



Introduction

Après les turbulences de 2012/2013, l'économie vietnamienne semble relancée dans une dynamique positive, qui s'est traduite par une croissance de 6,7 % en 2015, devant se stabiliser au-dessus de 6 % en 2016 malgré les impacts négatifs des aléas climatiques sur la production agricole. Dans un contexte international dégradé, le Vietnam a pleinement profité de la perte de compétitivité chinoise pour s'intégrer encore plus intensément dans les chaînes de valeur internationales, notamment sur de nouveaux segments tels que la téléphonie. Pour autant, aussi impressionnante que soit la trajectoire de développement du pays sur les deux dernières décennies, celle-ci ne se démarque pas fondamentalement du dynamisme général de l'Asie en développement. Surtout, le processus de convergence semble se ralentir sur la période la plus récente, posant la question de l'efficacité globale du système économique vietnamien – faiblesse de la contribution de la productivité globale des facteurs à la croissance – et des réformes à mettre en œuvre pour anticiper les limites du modèle de développement actuel. Cette évolution passe par des interactions renouvelées entre les trois grands blocs d'acteurs « entreprises publiques, privées étrangères et locales », et un rééquilibrage des droits dans l'accès au marché, l'accès au financement, etc.

Les cinq dernières années marquent un changement structurel dans les grands équilibres budgétaires vietnamiens : baisse marquée des recettes, évolution de la composition des dépenses publiques au détriment de l'investissement, creusement du déficit budgétaire. Ces évolutions budgétaires vont de pair avec une politique active de remobilisation au profit du Parti communiste vietnamien (PCV), qui touche l'ensemble des secteurs économiques (adminis-

Le Vietnam, nouvel atelier du monde ? Opportunités et enjeux

Christophe Barat

*Division Analyse macroéconomique
et risques pays, AFD
baratc@afd.fr*

tration, entreprises publiques, privées vietnamiennes et privées étrangères) et sociaux du pays. Il en a résulté une augmentation significative de l'endettement public, qui approche le plafond interne de 65 % du produit intérieur brut (PIB).

Cet endettement additionnel, essentiellement en monnaie locale, a certes participé au processus d'assainissement du secteur bancaire, mais sa dynamique pose quelques questions, d'autant plus que l'organisation administrative et la composition budgétaire qui en résultent restent particulièrement opaques. À cette dette « formelle », il convient également d'ajouter l'importance des passifs contingents liés aux faibles performances des entreprises publiques, et l'état dégradé du secteur bancaire. Le processus de restructuration des entreprises publiques, par actionnarisation, est complexe et lent. Sous l'impulsion de la Banque centrale, celui du secteur bancaire semble

avancer à un rythme plus rapide, par voie de consolidation (fusion) d'établissements et par un renforcement des dispositifs de contrôle prudentiel. La dynamique récente du crédit, nettement supérieure à la croissance nominale du PIB, interroge néanmoins sur la capacité du régulateur à encadrer la politique de risque des établissements bancaires.

Au niveau externe, le rééquilibrage du compte courant a été massif grâce à la dynamique exportatrice des dernières années. Le financement externe n'en demeure pas moins instable, avec le maintien d'une défiance forte des acteurs économiques

vis-à-vis du Dong vietnamien (VND). Dans ce contexte, la politique de change, visant à tenir une parité fixe avec l'USD, et avec un nombre réduit de dévaluations symboliques, méritait d'être rendue plus flexible, d'autant que le niveau des réserves extérieures n'était pas en rapport avec la politique poursuivie, et que la Chine, principal partenaire commercial du Vietnam, a récemment flexibilisé sa politique de change. Des mesures prises à l'issue du dernier congrès du PCV semblent confirmer l'évolution de la politique vietnamienne de change vers plus de flexibilité.

Sommaire

1 / LES GRANDES ÉVOLUTIONS SOCIOÉCONOMIQUES SUR UNE LONGUE PÉRIODE	3	3 / FINANCES PUBLIQUES ET ENDETTEMENT	23
1.1. Une baisse significative de la pauvreté monétaire	3	3.1. Persistance du déficit budgétaire liée à la faiblesse des recettes publiques	23
1.2. L'amélioration des autres composantes des conditions de vie	4	3.2. Hausse de l'endettement public qui se rapproche des plafonds internes	24
1.3. De faibles incitations à gérer les poches résiduelles de pauvreté	5	3.3. Incertitudes sur l'ampleur des passifs contingents	25
1.4. Une vulnérabilité forte liée au changement climatique, ayant un impact social significatif	6	4 / FINANCEMENT ET SOLVABILITÉ EXTERNES	26
2 / UNE DYNAMIQUE DE CROISSANCE SOUTENUE, DANS UN MODÈLE QUI DOIT SE RÉFORMER	8	4.1. Un rééquilibrage remarquable du compte courant	26
2.1. Performances globales et comparaisons régionales : le Vietnam n'est pas l'exception	8	4.2. Un BFE structurellement élevé et dépendant des flux de court terme	26
2.2. Trinité de l'économie vietnamienne : réalités et enjeux d'une dichotomie bien ancrée	11	4.3. Pressions sur les réserves extérieures et le taux de change	28
2.3. Les enjeux sur le marché du travail	15	5 / POLITIQUE MONÉTAIRE ET SECTEUR FINANCIER	29
2.4. L'importance du rôle du commerce extérieur dans le processus de développement du Vietnam et les risques associés	18	5.1. Succès pour limiter l'inflation	29
		5.2. Réforme du secteur bancaire : des avancées dans un contexte opaque	30
		LISTE DES SIGLES ET ABRÉVIATIONS	31
		RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES	32

1/ Les grandes évolutions socioéconomiques sur une longue période

Depuis la politique d'ouverture économique engagée à la fin des années 1980 (« *Đổi mới* » signifiant renouveau), le Vietnam a connu des mutations profondes. Après des décennies de guerre et une politique économique calée sur le modèle soviétique, ce processus a été progressif et a véritablement commencé à porter ses fruits à partir de la seconde moitié des années 1990.

Quelques dates clés

1986	Sixième congrès du Parti communiste déclarant l'ouverture du <i>Đổi mới</i> ;
1987	Loi sur les investissements étrangers ;
1988	Suppression des systèmes de contrôle des prix et du double prix ;
1992	Nouvelle constitution de la République socialiste du Viêt Nam, autorisant la propriété privée ;
1993	Transférabilité du droit d'utilisation de la terre ;
1995	Entrée dans l'Association des Nations de l'Asie du Sud-Est (ASEAN) ;
2007	Entrée dans l'Organisation mondiale du commerce (OMC) ;
2015	Accord de partenariat transpacifique (TPP) ; finalisation de l'accord de libre-échange avec l'Union européenne.

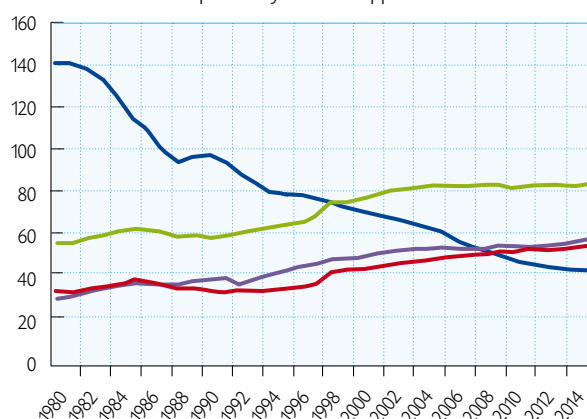
Le processus de libéralisation économique du Vietnam présente des similitudes notables avec celui de la Chine, engagé une décennie plus tôt.

1.1. Une baisse significative de la pauvreté monétaire

Graphique 1

Évolution du rapport du PIB par tête en PPA* du Vietnam par rapport à d'autres géographies

— Vietnam comparé à Chine — Vietnam comparé à ASEAN
— Vietnam comparé à Asie en développement hors Chine
— Vietnam comparé à Pays en développement

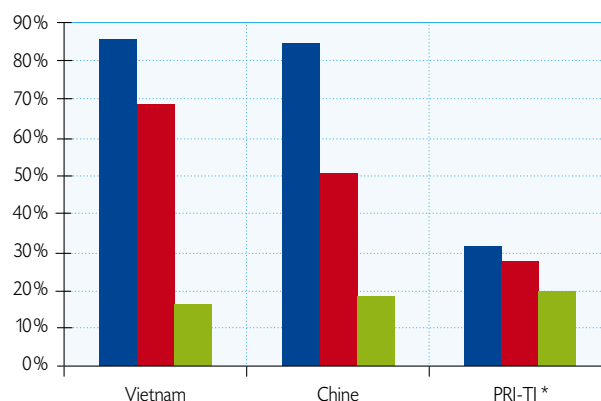


* PPA : Parité de pouvoir d'achat.
Source : Fonds monétaire international (FMI) ;
World Economic Outlook (WEO) ; calcul AMR (AFD).

Graphique 2

Évolution comparée du taux de pauvreté (à 2 USD par habitant en PPA)

■ 1990-1995 ■ 2000-2009 ■ 2010-2015



* PRI-TI : Pays à revenu intermédiaire – tranche inférieure.
Source : World Development Indicators (WDI).

Les performances économiques vietnamiennes depuis la décennie 1990 (cf. chapitre 2) ont produit des résultats incontestables en termes de convergence économique et de réduction de la pauvreté monétaire. Mis à part avec la Chine, dont les performances sont inégalées dans le monde, le Vietnam a engagé un processus de convergence avec l'ensemble des autres économies (cf. graphique 1). La convergence s'est opérée selon des calendriers différents en fonction des zones géographiques considérées :

- vis-à-vis de l'ensemble des pays en développement (PED), la convergence est restée globalement linéaire, même si elle s'est un peu ralentie dans les années 2000 ; l'écart de revenu n'en demeure pas moins important, dans la mesure où le revenu par tête vietnamien en PPA reste inférieur à 60 % de celui de la moyenne des PED ;
- vis-à-vis des autres pays partenaires de l'ASEAN, la convergence n'a véritablement commencé qu'avec la crise asiatique en 1998, et la tendance reste stable ; à l'instar des PRI-TI, le retard de revenu du Vietnam reste important (supérieur à 40 %) ;

- vis-à-vis de l'ensemble des PED d'Asie, hors Chine, la dynamique de convergence a été la plus élevée au cours de la période 1992/2002 ; puis s'est notablement ralentie ; l'effet « Chine » ayant été mis de côté, il est possible que ce ralentissement soit lié aux performances propres de l'Inde, autre mastodonte continental d'Asie ; le moindre retard relatif du Vietnam vis-à-vis des PED d'Asie, hors Chine (inférieur à 20 %), peut également constituer un autre facteur de ralentissement de la convergence.

Au-delà de la convergence plus ou moins forte en fonction des échantillons de comparaison, la dynamique de croissance s'est traduite par une baisse drastique du taux de pauvreté monétaire, quels que soient les indicateurs retenus. Ainsi, la part de la population vivant sous le seuil de 2 USD PPA/tête/jour est passée de 85 % au début des années 1990 à moins de 20 % au début des années 2010 (cf. graphique 2). La trajectoire vietnamienne a été comparable à celle de la Chine, avec un décalage temporel d'une décennie. Elle se démarque en revanche de la trajectoire des PRI-TI : le Vietnam a rejoint cette catégorie relativement récemment et a un niveau de revenu par tête encore inférieur à la moyenne de celui des PRI-TI ; en revanche, la répartition plus équilibrée des revenus se traduit par un taux de pauvreté vietnamien inférieur à celui de la moyenne des PRI-TI.

1.2. L'amélioration des autres composantes des conditions de vie

Tableau 1 Indicateurs sociaux du Vietnam, comparés aux PED d'Asie de l'Est et aux PRI-TI

	Vietnam	PED Asie de l'Est et Pacifique	PRI-TI
Éducation			
Taux d'achèvement du primaire	97 % (2013)	104 % (2013)	91 % (2013)
Taux d'achèvement du 1 ^{er} cycle du secondaire	79,5 % (2013)	91 % (2013)	69 % (2013)
Taux d'illettrisme (population > 15 ans)	6,5 % (2010)	5,5 % (2010)	29 % (2010)
Santé			
Dépenses directes de santé des ménages (% des dépenses totales de santé)	49 % (2013)	35 % (2013)	55 % (2013)
Taux de mortalité infantile	17 ‰ (2015)	15 ‰ (2015)	40 ‰ (2015)
Taux de mortalité sous 5 ans	22 ‰ (2015)	18 ‰ (2015)	53 ‰ (2015)
Taux de prévalence d'anémie chez l'enfant	31 % (2011)	25 % (2011)	55 % (2011)
Taux de mortalité maternelle	54 ‰ (2015)	63 ‰ (2015)	253 ‰ (2015)
Taux de femmes enceintes recevant des soins prénatals	94 % (2011)	95 % (2011)	77 % (2011)
Taux de couverture des trithérapies	37 % (2014)	nd	nd
Espérance de vie à la naissance	76 ans (2013)	74 ans (2013)	66 ans (2013)

...



...	Vietnam	PED Asie de l'Est et Pacifique	PRI-TI
Autres services			
Taux d'emploi des enfants (7-14 ans)	11 % (2012)	nd	nd
Taux d'accès à un assainissement amélioré	78 % (2015)	75 % (2015)	52 % (2015)
Rural	70 %	64 %	42 %
Urbain	94 %	85 %	67 %
Taux d'accès à une source d'eau améliorée	98 % (2015)	94 % (2015)	90 % (2015)
Rural	97 %	90 %	87 %
Urbain	99 %	97 %	94 %

Source : WDI.

La baisse de la pauvreté monétaire s'est accompagnée d'une nette amélioration de la plupart des indicateurs sociaux. En comparaison internationale (cf. tableau 1), le Vietnam se situe au-dessus de la moyenne des PRI-TI – alors qu'il est en base de la classe de revenu PRI-TI – et proche de la moyenne des PED d'Asie de l'Est et du Pacifique – alors que son revenu par tête est nettement en dessous de la moyenne de l'échantillon. Les statistiques vietnamiennes sont particulièrement favorables au niveau de l'accès à l'eau et l'assainissement, ainsi que sur certains indicateurs de santé (espérance de vie à la naissance et mortalité maternelle notamment).

Il convient cependant de préserver une certaine distance par rapport à ces comparaisons internationales et de garder en mémoire le caractère inégalitaire de l'accès aux services sociaux de qualité, tant dans l'éducation que dans la santé. En effet, si l'accès aux services de base est largement répandu, la qualité des services rendus reste étroitement liée aux capacités financières ou au positionnement social des bénéficiaires (cf. les chapitres 3 et 5 de l'ouvrage « Vivre avec les Vietnamiens » de Philippe Papin et Laurent Passicouset (2010) pour une description détaillée des modalités d'accès aux services d'éducation et de santé)^[1]. L'Organisation mondiale de la santé (OMS) estime ainsi que la moitié des dépenses de santé relève de dépenses directes des ménages, dans un système où le service public est censé assurer l'accès aux soins. Ce qui se pratique à large échelle dans le secteur de la santé fonctionne également dans le secteur de l'éducation. Cela constitue le fondement d'une inégalité d'accès liée à la qualité de service.

1.3. De faibles incitations à gérer les poches résiduelles de pauvreté

L'indice de Gini, qui permet de mesurer les inégalités monétaires (plus l'indice est élevé, plus les inégalités sont fortes) est, au Vietnam, parmi les plus faibles de la région. Il est estimé à 35,6 en 2012 (*Vietnam Household Living Standard Survey*) et reste stable depuis dix ans. Seul le Cambodge a un indice de Gini inférieur dans la région. Ce résultat peut laisser penser que la croissance vietnamienne reste globalement inclusive, sans progression notable des inégalités durant la décennie 2000.

Cette impression, issue des données quantitatives, est néanmoins contredite par la perception d'une inégalité croissante exprimée par la majorité des acteurs (citoyens, presse, universitaires, etc.). Cette perception recouvre une inégalité plus qualitative dans l'accès aux services de santé ou d'éducation (voir paragraphe 1.2.), les opportunités d'emploi de qualité, l'accès au foncier, etc. (Banque mondiale, 2014b). Cela participe à un sentiment de stratification figée de la société avec une garantie d'accès à un service minimum, mais peu d'opportunités de mobilité dans l'échelle sociale.

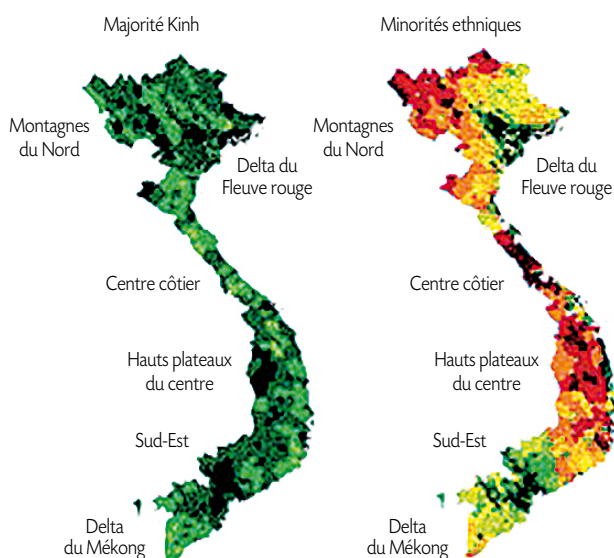
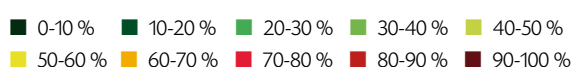
Le décalage entre la pauvreté urbaine (5 %) et la pauvreté rurale (22 %) reste significatif. Au sein des zones rurales, les disparités s'accroissent selon les capacités des habitants à se positionner ou non sur des activités informelles additionnelles à leur activité agricole de base et génératrices de revenu. Dans un contexte de revenus « primaires » faibles, le recours à une activité secondaire pour accroître les revenus semble être une constante de l'économie vietnamienne, que ce soit en zone urbaine ou rurale.

[1] La faiblesse des salaires nominaux des personnels d'enseignement et de santé du public rend inéluctable la recherche de compléments de revenu, ce qui contribue à amalgamer le secteur public et le secteur privé : « 4 – Public, privé : les figures d'un vieux tour de gobelet » (Papin et Passicouset, 2010).

La pauvreté, qu'elle soit monétaire ou humaine, se concentre sur les zones où vivent les minorités (cf. graphique 3) qui représentent moins de 15 % de la population (recensement 2009, les Kinh, majoritaires, représentent 85,7 % de la population). De surcroît, ces poches de pauvreté se caractérisent par des niveaux nettement plus élevés d'inégalités (indice de Gini).

Graphique 3

Taux de pauvreté en fonction des origines ethniques

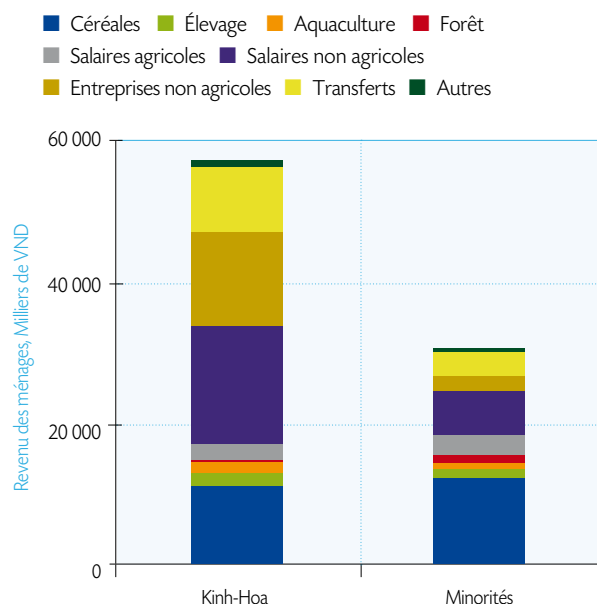


Source : Banque mondiale (2014b).

Face à ce constat, et dans un contexte de forte acceptabilité de la pauvreté au sein de la population vietnamienne, l'attention portée par les autorités sur cette question et celle des minorités reste relative. Les autorités ont engagé en 1998 le programme 135, principal programme de lutte contre la pauvreté, ciblé sur les minorités. Il a bénéficié de fonds budgétaires de l'État ainsi que de financements de bailleurs, notamment de la Banque mondiale à travers une série de *Development Policy Operations* (DPO). La troisième phase de ce programme couvre la période 2011/2016. Les autorités ont également lancé en 2009 un programme ciblé sur les 63 districts les plus pauvres du pays. Une étude de la Banque mondiale sur les filets de sécurité sociale, réalisée fin 2010, indique que la couverture des ménages

Graphique 4

Sources de revenu par origine ethnique



Source : Banque mondiale (2014b).

pauvres reste limitée, même si elle est en progression. Ainsi, la part des transferts dans les revenus des minorités n'est pas supérieure à celle des revenus de la population Kinh (cf. graphique 4). Cette absence d'effets redistributifs se retrouve également au niveau des différents quintiles de revenu, indépendamment des origines ethniques.

1.4. Une vulnérabilité forte liée au changement climatique, ayant un impact social significatif

Avec sa géographie si particulière (longue bande côtière et deux deltas majeurs densément peuplés), les événements liés au changement climatique sont susceptibles d'avoir au Vietnam des impacts socioéconomiques particulièrement lourds et d'intensité croissante.

Tableau 2 Indice de vulnérabilité physique au changement climatique – Rang du Vietnam

Hausse du niveau de la mer	Précipitations	Désertification	Indice moyenne quadratique	Indice moyenne quadratique
13/156	25/201	177/188	55/147	80/147

Source : FERDI.

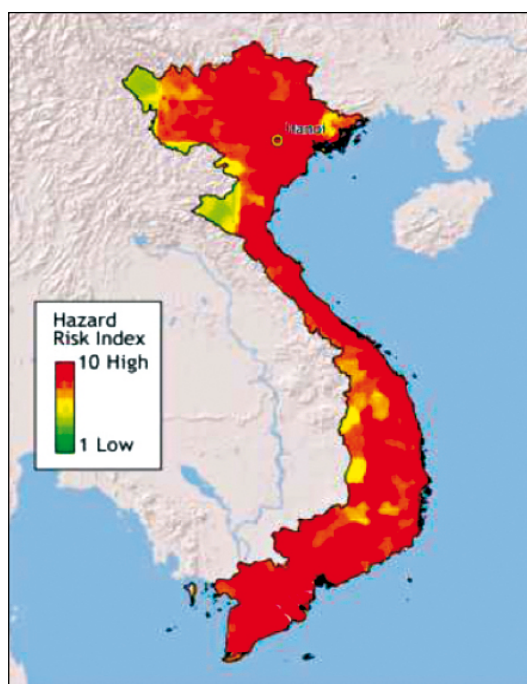
Les travaux de notation comparée de la Fondation pour les études et recherches sur le développement international (FERDI) (cf. tableau 2) placent le Vietnam parmi les pays les plus vulnérables à la hausse du niveau de la mer et à la multiplication de phénomènes naturels extrêmes de type typhons, etc. Selon le rapport du *Global Facility for Disaster Reduction and*

Recovery (GFDRR, 2011), une élévation d'un mètre du niveau de la mer affecterait près de 5 % des terres du pays, 11 % de la population, 7 % des terres agricoles et aurait un impact négatif sur le PIB, de l'ordre de 10 %. Plus localisés, les risques liés aux sécheresses sont significatifs dans le Delta du Mékong.

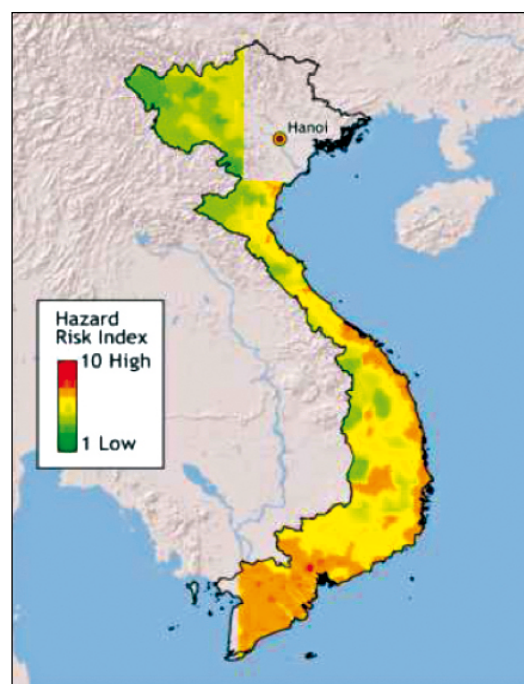
Graphique 5

Risques de mortalité liés aux inondations et sécheresse

Risques de mortalité liés aux inondations



Risques de mortalité liés à la sécheresse



Source : GFDRR (2011).

Face à ces risques majeurs, les capacités de réponse des autorités sont limitées sous le triple effet :

- d'une absence de culture de la transparence sur les impacts de ces événements,
- d'un manque de ressources matérielles pour y faire face,
- d'une relative inefficacité des processus opérationnels (anticipation, chaîne de décision, mise en œuvre).

Les personnes impactées, souvent démunies, doivent faire face seules aux conséquences de ces événements, faute de couverture par des filets de sécurité ou un système assurantiel. Elles se retrouvent dans un cycle perpétuel d'endettement, dans la mesure où la récurrence accélérée de ces événements « exceptionnels » remet systématiquement en cause leur processus d'accumulation.

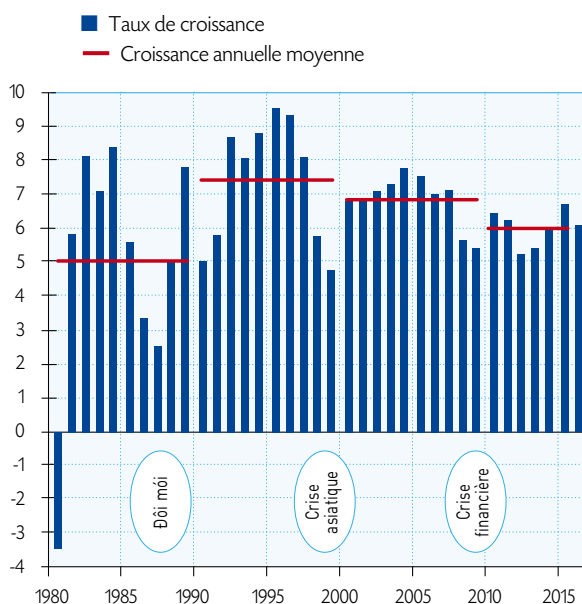
2 / Une dynamique de croissance soutenue, dans un modèle qui doit se réformer

Ce chapitre analyse la dynamique de croissance sur le long terme, les principaux facteurs qui ont porté cette croissance et la manière dont ils évoluent dans le temps.

2.1. Performances globales et comparaisons régionales : le Vietnam n'est pas l'exception

Graphique 6

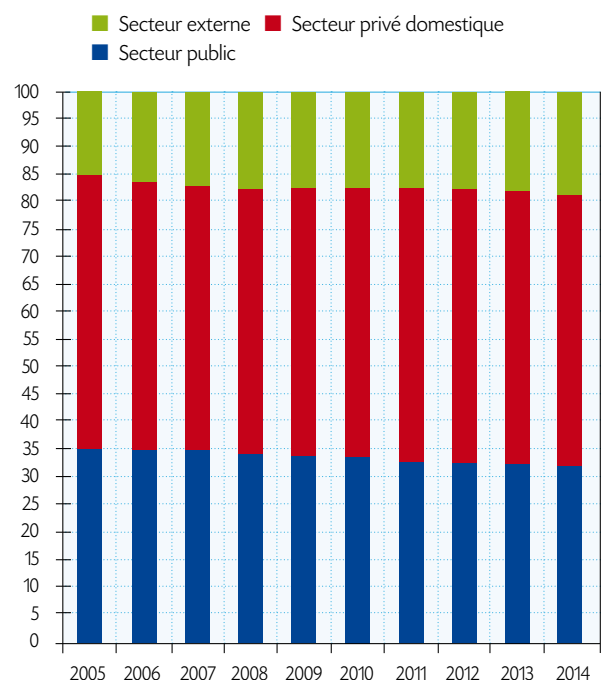
Croissance annuelle réelle du PIB (%)



Sources : FMI (WEO) ; General Statistic Office (GSO).

Graphique 7

Répartition du PIB à prix constant (%)

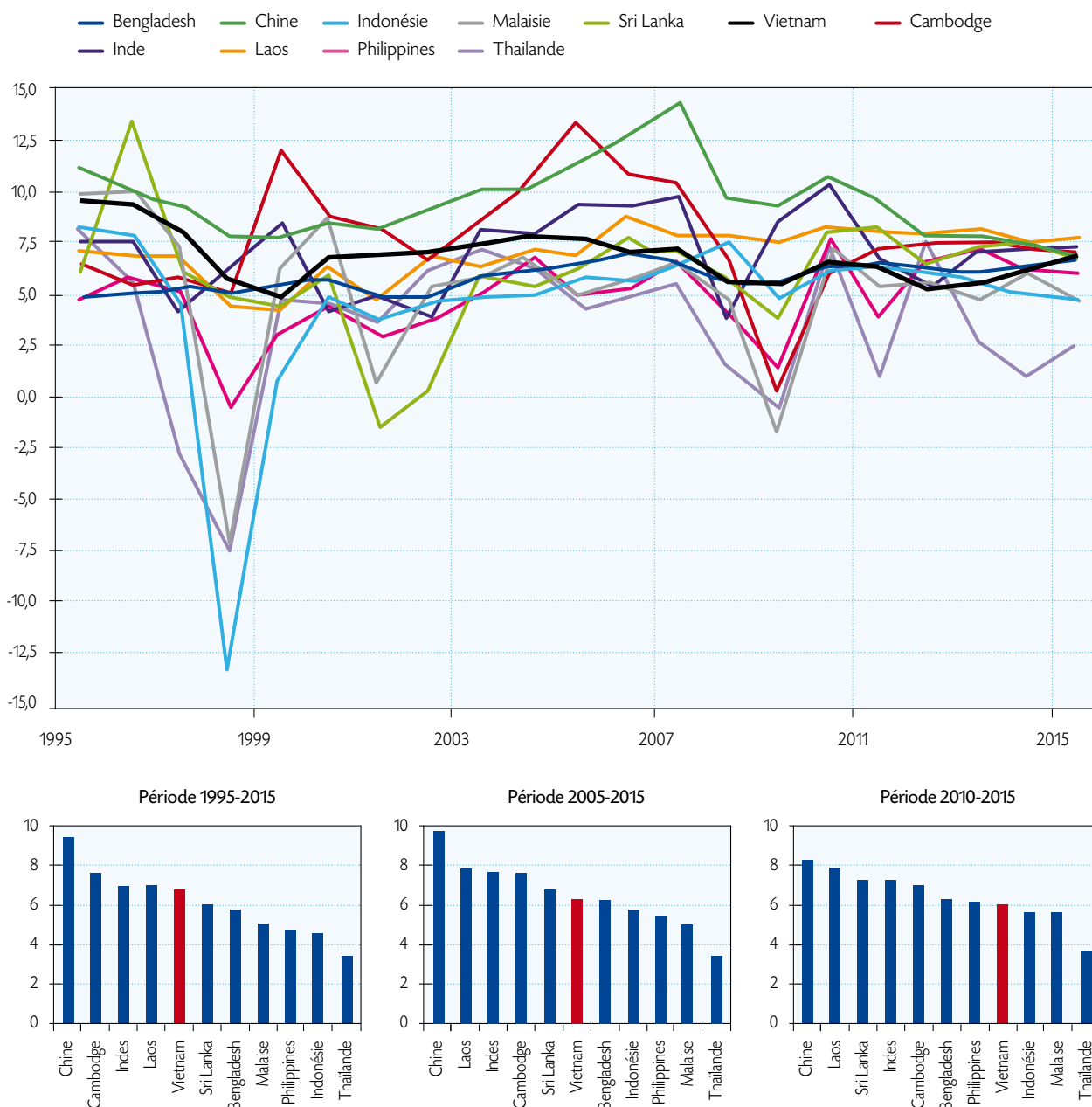


Source : GSO.

Comme indiqué précédemment, l'ouverture économique engagée avec le Đôì mớì s'est traduite par une accélération durable de la croissance, avec notamment une hausse de 50 % de la croissance annuelle moyenne entre la décennie 1980 et la décennie 1990, de 5 à 7,5 % par an en moyenne (cf. graphique 6). La performance de la décennie 1990 comporte probablement un effet de rattrapage qui explique la baisse tendancielle du niveau de croissance sur les décennies suivantes (7 % en moyenne sur la décennie 2000 et 6 % en moyenne de 2010 à 2015).

Graphique 8

Taux de croissance réelle du PIB (%) – annuel et en moyenne annuelle (graphiques en dessous)



Source : FMI (WEO) ; calculs AMR (AFD).

L'analyse comparée des taux de croissance du Vietnam avec ceux des autres pays de la région suggère une performance relative tout juste dans la moyenne, qui se dégrade avec le temps

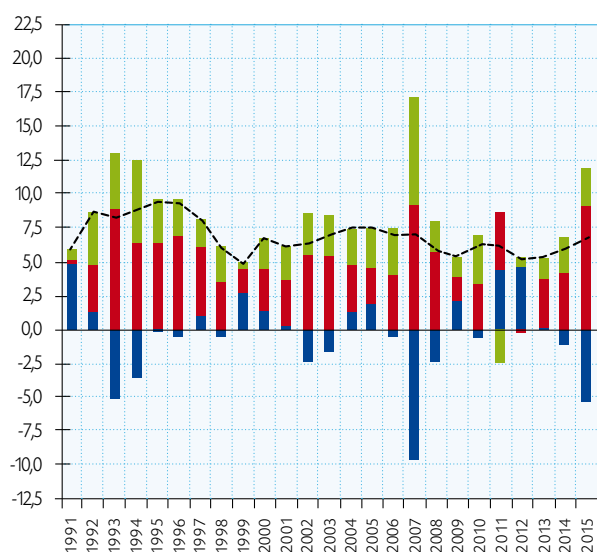
(cf. graphique 8). Le croisement des dynamiques de croissance avec les niveaux initiaux de revenu par tête va dans le sens d'une convergence globale, mais qui se ralentit.

La stabilité de la croissance vietnamienne constitue en revanche un point positif, avec une volatilité parmi les plus basses de l'échantillon des PED d'Asie, ceci en dépit de l'extraversion extrême de l'économie vietnamienne (cf. paragraphe 2.4.). La crise asiatique de 1998 et la crise financière internationale de 2008 se sont traduites par un point bas de croissance autour de 5 %, alors que d'autres pays tombaient en récession ou en croissance quasi-nulle (cf. graphique 8). De même, le ralentissement de la croissance induit par la politique de stabilisation macro-économique engagée en 2011 (résolution 11) est resté limité avec des points bas au-dessus de 5 % en 2012 et 2013.

Graphique 9

Décomposition de la croissance du PIB (%)

- Contribution de l'investissement à la croissance du PIB
- Contribution de la consommation interne à la croissance du PIB
- Contribution de la demande externe à la croissance du PIB



Source : Banque mondiale (WDI) ; calculs AMR (AFD).

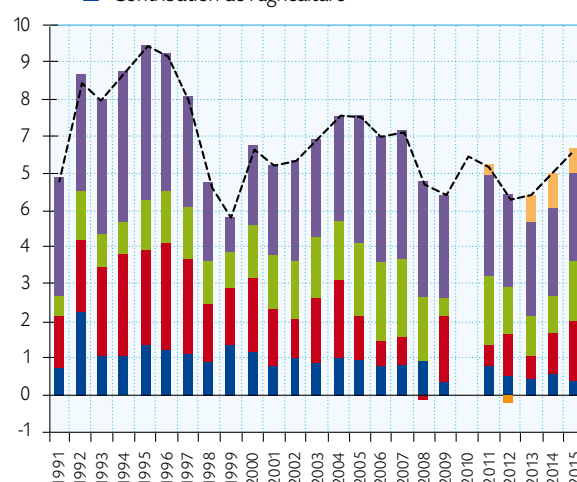
La relative stabilité de la croissance économique sur longue période masque des variations pouvant être significatives lorsque l'on décompose la croissance selon les facteurs d'offre (répartition sectorielle du PIB) ou de demande (distribution du PIB entre consommation interne, investissement et demande nette externe).

Au niveau sectoriel (cf. graphique 10), la contribution de l'agriculture à la croissance s'est érodée au cours de la décennie 2000, et notamment depuis 2009. Cette tendance se retrouve particulièrement dans la baisse de la part des produits agricoles dans les exportations vietnamiennes. Alors que l'industrie non

Graphique 10

Décomposition sectorielle de la croissance du PIB (%)

- Contribution des taxes nettes des subventions
- Contribution des services
- Contribution de l'industrie manufacturière
- Contribution de l'industrie non manufacturière
- Contribution de l'agriculture



Source : Banque mondiale (WDI) ; calculs AMR (AFD).

manufacturière, associée communément à l'industrie lourde, a été un moteur important de la croissance de 1995 à 2004 (27 % de la croissance), sa part a fortement chuté entre 2005 et 2014 (15 %). *A contrario*, le rôle de l'industrie manufacturière a pris de l'ampleur comme moteur de la croissance (de 19 à 27 %), de même que celui des services (de 39 à 46 %). Sous cet angle, le processus de développement du Vietnam sur les deux dernières décennies apparaît assez typique d'une montée en gamme et d'une sophistication de l'économie.

L'analyse de la croissance par la demande montre une variabilité nettement plus importante, notamment depuis la crise financière internationale (cf. graphique 9). Alors que la consommation intérieure a représenté les deux tiers de la croissance de 1995 à la crise financière internationale, sa contribution a fortement chuté depuis. Du fait de la politique de stabilisation macroéconomique, cette contribution à la croissance a été nulle en 2011 et 2012, puis est remontée de 2013 à 2015 compte tenu de la reprise économique. Les contributions à la croissance de l'investissement et de la demande externe nette fonctionnent « en miroir » : la composante en biens importés de l'investissement étant globalement importante, les périodes d'investissements particulièrement élevés se traduisent par une contribution faible ou négative de la demande extérieure nette, et inversement.

Cette relation est particulièrement visible au cours de deux périodes récentes :

- en 2007/2008, l'accession du Vietnam à l'OMC s'est traduite par un afflux massif d'investissements étrangers (surtout en 2007) et d'une contribution négative « miroir » de la demande externe ; la crise financière internationale a ensuite joué dans le sens inverse ;
- entre 2013 et 2015, la reprise de l'investissement (2,4 points de PIB en moyenne annuelle) suivant la phase de stabilisation macroéconomique a conduit à une contribution négative de la demande externe (-2 points de PIB), ceci malgré la dynamique à l'exportation.

Cette relation est en outre renforcée par le fait que, particulièrement dans le cas vietnamien, les investissements directs étrangers (IDE) d'aujourd'hui préparent les exportations de demain.

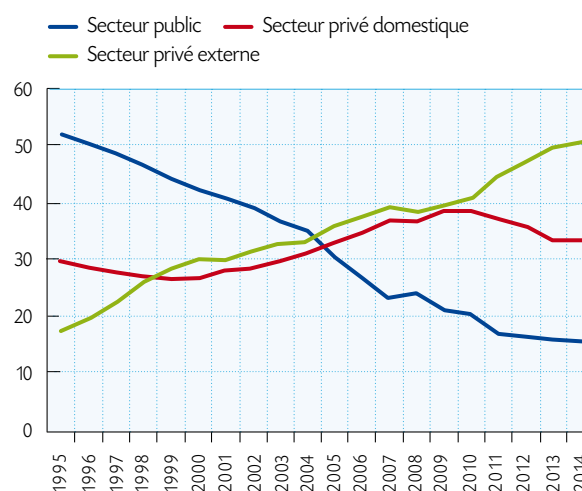
2.2. Trialité de l'économie vietnamienne : réalités et enjeux d'une dichotomie bien ancrée

L'économie vietnamienne est souvent décomposée en trois grands blocs d'acteurs constitués : (i) du secteur public comprenant l'administration et les entreprises publiques (SOEs pour *State Owned Enterprises*) ; (ii) du secteur des investisseurs étrangers, principalement orientés à l'exportation mais pas exclusivement ; (iii) du secteur privé domestique qui constitue un groupe beaucoup moins homogène allant du ménage agricole à l'entreprise privée de grande taille, cotée en bourse et pleinement intégrée dans la mondialisation^[2]. Par essence très schématique, cette décomposition ne permet pas de mettre en évidence les nombreux enchevêtrements existant entre ces catégories ; elle constitue néanmoins une approche macroéconomique utile pour tenter d'appréhender l'évolution en grande masse de l'économie vietnamienne et vérifier dans les chiffres l'impression générale d'une baisse de la part du secteur public au profit des entrepreneurs privés, nationaux et étrangers.

Une première constatation est l'absence de rupture dans l'évolution des grands blocs de valeur ajoutée (cf. graphique 7) : la baisse de la part du secteur public reste limitée (inférieure à 5 points de pourcentage en 10 ans) et a pour corollaire une hausse tout aussi limitée du secteur des investissements extérieurs, tandis que la part de PIB générée par le secteur privé domestique reste stable, autour de 50 %.

Graphique 11

Répartition de la production manufacturière



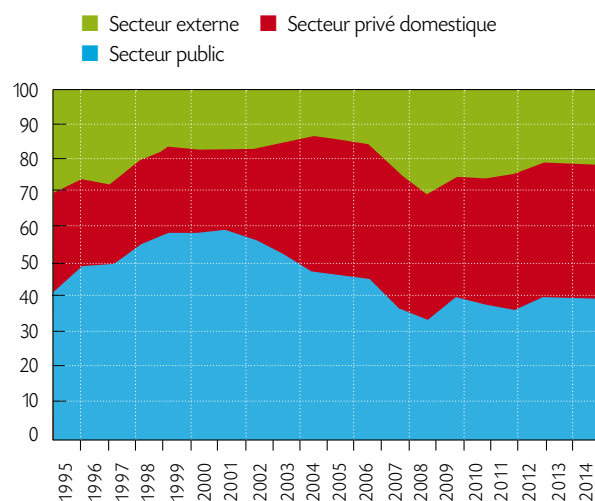
Source : Hung X.T., 2014.

Cette absence visible de grands mouvements tectoniques connaît cependant une exception concernant le secteur manufacturier (cf. graphique 11) pour lequel une substitution nette s'est opérée sur les deux dernières décennies, du secteur public vers le secteur privé externe, tandis que la part du secteur privé domestique est restée globalement stable.

[2] FPT Corporation est un exemple type de ces entreprises, avec 1,7 Md USD de chiffre d'affaires (2014), 25 000 employés, cotées à la Bourse d'Ho Chi Minh Ville, avec 49 % d'actionnariat étranger.

Graphique 12

Répartition de l'investissement à prix courant (%)



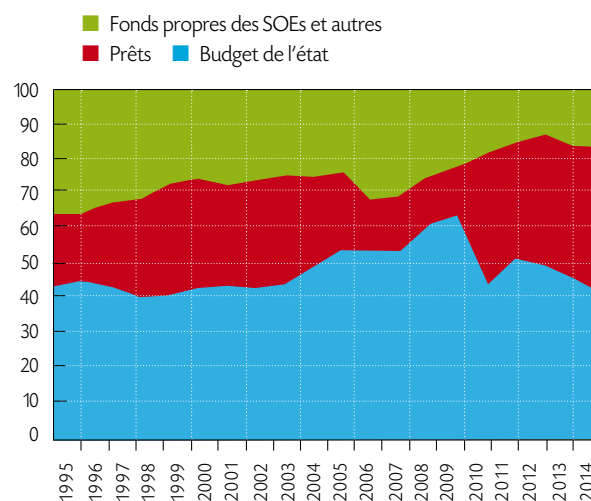
Source : GSO.

La répartition de l'investissement entre ces trois grands secteurs économiques a évolué de manière cyclique (cf. graphique 12) :

- l'investissement public a augmenté jusqu'au début de la décennie 2000, jusqu'à représenter 60 % de l'investissement total, puis a fortement reculé jusqu'à la crise financière internationale de 2008 pour ensuite se stabiliser autour de 40 % ; malgré la fragilité financière des entreprises publiques et leur manque d'efficacité, l'investissement public continue de jouer un rôle central dans le maintien de la dynamique économique, ce qui ne manque pas d'interroger sur la pérennité de cette politique et son coût pour les finances publiques ;

Graphique 13

Mode de financement de l'investissement public (%)



Source : GSO.

- l'augmentation significative de la part des investissements étrangers, réalisée en 2007/2008 avec l'accession du Vietnam à l'OMC, n'a pas résisté à la crise financière internationale ; sa part s'est ensuite contractée pour ne représenter qu'un peu plus de 20 % de l'investissement total en 2014.

Tableau 3 Répartition sectorielle du PIB

Prix constant 2010	2010			2014		
	% PIB	li/PIB	IGi/li	% PIB	li/PIB	IGi/li
Secteur primaire	18,4	2,4	36,3	16,8	2,2	45,0
Secteur secondaire	32,1	16,4	35,8	33,2	15,7	35,9
Manufacturière	12,9	7,5	18,6	14,8	8,5	15,5
Mines et carrières	9,5	2,9	32,9	8,4	2,2	42,8
Autres branches	9,7	6,0	58,7	10,0	5,1	67,1
Secteur tertiaire	36,9	19,7	40,2	38,4	17,6	42,3
Commerce général	8,0	1,9	18,6	9,1	2,7	13,9
Services financiers, assurances	5,4	0,7	30,0	5,5	0,7	33,3
Immobilier	6,1	1,8	17,6	5,4	2,5	15,7
Hôtellerie et restauration	3,6	0,8	22,1	3,8	1,0	21,2
Autres branches	13,8	14,5	47,4	14,6	10,8	58,0
Taxes nettes sur production	12,5	so	so	11,6	so	so
PIB au prix du marché	100	38,5	38,1	100	35,5	39,7

Source : GSO ; calculs AMR (AFD).

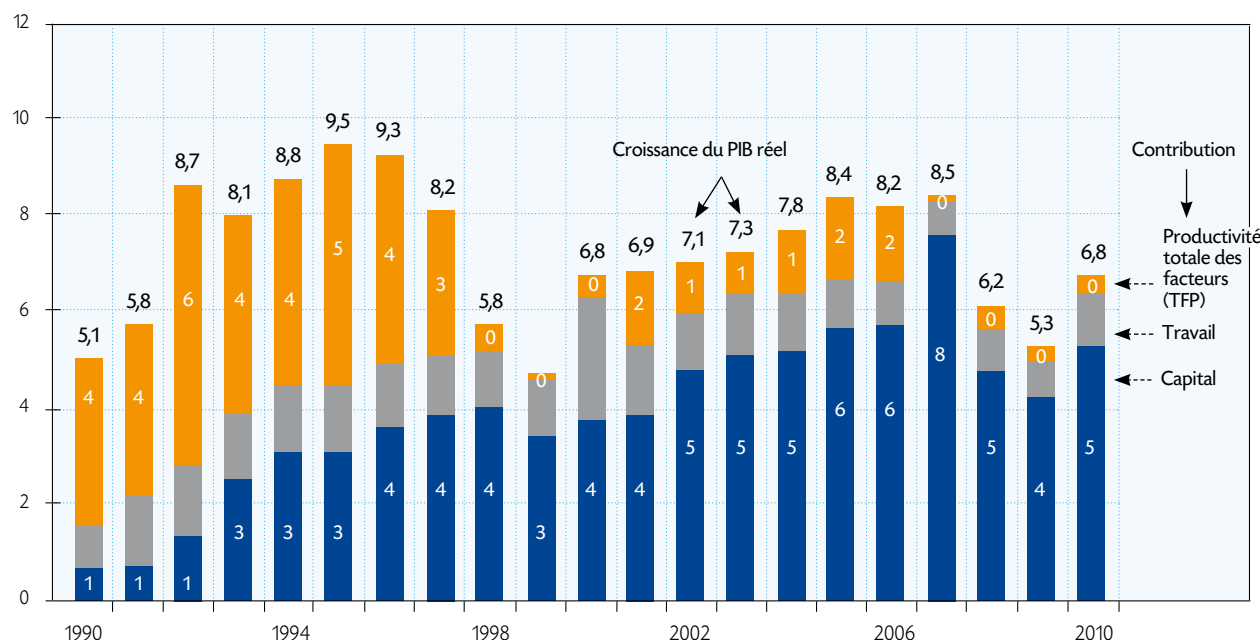
I = investissement ; IG = investissement public ; i = branche considérée.

Sous l'hypothèse que la part de l'investissement public sur l'investissement total est une proxy satisfaisante du degré d'implication de l'État au niveau d'une branche ou d'un secteur, il apparaît assez nettement que, mis à part pour les branches manufacturières (15 % du PIB en 2014) et le commerce général (9 % du PIB en 2014), le rôle de l'État reste significatif et tend même à s'accroître, si ce n'est dans la production directe de biens et services, du moins dans la mise à disposition d'investissements pour la production de ces biens et services. Ainsi, la part des investissements publics dans le secteur primaire est montée de 36 à 45 % entre 2010 et 2014, de 33 à 43 % dans la branche mines et carrières, de 59 à 67 % dans les autres branches industrielles.

Cette évolution pose la question structurelle du « coût économique » du maintien d'un haut niveau de croissance. Cette problématique a été analysée, au cours de ces dernières années, à travers l'évolution de la productivité totale des facteurs. Alors que la décennie 1990 avait enregistré d'importants gains de productivité, ceux-ci se sont significativement réduits au cours de la décennie 2000 (cf. graphique 14), le maintien du niveau de croissance étant plus la résultante de l'accumulation des facteurs de production (notamment le capital à travers l'investissement) que d'un effet d'efficacité économique.

Graphique 14

Décomposition de la croissance entre facteurs travail, capital et productivité totale des facteurs



Source : Banque mondiale (2013).

Le Vietnam ayant intégré la catégorie des pays à revenu intermédiaire (PRI) en 2009, la faiblesse structurelle de la productivité globale des facteurs amène certains économistes et institutions^[3] à évoquer la problématique de trappe à PRI^[4] pour le Vietnam. La question de savoir si le Vietnam se dirige vers la trappe à PRI apparaît cependant prématurée, tant le revenu par tête du Vietnam est encore limité et les coûts salariaux faibles.

Mais le problème de l'efficacité globale de l'économie et de la tendance baissière des gains de productivité mérite d'être posé. L'argument récurrent est celui de l'absence supposée d'interactions entre les trois grands segments de l'économie : un secteur des investissements extérieurs très compétitif mais qui génère peu de retombées locales autres que des réserves extérieures et des recettes budgétaires (la contribution à l'emploi restant limitée, cf. graphique 17) ; un secteur public peu

efficace bénéficiant d'un accès privilégié au financement et de la proximité des autorités locales et nationales, notamment pour ce qui concerne les marchés publics ; et un secteur privé domestique insuffisamment structuré, arrivant difficilement à se positionner en activité de sous-traitance auprès des firmes étrangères, et qui souffre d'une concurrence « déloyale » de la part des SOEs. Cette vision schématique n'est certainement pas dénuée de fondements, notamment dans l'explication des contraintes d'efficacité de l'économie vietnamienne, mais elle masque des interactions non formalisées qui échappent aux acteurs extérieurs et sont difficilement modélisables dans un cadre économique traditionnel.

Au-delà de la seule efficacité économique, la question des SOEs déborde également sur les questions de finances publiques (cf. chapitre 3) et de secteur bancaire (cf. chapitre 5). Alors que l'investissement public continue de jouer un rôle essentiel,

[3] Harvard Kennedy School, 2015 ; Berliner T. et al., 2013.

[4] Trappe à PRI : perte de l'avantage concurrentiel dans l'exportation de biens manufacturés liée à la tendance haussière des salaires, sans pour autant avoir réussi à changer les structures économiques pour se hisser sur des marchés à plus forte valeur ajoutée ; la notion s'applique généralement à des pays dont le revenu par habitant stagne autour de 10 000 à 12 000 USD (prix constant de 2011), avec un investissement faible, une croissance basse du secteur industriel, faiblement diversifié, et des mauvaises conditions du marché du travail (exemples typiques : Afrique du Sud, Brésil).

l'évolution de son financement au cours de la dernière décennie (cf. graphique 13) interroge sur la pérennité du système avec une augmentation significative du recours à l'endettement pour compenser l'érosion des fonds propres des SOEs ainsi que la baisse relative des ressources budgétaires publiques. En l'absence de publication des rapports financiers des SOEs, il est difficile d'émettre un jugement définitif sur l'état et l'évolution de leur situation financière. Il ressort cependant de plusieurs entretiens que la position dominante des SOEs dans la négociation sur les grands contrats tend à s'estomper du fait de la dégradation de leur situation, celles-ci ne se maintenant à la marge que par leur capacité à accéder à la garantie de l'État.

Réformes des SOEs : un processus complexe et lent ^[5]

L'ouverture économique s'est traduite par une forte baisse du nombre de SOEs entre 1990 (12 000) et ces dernières années (800). L'importance de cette baisse ne doit cependant pas cacher une réalité : le maintien du rôle déterminant des SOEs avec un secteur public qui compte encore pour 35 % du PIB. De fait, les SOEs liquidées, fusionnées ou privatisées au cours des vingt dernières années étaient, pour l'essentiel, de petites tailles et non rentables. Les 800 SOEs restantes, détenues à 100 % par l'État, sont nettement plus stratégiques par leur taille, leur secteur d'intervention et les emplois qu'elles représentent (cf. section 2.3.).

L'objectif final des autorités est de maintenir 200 SOEs stratégiques dans le giron de l'État, d'ici 2020 ^[6]. Les autres doivent, dès lors, faire l'objet d'un processus d'actionnarisation, pouvant aboutir à une cession plus ou moins importante du capital aux investisseurs privés domestiques ou extérieurs en fonction de la nature des entreprises et de leur positionnement sur le marché concurrentiel. Le processus d'actionnarisation doit permettre d'assurer une plus grande transparence dans la gestion des SOEs, quel que soit leur degré ultérieur de privatisation (du fait notamment de leur inscription sur les Bourses de Ho Chi Minh Ville ou de Hanoi). Le processus d'actionnarisation a débuté dans le courant de la décennie 1990 et s'est accéléré lors de la première moitié de la décennie 2000 (2 000 SOEs actionnalisés entre 2003 et 2005) puis s'est considérablement ralenti. Les autorités ont souhaité le relancer

au cours des dernières années (99 entreprises actionnalisées de 2011 à 2013, 44 en 2014) mais de nombreuses résistances ralentissent le processus (sur 289 SOEs à actionnariser en 2015, le programme d'actionnarisation n'a été que très partiellement réalisé) en dépit des déclarations officielles. Les opérations d'actionnarisation peuvent parfois consister en de simples fusions entre SOEs et en un accaparement par des personnes privilégiées (employés, autorités, etc.), et les procédures de liquidation ne fonctionnent pas. Le processus manque d'attractivité pour le secteur privé, compte tenu de la part limitée du capital mis en vente et de l'absence de protection des actionnaires minoritaires. En outre, les règles d'acquisition pour les investisseurs étrangers demeurent contraignantes et les empêchent de se positionner sur certains segments.

2.3 Les enjeux sur le marché du travail

Graphique 15

Taux d'emploi (%)



Source : WDI ; GSO ; calculs AMR (AFD).

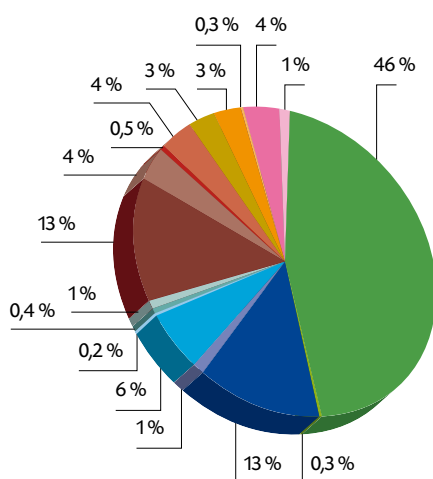
[5] Le secteur public représentant encore 10 % de la population employée en 2014, la réforme des SOEs revêt une dimension sociale évidente en termes d'emplois. Cette dimension certes réelle constitue également un prétexte immédiat *au statu quo*.

[6] Relevant du Secrétariat général de la défense et de la sécurité nationale, d'un monopole naturel, et de domaines spécifiques où le besoin d'investissement est trop important pour le secteur privé.

Graphique 16

Répartition de l'emploi par branches et nature – 2014

- Secteur primaire – privé
- Secteur primaire – public
- Industrie manufacturière – privé
- Industrie manufacturière – public
- Industrie de la construction – privé
- Industrie de la construction – public
- Autres industries – privé
- Autres industries – public
- Commerce général – privé
- Hôtellerie et restauration – privé
- Éducation, formation, santé – privé
- Éducation, formation, santé – public
- Activités liées au Parti – public
- Transport et stockage – privé
- Transport et stockage – public
- Autres activités de services – privé
- Autres activités de services – public



Source : GSO; calculs AMR (AFD).

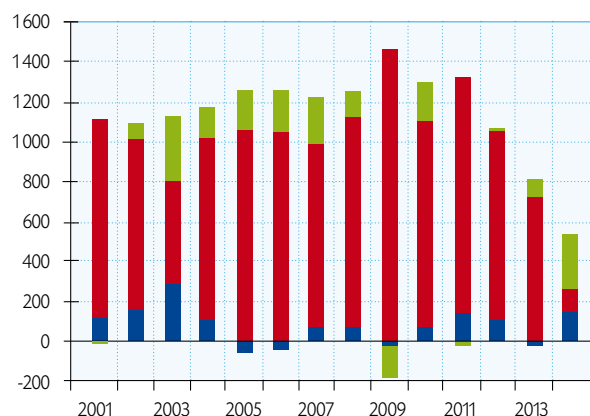
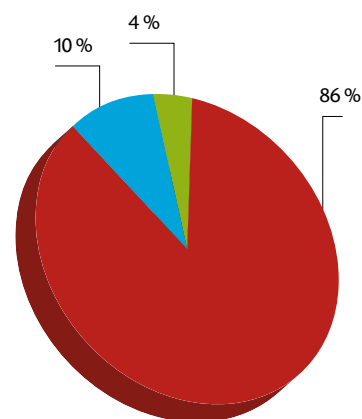
La population active employée totale s'établit à 52,6 millions en 2014, répartie pour l'écrasante majorité, 86 %, dans le secteur privé domestique, 10 % dans le secteur public, et 4 % dans le secteur des investissements extérieurs (cf. graphique 17). Le taux d'emploi (population active employée sur population en âge de travailler 15-64 ans) a fortement augmenté depuis le début des années 2000, avec une décélération depuis 2013 (cf. graphique 15).

Au regard du rythme d'augmentation du taux d'emploi entre 2002 et 2012, on peut s'étonner de la contribution limitée du facteur travail à la croissance économique (cf. graphique 14) sur cette période. L'explication peut venir de la nature des emplois créés. Entre 2001 et 2012, la création annuelle d'emplois a oscillé entre 1 et 1,2 million et a été très majoritairement orientée vers le secteur privé domestique (cf. graphique 17). Or, la productivité apparente du secteur privé domestique reste limitée (valeur ajoutée annuelle par employé, inférieure à 2 000 USD), nettement inférieure à la productivité apparente du secteur des investissements extérieurs (16 000 USD) et du secteur public (10 000 USD) – cf. graphique 18.

Graphique 17

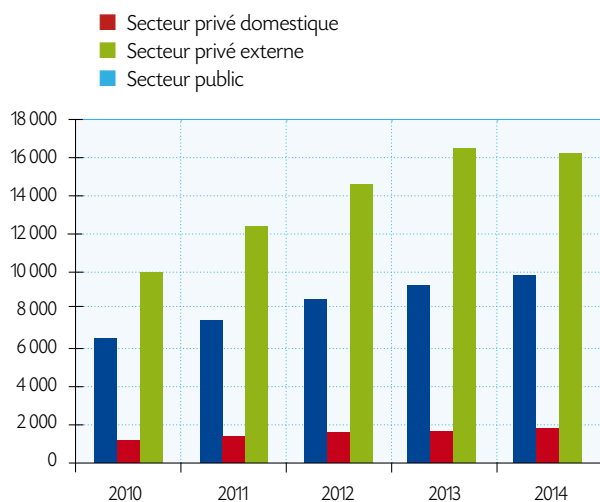
Répartition de l'emploi par nature d'activité (% , 2014) et création annuelle nette d'emplois par nature d'activités (milliers)

- Secteur privé domestique
- Secteur privé externe
- Secteur public



Source : GSO; calculs AMR (AFD).

Graphique 18

Valeur ajoutée par employé,
par nature d'activités (USD)

Source : GSO ; calculs AMR (AFD).

Ces différences de productivité sont logiques, au vu de la composante fortement capitalistique du secteur des investissements extérieurs. Elles cachent en outre des disparités extrêmes au sein du segment du secteur privé domestique, entre les quelques grands groupes privés nationaux (tels que FPT) et la masse des ménages agricoles (22,5 millions d'emplois, 43 % de la population employée, en baisse structurelle) et des auto-entrepreneurs non agricoles (11 millions d'emplois, 21 % de la population employée, en hausse structurelle).

Avec seulement 22 % d'emplois salariés (Banque mondiale, 2014a, GSO, à partir du *Labor Force Survey*), la qualité des emplois constitue une problématique essentielle d'un point de vue tant social qu'économique. Les niveaux de rémunération et de protection entre les différentes catégories d'emplois sont très variables. Un salaire minimum unifié s'applique depuis 2012 à tous les salariés (avec ou sans contrat) hors administration, avec des niveaux différenciés selon les provinces. Le salaire minimum dans l'administration est spécifique et moins élevé. Le degré d'application du salaire minimum varie fortement selon la nature de l'employeur, les employés sans contrat ayant le plus de risques de tomber sous le salaire minimum : 11 % dans les entreprises privées domestiques et 17 % dans les entreprises familiales. Le risque d'une altération du processus de formalisation de l'emploi lié à un accroissement de la protection formelle des salariés en lien avec le code du travail de 2012 est à prendre en compte.

Dans un contexte où la notion de chômage est à relativiser, le marché du travail se régulant de manière quasi automatique à travers les activités de nature informelle, la pression démographique constitue un facteur essentiel d'équilibre sur le marché du travail. Avec un taux d'emploi désormais supérieur à 80 %, et ayant significativement augmenté dans les années 2000, peut-on anticiper une baisse de la pression de l'offre de travail (demande d'emplois) ? La baisse régulière et notable de la création nette d'emplois depuis 2012 est-elle un signe structurel d'atteinte du plafond de taux d'emploi, ou seulement un élément conjoncturel ?

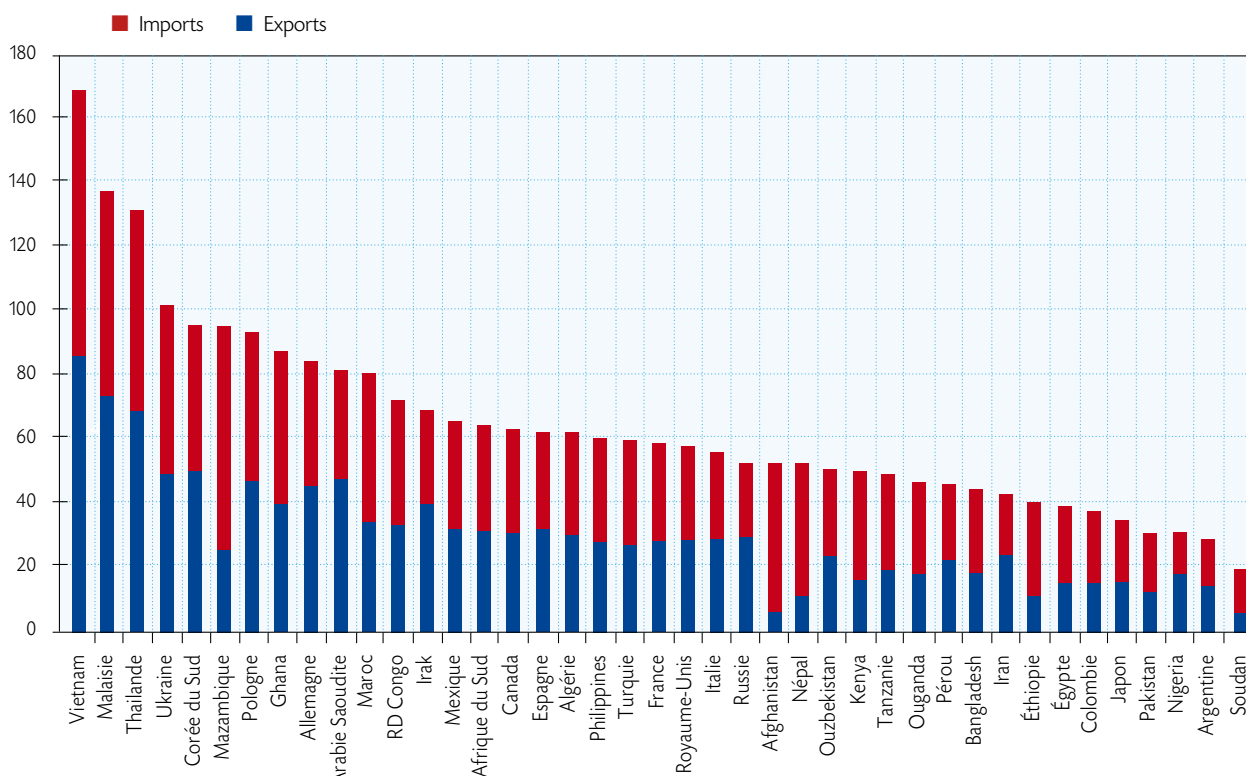
Profiter de ce momentum démographique pour accroître la qualité des emplois et relancer ainsi la hausse de la productivité implique néanmoins de disposer d'un système de formation supérieure et professionnelle permettant de répondre aux exigences des opérateurs économiques. Or, le système d'éducation et de formation professionnelle est confronté à de nombreux défis avec une offre anachronique, trop théorique et ne correspondant pas aux besoins de compétences du monde économique. Dès 2005, le gouvernement admettait ainsi que l'éducation n'était pas en phase avec les besoins de l'économie (résolution gouvernementale n°14/2005/NQ/CP) ; le plan éducatif 2011-2020 précisait également que le plus gros défi de l'enseignement supérieur vietnamien résidait dans son incapacité à satisfaire la demande en ressources humaines, induite par le processus de modernisation-industrialisation dans les secteurs où les besoins en formation technique ne sont néanmoins pas satisfaits. Un sondage récent indique que 50 % des diplômés de l'université ne trouvent pas d'emplois correspondant à leur diplôme. Sans amélioration de la formation, la pression sur les salaires en l'absence de gains de productivité se traduirait par une perte de compétitivité pouvant remettre en cause la dynamique économique du pays.

Outre la formation, la capacité du secteur privé domestique, principal bassin d'emplois, à monter en gamme dépend également du rééquilibrage de l'environnement économique (accès aux financements, aux marchés, règles de concurrence, etc.) de la capacité des entreprises privées locales de travailler en complémentarité avec les entreprises étrangères et les SOEs.

2.4 L'importance du rôle du commerce extérieur dans le processus de développement du Vietnam et les risques associés

Graphique 19

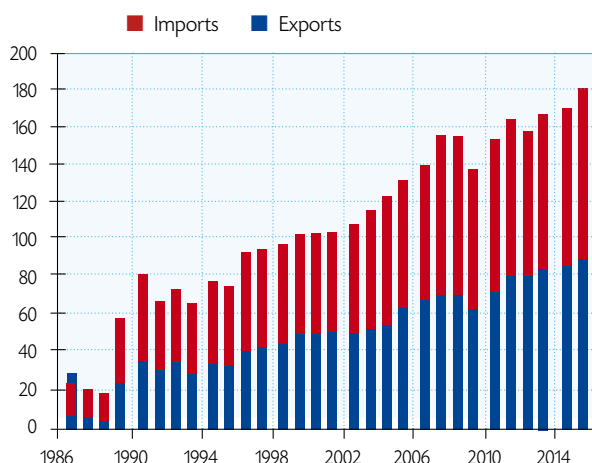
Taux d'ouverture en 2014 des pays dont la population est comprise entre 25 et 200 millions d'habitants (% du PIB)



Source : WDI.

Graphique 20

Taux d'ouverture du Vietnam (% du PIB)



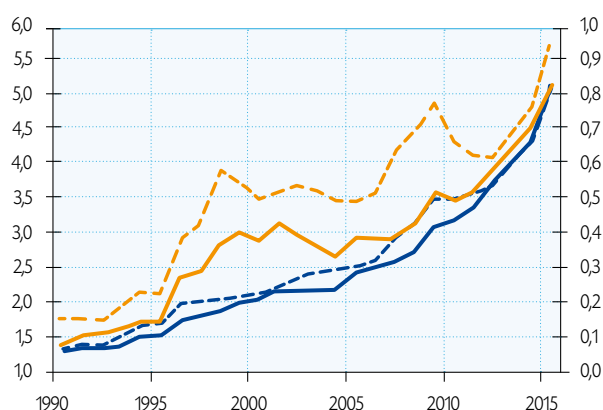
Source : WDI.

Parmi les pays qui disposent d'un marché intérieur significatif (en termes de population), le Vietnam fait figure d'exception avec le taux d'ouverture (rapport de la somme des exports et des imports sur le PIB) largement le plus élevé (cf. graphique 19). Cette extraversion de l'économie vietnamienne s'est construite progressivement sur les deux dernières décennies et se poursuit depuis 2010, l'année 2009 n'ayant été qu'une parenthèse, commune à tous les pays, dans la dynamique commerciale vietnamienne (cf. graphique 20).

Graphique 21

Indicateurs d'insertion
dans le commerce mondial (%)

- % des exportations (X°) de B&S du Vietnam dans les X° mondiales – Échelle de droite
- % des importations (M°) de B&S du Vietnam dans les M° mondiales – Échelle de droite
- % des X° B&S du Vietnam dans les X° de l'Asie en développement – Échelle de gauche
- % des M° de B&S du Vietnam dans les M° de l'Asie en développement – Échelle de gauche



Source : WDI ; calculs AMR (AFD).

Les parts de marché du Vietnam dans le commerce international n'ont cessé de progresser depuis le début de la décennie 1990, avec une accélération de la trajectoire en 2005, à l'approche de l'adhésion à l'OMC. Les exportations vietnamiennes sont ainsi passées de 0,05 à 0,8 % des exportations mondiales entre 1990 et 2015, avec une trajectoire qui ne fléchit pas. De ce point de vue, la performance vietnamienne rappelle la trajectoire de la Chine, à une moindre échelle cependant, compte tenu de la différence de taille entre ces deux économies.

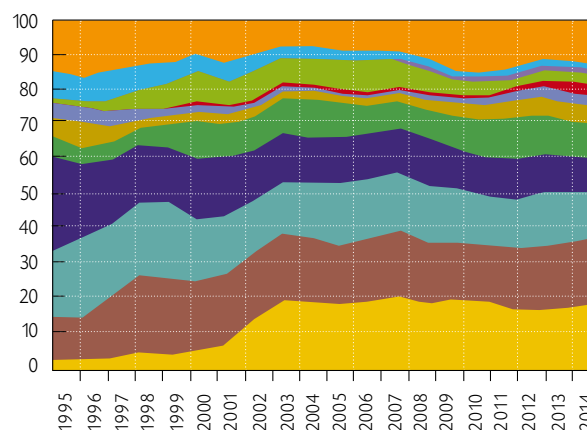
Le positionnement du commerce extérieur vietnamien, tant au niveau géographique que des produits, montrent une intégration croissante dans les chaînes de valeur (en 2014, 60 % du commerce extérieur est généré par le secteur des investissements étrangers), avec une évolution remarquable de la nature des produits exportés et des échanges bilatéraux, notamment entre pays d'Asie.

Les courbes des exportations et importations vietnamiennes, exprimées en USD, sont exponentielles, avec une accélération en 2005 n'affichant qu'une seule année de baisse en 2009 (cf. graphique 24 pour les exportations). Les exportations ont ainsi été multipliées par près de 30, passant de 5,4 Mds USD en 1995 à 150 Mds USD en 2014. Les exportations vietnamiennes restent relativement concentrées sur un nombre réduit de types de produits : cinq groupes homogènes de produits (par ordre d'importance en 2014 : téléphonie 16 %, textile 14 %, pétrole 8 %, électronique 8 %, chaussures 7 %) représentent plus de la moitié des exportations vietnamiennes. Cependant, la part relative de chacun de ces groupes a évolué au cours des dernières années, signe des évolutions de spécialisation du Vietnam : montée en puissance de la téléphonie et de l'électronique, stabilité du textile, baisse relative des chaussures et surtout du pétrole). La part des importations comme moyen de production (équipements, matières premières, consommations intermédiaires) est écrasante et stable de 1995 à 2014 s'établissant autour de 90 %. Cela confirme que les opérations vietnamiennes de commerce extérieur sont fondamentalement orientées vers les chaînes de valeur.

Graphique 22

Répartition des exportations vietnamiennes

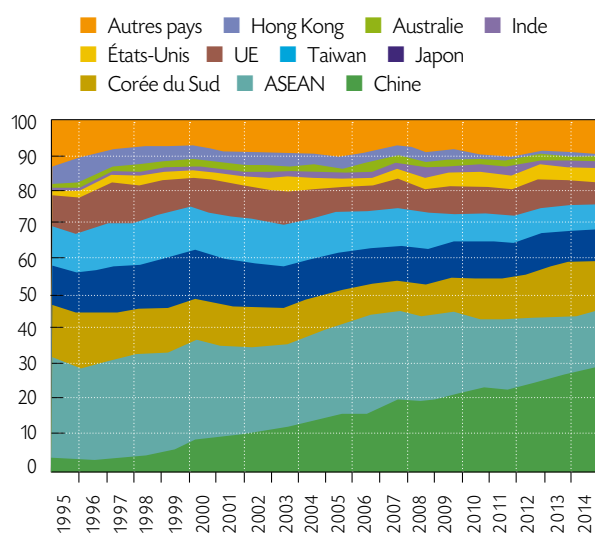
- Autres pays
- Taiwan
- Inde
- Australie
- EAU
- Hong Kong
- Corée du Sud
- Chine
- Japon
- ASEAN
- UE
- États-Unis



Source : GSO.

Graphique 23

Répartition des importations vietnamiennes



Source : GSO.

Au niveau géographique (cf. graphiques 22 et 23), les États-Unis sont devenus le principal débouché des exportations vietnamiennes à partir de 2003 (15 % des exportations, stables), 60 % de ces exportations étant des produits textiles et des chaussures. La balance commerciale du Vietnam avec les États-Unis reste très largement excédentaire (24 Mds USD en 2014). L'Union européenne (UE) est le deuxième marché d'exportations du Vietnam (avec 15 % également des exportations). On relève toutefois une évolution notable des postes d'exportations (montée en puissance des produits de téléphonie à partir de 2011, qui représentent 30 % des exportations en 2014). L'excédent commercial avec l'UE est également important (21 Mds USD en 2014), l'UE exportant principalement des avions, des produits pharmaceutiques, des produits agroalimentaires, et des biens d'équipement.

L'ASEAN est le troisième partenaire du Vietnam à l'exportation et le deuxième à l'importation, avec une balance légèrement déficitaire pour le Vietnam (-1,4 Md USD en 2014). Le premier poste d'échanges entre le Vietnam et l'ASEAN est celui des produits pétroliers. Le Vietnam exporte des huiles brutes et raffinées et importe des produits raffinés^[7]. D'autres échanges croisés importants concernent également les produits électroniques (avec un déficit global du Vietnam) tandis que le Vietnam exporte principalement de la téléphonie et du riz (respectivement 2 et 1,2 Mds USD en 2014).

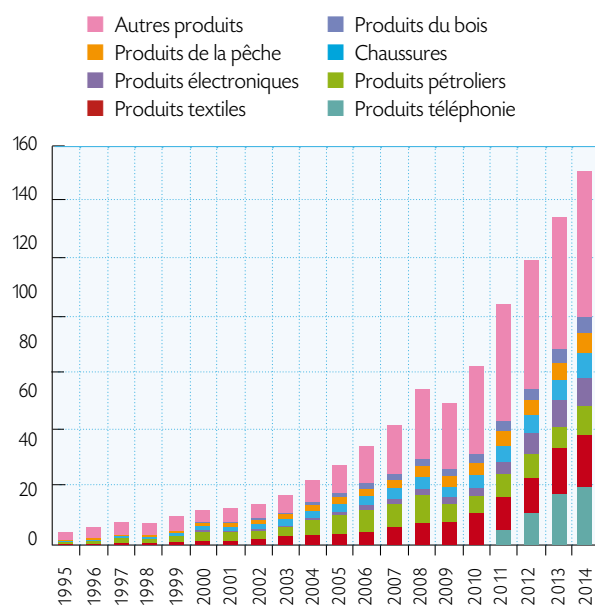
Nonobstant le commerce non répertorié réputé important, la relation commerciale avec la Chine est de plus en plus asymétrique : à l'équilibre au milieu de la décennie 1990, le solde commercial du Vietnam avec la Chine n'a cessé de se détériorer et le déficit atteindrait près de 30 Mds USD en 2014 (en forte croissance depuis 2012). La part de la Chine dans les importations vietnamiennes ne cesse de monter pour atteindre 30 % du total en 2014. Dans le même temps, les exportations du Vietnam vers la Chine augmentent nettement moins rapidement (la Chine étant le cinquième partenaire du Vietnam). Le principal poste en croissance des importations de Chine concerne les produits de téléphonie (7,7 Mds USD en 2014). Les échanges croisés avec la Chine concernent également les produits électroniques et les consommations intermédiaires liées au textile. Ces évolutions semblent s'inscrire dans une évolution des positionnements respectifs dans les chaînes de valeur, en ligne avec le rôle croissant joué par le Vietnam en substitution partielle de la Chine.

Le Japon et la Corée du Sud, premiers investisseurs directs étrangers au Vietnam (avec 15 % chacun du stock d'IDE à fin 2014), sont les principaux autres partenaires commerciaux du Vietnam. Alors que le Vietnam génère un léger excédent commercial avec le Japon (1,7 Md USD en 2014), son solde commercial avec la Corée du Sud est nettement déficitaire (-15 Mds USD en 2014), du fait notamment de l'importance des consommations intermédiaires importées pour les produits électroniques et de téléphonie.

[7] En moyenne annuelle sur 2012/2014 : 2,9 Mds USD d'exportations et près de 5 Mds USD d'importations.

Graphique 24

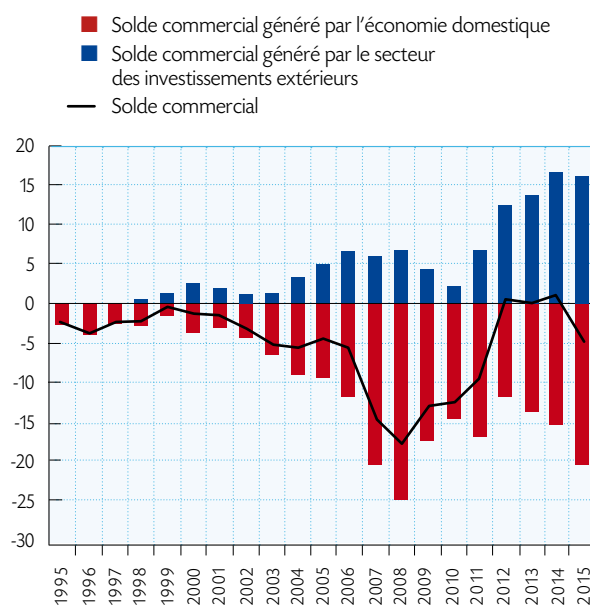
Exports des principaux produits (Mds USD)



Sources : GSO ; UNCTAD.

Graphique 25

Solde commercial (Mds USD)



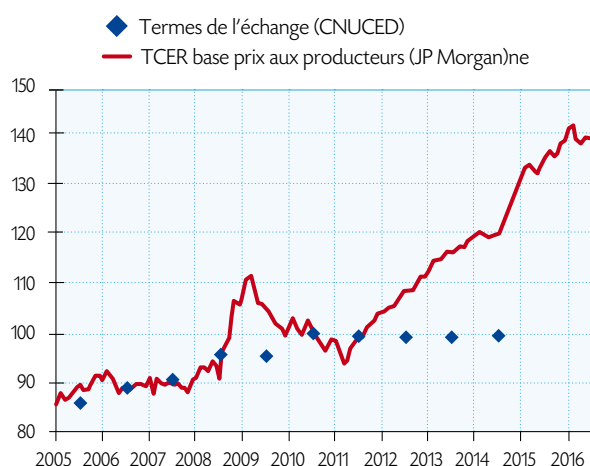
Source : GSO.

L'évolution du commerce extérieur vietnamien est symptomatique de l'insertion croissante du Vietnam dans les chaînes de valeur et des changements dans ces chaînes de valeur. Il en résulte des échanges croisés importants au niveau asiatique et des excédents massifs avec les blocs commerciaux américain et européen. Avec l'entrée dans l'OMC, le déficit commercial s'était brusquement accru du fait d'investissements massifs liés aux bénéfices attendus de cette nouvelle étape d'ouverture du marché. La crise financière internationale et les politiques de stabilisation macroéconomique (qui ont impacté la demande interne) ont permis de réduire le déficit commercial entre 2009 et 2011 (cf. graphique 25). De 2012 à 2014, la poursuite du rééquilibrage commercial et l'atteinte d'un léger excédent ont plutôt résulté des bonnes performances à l'exportation du segment des investissements extérieurs. En 2015, le rebond de la demande interne, alors que plafonnait l'excédent commercial généré par le secteur des investissements extérieurs, s'est traduit par un retour du déficit commercial dans des proportions tout à fait soutenables (inférieur à 2,5 % du PIB).

Le Vietnam a su pleinement profiter des opportunités liées au renchérissement des coûts de production en Chine, en se substituant partiellement à la Chine dans les chaînes de valeur. Les nouvelles opportunités liées à cette substitution ont fortement contribué à soutenir la dynamique de croissance et ont plus que compensé les effets récessifs liés à l'atonie de la demande mondiale. Il reste cependant la question de la capacité du Vietnam à maintenir durablement ce positionnement, lié à un coût relatif très faible de la main-d'œuvre vietnamienne (cf. section 2.3.).

Graphique 26

Termes de l'échange et taux de change effectif réel (TCER) (base 100 en 2010)



Sources : UNCTAD ; JP Morgan.

Le positionnement du Vietnam, sur des segments où la globalisation s'exprime pleinement, implique une exigence forte de compétitivité. Dans un contexte stable des termes de l'échange, le Vietnam, a jusqu'à présent, bénéficié d'une compétitivité prix très importante liée à des coûts salariaux très bas (30 % de ceux de la Chine), pour lesquels il dispose d'une certaine marge de manœuvre. L'appréciation réelle de la monnaie, 40 % en 5 ans, dénote cependant une baisse de la compétitivité des prix. Si la baisse de la pression démographique sur le marché du travail se confirme, les tensions sur les salaires que cela pourrait générer, seraient de nature à accélérer ce processus d'appréciation réelle (tel que cela se joue actuellement en Chine).

Il faudrait alors compenser cette perte de compétitivité par une hausse de la productivité du travail, ce qui implique des réformes de structure et des interactions plus fortes et transparentes entre les différents segments de l'économie. Le défi n'est certes pas immédiat mais il doit être anticipé dès à présent. Si l'appréciation réelle de la monnaie découle généralement du processus de développement, qui induit une modification des prix relatifs (les prix des biens non échangeables augmentent plus vite que ceux des biens échangeables), elle a été amplifiée au Vietnam par l'inadéquation de la politique de change, consistant pour les autorités à maintenir à un niveau élevé la parité vis-à-vis de l'USD et à ne l'ajuster à *minima* que lorsqu'il n'y a plus d'alternative (faiblesse des réserves extérieures).

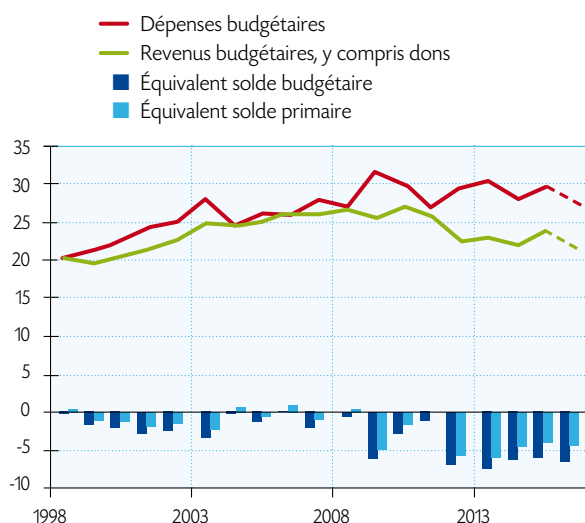
3 / Finances publiques et endettement

Avertissement : les données budgétaires vietnamiennes sont relativement limitées (exemple : absence de données sur la masse salariale) et les méthodologies suivies assez éloignées des pratiques internationales, ce qui requiert des traitements d'autant plus importants que la structure administrative du pays est complexe et que les interactions entre segments de l'économie sont implicites.

3.1. Persistance du déficit budgétaire liée à la faiblesse des recettes publiques

Graphique 27

Recettes, dépenses et équivalent soldes budgétaires – MSFP* 2001 (% du PIB)

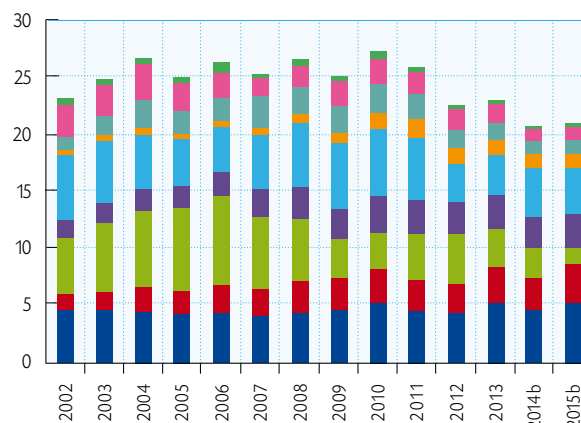
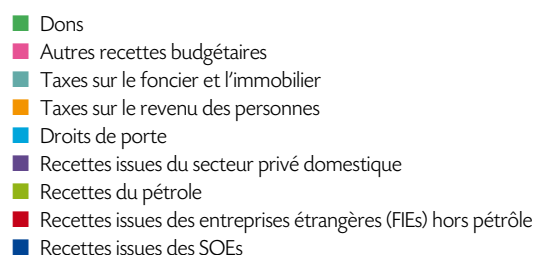


* MSFP : Manuel des statistiques des finances publiques.
Source : FMI (WEO).

Les équilibres budgétaires étaient globalement sous contrôle tout au long de la décennie 2000, exception faite de l'année 2009 où le gouvernement vietnamien a augmenté ses dépenses budgétaires pour soutenir l'activité. Depuis 2012 cependant, on observe un niveau structurellement élevé de déficit budgétaire que le gouvernement n'est pas en mesure d'enrayer (cf. graphique 27). Alors que le niveau relatif des dépenses publiques reste stable, le creusement du déficit résulte d'une baisse tendancielle des recettes budgétaires, dont la part dans le PIB a plongé de cinq points de pourcentage en 5 ans.

Graphique 28

Structure des recettes budgétaires (% du PIB)



Sources : GSO ; MoF ; calculs AMR (AFD).

Le principal facteur de baisse des recettes budgétaires concerne le secteur pétrolier. Aux effets volumes initiaux (baisse de 50 % des exportations en volume entre 2004 et 2014) se sont ajoutés plus récemment des effets prix qui accentuent la baisse des recettes budgétaires issues du pétrole : en 2015, les recettes pétrolières ne représentaient plus que 1,5 % du PIB et devraient tomber à 1,2 % du PIB en 2016.

Les autres postes de recettes n'ont pu que très partiellement compenser cette baisse, avec une augmentation limitée de la contribution budgétaire des entreprises étrangères et une remontée des droits de porte liée à la nouvelle dynamique du commerce extérieur depuis 2013. Il convient également de noter la bonne tenue des recettes budgétaires générées par les entreprises publiques, autour de 5 % du PIB (près du quart des recettes budgétaires) avec notamment l'introduction en 2014 de paiements de dividendes à l'État par les SOEs bénéficiaires. Cette évolution tendancielle des recettes milite cependant pour une réforme en profondeur de la politique fiscale.

Si les dépenses rapportées au PIB restent sur une tendance stable (avec néanmoins une variabilité significative), la baisse structurelle de la part relative des dépenses d'investissement (32 % en 2009 ; 17,5 % en 2015) interroge sur les orientations budgétaires de l'État, d'autant que le poste en plus forte expansion est celui des dépenses courantes de l'administration publique générale (cohérente avec la politique de remobilisation de l'appareil du PCV). Les autorités semblent néanmoins désireuses de stopper en 2016 la baisse tendancielle des dépenses d'investissement, en budgétant une hausse de 28 % en 2016 du poste de dépenses d'infrastructures.

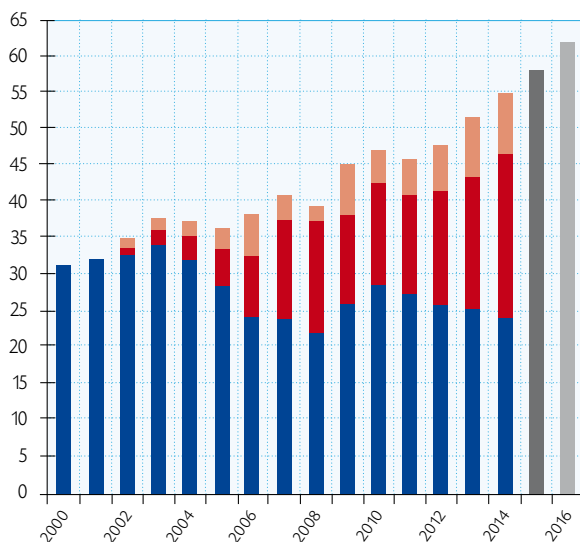
Compte tenu du manque d'information, il est difficile d'aller plus loin dans l'analyse de la politique budgétaire. L'absence de données de masse salariale constitue notamment une limite forte.

3.2. Hausse de l'endettement public qui se rapproche des plafonds internes

Graphique 29

Endettement public (% du PIB)

- Autre dette publique en VND
- Dette obligataire en VND
- Dette en devises



Sources : FMI (art4) ; Banque mondiale (WDI) ; calculs AFD.

Avec un déficit budgétaire s'établissant autour de 6 à 7 % du PIB (méthodologie FMI) depuis 2012, la dette publique n'a cessé de croître à un rythme régulier malgré les bonnes performances de croissance. Alors qu'elle ne représentait que 46 % du PIB en 2011, elle devrait dépasser les 60 % en 2016 (cf. graphique 29) et s'approcher du plafond interne de 65 % fixé par la réglementation nationale.

La dette publique en devises est sur une pente légèrement descendante depuis 2011 (25 % du PIB en 2014), si bien que l'augmentation globale se fait sur le marché local sans que l'on sache toutefois la part des agents non-résidents détenteurs de titres obligataires publics.

À fin 2014, l'encours de titres obligataires publics en monnaie locale représentait 22 % du PIB, essentiellement avec de courtes maturités. Ainsi, 60 % des titres obligataires publics (gouvernement central, banque centrale, autorités locales et SOEs) à maturité restante supérieure à un an ont une échéance effective à moins de trois ans. En outre, l'encours des bons de trésorerie (à moins d'un an) émis par le gouvernement central et la banque centrale représente 4,1 % du PIB à fin 2014.

Alors que la demande de titres publics était importante jusqu'en 2014, ces titres permettant aux banques d'améliorer la qualité de leurs actifs, plusieurs indices laissent penser que l'année 2015 s'est traduite par un resserrement de la liquidité du marché de la dette publique intérieure : remontée des taux d'intérêt sur les bons du trésor à court terme entre le 4^e trimestre 2014 et le 3^e trimestre 2015 ; augmentation en 2015 du spread entre les taux offerts et proposés, marquant une rupture après trois années de baisse. La reprise économique portée par le secteur privé domestique a relancé les opportunités de financement pour le secteur bancaire (croissance du crédit bancaire de 20 % en glissement annuel à fin 2015), réduisant du même coût l'attrait pour les titres publics (plus des trois-quarts des obligations du Trésor sont détenus par les banques^[8]).

[8] Estimation de la Vietnam International Bank.



Si le marché de la dette publique interne subit quelques tensions, l'évolution de la dette publique en externe continue en revanche à être favorable. Le niveau de dette publique en devises est modéré (25 % du PIB en 2014) et sa composition peu risquée (80 % de créanciers publics, 70 % à caractère concessionnelle). On observe cependant que le poste en plus forte croissance depuis 2010 concerne la dette en devises auprès des banques commerciales (+260 % en 5 ans) qui représente près de 4 % du PIB en 2014. Ces créances à l'État sont, pour une partie, portées par des banques publiques vietnamiennes^[9] ou résultent d'opérations de swaps de devises entre banques chinoises et vietnamiennes^[10] faites « pour le compte » des États.

Avec l'augmentation de son revenu par tête, l'accès aux financements concessionnels devrait se durcir de manière progressive. Passé en « *blend* » en 2010 (accès aux compartiments Association internationale pour le développement (AID) et Banque internationale pour la reconstruction et le développement (BIRD) de la Banque mondiale), le Vietnam pourrait être « gradué » en BIRD à partir de 2017 (éligible au seul compartiment à taux de marché). Pour l'heure, ce processus est resté très progressif et la faiblesse des taux d'intérêt internationaux a permis de maintenir le niveau global de concessionnalité de la dette extérieure. Ainsi, l'élément don moyen de la dette extérieure totale (publique, garantie et « privée non garantie ») à long terme s'est maintenu à 34 % en 2014, en légère hausse par rapport à 2013. On peut être confiant sur la capacité du Vietnam à assimiler l'évolution de ses conditions de financement.

3.3. Incertitudes sur l'ampleur des passifs contingents

Au-delà de la dette publique directe et garantie, compte tenu de la structure économique du pays, une incertitude majeure concerne l'ampleur des passifs contingents implicites de l'État. Ces passifs contingents sont de différentes natures, liées aux entreprises publiques et au secteur bancaire.

La dette non garantie des SOEs stratégiques pour l'État représenterait ainsi plus de 30 % du PIB^[11]. Au-delà de cette dette, il convient d'ajouter le risque budgétaire inhérent aux processus de restructuration et d'éventuelles liquidations.

Au niveau bancaire, la dernière revue Article IV du FMI (juin 2016) indique que le besoin de recapitalisation des banques publiques lié à l'assainissement du portefeuille de prêts non performants est de 2,5 % du PIB sur la base des données officielles, ce qui est nettement inférieur à la précédente estimation (datant de septembre 2014). L'absence de transparence rend cependant ces chiffres très aléatoires d'autant plus que l'enchevêtrement des relations économiques et financières entre les différents acteurs (dettes et participations croisées, etc.) est important. Ainsi, la dernière analyse de viabilité de la dette du FMI, selon la méthodologie appliquée aux pays aux économies ayant accès aux marchés financiers (*Market Access Country*), fait l'impasse sur l'analyse de l'impact d'un choc de passifs contingents sur le niveau de dette et les besoins de financement public.

[9] Prêt de 1 Md USD de Vietcombank à l'État.

[10] Ligne de swap entre Agribank (Vietnam) et Industrial and Commercial Bank of China.

[11] Estimation Vietnam Academy of Social Sciences / Center for Analysis and Forecast.

4 / Financement et solvabilité externes

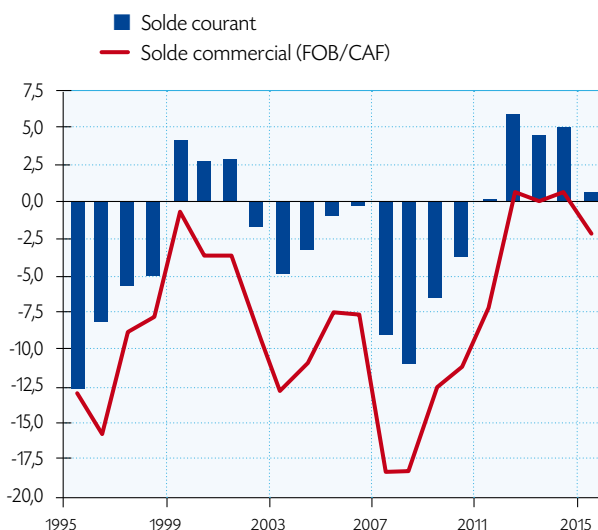
Grâce aux investissements étrangers, le Vietnam a connu un rééquilibrage remarquable du haut de la balance des paiements (soldes commercial et courant) au cours de la première moitié de la décennie 2010. La liquidité externe reste néanmoins tendue et contribue aux tensions répétées sur la monnaie nationale (absence structurelle de confiance), dans le cadre d'une politique de change peu flexible.

Selon le FMI, les déficiences des statistiques externes sont significatives à de nombreux échelons de la balance des paiements : transferts des migrants, IDE, transactions d'or, etc. Elles ne permettent pas notamment de calculer la position extérieure nette du pays et se traduisent par des niveaux importants d'erreurs et d'omissions. Ces déficiences statistiques limitent la capacité d'analyse des équilibres externes.

4.1. Un rééquilibrage remarquable du compte courant

Graphique 30

Soldes courants et commerciaux (% du PIB)



Source : FMI (WEO) ; SBV ; GSO ; calculs AMR (AFD).

Avec l'entrée dans l'OMC et les opportunités qui en ont découlé pour les investisseurs étrangers, les équilibres du commerce extérieur (BFE) vietnamien ont été profondément modifiés.

Structurellement déficitaire jusque-là, le solde commercial FOB/CAF (y compris importations de services liés aux importations de biens) est devenu excédentaire de 2012 à 2014 (cf. graphique 30) grâce à la dynamique exportatrice des investisseurs étrangers. En 2015, le solde commercial est repassé légèrement déficitaire du fait de la reprise de la demande intérieure.

Dans la mesure où les autres postes de la balance courante (recettes du tourisme et transferts des migrants en positif, rapatriements de profits en négatif) sont structurellement positifs, le solde courant est systématiquement plus élevé que le solde commercial. Significativement excédentaire de 2012 à 2014 (autour de 5 % du PIB), le solde courant est proche de l'équilibre en 2015 sous l'effet du rebond des importations.

4.2. Un BFE structurellement élevé et dépendant des flux de court terme

Malgré l'amélioration du solde courant, le besoin de financement extérieur (BFE) reste significatif et devrait s'accroître en 2015.

Une caractéristique essentielle du financement extérieur est son caractère de court terme : 37 % des décaissements et 80 % de l'amortissement de la dette extérieure portent sur le court terme en moyenne sur 2010/2014. Cela recouvre pour l'essentiel des opérations commerciales qui se compensent en débit et crédit (lettres de crédit, etc.) mais une partie de ces financements de court terme devrait être répertoriée dans les flux d'investissements de portefeuille qui apparaissent très limités.

Une autre caractéristique importante concerne l'ampleur du poste « numéraires et dépôts », systématiquement en déficit. Ce déficit traduit la défiance structurelle des acteurs économiques vis-à-vis de la monnaie nationale, qui placent ainsi une partie de leurs avoirs en devises et en or (sortie de capitaux). Le niveau significatif du poste « erreurs et omissions » (E&O), systématiquement en négatif, peut également être interprété comme une fuite de capitaux, même s'il peut traduire également la non-comptabilisation du commerce informel déficitaire entre le Vietnam et la Chine, ainsi que les opérations non comptabilisées du segment militaire.



Tableau 4 Le BFE et sa couverture (% du PIB)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
BFE	-12,0	-11,2	-5,7	-6,9	-6,6	-9,4
Solde du compte courant	-3,8	0,2	6,0	4,5	4,9	0,6
Amortissement de la dette extérieure	-8,2	-11,4	-11,7	-11,4	-11,5	-10,0
– Moyen et long termes (M<)	-1,7	-1,8	-2,2	-2,8	-2,2	-2,5
– Court terme (CT)	-6,5	-9,6	-9,5	-8,6	-9,3	-7,5
Couverture du BFE	13,7	16,2	17,3	11,2	14,6	8,5
Flux générateurs de dette	11,6	15,1	15,3	13,5	15,1	13,0
Prêts à M<	4,1	4,2	5,0	4,8	5,2	5,2
– Officiels	-	2,9	2,9	2,8	2,8	2,3
– Privés	-	1,3	2,1	2,1	2,4	2,9
Prêts à CT	47,4	10,8	10,3	8,7	9,9	7,8
Flux non générateurs de dette	8,4	6,0	5,9	4,9	4,4	3,2
IDE nets	6,3	4,9	4,6	4,1	4,3	3,2
Investissements de portefeuilles (IP)	2,1	1,1	1,3	0,9	0,1	0,0
Numéraires et dépôts	-6,3	-4,8	-3,9	-7,2	-4,9	-7,8
E&O	-3,3	-4,1	-3,9	-4,0	-3,5	-2,2
Variation des réserves extérieures (- = baisse)	-1,6	0,9	7,6	0,3	4,5	-3,1

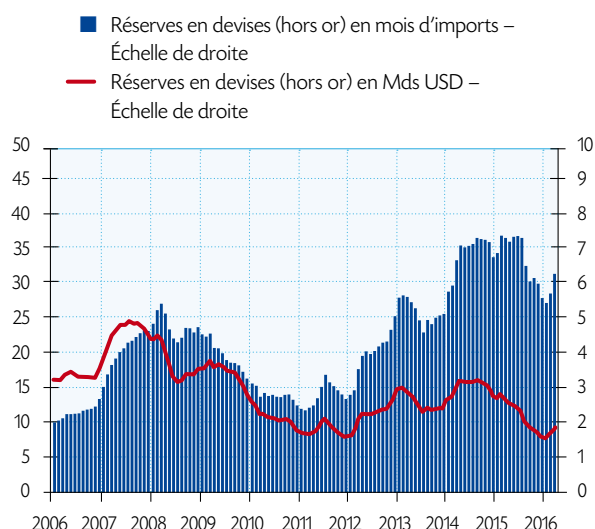
Source : SBV ; calculs AMR (AFD).

La structure du BFE et de sa couverture renseignent sur la forte volatilité des financements extérieurs, qui est une source de fragilité.

4.3. Pressions sur les réserves extérieures et le taux de change

Graphique 31

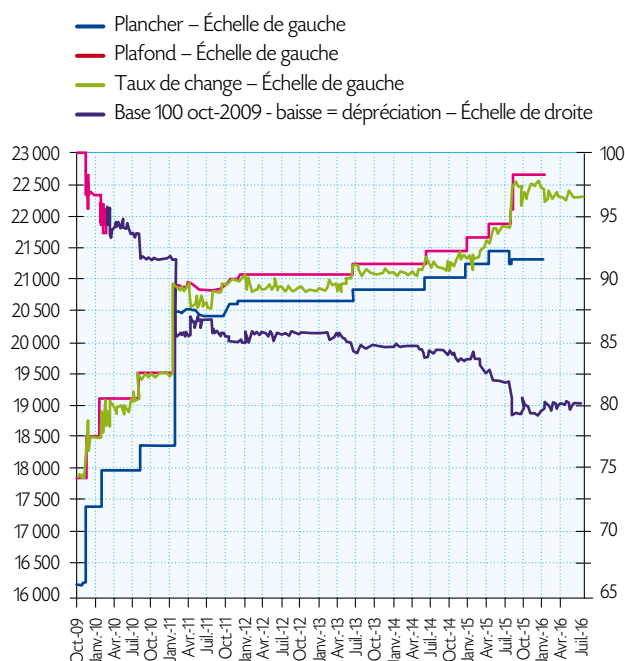
Réserves extérieures officielles



Source : FMI (IFS) ; GSO.

Graphique 32

Évolution du taux de change VND/USD



Source : SBV ; calculs AMR (AFD).

Hormis sur la période 2006/2009, le niveau des réserves extérieures est structurellement tendu au regard du système de change vietnamien. Selon le FMI (article IV de juin 2016), les réserves de change vietnamiennes sont significativement inférieures à la bande de confort fixée à travers la méthodologie « *Reserve Adequacy Metric* » dans le cadre d'une politique de change fixe. Le seuil de 3 mois d'importations, atteint au premier semestre 2014 lorsque les réserves dépassaient 35 Mds USD, n'est ainsi pas suffisant. La situation s'est dégradée en 2015 avec l'augmentation des importations résultant de la reprise de la demande intérieure (baisse nominale des réserves à 30 Mds USD et baisse relative en deçà de 2 mois d'importations) avant de se détendre à nouveau début 2016.

Cette situation a conduit à de fortes tensions sur le change, qui ont contraint la banque centrale à trois dévaluations successives de 1 % vis-à-vis de l'USD en janvier, mai et août 2015, et surtout à élargir la bande de fluctuation de 1 à 3 %, en août 2015. Comme le taux de change est un marqueur politique, cette action sous la contrainte a pu être interprétée comme une défaillance de la politique économique, alors même que la dépréciation du VND a été limitée (5 % sur 2015) et certainement insuffisante (appréciation réelle de la monnaie de 3,4 % entre 2014 et 2015, et de 40 % entre 2010 et 2015). La proximité du taux de change avec son plafond (cf. graphique 31) montre la pression persistante sur l'année 2015, pression qui s'est réduite en fin d'année.

Face à la faiblesse structurelle du niveau des réserves extérieures officielles et à l'appréciation réelle continue du VND, la réforme de la politique de change, vers plus de flexibilité, semble nécessaire d'un point de vue économique, même s'il ne faut pas sous-estimer les éléments politiques sous-jacents. Une fois passé le congrès du PCV, les premiers éléments de cette réforme sont d'ailleurs apparus début 2016 avec la décision de calculer quotidiennement le taux de référence du VND (autour duquel peut varier le taux de change dans la bande des 3 %) sur la base d'un panier de huit monnaies. Cette modification a d'ailleurs des similitudes avec les changements opérés récemment dans la politique de change chinoise.

5 / Politique monétaire et secteur financier

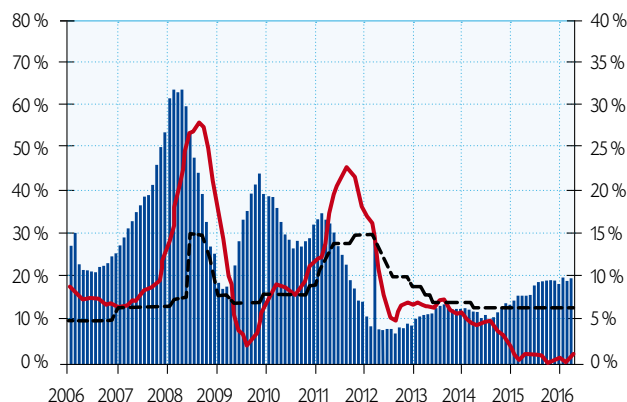
Ce chapitre se concentre sur les interactions entre le secteur bancaire et la politique monétaire, dans un contexte d'hyper-financiarisation de l'économie. L'histoire économique récente vietnamienne se caractérise par des évolutions massives et heurtées du secteur bancaire, avec une réglementation encore éloignée des standards internationaux, notamment en termes de transparence. Dans ce contexte, la fiabilité des statistiques disponibles en matière de solidité financière est particulièrement limitée.

5.1. Succès pour limiter l'inflation

Graphique 33

Évolution de l'inflation et du crédit à l'économie

- Variation des crédits à l'économie (hors GVT) en glissement annuel (%) – Échelle de gauche
- Inflation en glissement annuel (%) – Échelle de droite
- Taux directeur SBV – Échelle de droite



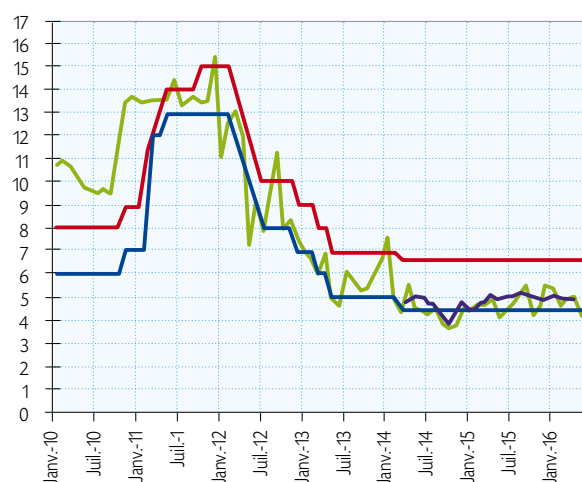
* SBV : Banque d'État du Vietnam.
Sources : GSO, FMI (IFS) ; SBV.

La banque centrale conduit la politique monétaire avec un objectif final d'inflation qu'elle soumet à l'Assemblée nationale (5 % en 2015). En sus de l'inflation, la SBV annonce également différents objectifs intermédiaires, sur le taux de change ou la croissance globale du crédit. Ses moyens d'interventions sont multiples : interventions sur le marché des changes pour maintenir le taux de change du marché interbancaire dans la bande de fluctuation (passée de 1 à 3 % courant 2015) ; outils classiques de gestion de la liquidité (taux de référence et facilités de dépôts/crédit) ; lignes directrices pour la croissance de crédit au niveau de chaque établissement bancaire et plafond de rémunération des dépôts (en VND et USD).

Graphique 34

Taux d'intérêt (%)

- Taux directeur (escompte) — Taux directeur (refinancement)
- Taux intercancaire à 3 mois
- Rendement d'une obligation d'État à 1 an, Macrobond



Sources : SBV.

On observe une corrélation assez nette, avec décalage temporel, entre la croissance du crédit à l'économie et l'inflation (cf. graphique 33). La décennie 2000 a été marquée par une croissance importante (systématiquement supérieure à 20 % en glissement annuel) ; ainsi qu'erratique du crédit à l'économie. L'inflation a connu des pics supérieurs à 20 % en 2008 et 2011.

La politique de resserrement monétaire engagée en 2011 et 2012 (remontée des taux directeurs au-dessus de 10 %) a permis de réduire significativement les pressions inflationnistes, dans une bande de 5 à 7 % jusqu'à mi-2014. Face à la détente des prix, la SBV a pu réduire progressivement ses taux directeurs entre mars 2012 et mars 2014, taux qui sont restés stables depuis.

Malgré la reprise de la consommation domestique, la décélération de l'inflation s'est accentuée au second semestre 2014 sous l'effet initial de la baisse des cours internationaux des matières premières, et notamment de l'énergie. Sur l'année 2015, l'inflation est ainsi tombée à un niveau quasi nul.

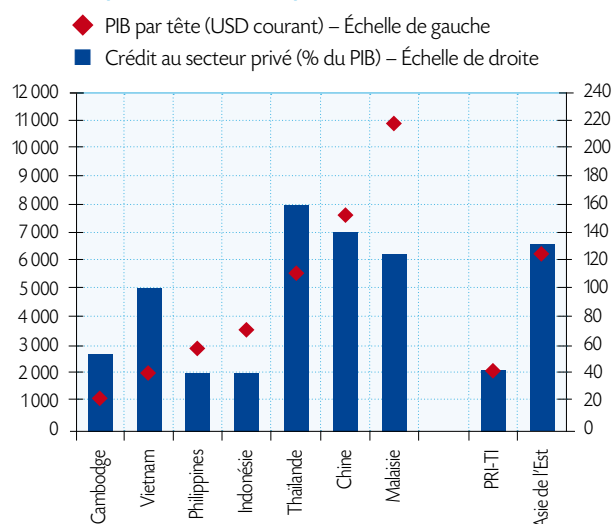
Après avoir été stabilisée autour de 10 % de 2012 à mi-2014, la croissance en glissement annuel du crédit à l'économie est repartie à la hausse depuis le deuxième semestre 2014 pour atteindre un niveau proche de 20 % fin 2015. Cette dynamique du crédit est nettement supérieure à la croissance nominale du PIB (croissance réelle plus inflation), ce qui pourrait parti-

ciper à une augmentation de l'inflation dans les mois à venir (augmentation pouvant par ailleurs résulter des effets des mauvaises conditions climatiques de 2016 sur la production agricole). Cette reprise importante du crédit pose également question sur la propension des établissements bancaires à intégrer les leçons des précédentes surchauffes de crédit dans leurs politiques prudentielles, ainsi que sur la capacité de la banque centrale, en tant que régulateur, à encadrer efficacement l'activité des banques.

5.2. Réforme du secteur bancaire : des avancées dans un contexte opaque

Graphique 35

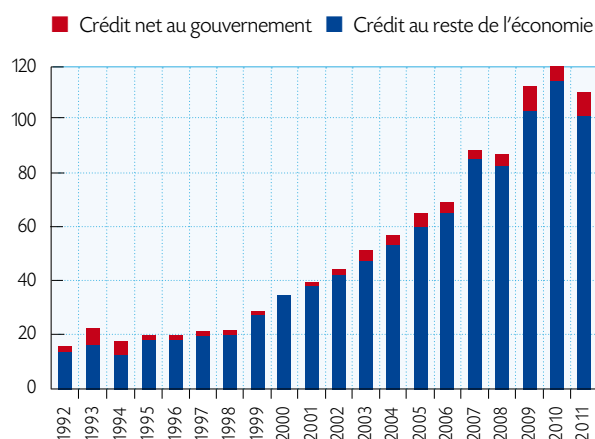
Part du crédit au secteur privé (% du PIB, 2014)
comparée au revenu par tête (USD)



Source : WDI.

Graphique 36

Évolution du crédit à l'économie (% du PIB)



Sources : WDI, FMI.

La financiarisation de l'économie vietnamienne est particulièrement forte au regard de son niveau de développement. Le crédit à l'économie au « secteur privé » (y compris les entreprises publiques) y atteint 100 % du PIB en 2014, pour un niveau de revenu par tête de « seulement » 2 000 USD (cf. graphique 35 pour les comparaisons internationales). Cette financiarisation a été rapide durant la décennie 2000. Elle a atteint son apogée en 2010, avant d'entamer un mouvement de correction jusqu'en 2012. Cette correction passée, la tendance des années 2000 semble s'être à nouveau installée (cf. graphique 36).

L'actif total du secteur bancaire représente 6 613 907 Mds VND (305 Mds USD), soit 155 % du PIB à mi-2015. Les banques publiques et les banques privées domestiques représentent respectivement 46 et 40 % de l'actif bancaire, contre 11 % pour les banques ayant des capitaux étrangers (filiales et joint-ventures). Les 3 % restants de l'actif bancaire se répartissent entre, d'une part, la banque coopérative et les fonds de crédits populaires et, d'autre part, les sociétés de leasing et de financement.

Au-delà du secteur bancaire, le marché des capitaux se décompose entre :

- un marché « actions » représentant, fin 2014, une capitalisation de 46 Mds USD, soit 25 % du PIB avec plus de 300 sociétés cotées. Après une forte correction en 2011, le marché a repris une tendance haussière (+9 points de PIB de capitalisation en 3 ans) et les échanges de titres ont représenté 22 Mds USD en 2014, soit 12 % du PIB ;
- un marché obligataire « entreprises » en monnaie locale, plus limité, avec un encours de 1,3 Md USD fin 2015 sur des maturités essentiellement entre 5 et 10 ans.

Alors que le secteur bancaire partait d'une situation déjà dégradée à la fin des années 1990, liée à l'exposition des banques publiques sur des entreprises publiques globalement inefficaces, la forte croissance du crédit tout au long de la décennie 2000 s'est traduite par une détérioration accrue de la qualité des actifs bancaires.

Cette dégradation est reconnue par les autorités malgré l'opacité de la situation bilancielle globale du secteur bancaire. Pour autant, l'ampleur réelle des pertes latentes reste inconnue, compte tenu des faiblesses réglementaires et des fortes déficiences statistiques. Les autorités considèrent ainsi que les créances douteuses représentent 8 % de l'ensemble des crédits bancaires, alors que le FMI mentionne un taux minimal de 12 % (*Financial Sector Assessment Program* de 2013) et les acteurs de la place bancaire, des taux au moins deux fois supérieurs à ceux des autorités.

Les autorités vietnamiennes ont engagé l'assainissement du secteur à travers un processus multiforme, autour de trois grands piliers. Le premier pilier concerne le renforcement de la supervision bancaire et la mise progressive aux standards interna-



tionaux. La création, en 2013, de la *Vietnam Asset Management Company* (VAMC) constitue un deuxième axe d'assainissement. Son capital a été multiplié par 4 en 2015. Initialement conçu comme un simple instrument permettant d'apporter de la liquidité aux banques (par rachat temporaire à leur valeur faciale des créances douteuses contre obligations publiques), les autorités ont récemment fait évoluer la VAMC comme une véritable institution de défaisance avec la possibilité de racheter définitivement les actifs douteux à leur prix de marché. Enfin, la SBV pilote très étroitement le processus de consolidation du secteur bancaire à travers des fusions entre établissements (faisant passer le nombre de banques de 42 à 30), la réduction de l'actionnariat croisé entre banques et entreprises, etc.

Dans un contexte de répression financière de 2011 à 2013, les banques ont également assaini leurs bilans en limitant leurs crédits au secteur privé pour se reporter vers l'acquisition de titres de dette publique. Cette demande pour les titres d'État a contribué à gonfler la dette de l'État, celui-ci pouvant se financer en monnaie locale à des taux d'intérêt limités. Ce

phénomène est arrivé à un point d'inflexion au second semestre 2014, avec la reprise de la demande domestique qui a relancé la demande de crédit du secteur « privé », accru les capacités d'arbitrage du secteur bancaire, et se traduit par la reprise à la hausse du ratio crédit/PIB. Une interrogation demeure : les conditions nouvelles d'octroi de crédit (liées au renforcement du cadre institutionnel, etc.) sont-elles de nature à éviter les dérapages de la décennie précédente ?

Jusqu'à présent, les autorités ont su éviter une crise systémique dont le coût pourrait être significatif à l'échelle nationale. Elles semblent maîtriser un processus d'assainissement particulièrement complexe, du fait des interactions visibles et implicites entre acteurs économiques. Néanmoins, l'opacité du cadre institutionnel et l'absence d'un système d'informations crédibles, facilement disponibles, constituent une limite forte dans la capacité d'analyser posément les risques inhérents au secteur financier. De plus, le rebond du crédit depuis mi-2015, à un niveau largement supérieur à l'activité économique, interroge sur la courbe d'apprentissage du secteur bancaire en termes de politique prudentielle.

Liste des sigles et abréviations

AID	Association internationale pour le développement	M°	Importations
AMR	Analyse macroéconomique et risques pays	MoF	Ministère des Finances
ASEAN	Association des Nations de l'Asie du Sud-Est	MSFP	Manuel des statistiques de finances publiques
B&S	Biens et services	OMC	Organisation mondiale du commerce
BFE	Besoin de financement extérieur	OMS	Organisation mondiale de la santé
BIRD	Banque internationale pour la reconstruction et le développement	PCV	Parti communiste vietnamien
CAF	Coût assurance fret	PED	Pays en développement
CT	Court terme	PIB	Produit intérieur brut
DPO	<i>Development Policy Operation</i>	PPA	Parité de pouvoir d'achat
E&O	Erreurs et omissions	PRI	Pays à revenu intermédiaire
FERDI	Fondation pour les études et recherches sur le développement international	PRI-TI	Pays à revenu intermédiaire-tranche inférieure
FIES	<i>Foreign Invested Enterprise</i>	SBV	Banque d'État du Vietnam
FMI	Fonds monétaire international	SOE	<i>State-Owned Enterprise</i>
FOB	Franco à bord	TCER	Taux de change effectif réel
GDP	<i>Gross Domestic Product</i>	TFP	<i>Total Factor Productivity</i>
GFDDR	<i>Global Facility for Disaster Reduction and Recovery</i>	TPP	<i>Trans-Pacific Partnership</i>
GSO	<i>General Statistics Office</i>	UE	Union européenne
IDE	Investissements directs étrangers	UNCTAD	Conférence des Nations unies pour le commerce et le développement
IFS	<i>International Finance Statistics</i>	USD	Dollar des États-Unis
IG	Investissement public	VAMC	<i>Vietnam Asset Management Company</i>
IP	Investissement de portefeuille	VND	Dong vietnamien
M	Million	WDI	<i>World Development Indicators</i>
Md(s)	Milliard(s)	WEO	<i>World Economic Outlook</i>
M&LT	Moyen et long termes	X°	Exportations

Références bibliographiques

AFD (2013), *Compte-rendu de mission au Vietnam*, division Analyse macroéconomique et risques pays (AMR), juin.

BANQUE MONDIALE (2015a), *Taking Stock: an Update on Vietnam's Recent Economic Developments*, juillet.

BANQUE MONDIALE (2015b), *Project Performance Assessment Report – PRSC 6-10, Program 135, Phase 2, Support Credits, Public Investment Reform 1-2*, Independent Evaluation Group, juin.

BANQUE MONDIALE (2014a), *Program Document for the Second Economic Management and Competitiveness Development Policy Operation*, avril.

BANQUE MONDIALE (2014b), *Well Begun but not yet Done—Progress and Emerging Challenges for Poverty Reduction in Vietnam*, Valerie Kozel, Editor

BANQUE MONDIALE (2013), *Skilling up Vietnam: Preparing the Workforce for a Modern Market Economy*, Vietnam Development Report 2014, novembre.

BERLINER T., D. K. THANH et A. McCARTY (2013), *Inequality, Poverty Reduction and the Middle-income Trap in Vietnam*, commissioned by the EU Delegation.

CRÉDIT AGRICOLE (2015), *Asie du Sud-Est – une zone de confort ?*, Études économiques Groupe, avril.

FITCH (2015, 2016), *Full Rating Report*.

FMI (2016), *Vietnam: Staff Report for the 2016 Article IV Consultation*, juin.

FMI (2014), *Vietnam: 2014 Article IV Consultation – Staff Report*, octobre.

FMI (2013), *Vietnam: Financial System Stability Assessment*, juin.

FOUQUIN M. (2015), *Vietnam : le choix de l'internationalisation*, CEPII Le blog, mars.

GFDRR (2011), *Vulnerability, Risk Reduction and Adaptation to Climate Change – Vietnam Country Profile*, avril.

HARVARD KENNEDY SCHOOL – UNDP (2015), *Institutional Reform: from Vision to Reality*, Vietnam Executive Leadership Program, April.

HUNG X. T. (2014), *The Evolution of Productivity in Vietnam's Manufacturing Sector*, University of Wollongong.

KPMG (2013), *Vietnam Banking Survey 2013*.

MINISTRY OF PLANNING AND INVESTMENT (2014), *Report on Labour Force Survey – Quarter 3*, General Statistics Office.

MINISTRY OF FINANCE (2013), *PEFA – Public financial management performance assessment*, Self-Assessment, juillet.

PAPIN P. (2011), « Identification des acteurs économique et politiques au Vietnam : lieux, formes et modalités du pouvoir – le parti communiste du Vietnam », *Fonds d'analyse des sociétés politiques (FASOPO)*, AFD, mai.

PAPIN P. et L. PASSICOUSSET (2010), *Vivre avec les Vietnamiens*, l'Archipel.

PLUMMER M.G., P.A. PETRI et F. ZHAI (2014), *Assessing the Impact of ASEAN Economic Integration on Labour Markets*, International Labour Organization, septembre.

STATE BANK OF VIETNAM (2013, 2014), *Annual Report*.

VIET NAM INSTITUTE FOR ECONOMIC AND POLICY RESEARCH (2014), *Viet Nam Annual Economic Report 2014, the Constraints to Growth*, Viet Nam National University Publisher.

MACRODEV (Macroéconomie & Développement)

Cette collection a pour vocation de présenter les travaux menés par la division Analyse macroéconomique et risque pays et les économistes de l'AFD dans le champ de la macroéconomie du développement. Elle propose des analyses centrées sur un pays, sur une région ou sur des enjeux de nature macroéconomique liés aux processus de développement.

Les analyses et conclusions de ce document sont formulées sous la responsabilité de son auteur. Elles ne reflètent pas nécessairement le point de vue de l'AFD ou de ses institutions partenaires.

Directeur de la publication :

Rémy Rioux

Directeur de la rédaction :

Gaël Giraud

Agence Française de Développement
5, rue Roland Barthes – 75598 Paris cedex 12
Tél. : 33 (1) 53 44 31 31 – www.afd.fr

Dépôt légal : 4^e trimestre 2016
ISSN : 2116-4363