

# INFORME RIESGO PAÍS

## VIETNAM

Madrid, 16 de febrero de 2022



# VIETNAM

**Sistema político firmemente controlado por el Partido Comunista (PVC).** El ímpetu reformador iniciado hace ya más de tres décadas está supeditado a la estabilidad y control político por parte del PVC. Se está produciendo una creciente concentración de poder en manos de Nguyen Phu Trong, reelegido nuevamente en 2021 como Secretario General del Partido, cargo que ocupa desde 2011.

**Conflictiva relación con China.** A pesar de los estrechos lazos históricos, culturales y económicos que unen a ambos países, las relaciones con China son conflictivas. El principal punto de fricción radica en las disputas territoriales en el Mar del Sur de la China, donde ambos países han tenido episodios de fuerte tensión diplomática en los últimos años, el más reciente en 2019.

**Alto potencial de crecimiento.** Vietnam ha estado creciendo a tasas cercanas al 7% durante las últimas tres décadas. Dado que todavía posee una gran masa laboral de bajo coste y está firmemente insertada en las cadenas de valor internacionales, cuenta todavía con un elevado potencial de crecimiento para los próximos años.

**Cambio drástico en la estrategia frente al covid.** Tras superar 2020 como un ejemplo internacional en la gestión de la pandemia, y alcanzar una tasa de crecimiento del PIB entre las más altas del mundo (2,9%), el pasado año se vio afectado por una intensa ola de contagios que provocaron una aguda contracción en el tercer trimestre del año y han obligado a abandonar la política de tolerancia 0 frente al covid. En 2022 se espera que la recuperación coja impulso y el país vuelva a crecer en torno al 7-8%.

**Sector bancario dominado por la banca pública bajo sospecha.** Los ratios de capital de las entidades son muy ajustados y los ratios de morosidad oficiales encubren una morosidad que se estima mucho mayor.

**Cuentas públicas y externas saneadas.** El impacto de la crisis sanitaria sobre las cuentas públicas ha sido limitado. Los déficits públicos, en torno al 4% del PIB, y el tamaño moderado de la deuda pública (48% del PIB) son manejables y fácilmente financiables. Así mismo, el monto y estructura de la deuda externa es poco preocupante. Cuenta además con un notable fondo de reservas.

# 1. SITUACIÓN POLÍTICA

- ➔ A pesar de las reformas económicas, el sistema político sigue estando firmemente controlado por el Partido Comunista, que ante todo busca mantener la estabilidad y el control político.
- ➔ En los últimos años se ha registrado una progresiva concentración de poder en manos del Secretario General del Partido, Nguyen Phu Trong, reelegido nuevamente en 2021, lo que erosiona el tradicional sistema de toma de decisiones colegiada y plantea ciertos problemas de cara a su eventual sucesión, dada su avanzada edad.
- ➔ A pesar de ser su principal socio comercial y tener un sistema político muy similar al de Vietnam, las relaciones con China son conflictivas. El principal punto de fricción es el litigio territorial en el Mar del Sur de la China, donde ambos se disputan archipiélagos ricos en recursos naturales. Esto hace además que Vietnam juegue un papel relevante en la creciente rivalidad global EEUU-China.

## ESTABILIDAD Y APERTURA BAJO EL PARTIDO COMUNISTA

POBLACIÓN	97,3 mill. hab.
RENTA PER CÁPITA	2.650 \$
RENTA PER CÁPITA PPA	11.750 \$
EXTENSIÓN	310.070 Km <sup>2</sup>
RÉGIMEN POLÍTICO	Partido Único
CORRUPCIÓN	104/180
DOING BUSINESS	70/190

Datos a 2020

notable lista de potencias extranjeras, atraídas por su importancia estratégica y sus riquezas naturales.

Vietnam tiene una larga historia, no en vano se le considera la cuna de una de las civilizaciones más antiguas del mundo<sup>(1)</sup>. Desde sus orígenes la historia de Vietnam ha estado marcada por la lucha contra el invasor. Desde las recurrentes invasiones chinas iniciadas por la dinastía Han hace más de 2000 años hasta la reunificación del país en 1976, Vietnam ha visto pasar una

En su forma política actual, Vietnam nace un año después de la salida del ejército estadounidense de la entonces Saigón en 1975, ahora Ho Chi Min City. Entonces se reunificó el país bajo el estricto mando central del Partido Comunista de Vietnam (PCV). A pesar del final del conflicto bélico, la situación económica no mejoró. Al contrario, durante la década siguiente las políticas del PCV dieron lugar a un estancamiento económico, altísimos niveles de pobreza y a un creciente aislamiento internacional. Al igual que había comenzado a hacer unos años antes la China de Deng Xiao Ping, las autoridades decidieron entonces tomar ejemplo de otros modelos de desarrollo asiáticos más exitosos, los llamados tigres asiáticos. Así, en 1986 comienza el "doi moi" (renovación), una nueva orientación política con la que se aspiraba a construir una economía socialista de mercado bajo el liderazgo del Estado. En los años siguientes se eliminaron los controles de precios y se abrieron numerosos sectores a la iniciativa privada, se fomentó el comercio internacional y la inversión extranjera, y todo esto se combinó con un programa de estabilización macroeconómica que incluyó medidas ortodoxas de consolidación

(1) En torno al Delta del Río Rojo, al norte del país, hace más de 4.000 años se formó la llamada cultura Dong. Es una de las primeras civilizaciones del mundo, que se considera el origen fundamental de las leguas de Indochina.

fiscal, una política monetaria prudente y la racionalización tanto del tipo de cambio como de la política cambiaria. Las medidas fueron un éxito, dando lugar a una etapa de fuerte crecimiento económico. Desde entonces, las reformas de mercado se han ido sucediendo, si bien bajo un enfoque gradualista y supeditadas siempre al control político por parte del PCV.

El PCV se mantiene como el único partido legal del país y, ante todo, busca mantener la estabilidad política bajo su gobierno. Anteriormente, la legitimidad del PCV se ligaba a sus victorias militares en defensa de la soberanía nacional. Sin embargo, según va quedando atrás el recuerdo de la guerra, la legitimidad se va vinculando a la provisión de estabilidad y prosperidad, tal y como sucede en China. Por otra parte, las libertades civiles y políticas se encuentran fuertemente restringidas, en particular la libertad de expresión<sup>(2)</sup>. No obstante, existen protestas permitidas a pequeña escala, la gran mayoría ligadas al uso del suelo o la falta de mecanismos equitativos para la resolución de disputas. El Gobierno también ha permitido recientemente las protestas contra la vacuna china, lo que refleja también la ambigua relación con el “hermano mayor” chino.

Formalmente Vietnam cuenta con un sistema muy similar al chino, en el que existe un ímpetu reformador supeditado a la estabilidad y control político por parte del PVC y un estilo de gobierno colegiado que pretende evitar los excesos personalistas y las crisis sucesorias de los sistemas autocráticos. El reparto, rotación y límite de mandatos en los puestos claves de poder entre la facción conservadora y la reformista del Partido ha permitido además dar al sistema de mando cierto equilibrio político. Es lo que se conoce como sistema de “cuatro pilares”, representados por los puestos clave de secretario general, primer ministro, presidente del Estado y presidente de la Asamblea Nacional.

No obstante, en los últimos años se está produciendo una deriva que, guardando las distancias, recuerda en cierta forma a la registrada en China bajo Xi Jinping. En el caso de Vietnam es Nguyen Phu Trong, perteneciente al sector conservador, el que parece haberse erigido como el hombre fuerte del Ejecutivo en la última década. Ocupa el puesto de secretario general del Partido Comunista Vietnamita (PCV) desde 2011, que simultaneó con el cargo de Presidente entre 2018 y 2021, algo que solo habían hecho antes los líderes históricos Ho Chi Minh y Truong Chinh. Por otra parte, es el secretario de la Comisión Militar y el líder de facto del Politburó, el principal órgano ejecutivo. Trong, al igual que Xi, parece estar utilizando las campañas anticorrupción para afianzar a sus leales en los puestos claves y acallar cualquier atisbo de voz crítica dentro del Partido.

En enero de 2021 tuvo lugar el XIII Congreso Nacional del PCV. Como es costumbre, los delegados eligieron un nuevo Comité Central, que a su vez eligió un nuevo Politburó. Nguyen Phu Trong fue reelegido en sus cargos. Fue, además nombrado por tercera vez Secretario General del Partido, algo que contraviene las normas del PCV de límite de dos mandatos y de edad, al superar sobradamente los 65 años. En unas curiosas declaraciones posteriores, Trong dijo que no buscaba un tercer mandato y que prefería retirarse porque era “viejo y no gozaba de buena salud”. Pero afirmó que el Congreso había querido reelegirlo y no tuvo más remedio que complacerlo. Trong aprovechó, además, para incrementar el peso de sus incondicionales dentro del Partido. Así, aunque unos meses después dejó el cargo de Presidente en favor del

---

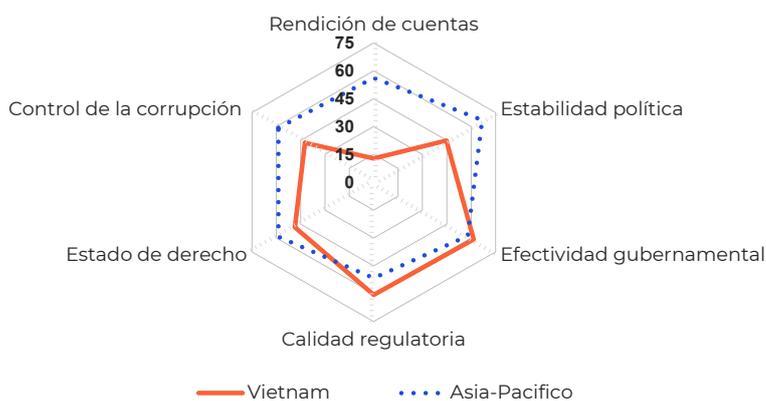
(2) Un tribunal vietnamita condenó, el pasado 16 de diciembre, a un activista político a 10 años de prisión. Se trata del cuarto activista que ha recibido una dura condena a finales de 2021. En este caso es Do Nam Trung, de 40 años, que fue declarado culpable por un tribunal de la provincia de Nam Dinh, en el norte Vietnam, por difundir propaganda anti estatal.

que había sido hasta entonces primer ministro, Nguyen Xuan Phuc<sup>(3)</sup>, ha dejado abierta la puerta a una lucha sucesoria en caso de fallecer en el cargo, dada su avanzada edad (77 años) y los constantes rumores sobre su estado de salud.

Phuc parece el mejor colocado para suceder a Trong al frente del PCV. En efecto, había pocas dudas cuando fue nombrado Presidente de Vietnam en abril; lo hacía además bajo el halo de su exitosa gestión en la lucha contra el covid. Sin embargo, las graves olas de contagios y las polémicas en torno a la vacunación sufridas tras el verano e, incluso, su presunta implicación en una trama de corrupción han empañado algo su gestión, lo que podría ser utilizado por otros candidatos en su contra. Además, Phuc es originario del Sur (por debajo del infame paralelo 17 que dividió al país durante la Guerra de Vietnam). Nadie del antiguo Vietnam del Sur se ha convertido jamás en el líder del PCV. De todas formas, como tecnócrata experimentado, miembro del politburó durante dos mandatos y actual Presidente, Phuc es el claro favorito. Si bien existe cierto riesgo de que se desaten luchas internas en caso de una muerte repentina de Trong, la probabilidad de que estas afecten a la estabilidad del sistema es baja.

Por otra parte, si bien una buena parte de los vietnamitas están descontentos con la ausencia de libertades, la ineficiencia de muchas instituciones y la extendida corrupción (Vietnam ocupa el puesto 101 en el ranking de Transparencia Internacional), también han disfrutado de una mejora muy apreciable de las circunstancias económicas. El desempleo es bajo y las perspectivas son relativamente esperanzadoras para la creciente clase media. Así, por ejemplo, según el Banco Mundial el ratio de pobreza disminuyó desde casi el 60% en 1992 hasta menos del 10% 2016. En consecuencia, y teniendo en cuenta además la represión que se aplica sobre cualquier atisbo de oposición política, la probabilidad de que surjan movimientos sociales antigubernamentales multitudinarios, como hemos visto en otros países de la región, es muy limitada.

### Índices de buen gobierno



Fuente: Banco Mundial

(3) El cargo de primer ministro lo ocupa ahora Phạm Minh Chính, otro hombre leal a Trong (antiguo agente de inteligencia y jefe de la Comisión de Protección de Política Interna y que podría ser una alternativa a Phuc).

## RELACIONES EXTERIORES: RECELO ANTE LA EXPANSIÓN CHINA

Las relaciones exteriores de Vietnam se enmarcan en el espinoso escenario regional del sudeste asiático, marcado por la creciente rivalidad entre EEUU y China y los numerosos conflictos territoriales en el Mar del Sur de la China (Bien Dong o Mar del Este en vietnamita). Entre China y Vietnam existe una intensa y compleja relación, fundada sobre la interrelación económica, pero también sobre un largo historial de conflictos. Desde las primeras invasiones chinas hace más de 2000 años hasta la breve guerra punitiva de 1979, iniciada por China para defender al gobierno de los jemereros rojos de Camboya, los conflictos con el “eterno enemigo”, en palabras del propio Ho Chin Minh, han sido prácticamente constantes. Así, a pesar de contar con un sistema político muy similar y ser China el principal socio comercial (segundo mercado de sus exportaciones y con diferencia el primer proveedor de mercancías) el sentimiento de la población, así como la política exterior hacia el vecino del norte están marcada por un profundo sentimiento de recelo ante el auge de China como gran potencia mundial<sup>(4)</sup>.

En la actualidad la fricción entre ambos países la protagonizan las disputas territoriales sobre dos archipiélagos del Pacífico, las islas de Paracelso y las Spratly. Ambos se encuentran parcialmente dentro de las 200 millas de la zona económica exclusiva (ZEE) de Vietnam, pero China reclama su soberanía en virtud de la célebre línea de nueve trazos<sup>(5)</sup>. China, además de mantener una fuerte presencia militar, que choca frecuentemente con los pesqueros que faenan en esas aguas, ha emprendido la militarización de la zona, con la instalación de bases



Fuente: UNCLOS

sobre atolones artificiales, lo que se percibe como una política de intimidación. Así, en la pasada década se produjeron diversos incidentes. El más grave tuvo lugar en 2014, cuando China inició la construcción de una plataforma petrolera en la ZEE de Vietnam. El enfrentamiento desató una oleada de indignación en Vietnam que se volvió contra la comunidad china en el país (cerca de un millón de personas). Los incidentes se saldaron con varias fábricas quemadas, cuatro muertos y 3.000 chinos repatriados. En 2017, China amenazó con atacar los puestos de avanzada

(4) Según datos del Pew Research la visión de la población de Vietnam hacia China es la segunda más negativa de toda Asia, solo por detrás de la población japonesa. Si bien el Ejecutivo quiere suavizar el creciente sentimiento nacionalista anti-chino, han sido numerosas las protestas permitidas por el Gobierno de este estilo.

(5) En 1946 China publicó un mapa de la zona en el que basa sus pretensiones territoriales con una línea de nueve trazos que delimitaría la zona entonces bajo su soberanía (existe otra versión más amplia con once trazos de 1935). En 2016 el Tribunal Internacional de La Haya falló en contra de China invalidando estas pretensiones, fallo que no reconoce Pekín.

vietnamitas en las Spratly si Hanoi no detenía las perforaciones en un bloque petrolífero cerca de Vanguard Bank. En esta misma zona, en 2019, se produjo el enfrentamiento más reciente. Finalizó tras cuatro meses de tensión, después de que Hanoi accediera a retirar una plataforma de perforación. Estos incidentes reflejan los importantes riesgos que para Vietnam supone hacer valer sus pretensiones territoriales, que chocan de frente con un vecino mucho más poderoso y clave para la buena marcha de su economía. No parece que los choques vayan a descontrolarse hasta dar lugar a un enfrentamiento militar serio. El escenario más probable es que las relaciones se mantengan formalmente cordiales a pesar del trasfondo de desconfianza. Sin embargo, no es descartable un nuevo desencuentro que provoque una crisis diplomática suficientemente severa como para afectar de forma duradera a las relaciones políticas y comerciales.

En paralelo, Vietnam ha ido reforzando sus relaciones con EEUU y otros países de la región que se oponen al expansionismo chino, como son Japón, Corea del Sur o Australia. Buena muestra de ello es la reacción de Vietnam a la firma del controvertido AUKUS, el acuerdo entre Australia, Reino Unido y EEUU para proveer de tecnología militar (submarinos nucleares) a Australia, dando así más capacidad militar operativa a un país en la región de cara a hacer frente al reto de China. Si bien Hanoi se ha declarado oficialmente neutral ante el acuerdo, de puertas adentro lo considera un paso positivo para reforzar el papel de Australia en la región, con quien mantiene desde 1999 un tratado de cooperación militar. Con EEUU se normalizaron las relaciones políticas y económicas a partir de la visita de Bill Clinton en el año 2000, y desde entonces el trato se ha ido estrechando, además de por los roces con Pekín por el propio interés estadounidense de contar con aliados en la zona que permitan mantener la estabilidad y contrarrestar la emergencia del poder chino. Así, en 2016 Washington levantó por completo el embargo de venta de armas a Vietnam y un año más tarde entregó seis lanchas patrulleras para la Guardia Costera de Vietnam. Durante la Presidencia de Donald Trump las relaciones se enturbiaron al incluir la Casa Blanca a Vietnam en la lista de países manipuladores del tipo de cambio (Vietnam es, después de China y México, el país que tiene un mayor superávit comercial con EEUU), lo que podría dar pie a sanciones financieras. Sin embargo, en 2021 la Administración Biden retiró al país de la lista y ha continuado estrechando su colaboración con Hanoi. En julio de 2021 llegaron a un acuerdo en el que el Gobierno vietnamita se comprometía a cumplir estrictamente con las reglas del FMI, a ser más transparente en su política cambiaria, a evitar la manipulación del tipo de cambio y, no menos importante, a comprar un mayor volumen de bienes de EEUU, principalmente gas, carbón y productos agrícolas.

Por último, cabe resaltar que Vietnam es miembro del ASEAN<sup>(6)</sup> y firmante del RCEP (*Regional Comprehensive Economic Partnership*) acordada entre el ASEAN y otros cinco países (China, Japón, Corea del Sur, Australia y Nueva Zelanda). Este acuerdo constituye un hito histórico, ya que es el mayor acuerdo de libre comercio del mundo, que agrupa a 2.100 millones de consumidores y cerca de un tercio del PIB mundial. Aunque en materia de reducción de aranceles no es excesivamente ambicioso, el RCEP abarca muchos otros aspectos del comercio de bienes y servicios y supone la creación de la primera zona integrada de normas de comercio en Asia. Así, gracias a su integración en la región económica más dinámica del mundo, Vietnam, que tiene ya un enorme atractivo por su competitividad, cuenta además con una palanca muy poderosa para atraer inversiones y estimular su sector exportador.

---

(6) ASEAN está formada por diez países: Indonesia, Brunei, Camboya, Laos, Malaysia, Myanmar, Filipinas, Singapur, Tailandia y Vietnam.

## 2. EVOLUCIÓN ECONÓMICA

- ➔ Apoyada en el programa de reformas iniciado en los años 80, en sus bajos costes laborales, en su apertura al comercio y a la inversión internacional, la economía vietnamita ha logrado crecer a tasas cercanas al 7% en las últimas décadas. Dado que partía de un bajísimo nivel de renta, el país sigue teniendo hoy en día un amplio potencial de crecimiento de cara a la próxima década, en el que la industria exportadora de manufacturas seguirá siendo el motor de expansión.
- ➔ Tras superar 2020 como un ejemplo de contención contra el covid y lograr un crecimiento que rozó un notable 3%, el pasado año se vio afectado por dos intensas olas de contagios que han desacelerado el crecimiento al 2,6% y han obligado a dar un giro drástico en su política pandémica. En 2022 se espera que la recuperación coja impulso y el PIB vuelva a crecer cerca de un 7-8%.
- ➔ El sector bancario plantea algunas dudas en cuanto a su solidez. Los ratios de capital de las entidades son muy ajustados y los ratios de morosidad oficiales encubren una morosidad mucho mayor, especialmente en las empresas públicas.

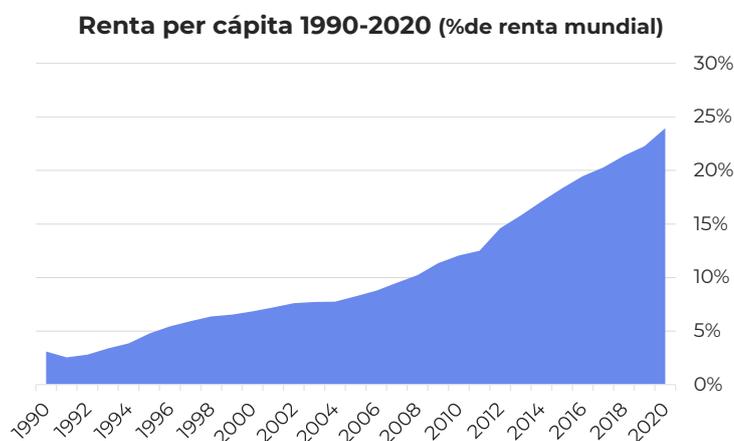
### ALTO POTENCIAL DEL CRECIMIENTO

PIB	366.400 mill.\$
CRECIMIENTO PIB	2,6%
INFLACIÓN	1,8%
SALDO FISCAL	-4,1%
SALDO POR C/C	-0,3%

Datos a 2021

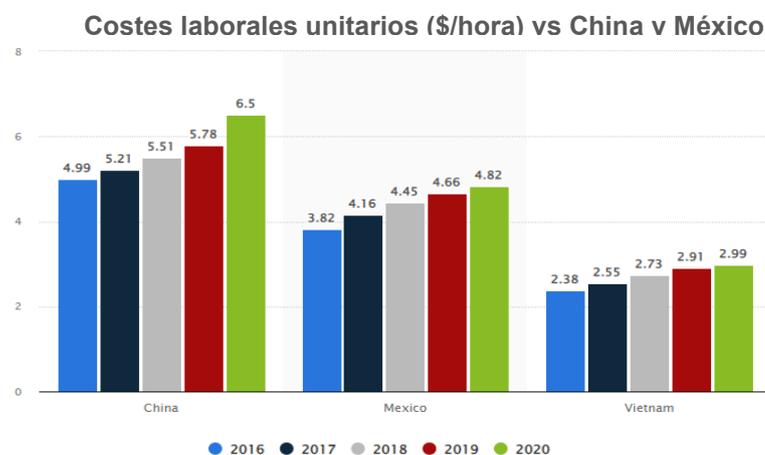
Vietnam era uno de los países más pobres del mundo en 1980. En 1986 comienza el proceso de reformas conocido como “doi moi” o renovación, que dio lugar a una profunda transformación del aparato productivo y que todavía hoy continúa. A partir de una economía de planificación central, principalmente agrícola y con enormes carencias en infraestructuras y educación, comienza un proceso

gradual de reformas de mercado que desmanteló la gestión centralizada, abrió la economía al comercio y a la inversión internacional, emprendió un ambicioso plan de infraestructuras e impulsó la creación de empresas privadas. Como consecuencia de estas políticas, Vietnam mantuvo un elevado ritmo de crecimiento económico en las siguientes décadas. En las tres que van de 1990 a 2020 el PIB creció en promedio un 6,7% anual, lo que permitió a Vietnam alcanzar el estatus de país de renta media-baja ya en 2010 (2.650 \$ en 2021).



Fuente: FMI

Actualmente la economía goza de cierto grado de industrialización (34% del PIB) y está razonablemente bien diversificada e internacionalizada, aunque todavía numerosos sectores presentan un nivel de desarrollo reducido. Además, dado el gradualismo de las reformas del 'doi moi', el país mantiene en la actualidad un modelo de economía en la que la iniciativa privada convive con un importante protagonismo de las empresas públicas en muchos sectores. Por otra parte, el país está todavía muy lejos en cuanto a nivel de renta y desarrollo de otros países del sudeste asiático. Dentro de ASEAN solo supera por nivel de renta a Myanmar, Camboya y Laos. Así, a pesar de su notable población de cerca de 100 mill. de habitantes, el tamaño de su PIB es todavía relativamente reducido (366.400 mill.\$). En contrapartida, esto implica que tiene todavía un enorme margen para seguir creciendo a tasas elevadas aprovechando los bajos costes de su mano de obra, el gap tecnológico y la continuidad del proceso de reformas. El FMI estima que el país podrá mantener un crecimiento del 6-7% a medio plazo.



Fuente: Statista

La agricultura, antiguamente el pilar básico de la economía, está perdiendo peso rápidamente (14% del PIB). No obstante, emplea a cerca del 40% de la población y hace una contribución significativa a las exportaciones (aproximadamente 30.000 mill.\$ anuales). El arroz, cultivado principalmente en los deltas del Mekong y del Río Rojo, es el principal producto agrícola (Vietnam es el quinto productor de arroz del mundo, con algo más de 27 mill. de toneladas al año). El segundo es el café, del que Vietnam es el segundo productor mundial. Por su parte, la industria textil jugó un papel clave en la primera etapa del crecimiento industrial del país y emplea cerca de 2 mill. de personas. Todavía hoy el país cuenta con un notable sector textil, que exporta al año por valor de más de 30.000 mill.\$, si bien genera un reducido valor añadido y hace tiempo que ha cedido el protagonismo a la industria electrónica, donde se concentra el grueso de la inversión extranjera.

En efecto, la veloz internacionalización de la economía se ha basado en la atracción de empresas exteriores, en un primer momento para producir y exportar principalmente productos textiles, calzado y muebles, que progresivamente se han expandido hacia las industrias con cierto componente tecnológico, como aparatos de radio, teléfonos, ordenadores, impresoras etc. Los inversores exteriores se han visto atraídos por la estabilidad política, los reducidos salarios, la disciplina y capacidad de aprendizaje de la mano de obra, los bajos costes eléctricos y la proximidad a los mercados de China, Japón y Corea del Sur, algo que la firma del RECEP no hace más que intensificar. Hoy en día las principales exportaciones de Vietnam son

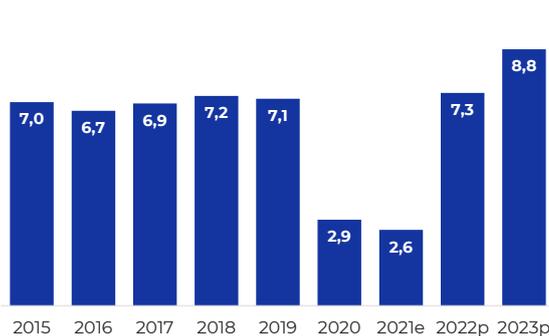
teléfonos móviles y sus componentes, seguidos de computadoras y productos eléctricos relacionados.

Por último, cabe destacar en el sector extractivo la producción de petróleo y gas, aunque también se extraen otros materiales, como carbón o bauxita. El crudo ha perdido peso drásticamente en la economía debido a la disminución de la producción y al crecimiento de otros sectores, aunque todavía es relevante como fuente de ingresos públicos (2,5% de la recaudación fiscal). Se estima que se extrajeron 210.000 barriles al día (b/d) en 2020, casi la mitad que hace una década. Tradicionalmente casi todo se exportaba debido a la falta de capacidad de refinación; esto cambió tras la apertura de una nueva refinería en 2018, a la que se añadirá otra en 2023. Por esta razón, en los últimos años y de forma creciente Vietnam está importando cantidades significativas de crudo (3.800 mill.\$). Vietnam también cuenta con unas reservas de gas significativas, y produjo cerca de 300.000 mill. de pies cúbicos de gas natural seco en 2020. Toda la producción del país se consume internamente. En el futuro, no es descartable que las prospecciones *off-shore* de hidrocarburos den lugar a un rápido aumento tanto de las reservas probadas como de la producción, ya que las aguas vietnamitas se encuentran en gran parte inexploradas, si bien entran en conflicto con numerosos países, especialmente con China, como se ha comentado anteriormente. Los yacimientos más prometedores se encuentran principalmente en las cuencas de las islas Paracelso y Spratly (Truong Sa en vietnamita). Se trata por lo general de yacimientos en aguas profundas que requieren fuertes inversiones, lo que ha llevado a Petrovietnam, la compañía pública de petróleo, a firmar numerosos acuerdos de colaboración con empresas extranjeras para su exploración.

## IMPACTO COVID Y CAMBIO DE ESTRATEGIA

---

La evolución económica de los últimos años ha estado marcada, evidentemente, por la pandemia del covid-19. Vietnam fue inicialmente uno de los países que más éxito tuvo en cuanto a la contención del virus, al adoptar de manera temprana una política de “tolerancia 0” contra el covid muy similar a la implantada por la propia China y otros países del sudeste asiático. El primer contagio registrado tuvo lugar tan pronto como el 23 de enero de 2020 en Ho Chi Minh City. Rápidamente, el Gobierno implantó políticas de rastreo de contactos y aislamiento de 14 días. Las autoridades sanitarias comenzaron a monitorear la temperatura corporal en los puestos fronterizos, así como a detectar y rastrear contactos, con órdenes de aislamiento obligatorio de las personas infectadas y de cualquier persona con la que hubieran estado en contacto. Esto permitió a Vietnam mantenerse prácticamente libre de olas de contagios durante todo 2020 (en todo el año se registraron únicamente 35 muertes). Se evitó así un largo periodo de confinamiento, como sucedió en buena parte de los países occidentales, lo que se tradujo en un comportamiento de la economía relativamente favorable. El PIB, que venía de crecer por encima del 7% en 2018 y 2019, registró un descenso de su ritmo de crecimiento hasta el 2,9%, una cifra negativa en otras circunstancias, pero no en medio de la mayor recesión mundial desde la Segunda Guerra Mundial. En efecto, se trata de una cifra sorprendente, ya que el país no solo evitó la recesión, sino que fue de los que más creció en todo el mundo. Algo que obedece no solo al éxito frente al covid, sino también al fuerte impulso que durante la pandemia experimentó la demanda de sus principales productos de exportación (bienes electrónicos). Así, en 2020 las exportaciones vietnamitas crecieron un 7,1%, mientras el comercio mundial se contraía un 7,4%.

**Crecimiento PIB 2015-2023 (%)**


Fuente: FMI, Oxford Economics

**Crecimiento PIB % - Trimestres 2020-21**


Fuente: Trading Economics

A mediados de 2021 la situación dio un giro inesperado debido a diversos factores. La aparición de la variante Delta, más contagiosa, cierta relajación de las medidas de distanciamiento social, unido a que la población estaba sin inmunizar por la falta de contagios previos y el lento proceso de vacunación dieron como resultado una explosión de contagios. En efecto, a partir de abril de 2021, Vietnam experimentó una intensa primera ola de transmisión, seguida de otra este mismo invierno, que han llevado la cifra de contagios de unos pocos miles a más de 2 millones de infecciones y más de 30.000 muertos. Esto provocó que las dos principales ciudades (Ho Chi Minh City y Hanoi) y alrededor de un tercio de la población del país estuvieran bajo algún tipo de confinamiento a fines del pasado mes de julio. Se consideró, además, que las infecciones originadas por los trabajadores extranjeros contribuyeron al brote, por lo que la cuarentena ordenada para los inmigrantes extranjeros y los contactos cercanos a los casos confirmados se extendió a 21 días. Como consecuencia, el PIB se contrajo un 6,2% en el tercer trimestre del año y, aunque en el cuarto ya registró una recuperación notable (+5,2%), Vietnam cerró 2021 con un crecimiento del 2,6%, una cifra más baja aunque la del año anterior y muy por debajo de la previsión del 6,5% que había hecho el FMI a principios de año.

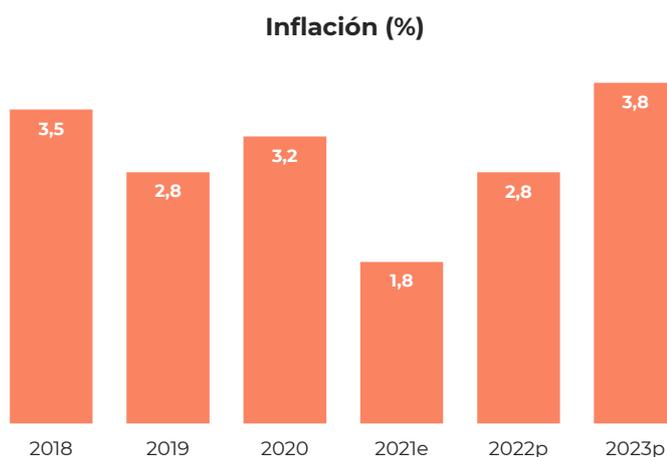
La recuperación económica de los últimos meses se debe no tanto a la caída de contagios (entre diciembre y enero se seguían registrando cerca de 15.000 diarios, ligados a la variante ómicron), sino al giro radical en la política epidemiológica. En septiembre de 2021, Vietnam decidió abandonar su estrategia de tolerancia cero, especialmente en lo tocante a los confinamientos generales de las ciudades, por una política más flexible de reapertura gradual, al tiempo que aceleraba su programa de vacunación<sup>(7)</sup>, lo que ha permitido en paralelo aliviar algo el impacto sobre el sistema sanitario.

Gracias a ello, es de esperar que el sentimiento de los consumidores y la demanda, especialmente de servicios, se vean impulsados en 2022. También se espera que la construcción repunte considerablemente por la acumulación de proyectos de inversión y los planes de gasto del Gobierno. Al mismo tiempo, se espera que las exportaciones, que crecieron un espectacular 19% en 2021, continúen aumentando con fuerza, animadas por la entrada en vigor del RECEP y

(7) Si bien el proceso de vacunación comenzó en marzo de 2021 con la aprobación de la vacuna de Astrazeneca y la rusa Sputnik V, es solo a partir de julio cuando toma impulso, en medio de la ola de contagios, con la aprobación de las vacunas de Sinopharm, Moderna, Pfizer, J&J y CIGB. Así, en los últimos meses Vietnam ha vacunado a su población a un ritmo muy elevado, de más de un millón de dosis diarias. De esta forma, ha logrado administrar más de 100 mill. de dosis en la segunda mitad de 2021 y ha alcanzado con mucho adelanto su objetivo de vacunar con pauta completa al 70% de la población. Además, en Hanoi y Ho Chi Minh City, donde golpeó con más dureza el covid, la vacunación completa alcanza a más del 90% de la población.

a pesar de la reciente debilidad económica en China. Por todo ello, y teniendo en cuenta además el efecto base por el bajo crecimiento en 2021, se estima que el PIB de Vietnam podría crecer por encima del 7% tanto en 2022 como en 2023 (el FMI seguramente publicará en breve una revisión al alza de su previsión del 6,6% para 2021, realizada en octubre).

Gracias a que el impacto inicial de la pandemia fue contenido, Vietnam no tuvo que emprender políticas de estímulo drásticas y ahora no está sufriendo tensiones de precios excesivas. Se estima que la inflación se elevará desde el 1,8% de 2021 al entorno del 3% en 2022, cifras todavía por debajo del límite objetivo del 4% marcado por el Banco Central. En 2020 el Banco Central recortó en tres ocasiones el tipo de interés de referencia, desde el 6% hasta el 4%, donde ha permanecido durante 2021. Asimismo, es previsible que la autoridad monetaria mantenga los tipos de interés constantes durante la mayor parte de 2022 para apoyar la recuperación, elevando quizás las tasas de descuento y de referencia en 25 puntos básicos, a 2,75% y 4,25% respectivamente, en la segunda mitad del año. Por su parte, el tipo de cambio, que se gestiona bajo un sistema de flotación sucia (se permiten variación diarias de +/-3%) y que en el pasado ha registrado devaluaciones importantes en momentos de bajo crecimiento económico, ha registrado una notable estabilidad. Incluso a partir de julio de 2021 se ha apreciado ligeramente, desde los 23.000 dong/\$ al entorno de 22.600 dong/\$, lo que supone un claro gesto de flexibilización cambiaria por parte de las autoridades, tras el acuerdo alcanzado con EEUU para evitar ser incluido en la lista de países manipuladores cambiarios.



Fuente: Oxford Economics

## SECTOR BANCARIO BAJO SOSPECHA

El sector bancario es, quizás, el elemento más negativo dentro del análisis de riesgo-país de Vietnam, en buena medida por la estrecha relación con las empresas públicas, que siguen aquejando problemas de baja rentabilidad y de falta de transparencia en sus cuentas. El sector está a su vez dominado por los cuatro grandes bancos estatales (Vietcombank, BIDV, Vietinbank y Agribank), que representan la mitad de los préstamos totales.

No es, pues, de extrañar que el sector bancario genere dudas, debido a los bajos colchones de capital que presenta y a la dudosa calidad de sus activos. Este es precisamente el principal lastre que señalan las agencias de *rating* en cuanto a la calificación de la deuda soberana, como consecuencia del posible impacto de deuda contingente en caso de que se requiera acometer

rescates bancarios. El índice de adecuación de capital de los bancos estatales estaba en torno a un bajo 9,5% en septiembre de 2020. Mientras, la morosidad (NPL, por sus siglas en inglés), oficialmente por debajo del 3%, se cree que subestima ampliamente los problemas subyacentes de calidad de los activos, porque los préstamos reestructurados y los préstamos integrados en el VAMC (*Vietnam Asset Management Company*), el banco de recuperación de activos de Vietnam, no están incluidos. Así, se cree que incluyendo estas posiciones la morosidad podría estar en torno al 7%.

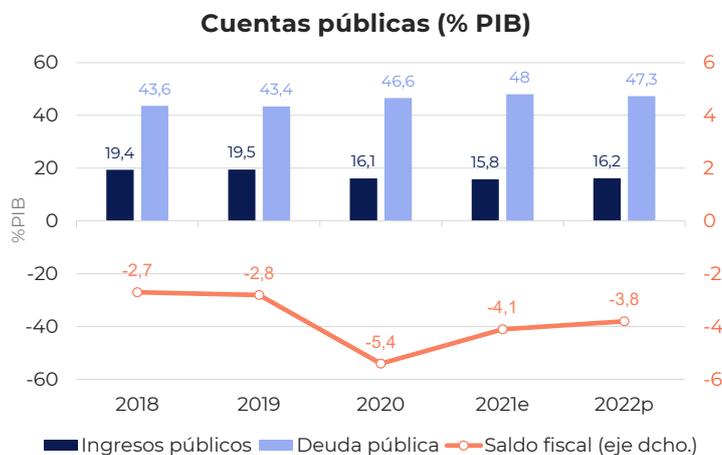
Otro elemento que maquilla las cuentas de los bancos es el alivio regulatorio relacionado con la pandemia, que amplió el alcance de los préstamos elegibles para la reestructuración. Recientemente se ha extendido el plazo de indulgencia en la clasificación de préstamos hasta junio de 2022. De todas formas, se considera que el sector bancario ha navegado razonablemente bien la crisis sanitaria gracias, en buena medida, a que el impacto sobre el crecimiento económico no ha sido excesivo. Algunos ratios así lo muestran: las provisiones para pérdidas crediticias entre los bancos aumentaron en 2020. Así pues, es de esperar que la mayoría de los bancos mantengan la cobertura de pérdidas crediticias hasta que la recuperación económica tenga una base más firme, algo que previsiblemente sucederá ya en 2022, lo que mitiga el riesgo de deterioro del sector a corto plazo.

### 3. SECTOR PÚBLICO

- ➔ Política fiscal de estímulos moderada frente a la crisis sanitaria. Los déficits públicos del 4-5% del PIB de los dos últimos años son manejables y comenzarán a moderarse ya en 2022. La recaudación tributaria sigue siendo reducida.
- ➔ El endeudamiento público es también moderado, si bien se ha elevado en los dos últimos años al 48% del PIB.
- ➔ La calificación de la deuda por parte de las agencias de *rating* colocan a Vietnam a dos escalones del grado de inversión, si bien esto no es un impedimento para que el Gobierno pueda financiarse en los mercados a un coste relativamente bajo.

El estímulo fiscal frente a la crisis sanitaria ha sido muy reducido en comparación con los países desarrollados, e incluso ha estado por debajo del promedio de los emergentes o de los países del ASEAN. En 2020, según datos del FMI, el estímulo fiscal presupuestario equivalió tan solo al 1,7% del PIB, y se centró principalmente en el aplazamiento de impuestos y en el incremento de las partidas sanitarias. No obstante, esto ha otorgado al país un mayor margen a partir de 2021, cuando la situación empeoró de manera imprevista. Así, el Gobierno ha aprobado una serie de medidas de estímulo, que se aplicarán principalmente en 2022, valoradas alrededor del 4% del PIB, que incluyen un mayor gasto en infraestructuras así como un recorte fiscal (varios tipos de bienes y servicios tendrán derecho a una tasa de IVA reducida del 8%, en lugar del 10% actual) para el período comprendido del 1 de febrero al 31 de diciembre de 2022). En cualquier caso, el impacto sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas es limitado.

En 2020 el déficit fiscal ascendió al 5,4% del PIB y en 2021 se estima en el 4,1%. En 2022, a pesar del mayor impulso del gasto, dado que la economía crecerá con fuerza, se espera que la magnitud del déficit sea de nuevo asumible, en torno al 4% del PIB. Estas cifras son manejables y muy reducidas en comparación con las registradas por la mayor parte de los países durante la pandemia.



Fuente: FMI, Oxford Economics

Quizás el elemento más negativo de las cuentas públicas es la escasa recaudación fiscal, de tan solo el 16% del PIB. Existe un problema generalizado de evasión fiscal, a pesar de que los tipos impositivos son reducidos y hay una larga lista de exenciones fiscales. En cualquier caso, la financiación del déficit público no reviste problemas. En buena medida, esto se debe al moderado nivel del endeudamiento público. Si bien la crisis actual ha provocado que la deuda pública se eleve considerablemente, hasta una cifra estimada del 48% del PIB en 2021, esta sigue siendo una cifra manejable y además algo más del 40% es de carácter doméstico. Vietnam no cuenta con grado de inversión en sus emisiones de deuda pública internacionales, si bien está a tan solo dos escalones de la misma y las agencias mantienen la calificación en perspectiva positiva. Además, la rentabilidad de sus bonos internacionales registra unos *spread* de poco más de 80 puntos básicos a enero de 2022, cifras similares a las de muchos países con grado de inversión.

	Moody's	S&P	Fitch
Indonesia	Baa1	BBB+	BBB+
Filipinas	Baa2	BBB+	BBB
India	Baa3	BBB-	BBB-
<b>VIETNAM</b>	<b>Ba3</b>	<b>BB</b>	<b>BB</b>
Camboya	B2	B	--

El grado de inversión comienza en **Baa3** (Moody's) y **BBB-** (S&P y Fitch)

Fuente: Trading Economics

## 4. SECTOR EXTERIOR

- País muy abierto al exterior gracias a su potente sector manufacturero y a su intensa inserción en las cadenas de valor internacionales como plataforma de fabricación intermedia.
- El auge de la demanda internacional de bienes electrónicos durante la pandemia ha sido clave para que Vietnam registre una evolución muy positiva de su balanza comercial y saldos favorables por cuenta corriente.
- Notable entrada de inversión extranjera. A pesar de la caída de los flujos de inversión directa durante los dos últimos años, es previsible que se recuperen a partir de 2022.
- Endeudamiento externo reducido en proporción al PIB (39%) y notable volumen de reservas (cubren el 70% de toda la deuda externa).

### NOTABLE CAPACIDAD EXPORTADORA

Vietnam es un país con una amplia apertura al exterior merced a la intensa inserción de su sector industrial en las cadenas de valor internacionales y al importante desarrollo que ha tenido en las últimas décadas la industria de reexportación de manufacturas. El coeficiente de apertura al exterior (exportaciones e importaciones de bienes y servicios sobre el PIB) era de un espectacular 183% en 2021. Sus ventas al exterior están protagonizadas por los productos electrónicos, que suponen más de la mitad de las totales, siendo el grueso de las mismas los equipos de telecomunicaciones, teléfonos móviles, computadoras, semiconductores y sus componentes. Le sigue en importancia el sector textil, que junto al calzado aporta cerca de una quinta parte de las exportaciones y, por último, el sector agrícola y pesquero, con cerca del 10% de las exportaciones, en el que destacan el arroz, café, cacahuetes y mariscos. Por su parte la composición de las importaciones refleja el carácter reexportador del sector exterior, ya que nuevamente sobresalen los componentes electrónicos, con cerca de un tercio de las compras, seguidos de los productos textiles con un 10%. También destacan por su importancia creciente las compras de petróleo, gas y derivados, que ascienden en conjunto ya a más de 10.000 mill.\$ anuales.

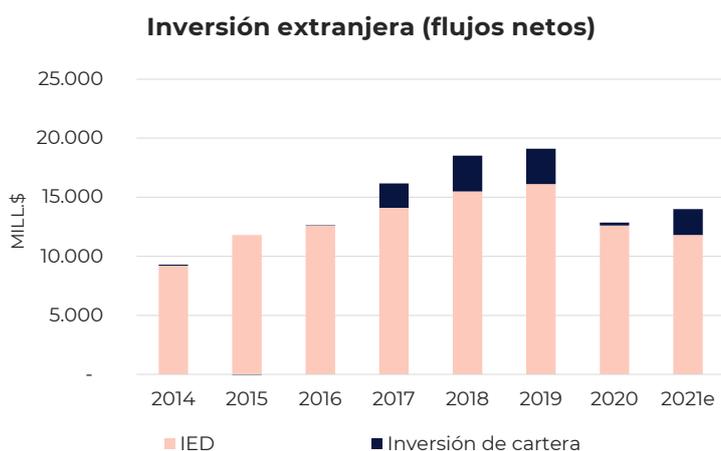
EEUU es el principal destino de las exportaciones vietnamitas, concentrando algo más de una quinta parte de las ventas al exterior. China es el segundo, con aproximadamente el 14% de las mismas. Le siguen otros países de la región, como Japón y Corea del Sur, con cerca del 7%. En el lado de las importaciones destaca sobremanera China como el gran suministrador de componentes para la industria vietnamita, con algo más de un tercio de todas las compras al exterior, seguido por Corea del Sur (18%) y Japón (6%).



Fuente: FMI, Oxford Economics

En la pasada década las exportaciones han crecido de manera sostenida a tasas de dos dígitos y, durante la pandemia, han sido el principal baluarte que ha amortiguado el impacto de la recesión mundial y la caída de los ingresos turísticos. En 2020, a pesar de la contracción del comercio mundial, las exportaciones de bienes se expandieron un 7,1%, y ya en 2021 lo hicieron un espectacular 19%, hasta alcanzar 336.300 mill.\$.

Por su parte, el crecimiento de las importaciones se desaceleró hasta el 3,7% en 2020, para dispararse en 2021 un 26%, en buena medida por el propio impulso del sector exportador y también por la reactivación de los planes de inversión. Por su parte, la venta de servicios se ha contraído con fuerza con motivo del cierre turístico los dos últimos años. Los ingresos por servicios pasaron de casi 20.000 mill.\$ de 2019 a apenas 7.000 mill. y 10.000 mill.\$, respectivamente, en 2020 y 2021. En resumen, el superávit comercial de Vietnam se disparó en 2020, lo que le permitió registrar un superávit por cuenta corriente similar al del año anterior (3,6%), mientras que en 2021 se estima que se podría haber registrado un ligero déficit por cuenta corriente debido al fuerte repunte de las importaciones. Se espera que en 2022 vuelva a registrarse nuevamente un superávit del 3-4% del PIB.



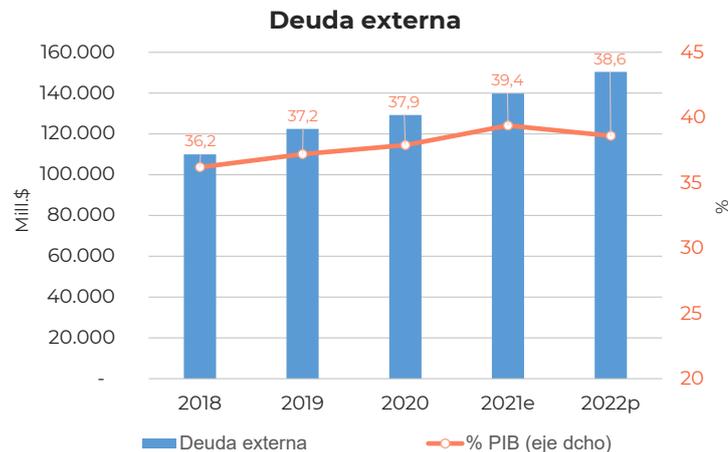
Fuente: IIF

En cuanto a la inversión extranjera, Vietnam ha estado atrayendo un importante y creciente volumen de inversión extranjera directa (IED) en las últimas décadas. Los bajos costes de su mano de obra, bien cualificada comparativamente además; las perspectivas de crecimiento de

su mercado y la posibilidad de utilizar el país como plataforma exportadora gracias a su apertura comercial y a sus tratados comerciales han propiciado que se registren cifras relativamente elevadas de IED. Con anterioridad a la pandemia, la IED en términos netos superó los 16.000 mill.\$, lo que suponía el 5% del PIB. En los dos últimos años estas cifras se han reducido drásticamente, pero han sido todavía notables, cercanas a los 12.000 mill.\$. Por su parte, la inversión extranjera en cartera es limitada, lo que permite que el país no se vea excesivamente afectado en momentos de crisis cuando estos flujos se contraen rápidamente, como en 2020, que en términos netos fue prácticamente nula.

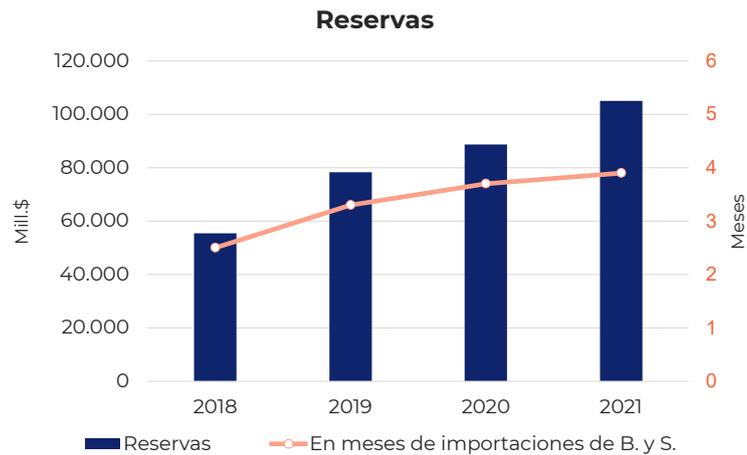
## DEUDA EXTERNA REDUCIDA Y BUEN NIVEL DE RESERVAS

El nivel de endeudamiento externo y el volumen de reservas internacionales son un buen soporte de la solvencia externa. La deuda externa viene creciendo de forma progresiva, aunque se mantiene con relación al PIB en niveles moderados. En 2021 se estima que alcanzó los 139.800 mill.\$, lo que supone un 39,4% del PIB. En 2022 se estima que con la recuperación del crecimiento vuelva a situarse en torno al 38% que registraba antes de la pandemia.



Fuente: IIF

La estructura de la deuda es poco preocupante. El 77% está contraída a medio y largo plazo y soporta un coste relativamente bajo, si bien esto se debe en buena medida a que cerca del 40% está denominada en dólares (el FMI estima que el peso de la deuda en dólares debería caer al 30% en 2025). Por otra parte, dada la amplia apertura al exterior, el ratio del servicio de la deuda en relación a las exportaciones de bienes y servicios es muy reducido. En 2021 el servicio de la deuda se estima que ascendió a 20.800 mill.\$, lo que supone un escaso 6,2% de los ingresos corrientes externos.



Fuente: IIF

Al igual que en muchos países del sudeste asiático, el Banco Central ha favorecido una política de acumulación de reservas, propiciada por los superávits por cuenta corriente, los recurrentes flujos de inversión y una política de tipo de cambio competitiva. Así, en 2021 el nivel de reservas continuó creciendo a buen ritmo y ha alcanzado ya un volumen muy elevado, si bien el ratio tradicional de reservas no lo refleja correctamente. En efecto, en 2021 se estima que las reservas superan ya ligeramente los 100.000 mill.\$ (dato a septiembre de 2021), lo que no solo cubre holgadamente toda la deuda externa de corto plazo, sino que podría amortizar más del 70% de toda la deuda externa. Sin embargo, debido a la enorme apertura al exterior o, dicho de otro modo, al elevado peso de las importaciones respecto al PIB, el ratio tradicional, medido en función de los meses de importaciones de bienes y servicios que cubren es de únicamente 3,9 meses, que está solo ligeramente por encima de los 3 meses usado generalmente como criterio de demarcación del riesgo de liquidez.

## 5. CONCLUSIONES

- El PCV ejerce un férreo control del sistema político y de los movimientos opositores. Cuenta, además, con la legitimidad que le da la mejora de las condiciones de vida gracias a las altas tasas de crecimiento propiciadas por el proceso de reformas económicas. Las posibilidades de que se produzcan movimientos populares multitudinarios de protesta son escasas. Si bien la concentración de poder en manos del Secretario General Trong es preocupante por la erosión del sistema de decisión colegiada y por la eventualidad de que a su muerte en el cargo se produzca una lucha de poder, consideramos que el riesgo de que esto provoque una desestabilización del sistema político es bajo.
- Las tensiones con China por las disputas territoriales en el Mar del Sur de la China, enmarcadas además en la creciente rivalidad entre Washington y Pekín, y la rápida militarización de la zona son un elemento de riesgo significativo a medio plazo. Aun cuando el riesgo de un enfrentamiento militar directo es prácticamente nulo, no es descartable que incidentes como los de 2017 o 2019 deriven en una disrupción de las relaciones con su principal socio comercial de graves consecuencias.
- Vietnam tiene un alto potencial de crecimiento. No solo ha registrado tasas de crecimiento elevadas durante varias décadas sino que, superada la crisis sanitaria, se espera que crezca a tasas cercanas al 7% a medio y largo plazo. Cuenta además con unas cuentas públicas y externas relativamente saneadas y aplica una política fiscal, monetaria y cambiaria prudente. Todo ello hace que el riesgo de impago del soberano sea bajo. En este aspecto, únicamente la endeble situación del sistema bancario plantea algunas dudas por la posibilidad de que impacte tanto en el crecimiento como en la necesidad de un rescate financiero por parte del Estado.