresos, la causa se debió al brusco descenso de las donaciones, que pasaron de suponer el equivalente a un 5% del PIB hace dos años a un 2,3% de esa magnitud en 2016; un recorte, por lo tanto, de casi tres puntos porcentuales del PIB. También se ha producido un aumento en el pago de intereses conforme la deuda pública ha ido haciéndose cada vez menos concesional.

Para el año 2017 se prevé una ligera reducción del déficit público, que podría situarse en el 5,2% del PIB. El FMI recomienda, para aumentar los ingresos fiscales, reducir las exenciones y unificar la tasa de IVA a nivel nacional, ya que en estos momentos es diferente dentro y fuera de las ZEEs.

La financiación de los déficits se hace crecientemente a través de vías cada vez menos concesionales. Entre ellas destacan los préstamos tailandeses o chinos para la financiación de proyectos hidroeléctricos, las emisiones en el mercado interno y también las emisiones de bonos en el exterior. Aunque Laos no esté calificado por las agencias de rating, ha emitido bonos denominados en bahts a dos, cinco y diez años en el mercado tailandés de deuda.

Como consecuencia del mayor desfase en las cuentas públicas, la deuda pública ha crecido a un ritmo relativamente rápido. En 2016 equivalía a un 67,8% del PIB, más de cinco puntos porcentuales por encima de la de tres años antes. Se estima que aproximadamente el 60% está denominada en divisas.

El FMI, en su último DSA (Análisis de Sostenibilidad Deudora), realizado en febrero de 2017, califica de “alto” el riesgo de “descarrile” deudor (“debt distress”) de Laos, debido, por un lado, a este rápido aumento de la deuda, y también a la creciente proporción de la deuda pública y públicamente garantizada denominada en divisas (por los préstamos procedentes de Tailandia y China y por las emisiones en el mercado Thai de bonos ya citados). En el anterior DSA (2014), el riesgo de “debt distress” se consideraba “moderado”.

BALANZA DE PAGOS

Laos registra desde hace algo más de una década déficits por cuenta corriente muy elevados, de dos dígitos del PIB, debido sobre todo al importante volumen de importaciones de bienes de capital (de equipo e intermedios) relacionados con los proyectos de inversión en el sector minero, hidrológico y de infraestructuras.

Como consecuencia de esas importaciones, el saldo de la balanza comercial es muy negativo. En 2016, concretamente, las exportaciones ascendieron a 4.804 mill.$ (un incremento del 9,5% respecto de las del año anterior. Casi la mitad corresponde a electricidad y minerales (oro y cobre, fundamentalmente). El resto de las exportaciones está compuesto de productos agrícolas, así como de piezas y bienes ensamblados producidos en las ZEEs. Las importaciones, por su parte, ascendieron a 7.684 mill.$, de las cuales el 32% lo fueron de bienes de capital vinculados a los proyectos de inversión en los sectores minero e hidroeléctrico. Es importante señalar que, debido a la finalización de varios proyectos hidroeléctricos, esas importaciones se redujeron en 2016 en un 9% con respecto a las del año 2015 y está previsto que sigan reduciéndose en los años siguientes, especialmente a partir del año 2020-21 (fecha en la que, como ya ha quedado dicho, deberían de finalizar la mayor parte de los proyectos de inversión en el sector hidroeléctrico actualmente en construcción). Las importaciones de petróleo representaron en 2016 el 4% de las totales, un porcentaje sensiblemente inferior al de hace unos pocos años a causa de la caída de los precios internacionales del crudo.

Los principales clientes y también los principales proveedores de Laos son Tailandia, China y Vietnam. Tailandia, como ya se ha dicho, compra el 80% de la electricidad producida en Laos, pero se da la circunstancia de que, durante la estación seca (de noviembre a abril) Laos se ve obligado a comprar electricidad a Tailandia, en muchas ocasiones a un precio mayor de aquél al que se la vende.

Aunque la balanza de servicios es superavitaria, gracias al turismo fundamentalmente, la de rentas registra saldo negativo a causa de las repatriaciones de dividendos y de beneficios de las compañías extranjeras, por un lado, y de los intereses de la deuda externa, por otro. Esta última partida está yendo en aumento debido a la asunción por Laos de deuda en términos cada vez menos concesionales.

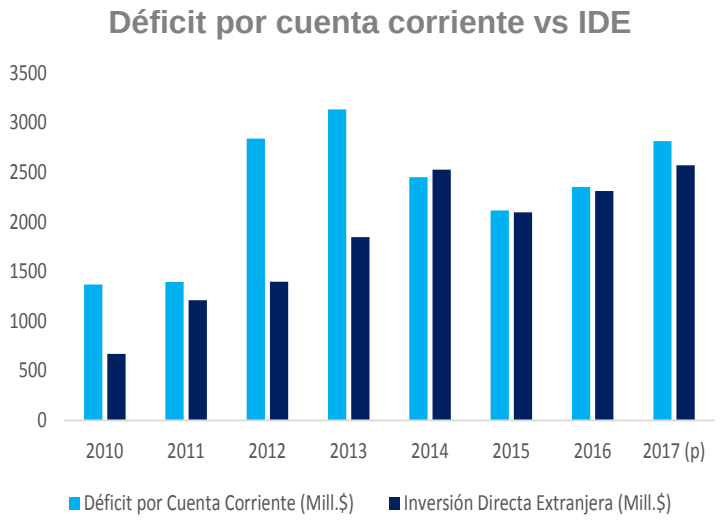
Otra partida importante de la cuenta corriente son las transferencias, tanto las privadas (procedentes de la emigración a Tailandia), pero sobre todo las de carácter oficial. Estas últimas, que en 2015 equivalieron a un 5% del PIB, han caído sustancialmente en 2016 (2,3% del PIB).

Como ya se ha indicado, los déficits por cuenta corriente son muy voluminosos. En 2013 alcanzó un máximo cercano al 29% del PIB. En 2015-16, gracias a la menor factura petrolífera y, sobre todo, a las menores importaciones de bienes de capital, se ha reducido hasta aproximadamente el 17% del PIB. En 2017 se prevé que el déficit por cuenta corriente aumente nuevamente, situándose en el 19% del PIB, debido al incremento de la factura petrolífera, al aumento de las importaciones de bienes de capital vinculadas al proyecto del tren de alta velocidad y al aumento de la partida de intereses.

En 2016, el déficit corriente (2.351 mill.$) se financió casi en su totalidad con flujos de inversión directa extranjera (2.312 mill.$). Dos terceras partes de esa cifra están vinculadas a los proyectos de infraestructuras. La parte restante del déficit por cuenta corriente se financió mediante endeudamiento.

Esa relativa facilidad de financiación permitió un cierto incremento del monto de reservas de divisas que, a final de año, se situaban en 1.476 mill.$, iguales a 1,9 meses de importaciones

de bienes y servicios, un nivel claramente insuficiente para un país como Laos, con un régimen cambiario semi-fijo y un alto nivel de dolarización en su sistema bancario.



Fuente: FMI

DEUDA EXTERIOR

Como consecuencia de los continuos desequilibrios en la balanza fiscal y por cuenta corriente, la deuda externa de Laos ha mantenido una tendencia ascendente. En 2016 se situó en 13.461 mill.$, equivalente al 98,1% del PIB. Todavía en 2013 el endeudamiento externo equivalía a "sólo" un 87% del PIB, por lo que el crecimiento en estos últimos años ha sido bastante rápido. Según el FMI, en 2017 se prevé que la deuda externa equivalga al 100% del PIB.

El 54% de la deuda externa es pública o públicamente garantizada. El resto, es deuda privada, que también ha crecido rápidamente. Este factor entraña el riesgo de que una brusca depreciación del kat (que, como ya se ha dicho, se estima que está sobrevaluado entre un 20% y un 40% en términos reales) podría tener sobre el sector bancario.

En el último Análisis de Sostenibilidad Deudora (DSA) referente a la deuda externa, el FMI considera que el riesgo de "debt distress" como "alto". En su anterior DSA realizado hace dos años, ese riesgo era aún "moderado".

© CESCE, S.A. Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial, la distribución o comunicación pública de este documento, así como la edición de todo o parte de su contenido a través de cualquier proceso reprográfico, electrónico u otros sin autorización previa y expresa de su titular. La información contenida en este documento refleja exclusivamente comentarios y apreciaciones propias de esta Compañía, por lo que CESCE declina cualquier tipo y grado de responsabilidad por el uso incorrecto o indebido de dicha información.