

# document de travail

janvier 2006

11

Vietnam : les vulnérabilités macro-financières  
associées au processus d'émergence

François-Xavier Bellocq (bellocqfx@afd.fr)

Jean-Raphaël Chaponnière (chaponnièrjr@afd.fr)



Département de la Recherche

Agence Française de Développement 5 rue Roland Barthes  
Direction de la Stratégie 75012 Paris - France  
Département de la Recherche www.afd.fr

# Sommaire

---

	<b>Introduction et synthèse</b>	<b>4</b>
<b>1.</b>	<b>La croissance vigoureuse pourrait ralentir du fait de l'insuffisance des infrastructures alors que le pays va être confronté à un exode rural important</b>	<b>5</b>
1.1	La capacité d'absorption de la population active par le régime de croissance pourrait être insuffisante	5
1.2	La pérennité du régime d'investissement n'est pas assurée du point de vue de son financement	6
<b>2.</b>	<b>La forte croissance du crédit dans le cadre d'un système bancaire opaque et mal régulé est à la base d'un risque financier significatif</b>	<b>10</b>
2.1	Malgré l'absence de transparence des banques et des autorités monétaires, plusieurs éléments révèlent les fragilités du système bancaire vietnamien	10
2.2	La réforme du système bancaire est enclenchée mais elle est demeurée très peu efficace à ce stade	13
2.3	La forte croissance du crédit récemment observée suscite des inquiétudes sur la qualité à venir des créances bancaires et sur la conduite de la politique monétaire	13
2.4	Point positif, il existe probablement des degrés de liberté au niveau des finances publiques pour consolider le secteur bancaire	18
<b>3.</b>	<b>L'insertion internationale du pays se traduit par des déficits courants en augmentation mais qui demeurent financés sans difficulté à ce stade</b>	<b>20</b>
3.1	Les exportations vietnamiennes sont diversifiées et devraient continuer de progresser sur la base de leur compétitivité-prix	20
3.2	L'absence de filière industrielle explique le contenu élevé en importations des exportations et le creusement du déficit commercial	21
3.3	L'accroissement du déficit courant a jusqu'à présent été financé sans difficulté	22

---

## Liste des graphiques

1.	Contribution à la croissance du PIB	5
2.	Taux de croissance	5
3.	Taux d'investissement (en % du PIB) et ICOR	7
4.	Contribution de la demande intérieure à la croissance	7
5.	Croissance du PIB et de la FBCF	7
6.	Investissement dans les infrastructures	7
7.	Création d'entreprises et actionnarisation	9
8.	Répartition de la production industrielle et de la FBCF	9
9.	Croissance du crédit en valeur et en volume	14
10.	Crédits à l'économie, hors DAF	14
11.	Part des crédits en devises dans le total des crédits	14
12.	Taux d'intérêts sur les crédits en Vdong et USD (en %) et spreads (en pdb)	14
13.	Crédits et dépôts en devises et ratio de couverture	15
14.	Taux de change du Vdong par rapport à l'USD et l'Euro	15
15.	Ratios de liquidité en devises de la SBV	16
16.	Inflation	17
17.	Dettes publiques	19
18.	Impact des deux scénarios de recapitalisation sur la dette publique	19
19.	Contribution à la croissance des exportations 2000/2004	20
20.	Parts de marché de la Chine, de Taiwan et du Vietnam sur le marché américain	20
21.	Exportations et importations hors pétrole et solde commercial	22
22.	Taux d'exportation et de pénétration en 2002	22
23.	Solde courant et solde courant hors pétrole	23
24.	Stock et service de la dette externe	23

## Liste des tableaux

1.	Investissement dans les infrastructures (2001 – 2005) par source de financement	9
2.	Besoin en provisions et en capital des quatre principales banques publiques	13
3.	Principaux éléments du budget de l'Etat	19

## Introduction et synthèse

Depuis le début des années 1990, le Vietnam connaît une croissance élevée et peu volatile dont la diffusion à l'ensemble de la population a été remarquable comme en témoigne la réduction du taux de pauvreté (ramené de 58 % en 1993 à 22 % en 2005). Ce régime de croissance est actuellement le point fort de cette économie. Pour le moyen terme, l'exode rural et le financement des infrastructures constituent cependant des enjeux importants susceptibles de remettre en cause l'amélioration de la situation économique et sociale enregistrée jusqu'ici. A moins d'un engagement du secteur privé (et des investisseurs étrangers) dans le financement des infrastructures, on peut craindre un ralentissement accompagné d'une augmentation de la dette publique.

Le système financier vietnamien est très largement opaque mais plusieurs éléments révèlent qu'il concentre des vulnérabilités loin d'être négligeables. Les vulnérabilités les plus immédiates découlent de besoins en provisions et en capital très importants dans le système bancaire (selon les standards internationaux, les quatre principales banques publiques montrent des déficits en capital importants). Les autorités vietnamiennes semblent progressivement prendre la mesure de ces vulnérabilités et des risques qu'elles impliquent en matière de stabilité financière dans un contexte où le secteur bancaire est en passe de s'ouvrir à la concurrence internationale. Mais, de fait, les réformes du système financier initiées au début de la décennie 2000 ont avancé très lentement jusqu'ici : programme de recapitalisation tout juste commencé au regard des besoins en capital, supervision quasiment inexistante comme en témoigne le non respect de la norme réglementaire de capital adequacy ratio (CAR) à 8 % institué en 1999. Dans ce cadre déjà fragile, un accroissement des vulnérabilités du systè-

me financier vietnamien à moyen terme ne doit pas être exclu pour deux raisons : la forte croissance du crédit actuellement observée pourrait conduire à une hausse de l'encours de prêts non performants rapporté au PIB, augmentant ainsi le coût de l'assainissement bancaire ; la dollarisation du système financier pourrait complexifier la politique monétaire, notamment en cas de tensions sur la liquidité en devises des dépôts. Au final, le point positif vient de ce que l'Etat vietnamien a actuellement les moyens de mettre à niveau son système bancaire dans la mesure où les finances publiques sont globalement saines (au regard des informations disponibles), où le secteur bancaire est relativement peu profond (les crédits représentent moins de 60 % du PIB) et où l'attractivité du marché financier local aux yeux des banques internationales semble assez forte, notamment dans la perspective d'adhésion à l'OMC.

Sur le plan des équilibres externes, le Vietnam bénéficie d'une structure d'exportation assez bien diversifiée tant sur le plan sectoriel que géographique. Le Vietnam est l'un des rares pays au monde capable de rivaliser avec la Chine sur les marchés des produits à haute intensité de main-d'œuvre. Même si le solde des opérations courantes est déficitaire, ce déficit est actuellement contenu par l'accroissement des exportations d'hydrocarbures et les transferts de revenus réalisés par la diaspora vietnamienne. Au total, grâce aux flux d'aide publique au développement (APD) et aux entrées nettes d'investissements directs étrangers (IDE), le financement du déficit courant ne pose pas de problème actuellement et les réserves en devises, bien que limitées, ont récemment eu tendance à augmenter. De ce point de vue, la rigidité du régime de change (ancrage à crémaillère sur le dollar) n'est pas aujourd'hui une source de tensions majeures sur les équilibres externes.

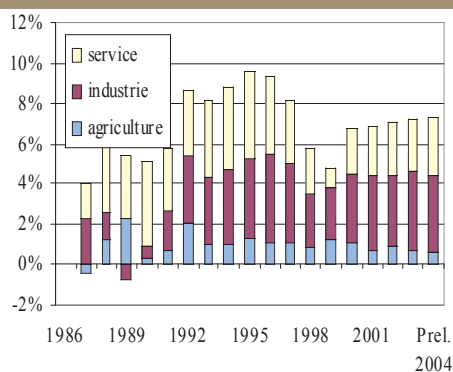
# 1. La croissance vigoureuse pourrait ralentir du fait de l'insuffisance des infrastructures alors que le pays va être confronté à un exode rural important

## 1.1. La capacité d'absorption de la population active par le régime de croissance pourrait être insuffisante

■ **Les performances de l'agriculture vietnamienne masquent l'existence d'un sous-emploi considérable dans les zones rurales qui annonce un exode vers les zones urbaines important.** Le transfert d'actifs vers l'industrie et les services explique la croissance vietnamienne : ces départs qui ne réduisent pas la production agricole, augmentent la productivité de l'ensemble de l'économie. L'industrie (construction inclu), qui contribue aujourd'hui à hauteur de 41 % à la formation du PIB (contre 28,8 % en 1995), explique près de 60 % de la croissance depuis 5 ans (graphique 1). Au contraire, la contribution de l'agriculture est négligeable.

La croissance de l'agriculture a ralenti depuis 2000 (graphique 2). Une inflexion qu'expliquent les aléas climatiques et les problèmes rencontrés sur les marchés extérieurs : ce secteur exporte en effet près de 35 % de sa production, soit 10 % de la récolte de riz (second exportateur mondial de riz) et l'essentiel des productions de café, thé, huile et caoutchouc est exporté.

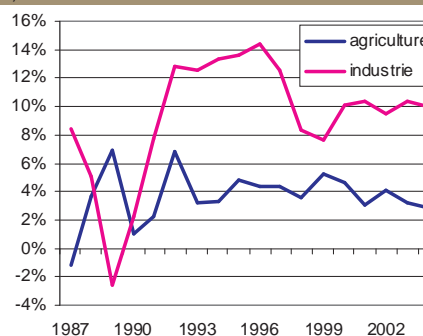
Graphique 1. Contribution à la croissance du PIB



Sources : General Statistics Office (GSO), calculs des auteurs.

■ **A moyen et long terme, la comparaison entre la place de l'agriculture dans le PIB (20 %) et l'emploi (57 % en 2005) montre que l'économie vietnamienne devra absorber une proportion importante des emplois agricoles.** Si la population active agricole a diminué de façon relative (68 % en 1990), elle a augmenté en valeur absolue jusqu'en 1999. Les migrations vers les hauts plateaux et le développement des cultures industrielles n'ont pas suffi à alléger la pression sur le foncier (3 à 4 actifs par hectare). Les enquêtes montrent que les petites exploitations ne subsistent que par défaut d'alternatives. La productivité du travail des activités non-agricoles est six fois plus forte que celle des activités agricoles, un ratio deux fois plus élevé que celui constaté dans l'Asie de l'Est dans les années 1960 et 1970. Cette comparaison suggère que, toutes choses étant égales par ailleurs, le sous-emploi concernerait 50 % des actifs agricoles<sup>1</sup>. Cette situation pose plus de problèmes qu'en Chine où, dans les années 1980, une par-

Graphique 2. Taux de croissance (en %)



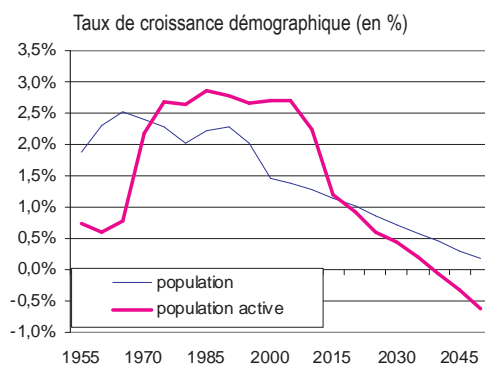
tie de ces sureffectifs avaient été absorbée par les entreprises manufacturières de village – “Townships village enterprises”. Ce type d’absorption sera plus difficile au Vietnam où les campagnes sont plus agricoles que les campagnes chinoises : les organisations collectives, moins développées pendant la période socialiste, n’ont pas résisté à la suppression des subventions mise en œuvre au début des années 1990.

Les restrictions administratives à la mobilité ont freiné l’exo-

de rural et le taux d’urbanisation est deux fois moins élevé qu’en Indonésie. Mais la situation devrait évoluer peut-être plus rapidement que semblent l’envisager les documents préparatoires du Plan 2006-2010 : ils prévoient que la population active agricole sera ramenée à 50 % en 2010 et que tous les emplois nouveaux (7,5 millions) seront créés par l’industrie et les services, faisant ainsi le pari qu’il n’y aura pas d’exode rural (l’emploi agricole restant en effet constant à 30 millions).

### Encadré 1. Vers la fin de l’aubaine démographique

La population vietnamienne, 83 millions d’habitants en 2005, atteindra 89 millions en 2010. L’augmentation de la population active (15-64 ans) sera plus rapide passant au cours de la même période de 50 millions à 59 millions d’habitants. La croissance démographique a été ramenée à 1,4% par an (2005) et l’indice conjoncturel de fécondité a chuté de 5,9 enfants aux lendemains de la guerre de libération (1975) à 2,3 actuellement ; selon les variantes des Nations unies, il diminuera jusqu’au taux de remplacement (2,1) voire en dessous (1,9) à la fin de la décennie.



de remplacement (2,1) voire en dessous (1,9) à la fin de la décennie.

Selon ces projections, la croissance de la population active qui a ralenti depuis 2000 sera inférieure à la croissance démographique entre 2015 et 2020. Le ratio de dépendance (rapport entre le nombre des 15 – 64 ans et celui des inactifs) diminuera de 54 % (2005) jusqu’à un minimum de 43 % en 2020 et augmentera avec le vieillissement qui sera assez lent. Cela signifie que le Vietnam approche de la fin de l’aubaine démographique qui avait débuté vers 1975. En lançant les réformes (« doi moi ») en 1986, le Vietnam a pu capitaliser sur cette aubaine pour dynamiser sa croissance.

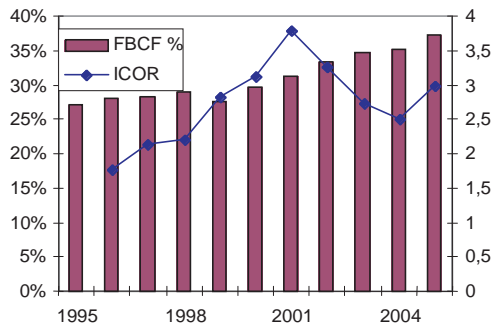
## 1.2. La pérennité du régime d’investissement n’est pas assurée du point de vue de son financement

■ **La part de l’investissement dans le PIB (36 % en 2005) situe le Vietnam à la seconde place en Asie où, à l’exception de la Chine, l’investissement a chuté après la crise de 1997.** En rassurant les investisseurs (dont les Vietkeu, c’est-à-dire la diaspora vietnamienne) sur l’orientation de la politique économique, la signature du traité commercial avec les Etats Unis a dynamisé l’investissement (graphique 4) qui a contribué à près de 40 % de l’augmentation du PIB entre 2000 et 2005.

■ **La tendance à la baisse de l’efficacité de l’investissement doit être relativisée.** L’évolution sur longue période (1994-2004) de l’ICOR (*Incremental Capital Output Ratio*) - rapport entre l’investissement et l’accroissement du PIB - fait apparaître une tendance à la hausse : cela signifie que le Vietnam doit davantage investir pour maintenir constant

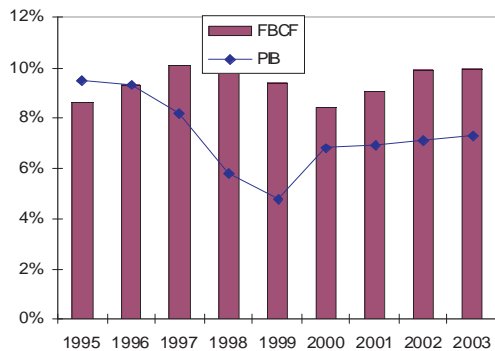
<sup>1</sup> Pour ramener le ratio productivité non agricole / productivité agricole de 6 à 3, il faut – à production agricole constante – diviser par deux les effectifs de l’agriculture.

**Graphique 3.** Taux d'investissement (en % du PIB) et ICOR  
(Taux d'investissement rapporté au taux de croissance du PIB)



Sources : GSO, calculs des auteurs.

**Graphique 5.** Croissance du PIB et de la FBCF  
(en %)



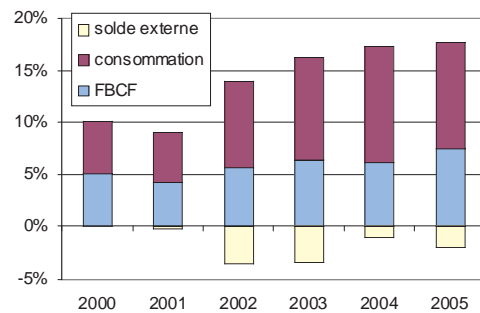
Source : GSO, calculs des auteurs.

son rythme de croissance. Autrement dit, l'efficacité de l'investissement diminue. Cette appréciation macroéconomique doit toutefois être nuancée en tenant compte de l'effort consacré aux infrastructures.

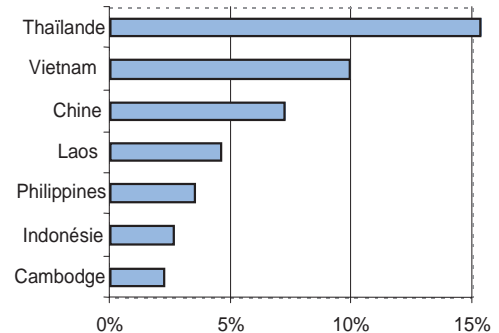
Cet effort d'investissement s'accompagne de la modernisation de l'appareil industriel : selon les statistiques du commerce international, les importations de machines (hors électronique<sup>2</sup>) étaient, en 2003, la moitié de celle de la Thaïlande dont l'économie est (officiellement) quatre fois plus grande.

■ **L'Etat vietnamien a fait un effort remarquable de rattrapage pour mettre ses infrastructures au niveau de la région mais il n'aura pas les moyens de financer l'effort d'investissement requis pour accompagner la poursuite de la croissance au même rythme.** Au cours des dix dernières années, le Vietnam a réalisé un effort considérable pour développer les infrastructures auxquelles il a consacré 3,2 % du PIB entre 1994 et 2002 et 4,5 % du PIB entre 2002 et 2005, soit un effort deux fois plus important

**Graphique 4.** Contribution de la demande intérieure à la croissance (en %)



**Graphique 6.** Investissement dans les infrastructures (% PIB)



Source : Banque Asiatique de Développement.

que dans les pays de l'ASEAN (graphique 6) depuis la crise et comparable à celui de la Chine depuis dix ans.

La production électrique a suivi la demande et le programme d'électrification rurale a permis de connecter 88 % des ménages. La croissance du réseau de télécommunications (une augmentation de 32 % par an du nombre de lignes, soit un rythme plus élevé qu'en Chine) a porté le ratio de télédensité (lignes pour 100 habitants) à 9,2 (soit plus qu'en Indonésie). En revanche la pénétration d'Internet est très faible (3 %) et cantonnée aux zones urbaines.

Cet effort s'est accompagné d'une baisse des prix. Celui du kwh vietnamien est l'un des plus bas de l'ASEAN et le tarif industriel (5,4 à 6,2 cents par kwh) est inférieur de 30 % à celui des provinces côtières chinoises. Depuis l'ouverture des télécommunications à la concurrence, les prix des appels internationaux sont inférieurs de 7 % à ceux de la

<sup>2</sup> Pour contourner le problème posé par les importations de composants qui sont seulement assemblés.

Tableau 1. Investissement dans les infrastructures (2001 – 2005) par source de financement

En % du PIB	Usagers	APD	Budget	Obligations	Banques	Privé	Total	Besoins 2006/10
Transport		1,7	0,8	1,2	0,1	0,2	4,0	8,5
Electricité	0,9	1,2	0,1			1,2	3,4	4,7
Télécommunications	0,8						0,8	0,8
Eau	0,1	0,3	0,1			0,1	0,6	1
<b>total</b>	<b>1,8</b>	<b>3,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>0,1</b>	<b>1,5</b>	<b>8,8</b>	<b>15</b>
Part dans infrastructures	21	37	11	14	1	16	100	

Source : Banque Mondiale (étude en cours).

région. Le prix du transport par camion est également l'un des plus faibles dans la région.

L'Etat, qui a privilégié la route, a peu investi dans les voies fluviales et les ports. Si le coût des services portuaires est comparable à ceux pratiqués dans la région, le Vietnam demeure handicapé par la faible capacité d'accueil de ses ports : cela oblige à des transbordements vers des navires de plus gros tonnage qui renchérissent le coût du fret.

■ **Même s'il y a quelques ratés (délestages d'électricité, début de congestion portuaire), la croissance n'a pas été entravée par les infrastructures. Cet effort a été porté par la puissance publique qui a bénéficié d'aide concessionnelle : usagers et secteur privé ont financé seulement 37 % de l'investissement.**

Maintenir une croissance de 7 % exigera de consacrer davantage aux infrastructures (tableau 1) : des études en cours de la Banque mondiale estiment cet effort à 8,5 % du PIB pour le transport, 4,7 % pour la production d'électricité. Au total, le Vietnam devrait ainsi consacrer 15 % du PIB aux infrastructures entre 2006 - 2010 au lieu de 9 % pendant la période précédente.

La faisabilité de cet effort suppose une modification de ses modes de financement. Le Vietnam aura moins accès aux aides concessionnelles et les arbitrages budgétaires (santé, éducation) ne permettront pas à l'Etat de consacrer davantage aux infrastructures. Le financement devra s'appuyer sur la participation des usagers (péage, hausse des prix), l'emprunt (au niveau central mais de plus en plus au niveau des provinces) et sur l'engagement privé (étranger et vietnamien).

■ **L'augmentation des initiatives individuelles et le désengagement de l'Etat contribuent à l'émergence du secteur privé mais celui-ci ne sera peut être pas en mesure de financer l'effort d'investissement nécessaire à la poursuite de la croissance.** La décollectivisation a contribué à la recrudescence d'activités privées informelles mais les entreprises privées formelles étaient peu nombreuses jusqu'à l'adoption de la loi de 2 000 qui, en facilitant les procédures d'enregistrement, a accéléré leur création (5 000 par an en moyenne dans les années 1990, 50 000 prévues en 2005 : graphique 7). Elles ont commencé dans des activités liées à l'agriculture (dont l'aquaculture), se sont multipliées dans les services et abordent l'industrie légère, un secteur en partie occupé par les filiales asiatiques exportatrices. Encore entravées par les contraintes administratives et les difficultés d'accès au crédit, les entreprises privées vietnamiennes ont une taille modeste et n'assuraient que 8 % du PIB avec 2 % de l'emploi en 2002 (leur part dans l'emploi total aurait doublé en 2004).

Le nombre des entreprises d'Etat a été ramené de 12 300 en 1991 à 4 000 en 2005 (dont la moitié de PME) et, avec moins de 10 % des emplois, elles assurent 40 % du PIB. Elles occupent une place marginale dans l'agriculture, forte dans l'industrie (32 % de la production) et les infrastructures et considérable dans le secteur bancaire. Mais avec l'ouverture du capital des entreprises d'Etat, la frontière entre le public et le privé devient floue. Associés à des investisseurs privés, les cadres deviennent actionnaires et les dividendes constituent un élément parfois important de la rémunération. Si les plus grandes entreprises d'Etat (dont l'électricité, le transport aérien les télécommunications) sont bénéficiaires, les autres, soumises à des



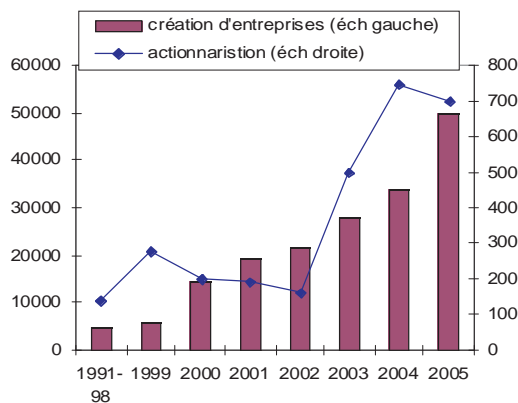
contraintes financières molles, affichent des résultats médiocres.

L'ensemble des activités privées (dont le secteur informel et les entreprises étrangères) assure les deux tiers de la production industrielle (2005) et 45 % de la FBCF (2005) (Graphique 8)

■ **La poursuite d'un rythme rapide de croissance dépendra de la capacité de réforme de l'Etat et d'un plus grand engagement du secteur privé dans l'investissement : si ce dernier s'avérait insuffisant, on assisterait à un ralentissement de l'économie et à un accroissement de la dette publique.** Le principal danger est que le rythme des réformes ne soit pas à la hauteur dans le cas des infrastructures : les entreprises doivent en

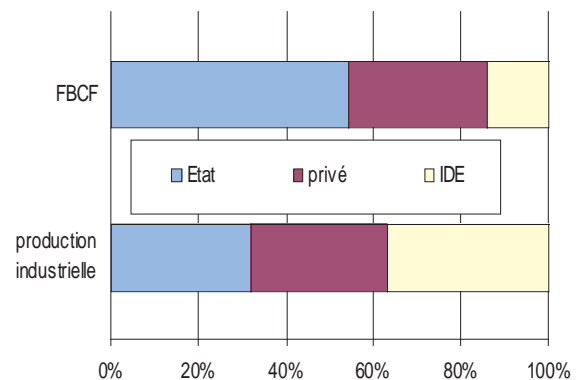
effet répondre à une demande qui croît très rapidement tout en procédant à des réformes de structures dans le cadre de l'adhésion à l'OMC. Le secteur privé vietnamien n'est peut-être pas assez étoffé pour prendre la relève du secteur public alors que, par ailleurs, le Vietnam n'apparaît pas encore sur le « radar » des grands investisseurs étrangers. Ces derniers seront en outre réticents à s'engager dans des opérations de BOT qui, dans la région - Thaïlande, Indonésie - ont souvent conduit à des échecs. Cela fait courir deux types de risque : i) un ralentissement de l'économie que provoquera la congestion des infrastructures à l'instar de ce qu'a connu la Thaïlande du début de la décennie 1990 et ii) un accroissement de l'endettement de l'Etat et des provinces, pour pallier aux réticences du secteur privé.

**Graphique 7.** Création d'entreprises et actionnarisation



Source : Dragon Capital.

**Graphique 8.** Répartition de la production industrielle et de la FBCF (2005 en %)



Source : GSO.

**Encadré 2. Ralentissement et risque social ?**

La croissance a permis une réduction de la pauvreté (de 58 % de la population à 22 % entre 1993 et 2005) mais elle s'est accompagnée d'un accroissement des disparités entre les provinces qu'aggrave le surpeuplement des campagnes. Cela explique l'absence de corrélation entre les fluctuations de la production et de la consommation au niveau national. Mais à la différence de la Chine, le Vietnam connaît moins de disparités dans l'accès aux services publics (santé et éducation) et les inégalités se concentrent sur les minorités ethniques. Cette situation devrait éviter qu'un ralentissement ne provoque des révoltes sociales analogues à ce que l'on constate en Chine. Toutefois, un niveau de corruption plus élevé qu'en Chine et la montée rapide du prix du foncier qui freine l'investissement dans le logement social urbain sont autant d'évolutions préoccupantes.

## 2. La forte croissance du crédit dans le cadre d'un système bancaire opaque et mal régulé est à la base d'un risque financier significatif

### 2.1. Malgré l'absence de transparence des banques et des autorités monétaires, plusieurs éléments révèlent les fragilités du système bancaire vietnamien

■ **L'opacité du système financier vietnamien est une contrainte majeure pour l'évaluation et le suivi du risque systémique de ce pays.** Pour ce qui concerne le secteur bancaire, qui représente l'essentiel du système financier, les données publiées par la Banque centrale (*State Bank of Vietnam*, ou SBV par la suite) ne permettent pas d'apprécier le niveau de la capitalisation, la qualité de l'actif et les structures de bilans du point de vue des maturités ou de l'intermédiation en devises.

Ce manque d'information ne résulte pas uniquement d'une

volonté de confidentialité de la part des autorités de supervision. Celles-ci semblent au contraire prendre progressivement conscience des problèmes posés par l'opacité de l'information. Il est aussi le produit de pratiques défailtantes au sein des banques commerciales, notamment au sein des quatre principales banques commerciales d'Etat se trouvant en position dominante sur le marché (voir encadré). Historiquement, ces banques fonctionnaient essentiellement comme des sources de financement pour l'Etat et leur gestion n'était donc pas fondée sur des critères d'allocation efficace des ressources.

#### Encadré 3. Brève description des acteurs du secteur bancaire vietnamien

- Le secteur bancaire vietnamien est très concentré. Il est structuré autour de quatre grosses banques publiques représentant environ 70 % du crédit et des dépôts : la Banque pour l'agriculture et le développement rural est la plus importante (son portefeuille de prêts représente 6,4 Mds Euros en 2004) devant la Banque pour l'investissement et le développement (3,3 Mds Euros d'encours de prêts). Arrivent ensuite la Banque pour l'industrie et le commerce (3,2 Mds Euros) puis la Banque pour le commerce extérieur (2,4 Mds Euros de prêts).
- Les *Joint-Stocks Banques* sont des banques semi-privées dans lesquelles l'Etat conserve une participation. Selon la Banque mondiale, elles sont au nombre de 43 et allouent 12 % du crédit. Leur taille est modeste et elles opèrent généralement sur des niches.
- Les 26 banques étrangères représentent 15 % du crédit. Leur importance est appelée à croître en raison de l'ouverture du secteur bancaire vietnamien aux banques américaines prévue à partir de 2009 au titre de l'accord de libre-échange signé avec les Etats-Unis (USBTA) d'une part, et de l'adhésion probable du Vietnam à l'OMC qui prévoit également l'ouverture, en 5 à 7 ans, du secteur à la concurrence étrangère d'autre part.
- Enfin, quatre *joint-ventures* représentent 3 % du crédit.
- Le Fonds d'assistance pour le développement (*Development Assistance Fund* ou DAF) a été créé en 1999 afin de limiter le recours aux quatre grosses banques publiques dans la mise en œuvre de la politique financière de l'Etat. Institution financière sous le strict contrôle de l'Etat, sa fonction consiste à attribuer des prêts bonifiés aux projets jugés prioritaires par le gouvernement. Outre le financement des bailleurs de fonds internationaux, les principales sources de financement du DAF sont l'émission de titres, l'emprunt auprès de la caisse de sécurité sociale et l'emprunt auprès des services des postes. Le DAF peut aussi collecter les dépôts des entreprises. Bien que son activité s'apparente à celle d'une banque, le DAF échappe à la supervision bancaire. Il dépend directement du ministère des Finances et ses prérogatives sont arrêtées par le

Premier ministre. Son passif représente près de 12 % du PIB en 2004 et son portefeuille de prêts (4 Mds Euros) en fait la seconde institution de crédit derrière la Banque pour l'agriculture et le développement rural.

- A noter également que des structures de financement similaires à la DAF se développent aux échelons municipaux, les municipalités ayant la possibilité de se financer par emprunt obligataire. Les interlocuteurs rencontrés à la Banque mondiale, à la Banque asiatique de développement ainsi qu'à la SFI se sont montrés très réservés quant à la qualité du management de certaines de ces structures. De fait, les émissions obligataires réalisées par ces institutions prennent une certaine importance : 0 % du PIB en 2002, 0,3 % en 2003 et 0,3 % en 2004 (voir tableau 3).

Héritage de ces pratiques relevant d'un système financier étroitement administré pour les seuls besoins de l'Etat, le secteur bancaire vietnamien montre aujourd'hui des lacunes importantes en matière de gestion des risques et de provisionnement, ce malgré l'amorce de réformes impulsées dans ce domaine par la Banque centrale. En effet, souhaitant désormais améliorer le management du risque au sein du secteur bancaire, la SBV impose depuis mai 2005 la comptabilisation des prêts non performants à partir des critères IAS (*International Accounting Standard*). A la demande du FMI, cette réforme devait rapidement se traduire par la publication d'un ratio officiel de prêts non performants. Cette publication n'a pas eu lieu à ce stade car les banques commerciales n'ont pas été en mesure de comptabiliser correctement leurs créances non performantes : le taux de prêts non performants (PNP) renseigné selon la norme IAS serait même inférieur à celui comptabilisé à partir de l'ancienne norme. Cela a conduit la SBV à repousser, officiellement au début de 2006 au plus tard, la publication de statistiques sur la qualité de l'actif bancaire.

■ **En l'absence d'un système d'information crédible, la qualité de l'actif peut être approchée à partir d'estimations officieuses du FMI : selon le représentant du Fonds à Hanoï, le taux de prêts non performants serait compris entre 20 et 30 % et ces prêts seraient très imparfaitement provisionnés<sup>3</sup>.** Malgré son absence de communication sur le sujet, la SBV a conscience que la faible qualité des créances bancaires est un problème majeur pour le système financier vietnamien qui, dans le cadre de l'USBTA et de l'adhésion probable du pays à l'OMC, devra à terme s'ouvrir à la concurrence internationale. Aussi, afin de nettoyer les bilans, des structures de défaisance ont été créées sous forme de départements au

sein des principales banques d'Etat. Mais là encore, et contrairement à l'option qui a été choisie en Chine, celles-ci n'ont pas d'existence juridique propre ce qui limite la transparence de leurs actions. Selon les informations recueillies par la mission, leur efficacité serait faible en raison d'une application défailante de la loi sur les faillites.

■ **Au regard des standards internationaux, la capitalisation du secteur bancaire vietnamien est très insuffisante. Des estimations du besoin en capital des quatre principales banques publiques ont été réalisées en 2001 et 2002 lors d'un audit international financé par la Banque mondiale.** Plutôt que de chercher à mesurer un taux de PNP répondant aux critères IAS, cet audit avait pour objectif de mesurer les niveaux de provisionnement et de capitalisation des banques sous revue<sup>4</sup>. En appliquant les critères de comptabilisation IAS sur les bilans officiels, il a fait apparaître un besoin de provisionnement de 6,6 points de PIB à la fin de 2003, soit un niveau près de trois fois supérieur à celui constaté. Selon cet audit, le déficit en capital de ces banques (estimé à partir d'un seuil où le CAR serait 0<sup>5</sup>) représentait 4 points de pourcentage de PIB en 2003.

<sup>3</sup> Cette fourchette est également celle qui est citée par O. Unteroberdoerster. Voir O. Unteroberdoerster (2004), "Banking reform in the Lower Mekong Countries", in IMF Working Paper, PDP/04/5, septembre.

<sup>4</sup> Avant mai 2005, le système de provisions pour pertes sur les créances bancaires était fondé sur des taux de provision définis à partir du nombre de jours au cours desquels le débiteur n'avait pas honoré sa créance. Ce système étant appliqué de façon très disparate selon les auditeurs, il ne permettait pas d'estimer un taux de PNP moyen.

<sup>5</sup> Contre un minimum de 8 % généralement préconisé.

■ **Il est cependant hautement probable que les conclusions de cet audit minorent les besoins en provision et en capital.** En effet, comme le note le FMI, la méthode retenue par les auditeurs est contradictoire dans la mesure où ceux-ci constatent l'extrême faiblesse du système d'information des banques auditées tout en travaillant néanmoins sur la base de ces informations. Pour le Fonds, l'encours de prêts non performants inscrit dans les comptes des banques vietnamiennes ne peut pas constituer la base d'un travail d'audit pour deux raisons : la pratique consistant à renouveler les créances des débiteurs non performants est très répandue, ce que la SBV elle-même reconnaît ; les banques utilisent une disposition réglementaire locale leur permettant d'éviter le classement d'une créance en créance "past due" à partir du moment où des négociations sont en cours entre créanciers et débiteurs.

Refusant de travailler à partir des informations déclarées par les quatre banques sous revue, le FMI a construit en 2004 deux scénarios pour estimer l'encours de PNP à fin 2003 :

- le scénario de base se fonde sur les taux de prêts non performants constatés dans des pays autres que le

Vietnam ayant été conduits à réformer leurs banques publiques. Dans ce cadre, 33 % de l'encours de prêts commerciaux est considéré comme étant non performant. Ce ratio s'élève à 40 % pour les prêts subventionnés et 50 % pour les prêts aux entreprises publiques ;

- le scénario dit pessimiste se fonde sur le niveau moyen de prêts non performants enregistrés dans les pays où, comme dans les ex-pays socialistes d'Europe de l'Est, la qualité de l'actif était encore plus dégradée que celle supposée dans le scénario de base.

Dans le cadre du scénario de base, le besoin en provisions est estimé à 20 % du PIB (contre 9 % d'après la méthode retenue par les auditeurs) et le besoin en capital à 15 % du PIB (pour atteindre les seuils de CAR nul). Dans le scénario pessimiste, le besoin en provisions est estimé à 29 % du PIB et le besoin en capital à 24 % (voir tableau 2). En l'absence d'un système d'information officiel crédible, la situation globale du système bancaire vietnamien doit être analysée sur la base de ces estimations. En d'autres termes, le système bancaire vietnamien doit être considéré comme un système fonctionnant sur la base d'importantes fragilités bilatérales et une faible culture du risque.

**Tableau 2.** Besoin en provisions et en capital des quatre principales banques publiques (données de 2003, en % du PIB)

	Auditeurs	FMI	
		Scénario de base	Scénario pessimiste
Besoin total en provision	9,0	19,5	29,1
Besoin en provisions additionnelles	6,6	17,2	26,8
Besoin en capital additionnel	4,0	14,6	24,2
<b>Données publiées par les banques sous-revue</b>			
Provisions déclarées		2,3	
Capital (net de provisions)		2,6	
Actifs consolidés (chiffre de 2002)		59,5	

Note : les besoins en capital sont estimés en référence à un seuil où les Capital Adequacy Ratio sont nuls.

Source : à partir des données rassemblées par B. Aitken (2004), "Can Vietnam outgrow its banking sector problems", in IMF Selected Issues, SM/04/379.

## 2.2. La réforme du système bancaire est enclenchée mais elle est demeurée très peu efficace à ce stade

■ **La réforme du secteur bancaire a été initiée en 2001 afin d'atteindre un double objectif. Il s'agit d'améliorer la situation bilantielle et la gestion des banques tout en maintenant l'Etat en position d'actionnaire majoritaire dans chacun des établissements.** Quatre volets sont prévus au titre de cette réforme : la recapitalisation sur fonds publics des quatre principales banques d'Etat, l'arrêt de l'allocation de prêts relevant de la complaisance politique ("*policy lending*"), la mise à niveau des bilans aux normes internationales, l'actionnarisation progressive du secteur bancaire<sup>6</sup>.

■ **A ce jour, les résultats de cette réforme sont minimes :**

- pour ce qui concerne la recapitalisation, les opérations aujourd'hui recensées représentent 2,5 % du PIB de 2000. L'injection de fonds publics a essentiellement concerné les quatre principales banques publiques (90 % sous forme d'obligations de recapitalisation, le reste en augmentation des fonds propres). La lenteur de la recapitalisation s'explique en partie par les difficultés rencontrées par les banques commerciales dans l'atteinte des objectifs de recouvrement des créances non performantes imposés par les autorités dans le cadre du programme. Même si elles ne

représentent plus que 34 % du crédit contre 45 % en 2000, l'exposition sur les entreprises d'Etat est un frein à l'assainissement des bilans bancaires. Cela s'explique notamment par le fait que les banques d'Etat ont d'importantes difficultés à recouvrer les prêts non performants contractés auprès des entreprises publiques car, généralement, ceux-ci ne sont pas adossés à des collatéraux :

- la mise à niveau des bilans aux normes internationales est en cours mais s'avère extrêmement lente. La publication des encours de prêts non performants aux normes IAS, qui devait intervenir au printemps 2005 a notamment été reportée (voir 2.1) ;
- le programme d'actionnarisation prévoit l'ouverture du capital de la Banque du commerce extérieur et de la Banque du Mekong. Des discussions sont en cours avec des banques étrangères et des prises de participation devraient intervenir en 2006 ;
- par ailleurs, la norme réglementaire de CAR à 8 % instituée en 1999 n'est toujours pas appliquée aux quatre principales banques publiques. Plus généralement, la supervision bancaire demeure totalement défailtante comme l'illustre le manque d'information dont pâtit la SBV : méconnaissance des PNP, des provisions et des CAR.

## 2.3. La forte croissance du crédit récemment observée suscite des inquiétudes sur la qualité à venir des créances bancaires et sur la conduite de la politique monétaire

**A- Les risques associés à la forte croissance du crédit**

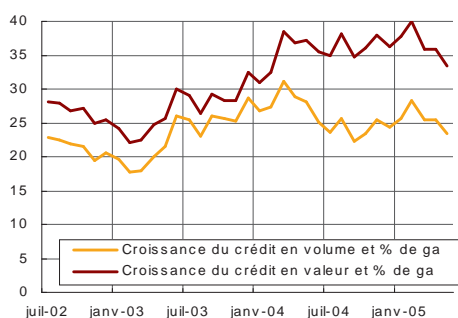
■ **Le poids des prêts non performants pour l'économie est probablement en augmentation du fait de l'accélération de la croissance du crédit observée depuis 2003.**

En valeur, cette croissance a oscillé entre 35 et 40 % entre mars 2004 et avril 2005 (soit, sur la même période, une variation en volume comprise entre 20 et 30 % : graphique 9). La croissance du crédit n'est pas intrinsèquement un facteur de risque car elle se réalise à partir d'une base qui est relativement faible pour un pays émergent (le crédit

bancaire ne représentait en effet que 35 % du PIB au début de la décennie : graphique 10). De plus, cette croissance du crédit a principalement bénéficié aux entreprises privées<sup>7</sup>, dont la gestion est *a priori* plus sensible aux critères de rentabilité que celle des entreprises d'Etat.

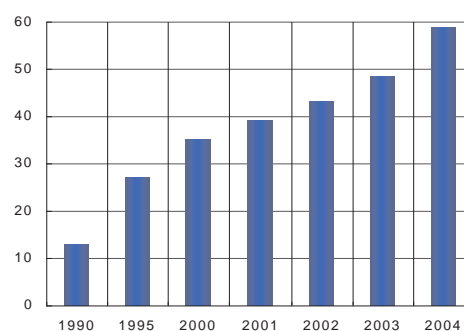
<sup>6</sup> L'actionnarisation (ou *equitization* en anglais) revient à effectuer des opérations de privatisation partielle du capital bancaire. Le but recherché par les autorités est de favoriser des transferts de technologies de la part des banques étrangères via l'ouverture du capital. A ce stade, l'actionnarisation ne peut dépasser le seuil de 30 % du capital et chaque actionnaire privé ne peut entrer au delà de 10 % du capital.

<sup>7</sup> 65 % du crédit leur est attribué.

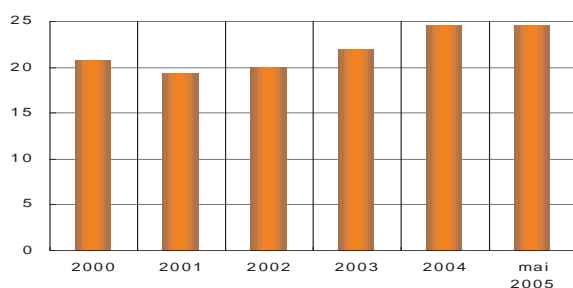
**Graphique 9.** Croissance du crédit en valeur et en volume (en % et glissement annuel)

Source : Ecwin, calculs des auteurs.

Note : le glissement annuel est la variation observée entre un mois de l'année n et le même mois de l'année n+1.

**Graphique 10.** Crédits à l'économie, hors DAF (en % du PIB)

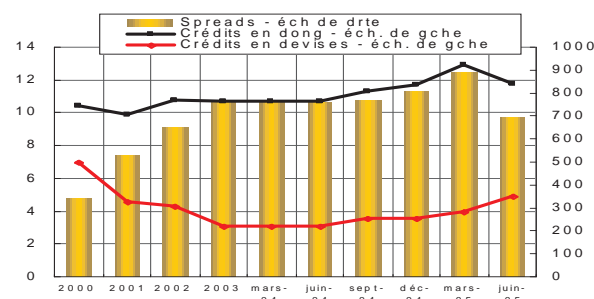
Source : Banque mondiale et FMI, calculs des auteurs.

**Graphique 11.** Part des crédits en devises dans le total des crédits (en %)

Source : FMI, calculs des auteurs.

En revanche, les conditions dans lesquelles s'opère cette croissance sont sources d'inquiétude dans la mesure où les banques vietnamiennes montrent encore des lacunes importantes en matière de management du risque et de provisionnement et où le dispositif de supervision a, jusqu'ici, été inefficace au regard des standards internationaux. Ainsi, le principal risque associé à la croissance forte du crédit est l'accroissement du poids des créances non performantes pour l'économie et, en conséquence, l'augmentation du coût induit pour le nettoyage à venir des bilans. En prenant pour hypothèse les deux bornes de l'estimation du taux de PNP du FMI, l'évolution du poids des créances non performantes dans l'économie - hors DAF - peut être approchée comme suit :

- sous l'hypothèse que 20 % des créances bancaires sont non performantes<sup>8</sup>, et en considérant ce taux comme fixe sur la période, l'encours de PNP passe de 7 à 12 % du PIB entre 2000 et 2004 ;
- sous l'hypothèse que 30 % des créances sont non performantes, l'encours de PNP passe de 11 à 18 % du PIB sur la même période.

**Graphique 12.** Taux d'intérêts sur les crédits en Vdong et USD (en %) et spreads (en pnb)

Source : FMI, calculs des auteurs.

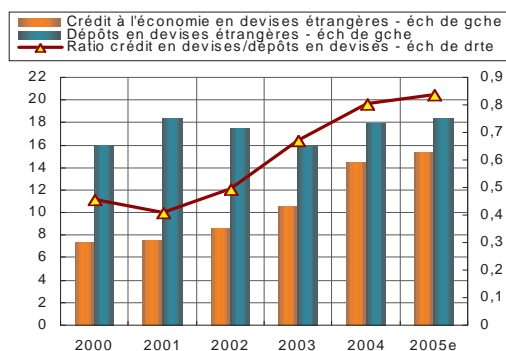
■ **La dollarisation du système financier vietnamien renforce les risques générés par la forte croissance du crédit.** En effet, compte tenu d'un taux de dollarisation des dépôts relativement élevé (actuellement de l'ordre de 30 %) une partie non négligeable de l'intermédiation bancaire s'opère sous forme de crédits en devises (pratiquement exclusivement en dollars) : aujourd'hui, près de 25 % de l'encours de crédit est dollarisé, contre un peu plus de 19 % en 2001 (graphique 11). L'augmentation de la dollarisation des crédits est partiellement imputable à l'accroissement du spread entre les taux d'intérêt en dong et en dollar : entre 2000 et 2004, ce spread est passé de 340 à 810 pnb, reflétant ainsi, en moyenne sur cette période, des tendances opposées entre d'une part le desserrement de la politique monétaire américaine et, d'autre part, le resserrement de la politique monétaire vietnamienne (graphique 12).

<sup>8</sup> Selon le résident local du Fonds "le taux de PNP est compris entre 20 et 30%". Voir le 2.1.



L'accroissement des crédits en devises permet aux banques de réduire leur exposition au risque de change dans un contexte où les dépôts en devises progressent en valeur et où les instruments de couverture sur les variations de change du Dong sont inexistant. Ainsi, le taux de couverture des dépôts dollarisés par les créances dollarisées est globalement passé 0,41 à 0,84 entre 2001 et mai 2005 (graphique 13). De ce point de vue, le secteur bancaire vietnamien montre un bilan en devises relativement équilibré : fin 2004, les dépôts en devises (nets de créances en devises) représentent 3,5 points de PIB contre 10,8 points de PIB en 2001 ; en tenant compte des actifs en devises autres que les créances, les bilans sont globalement équilibrés. Le secteur bancaire vietnamien a ainsi un profil de bilan nettement différent de celui des banques asiatiques avant les crises de changes de 1997-1998.

**Graphique 13.** Crédits et dépôts en devises et ratio de couverture (en % du PIB)



Source : FMI, calculs des auteurs.

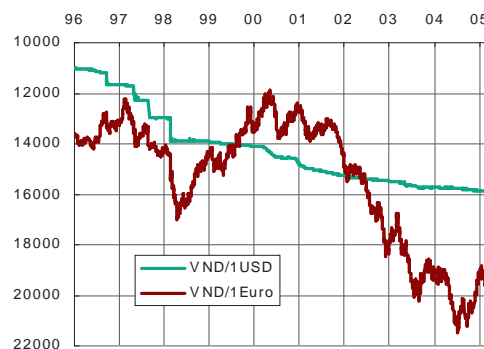
■ **Même si le secteur bancaire consolidé montre un bilan en devises globalement équilibré grâce à l'intermédiation de son passif dollarisé, l'intermédiation des dépôts en dollar n'est pas sans risque pour deux raisons :**

- le fait que le régime de change vietnamien soit ancré au dollar (graphique 14) est très probablement perçu comme une couverture implicite du risque de change, comme c'était le cas dans les pays d'Asie du Sud-Est avant la crise de 1997-1998. En effet, la dépréciation du dong par rapport à l'USD est annoncée à l'avance par la SBV (le but de la politique de change étant de limiter l'appréciation du taux de change effectif réel) ce qui est perçu, à tort, comme une garantie sur la valeur future du Dong. La perception du risque de change par les acteurs économiques est ainsi for-

tement biaisée. Dans un contexte où le différentiel de taux est très favorable aux créances en devises, l'incitation pour l'emprunt en devises est donc importante. Hormis les exportateurs, les emprunteurs ayant souscrit des crédits en devises n'ont pas nécessairement des activités générant des ressources en devises. Certains emprunteurs peuvent ainsi avoir une forte exposition au risque de change se traduisant par un risque de crédit très mal perçu de la part des banques. Il est à noter ici que la mission a constaté que l'exposition de l'économie vietnamienne au risque de change était une inquiétude partagée par les responsables du FMI, de la Banque mondiale et de HSBC ;

- par ailleurs, le déséquilibre de maturité serait important entre les dépôts en devises (relativement courts) et les créances en devises (pouvant parfois être attribuées sur du très long terme, de 12 à 15 ans dans certains cas selon la

**Graphique 14.** Taux de change du Vdong par rapport à l'USD et l'Euro



Source : Ecwin.

Banque mondiale<sup>9</sup>). Même si ce déséquilibre ne peut pas être mesuré précisément compte tenu du manque d'information, il existe dans le système financier vietnamien un risque de liquidité en devises qui ne doit pas être négligé.

■ **Comme dans tous systèmes financiers dollarisés, la capacité de la Banque centrale à réguler le risque de liquidité en devises - c'est-à-dire à assurer la liquidité des passifs en devises du système bancaire si les banques venaient à faire appel à sa fonction de prêteur en dernier ressort - est limitée.** Ceci n'est pas un risque spécifique au Vietnam mais relève de la contrainte fonda-

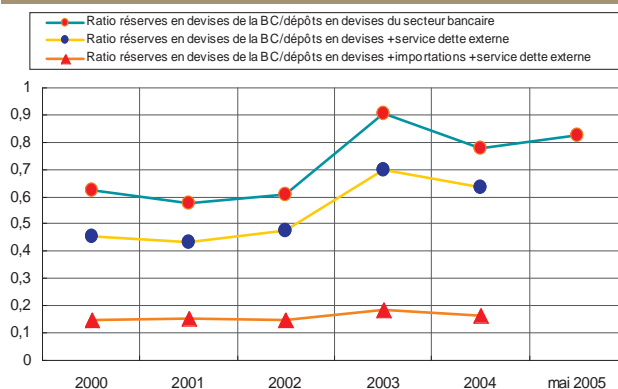
<sup>9</sup> Banque mondiale (2002), *Banking sector review : Vietnam*, juin

mentale que connaissent les banques centrales opérant en système financier dollarisé : seules les relations avec le reste du monde sont susceptibles de générer des dollars ; les banques centrales, autres que la Réserve Fédérale américaine, n'ont pas ce pouvoir. Leur fonction de prêteur en dernier ressort étant atrophie, elles peuvent rapidement ne plus être en mesure d'assurer la stabilité du système financier dès lors que des tensions apparaissent sur les passifs dollarisés des banques opérant sous leur contrôle. Par conséquent, lorsque ce risque de liquidité se matérialise dans le cadre d'un régime de change ancré au dollar américain, *via* des retraits massifs de dépôts en dollar, l'ajustement s'effectue généralement par une dévaluation conséquente de la monnaie nationale dont les effets sont d'autant plus violents que l'économie contient un risque de change important.

■ **Le risque associé à la régulation partielle d'un système monétaire dollarisé par la Banque centrale peut être approché en confrontant les liquidités en devises accumulées par la Banque centrale et les besoins potentiels de liquidités en devises de l'économie.** Dans le cas du Vietnam, cet exercice est formellement possible mais comporte, encore une fois, d'importantes incertitudes. En effet, en 2003, les autorités ont refusé un audit de leurs réserves que devait conduire le FMI au titre du PRSC. Les données disponibles donnent néanmoins les résultats suivants :

- le ratio réserves en devises de la SBV sur dépôts en devises du système bancaire a augmenté significativement entre 2002 et 2003 avant de décroître en 2004 (graphique 15). Stabilisé autour de 0,80 depuis 2004, il est actuellement relativement confortable si on le compare à ceux observés dans des économies dollarisées à risque systémique élevé : ce ratio était ainsi de 0,34 en Argentine avant la double crise bancaire et de change ; en 2004 il était de 0,39 au Liban ;
- pour mesurer plus complètement l'écart entre la liquidité en devises de la SBV et le besoin potentiel de devises de l'économie, il convient néanmoins d'ajouter au dénominateur, outre les dépôts en devises, le service de la dette externe (en capital et en intérêt) puis la valeur des importations. En 2004, le ratio passe ainsi de 0,77 à 0,63 puis 0,16 (graphique 15).

**Graphique 15. Ratios de liquidité en devises de la SBV (exprimé par rapport à l'unité)**



Source : FMI, calculs des auteurs.

■ **Au total, et pour autant que l'on puisse en juger sur la base des données disponibles, le risque d'illiquidité en dollar du système bancaire vietnamien est aujourd'hui relativement contenu. Il n'en demeure pas moins que la dollarisation du système financier vietnamien est un facteur objectif de risque systémique.** Sa combinaison avec le facteur subjectif classique (crainte des déposants les conduisant à sortir du système leurs dépôts en dollar) est aujourd'hui un événement à probabilité faible mais non nulle<sup>10</sup>.

**B- Alors que l'inflation a eu tendance à progresser depuis 2003, la politique monétaire poursuit des objectifs potentiellement conflictuels**

■ **Même si elles sont aujourd'hui relativement contenues, les tensions inflationnistes en œuvre depuis 2004 ne doivent pas être négligées.** Entre fin 2003 et fin 2004, le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation (IPC) est passé de 2,1 à 10,4 % avant de ralentir et de se stabiliser autour de 8 % (graphique 16). Cet indicateur tend probablement à sous-estimer la hausse des prix réellement en œuvre dans l'économie vietnamienne dans

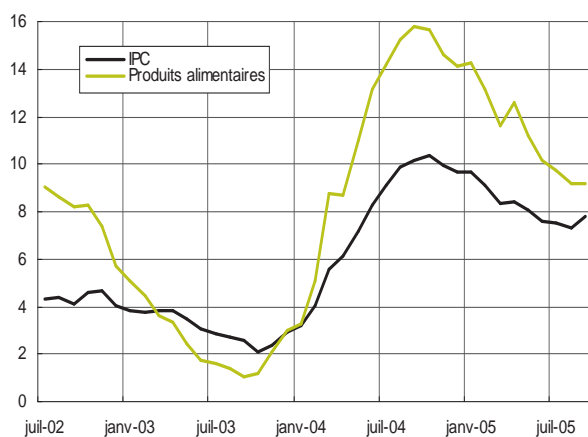
<sup>10</sup> On peut ainsi imaginer ce que serait un "worse case scenario". L'ouverture du système bancaire vietnamien à la concurrence étrangère, si elle s'opère sur une base où les banques domestiques n'auront pas été préalablement consolidées, pourrait se traduire par des stratégies "flight to quality" générant des tensions sur la base en dépôts et donc la liquidité en devises des banques locales. Ce risque est aujourd'hui limité car l'ouverture prévue au titre de l'USBTA n'interviendra qu'en 2009 et l'adhésion à l'OMC, même si elle prévisible à court terme et même si elle prévoit également l'ouverture du système bancaire local, laissera également suffisamment de temps pour réformer le système.



la mesure ou près de 30 % de l'IPC est constitué de prix administrés dont la progression est bloquée depuis août 2004<sup>11</sup>.

L'accélération de l'inflation enregistrée entre 2003 et 2004 a principalement résulté de la hausse du prix des produits alimentaires (+ 16 % en septembre 2004, environ 9 % aujourd'hui) dont la pondération approche 50 % pour le calcul de l'IPC. Les effets de la grippe aviaire ainsi qu'une relative sécheresse en 2004 permettent donc d'expliquer la hausse des prix constatée en 2004. En revanche, alors que la hausse des prix alimentaires a nettement ralenti depuis fin 2004, l'inertie à la baisse de l'IPC s'explique par des facteurs assez largement indépendants des chocs subis par l'économie agricole. En particulier, et outre les répercussions internes de la hausse des prix mondiaux des produits de base, les autorités vietnamiennes ont poursuivi la stratégie initiée depuis deux ans et visant à ajuster le prix interne des carburants aux prix mondiaux : au cours des huit premiers mois de l'année, l'essence et le gasoil ont respectivement augmenté de 34 et de 54 % (soit des hausses cumulées depuis 2003 de 80 et 70 % respectivement).

**Graphique 16. Inflation**  
(en % de glissement annuel)



Source : Ecwin, calculs des auteurs.

■ **Le Vietnam ayant traversé un bref épisode d'hyperinflation à la fin des années 1980<sup>12</sup>, les autorités monétaires conservent une aversion au risque inflationniste. De fait, en 2004, le resserrement de la politique monétaire a été relativement rapide.** A partir de l'été, les autorités ont en effet décidé de combiner des mesures de politiques monétaires et des mesures strictement administratives. La SBV a cherché à contracter la liquidité du secteur bancaire, les réserves obligatoires en dong et en devises passant respectivement de 2 et 4 % à 5 et 8 %. Parallèlement le ministère des Finances a réduit les tarifs douaniers sur certains intrants (pétrole et acier) alors que les services du Premier ministre émettaient une directive demandant aux quatre principales banques publiques de ralentir leurs émissions de crédit aux entreprises d'Etat.

La rapidité de ces réponses ne doit pas occulter cependant les faiblesses du cadre institutionnel dans lequel est définie la politique monétaire. Ainsi, sur le plan de l'inflation, le risque porte moins sur l'évolution actuellement constatée de l'IPC que sur la capacité de la politique monétaire à prévenir une hausse des prix de grande ampleur. Dans la prévention de l'inflation, l'efficacité de l'institution monétaire est en effet susceptible d'être entravée par le caractère potentiellement contradictoire des différents objectifs qui lui ont été assignés : maîtrise de l'inflation, soutien à l'investissement et à la croissance du PIB dans le cadre du plan et contrôle du taux de change du dong face au dollar. Au cours du premier semestre 2005, le FMI note ainsi que les instruments de politique monétaire ont été actionnés de façon contradictoire puisque la SBV, tout en augmentant ses taux directeurs, injectait des liquidités vers les quatre principales banques publiques afin de soutenir l'investissement des entreprises d'Etat.

<sup>11</sup> C'est notamment le cas, selon le FMI, du prix de l'électricité, du charbon, du ciment, des transports aérien et ferroviaire.

<sup>12</sup> L'inflation avait atteint 308 % en 1988.

## 2.4. Point positif, il existe probablement des degrés de liberté au niveau des finances publiques pour consolider le secteur bancaire

Tableau 3. Principaux éléments du budget de l'Etat  
(en % du PIB)

	2000	2001	2002	2003	2004 (prél.)	2005 (prél.)
Recettes et dons	20,5	21,6	22,7	23,1	23,4	24,5
Dont revenus pétroliers	6,5	7,4	6,8	6,4	6,4	7,6
Dépenses (DAF inclus)	25,5	26,6	26,6	28,0	26,7	27,1
<b>Solde budgétaire (1)</b>	<b>-5,0</b>	<b>-5,0</b>	<b>-3,8</b>	<b>-4,9</b>	<b>-3,3</b>	<b>-2,6</b>
<b>Financement des dépenses extra-budgétaires (2)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,7</b>	<b>2,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>
Obligations d'éducation	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,2
Obligations d'infrastructures	0,0	0,0	0,0	0,8	0,7	0,7
Obligations de recapitalisation	0,0	0,0	0,7	0,7	0,2	0,0
Obligations municipales	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,2
<b>Solde budgétaire consolidé (1+2)</b>	<b>-5,0</b>	<b>-5,0</b>	<b>-4,5</b>	<b>-7,2</b>	<b>-4,5</b>	<b>-3,8</b>

Source : FMI.

Notes sur le financement des dépenses extra-budgétaires :

- les obligations d'éducation et d'infrastructure servent au financement de programmes qui ne sont pas inscrits dans la loi de Finances : financement de la modernisation des infrastructures scolaires, des infrastructures de transport et d'irrigation ;
- les obligations de recapitalisation ont été émises pour financer la recapitalisation bancaire ;
- les obligations municipales servent au financement des investissements municipaux. Hoc Chi Minh Ville (HCMV) et Hanoi ont la possibilité de financer 100% de leur budget d'investissement sur la base d'émission obligataire (ce ratio est de 30% pour les autres villes). HCMV a profité de cette possibilité en émettant 2000 Mds de Vdong (0,2% du PIB) et s'approprierait à émettre deux autres MDS en 2005. Hanoi n'a, à ce jour, procédé à aucune émission mais pourrait émettre rapidement pour un montant de 1500 Mds Vdong.

■ **Les finances publiques vietnamiennes sont peu transparentes.** Cela s'explique notamment par l'existence de dépenses extra-budgétaires dont l'importance a augmenté depuis 2002. Le recours à ce type de dépenses permet au gouvernement de contourner une disposition réglementaire au titre de laquelle le déficit public ne peut excéder 5 % du PIB. Les dépenses extra-budgétaires résulteraient aussi de projets approuvés par l'Assemblée nationale mais dont le financement n'aurait pas été budgétisé par le gouvernement. Enfin, ces dépenses résultent des défaillances de l'exécution budgétaire à l'échelon régional puisqu'elles permettraient d'apurer les arriérés contractés par les gouvernements locaux (selon la Banque mondiale, les arriérés contractés sur le secteur des transports auraient représenté jusqu'à 2,3 % en 2003 et ceux contractés dans le secteur de l'irrigation 0,2 % en 2004).

■ **Toutefois, pour autant que l'on puisse en juger sur la base des informations consolidées par le FMI, après avoir connu une phase de lente dégradation jusqu'en 2003, la situation des finances publiques tend à s'améliorer** (tableau 3). Après avoir augmenté entre 2002 et 2003, le déficit budgétaire consolidé des dépenses extra-

budgétaires est passé de 7,2 % à 4,5 % du PIB entre 2003 et 2004. Il s'inscrit à 3,8 % au premier semestre 2005, profitant notamment de la contribution nette de l'accroissement des revenus pétroliers en raison de la hausse du prix mondial mais aussi de la baisse des subventions aux prix des carburants. La dette publique est ainsi stabilisée autour de 41 % du PIB depuis trois ans. Le Vietnam a ici profité d'une dynamique de sa dette publique (*i.e.* l'évolution du ratio Dette/PIB) facilitée par une croissance économique vigoureuse et des conditions de financement avantageuses grâce au soutien des bailleurs de fonds internationaux<sup>13</sup>.

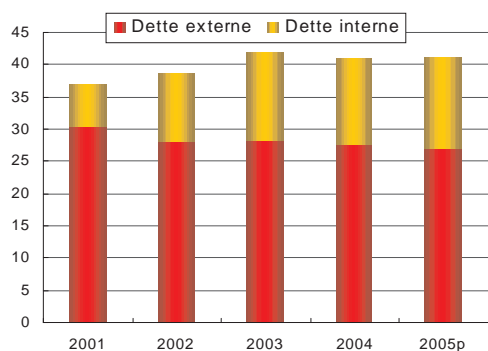
En l'état actuel des finances publiques, l'Etat vietnamien a très probablement les moyens de recapitaliser les banques publiques. Les simulations réalisées par le FMI et la

<sup>13</sup> En effet, l'essentiel de la dette publique est contractée sur les bailleurs de fonds internationaux ce qui, dans le cas du Vietnam, contribue à contenir le service de la dette dans le budget de l'Etat à 3 % des dépenses environ selon les données officielles.

Banque mondiale pour évaluer l'impact d'une relance de la recapitalisation bancaire sur la dette publique s'appuient sur deux scénarios (graphique 17) :

- le premier scénario se fonde sur un besoin en capital estimé à 20 % du PIB (soit environ la moyenne du scénario pessimiste et du scénario de base réalisé par le Fonds en 2003 : tableau 2). Les bons de recapitalisations sont injectés en deux phases, l'une en 2006, l'autre en 2007 et permettent de ramener les CAR à 0. Dans ce cadre, la dette publique augmente à 63 % du PIB en 2007 avant de refluer vers 60 % en 2010 sous l'hypothèse d'un ajustement budgétaire minimale (l'accroissement de l'excédent primaire permet de ramener le déficit global à 3,5 % du PIB) ;
- le second scénario se fonde sur un besoin en capital estimé sur la base des données vietnamiennes, soit 8 % du

**Graphique 17.** Dette publique (en % du PIB)

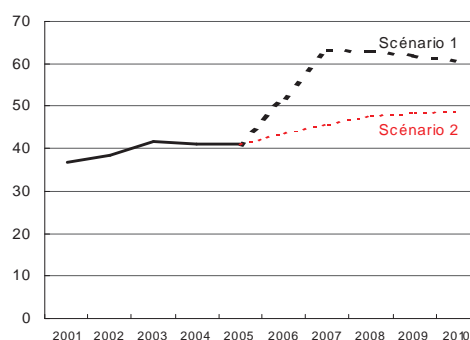


Source : FMI.

PIB. Les injections de bons de recapitalisations sont réalisées entre 2006 et 2010 et permettent de ramener les CAR à 8 %. Dans ce scénario, la dette publique progresse lentement vers le seuil de 50 % du PIB à horizon 2010 puis diminue ensuite.

Ces simulations doivent être envisagées avec précaution<sup>14</sup> mais tendent néanmoins à montrer que les finances publiques vietnamiennes sont actuellement en mesure d'absorber la recapitalisation du système bancaire. En revanche, plus cette recapitalisation sera tardive plus son coût pour les finances publiques sera élevé dans la mesure où l'accroissement de la profondeur du secteur bancaire (augmentation du ratio actif bancaire sur PIB) s'effectue à un rythme élevé.

**Graphique 18.** Impact des deux scénarios de recapitalisation sur la dette publique



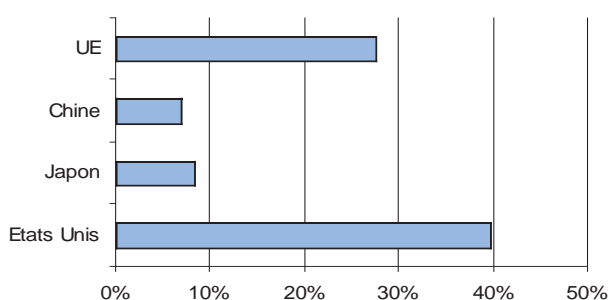
Source : FMI.

<sup>14</sup> Notamment parce que ces deux scénarios sont fondés sur des objectifs de solvabilité différents. Le premier semble conforme à l'analyse développée par le FMI en 2004 mais s'appuie sur des hypothèses de CAR où la solvabilité est tout juste assurée (0 %). Le second semble plus proche de la vision vietnamienne mais se fonde sur des CAR plus élevés (8 %). Par ailleurs, les hypothèses sous-jacentes sur la croissance (maintien du rythme actuel), le solde budgétaire (la recapitalisation s'accompagne d'un accroissement de l'excédent primaire) et le crédit bancaire notamment (ralentissement significatif de sa croissance à partir de 2005) peuvent paraître optimistes.

### 3. L'insertion internationale du pays se traduit par des déficits courants en augmentation mais qui demeurent financés sans difficulté à ce stade

#### 3.1. Les exportations vietnamiennes sont diversifiées et devraient continuer de progresser sur la base de leur compétitivité-prix

Graphique 19. Contribution à la croissance des exportations 2000/2004 (en %)

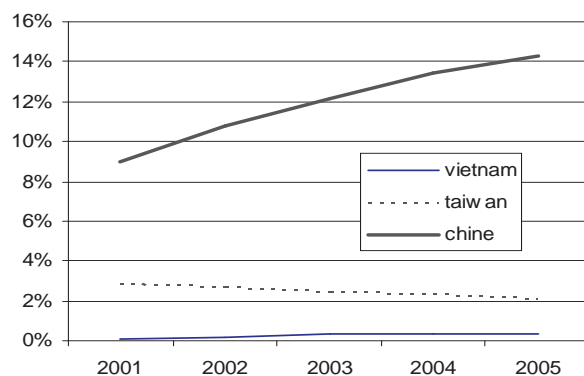


Source : FMI (direction of Trade) Ecwin.

■ **Le Vietnam est l'un des rares pays dans le monde qui propose des coûts salariaux (55 dollars par mois) inférieurs aux coûts chinois avec une productivité du travail comparable.** Dans l'agriculture comme dans l'industrie, ce pays gagne des parts de marché sur la base de sa compétitivité-prix. Le Vietnam devient à une petite échelle une alternative à la Chine dans les secteurs à haute intensité de main-d'œuvre, ce qu'explique l'engouement des investisseurs asiatiques qui assurent la moitié des exportations de produits à forte intensité de main-d'œuvre (confection, chaussures, meubles, électroniques).

■ **Ce maintien d'une compétitivité-prix adéquate à la progression des exportations s'explique en partie par le fait que l'appréciation du taux de change effectif depuis 2004 est très modérée.** La politique de change est un « peg implicite sur le dollar » et une dépréciation pour

Graphique 20. Parts de marché de la Chine, de Taiwan et du Vietnam sur le marché américain



Source : USITC.

limiter l'appréciation du taux de change effectif réel. Ce taux qui avait diminué de 6 % depuis 2000 s'est apprécié de 6,4 entre 2004 et juin 2005 car le glissement du dong a été inférieur à la hausse des prix. Mais l'impact de cette appréciation sur la compétitivité a été limité par l'augmentation des coûts salariaux au Sud de la Chine (la région qui exporte les produits à haute intensité de main-d'œuvre) où sont apparues des tensions sur le marché du travail<sup>15</sup>. Par ailleurs, la réévaluation du Yuan chinois devrait améliorer la compétitivité des exportations vietnamiennes.

<sup>15</sup> En 2005, un début de tension sur le marché du travail à HCMV a justifié des investissements dans la région des Hauts plateaux qui utilise le port de Danang.

Absent du marché américain en 2000, le Vietnam assure 0,4 % des importations américaines en 2005. La percée sur ce marché explique 40 % de la croissance des exportations entre 2000 et 2004 (davantage encore si on exclut le pétrole). Les exportateurs vietnamiens progressent également sur le marché japonais (0,9 % des importations japonaises en 2005) et devraient bénéficier à terme de la proximité du pays avec la Chine.

■ **Le rythme des exportations vietnamiennes est demeuré soutenu en 2005 (six premiers mois), alors même que les exportations de l'habillement connaissent un revers (encadré 4)** Parallèlement, les exportations se diversifient très rapidement et évoluent vers les secteurs où la demande mondiale est la plus dynamique (électronique). Ce mouvement devrait continuer avec la poursuite des délocalisations taiwanaises et l'entrée probable des investisseurs japonais qui devraient être rassurés par l'adhésion à l'OMC.

Le Vietnam est également un exportateur net d'énergie et le restera à moyen terme<sup>16</sup>. Son sous-sol est riche en charbon et offre des opportunités pour l'exploitation de métaux rares. Ses exportations sont assez bien diversifiées tant au

niveau des produits (pétrole : 20 % - produits agricoles : 25 % et articles manufacturiers) que des marchés (UE : 24 % ; Etats-Unis : 20 % ; Japon : 14 % ; ASEAN : 13 % ; Chine : 10 %).

Le Vietnam profitera de la libéralisation des échanges prévues par l'Asean Free Trade Agreement (AFTA) en 2007. Alors que les entreprises exportatrices importent librement leurs intrants, le marché local est assez protégé : les entreprises d'Etat et les *joint venture* bénéficient de la politique de protection. Si les tarifs nominaux ont été ramenés à 16 % en moyenne (14 % pour l'industrie) et leur dispersion a été réduite, le taux de protection effectif demeure élevé pour l'industrie alors qu'il est faible pour l'agriculture. Mais dans l'industrie, à quelques exceptions près (assemblage automobile), les entreprises sont compétitives et les enquêtes montrent qu'elles n'appréhendent pas l'ouverture à la concurrence internationale. La protection n'a que peu d'impact sur les prix car les produits vietnamiens sont compétitifs et le marché vietnamien est perméable à la concurrence des produits chinois. A quelques niches près, l'agriculture vietnamienne devrait pouvoir affronter sans difficulté les baisses de tarifs prévues par l'AFTA et les producteurs vietnamiens bénéficieront de cette libéralisation.

#### Encadré 4. Impact de la levée des quotas textile

Le textile habillement représente 16% des exportations vietnamiennes. Au premier semestre 2005, le Vietnam, qui n'a pas encore adhéré à l'OMC, a été affecté par la levée des quotas dans le textile. Ses exportations d'habillement ont stagné sur le marché américain où elles étaient soumises à des quotas et elles se sont légèrement contractées sur le marché européen alors que l'Union européenne avait décidé de lever les quotas. Mais ce revers ne pourrait être que temporaire car la décision européenne annoncée en décembre 2004 n'avait pas été prise en compte par les donneurs d'ordre qui avaient limité leurs achats. Dans les mois à venir, le Vietnam devrait en outre profiter de la restauration des quotas sur les exportations chinoises.

### 3.2. L'absence de filière industrielle explique le contenu élevé en importations des exportations et le creusement du déficit commercial

■ **Le commerce extérieur vietnamien est structurellement déficitaire et, en dépit du surplus pétrolier (exportation de brut, importations de produits raffinés), le déficit s'est creusé depuis 2000 et représente 6 % du PIB en 2005.** Le secteur manufacturier est caractérisé par un ratio d'exportation (X/P) élevé (45 %) qui masque des

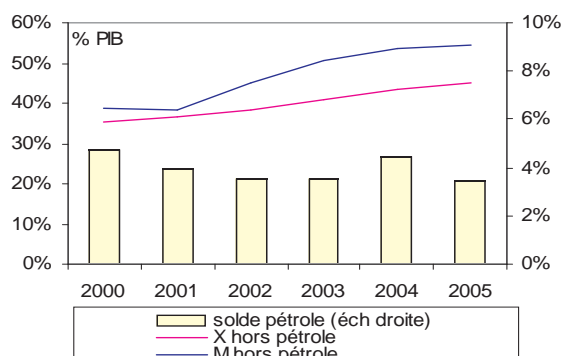
situations contrastées selon les secteurs. Les secteurs qui relèvent de l'industrie légère, dont l'électronique, exportent

<sup>16</sup> Il exporte 20 millions de tonnes de pétrole (et importe 11 millions de tonnes de produits raffinés) ; sa production de gaz (6,6 millions de mètres cubes) doublera dans les 5 ans.

plus de 80 % de leur production alors que les autres sont peu exportateurs (ratios inférieurs à 5 %). L'industrie légère exporte sur la base de la compétitivité coût alors que la production des autres secteurs ne satisfait pas la demande, aussi les importations assurent-elles en moyenne plus de la moitié de la consommation apparente (P+M-X).

Confronté à cette situation, le gouvernement envisage de renforcer le secteur public pour « remonter les filières » et les entreprises d'Etat s'engagent dans des projets (sidérurgie, pétrochimie, raffinage, engrais) parfois discutables. La lecture du Plan 2006-2010 montre que le nombre de priori-

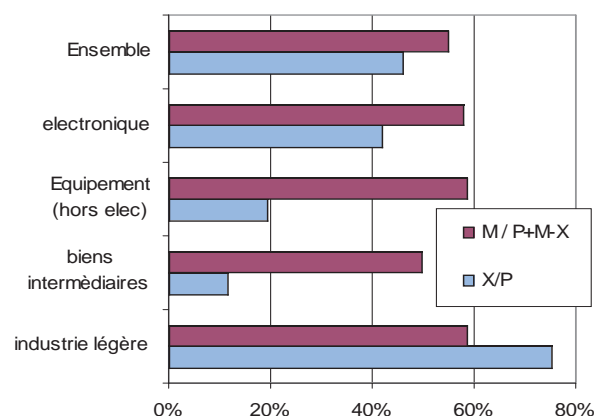
**Graphique 21.** Exportations et importations hors pétrole et solde commercial (en % du PIB)



Sources : GSO, calcul des auteurs.

tés augmente (de 11 à 14 industries) et qu'elles sont déterminées sans concertation avec les autres acteurs alors que les entreprises étrangères dominent l'aval industriel qui sera le débouché des entreprises d'Etat. Dès lors, le risque est que, loin de se résorber, le dualisme perdure. Les entreprises d'Etat, davantage soumises à la concurrence internationale (japonaise, coréenne et de plus en plus chinoise) particulièrement vive sur ces marchés où les économies d'échelle sont importantes, pourraient alors avoir des difficultés à trouver des débouchés.

**Graphique 22.** Taux d'exportation et de pénétration en 2002 (en %)



### 3.3. L'accroissement du déficit courant a jusqu'à présent été financé sans difficulté

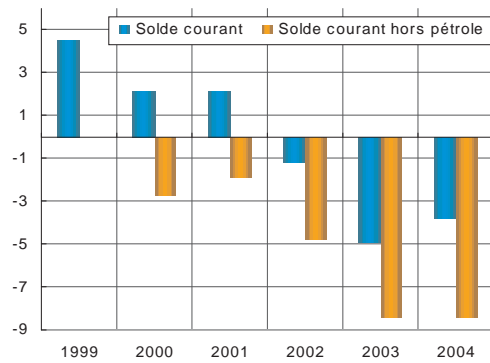
■ **Alors que le déficit commercial a nettement augmenté depuis 2002, le compte courant de la balance des paiements vietnamienne a profité de deux facteurs contribuant à limiter sa dégradation.** Le premier d'entre eux est constitué des transferts nets réalisés par la diaspora vietnamienne à l'étranger : ceux-ci ont régulièrement augmenté depuis 2001 et représentent au premier semestre 2004 des entrées de devises compensant totalement le déficit commercial. La hausse des prix pétroliers a été le second facteur positif contribuant à limiter le déficit courant : l'excédent de la balance en produits pétroliers a ainsi augmenté de 50 % entre 2003 et 2004.

■ **Au total, le solde courant s'est dégradé depuis quelques années, passant d'un excédent de 2,1 % du PIB en 2001 à un déficit de 4,9 % en 2003 avant de refluer en 2004** (graphique 23). Si ce retournement peut paraître brutal (6 points de PIB en trois ans), les inquiétudes qu'il suscite dans une approche de risque-pays demeurent cependant relativement limitées à ce jour. Les entrées de capitaux sont en effet suffisantes pour assurer son financement et permettre l'excédent de la balance globale (solde du compte courant et du compte de capital). De plus, ce financement a jusqu'ici été peu volatil dans la mesure où il s'appuie essentiellement sur les flux d'Aide publique au développement (qui couvrent entre 0,6 et 0,8

fois le déficit courant entre 2003 et 2004) et les entrées nettes d'IDE (elles couvrent la quasi-totalité du déficit courant en 2003 et 2004). Au total, entre 2002 et 2004, la balance des paiements vietnamienne a généré entre 460 et 2 100 M USD venus s'ajouter aux réserves de la SBV.

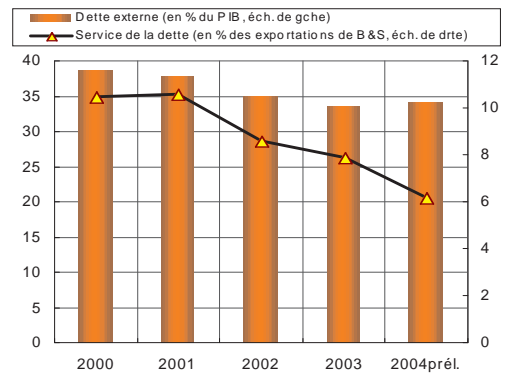
■ **En l'absence de tensions significatives sur le bouclage de la balance des paiements, la dette externe est limitée et a eu tendance à diminuer depuis 2001** (graphique 24). Par ailleurs, son financement est facilité par l'importance des prêts à taux concessionnels : le service de la dette externe a baissé depuis 2001 pour représenter 6 % des exportations de biens et services en 2004.

**Graphique 23.** Solde courant et solde courant hors pétrole (en % du PIB)



Source : FMI.

**Graphique 24.** Stock et service de la dette externe (en % du PIB et en % des exportations de B&S)



Source : FMI.