

## Vietnam: luces y sombras del estímulo económico

Carlos Galián \*

**Tema:** Partiendo de una crisis inflacionaria en 2008, en este ARI se explica el impacto del estímulo económico de Vietnam y el peligro de una nueva escalada de los precios en 2010.

**Resumen:** En este ARI se explica brevemente la situación en la que llegó Vietnam a la crisis económica global para, posteriormente, analizar la respuesta del gobierno. Entre los aspectos positivos destaca la contribución del estímulo económico para sostener la economía y el empleo mediante una expansión del crédito. Entre los negativos, sobresalen una mala orientación del crédito, que alimentó varias burbujas especulativas, una débil respuesta social y la reaparición de la inflación, como consecuencia del tamaño excesivo del estímulo. Finalmente, se describe el panorama económico de 2010 y los principales retos, a un año vista del Congreso del Partido Comunista de Vietnam.

**Análisis:** La crisis económica global sorprendió a Vietnam con el paso cambiado. El último tigre asiático, tras dos décadas de rápido crecimiento y espectaculares avances sociales, se enfrentaba a su primera crisis económica. Una expansión descontrolada del crédito, el aumento de los precios de los alimentos y el petróleo, la obstinación del gobierno por mantener el tipo de cambio fijo y la llegada masiva de capital extranjero habían disparado la inflación hasta el 28% en el verano de 2008. El gobierno se había visto obligado a priorizar la estabilidad económica a costa del crecimiento, había reducido el gasto público de los grandes proyectos de infraestructura y aumentado el tipo de interés de referencia al 14% en junio de 2008 para enfriar la economía. El sector de la construcción se había frenado bruscamente y el sector financiero había quedado peligrosamente dañado como consecuencia de una política crediticia demasiado expansiva y del enfriamiento posterior. Sólo unas semanas después sobrevino la quiebra de Lehman Brothers y el frenazo de las economías de EEUU y la UE.

Sin tiempo para digerir su crisis mediante nuevas reformas o de una necesaria reestructuración, el gobierno de Vietnam se sintió impelido a intervenir con contundencia, arrastrado por el hundimiento de sus exportaciones y por movimientos similares de países vecinos. En noviembre de 2008 el primer ministro anunció un estímulo económico de 1.000 millones de dólares, que pasó a ser de 6.000 millones unas semanas después. Hasta finales de enero de 2009, sin embargo, no se anunció el contenido del estímulo. *Grosso modo*, impulsó las siguientes medidas: (1) un recorte de los tipos de interés del 14% al 7%; (2) un subsidio estatal del 4% a los créditos concedidos a empresas privadas y estatales; (3) otro subsidio específico para el sector rural y agrícola; (4) el desembolso

---

\* Investigador especializado en desarrollo y cooperación internacional

de garantías de crédito para pequeñas y medianas empresas a través del Banco de Desarrollo de Vietnam; (5) una aceleración del ritmo de inversiones públicas en grandes proyectos de infraestructura; (6) un programa de vivienda social; (7) un bono *navideño* – en el período del Año Nuevo vietnamita– para las familias con menos recursos; y, por último, (8) recortes impositivos temporales, entre otros, a la compra de vehículos. La falta de claridad contable y de transparencia dificulta el cálculo del volumen exacto del estímulo. Las estimaciones varían entre 6.000 y 8.000 millones de dólares, es decir, entre un 6,8% y un 9% del Producto Interior Bruto. Un estímulo enorme comparado con el promedio del G20, que se quedó en un 2% del PIB, o incluso con el indio, cuyas estimaciones varían entre el 3% y el 6%.

### *Luces del estímulo*

El gobierno de Vietnam puede presumir de haber logrado mantener a flote la economía de su país en plena debacle económica mundial. En 2009 el Producto Interior Bruto aumentó un 5,32%, por debajo de las estimaciones iniciales del gobierno, pero muy por encima de las proyecciones más pesimistas. Comparando la evolución del crecimiento en 2007 y 2009, queda patente que Vietnam ha superado los primeros efectos de la crisis mejor que los países occidentales y que la mayoría de los países en desarrollo. La crisis provocó en la India, China y Vietnam una reducción de entre un 30% y un 40% con respecto al ritmo de 2007.<sup>1</sup> En Malasia y Tailandia rondó el 150%. En EEUU, la zona Euro y Japón la crisis ha supuesto un recorte de más del 200%.

**Tabla 1. Impacto de la crisis en el crecimiento (2007 vs 2009)**

	2007	2009	Impacto de la crisis en el crecimiento (2007-2009)
Laos	7,6	6,4	-16%
Indonesia	6,3	4,5	-29%
India	9,1	6	-34%
China	13	8,4	-35%
Vietnam	8,5	5,32	-37%
Filipinas	7,1	1	-86%
Brasil	5,7	0,1	-98%
Camboya	10,2	-2,2	-122%
Malasia	6,2	-2,3	-137%
Tailandia	4,9	-2,7	-155%
Rusia	8,1	-8,7	-207%
Estados Unidos	2,1	-2,5	-219%
Zona Euro	2,7	-3,9	-244%
México	3,3	-7,1	-315%
Japón	2,3	-5,4	-335%

Fuente: Banco Mundial

En general, el impacto de la crisis en el empleo y en los salarios fue menor del esperado gracias a la evolución de la economía en la segunda mitad del año y a la flexibilidad del mercado laboral. Según el Ministerio de Asuntos Sociales, el desempleo sólo aumentó en 300.000 o 400.000 personas en 2009, puesto que la mayor parte de los trabajadores del sector formal recuperaron los empleos que habían perdido en los primeros meses.

La respuesta del gobierno a la crisis se basó en expandir el crédito y hacerlo más barato. No cabe duda de que logró su objetivo, aunque la maquinaria tardó en arrancar. En el primer trimestre de 2009 el estímulo apenas logró un aumento del crédito del 2,67%, muy por debajo de los años anteriores, a pesar del subsidio y del recorte de los tipos de

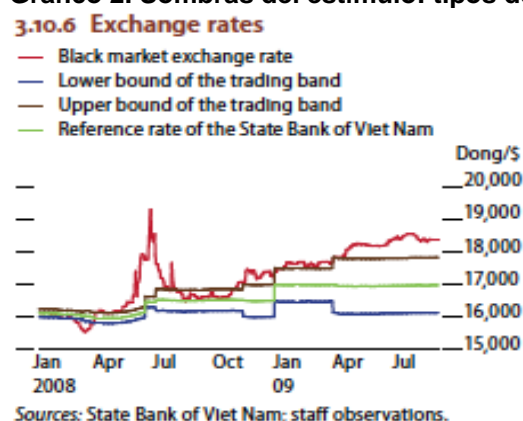
<sup>1</sup> La comparación se realiza entre 2007 y 2009 por dos razones: (1) porque el último trimestre de 2008 ya refleja los efectos de la crisis y, por tanto, no sirve como referencia; y (2) porque Vietnam sufría una crisis inflacionaria.

interés. Posiblemente el recuerdo de la crisis de 2008 y la demora del gobierno en anunciar las medidas concretas del estímulo explican el lento crecimiento del crédito, aunque desde abril comenzó a fluir con mucha facilidad. A final del año, aumentó un 40%, rebasando con creces el objetivo del gobierno, situado en el 30%. Los principales beneficiarios de la política crediticia fueron el sector financiero, ya que el gobierno decidió que fuera la banca privada quien canalizara los subsidios, y el sector de la construcción que, tras el ajuste de 2008, tiró con fuerza de la economía. Precisamente fue este sector el que contribuyó a absorber una parte de los empleos destruidos en las empresas de manufacturas perjudicadas por la crisis.

**Gráfico 1. Índice de la Bolsa de Vietnam**



**Gráfico 2. Sombras del estímulo: tipos de cambio**



La facilidad de acceso a financiación provocó una peligrosa escalada de la especulación. La expansión crediticia de Vietnam, sin una orientación estratégica clara, fomentó la especulación en la bolsa, el mercado de divisas y el del oro. La bolsa de Ho Chi Minh siguió los pasos de los principales mercados, cayendo a su mínimo histórico, 235.5 puntos, el 24 de febrero de 2009. Desde ese momento, gracias a la recuperación económica, pero también a la especulación, el índice se disparó hasta alcanzar los 628 puntos el 23 de octubre. La especulación en los mercados del oro y de divisas provocó mucha inestabilidad. Empresas y particulares aprovecharon el fácil acceso a financiación para acumular oro y dólares a cambio de dong vietnamita. El oro se disparó desde los 20 millones de dong por tael (medida utilizada en Asia) en marzo, hasta los 29,3 millones en noviembre. El dong vietnamita sufrió fuertes presiones también a partir del segundo trimestre. La moneda cotizó fuera de la banda de fluctuación establecida por el Banco Estatal de Vietnam desde finales de marzo. El diferencial fue aumentando progresivamente hasta llegar a cotizar en el mercado negro cerca de los 20.000 dong por dólar, mientras el cambio oficial no llegaba a 17.000. El sector inmobiliario vivió una

situación similar. Si en el primer trimestre el mercado seguía sufriendo la depresión de 2008 con caídas del precio medio de entre un 5% y un 7%, desde el segundo trimestre el mercado cambió de sentido, alcanzando su apogeo entre septiembre y noviembre con un aumento de los precios de entre un 20% y un 30% en comparación con los meses anteriores.

Además de incentivar la especulación, la expansión crediticia también se destinó a importar bienes de lujo. En plena crisis económica, cuando las ventas de estos bienes cayeron un 8% en todo el mundo, Vietnam batió su récord histórico de importación de coches: 76.300 automóviles, un impresionante 49% más que en 2008.

Y, mientras algunos se enriquecieron especulando o aprovecharon para comprar Mercedes o BMW importados, algunas empresas muy necesitadas de financiación no pudieron acceder al subsidio del 4% por culpa de unos requisitos y trámites burocráticos. Por ejemplo, el 85% de los procesadores de anacardos, de los que Vietnam es el principal exportador mundial, no cumplían los requisitos para acceder al subsidio. Según diferentes estimaciones, cerca del 80% de las pequeñas y medianas empresas no pudieron aprovechar las ventajas crediticias del estímulo. Las barreras burocráticas de acceso al crédito crearon un mercado secundario de crédito en el que algunas empresas, que sí tenían acceso a las condiciones favorables, prestaban a las que no lo tenían, penalizándolas con un margen adicional.

Pero no sólo hubo problemas de orientación del crédito, también se perdió la oportunidad de dar un giro importante en la otra gran apuesta del estímulo: las infraestructuras. El gobierno se contentó con adelantar las inversiones para compensar la reducción de actividad económica y de pérdidas de empleo en otros sectores. Dejó escapar, sin embargo, la posibilidad de cambios profundos. Se estima que el gobierno y el sector privado invierten cada año cerca de 16.000 millones de dólares –una inversión alta en comparación con su economía– en mejorar las infraestructuras del país, a pesar de lo cual, empresarios y expertos las señalan como el principal cuello de botella de la economía del país. Destacan negativamente las malas carreteras y las deficiencias energéticas, por encima de la burocracia o del marco legal.

Lógicamente, cuando un país gasta mucho, sin que la percepción sobre las infraestructuras mejore, quiere decir que gasta mal. Obviamente la corrupción drena parte de los recursos. Pero el otro problema, que debería haberse atajado aprovechando la crisis económica, es la obsesión por impulsar proyectos inmensos, con escasa lógica social o económica. El proyecto de tren de alta velocidad entre Hanoi y Ho Chi Minh es un dramático ejemplo. Dobla en presupuesto por kilómetro al proyecto para unir Pekín con Shanghai. Dado que la distancia es de 1.700 kilómetros y que el tren de alta velocidad no permitiría transportar mercancías, parecería mucho más lógico construir una línea regular, más barata y con capacidad para transportar mercancías. Peor aún fue el proyecto de modernización del puerto de Da Nang con el objetivo de convertirlo en un puerto tan importante como Ho Chi Minh. Varios años después de la remodelación, los exportadores de Da Nang siguen usando el puerto de Ho Chi Minh porque es más barato que el de su provincia. Cabría esperar que la crisis económica hubiera puesto fin a la obsesión por este tipo de proyectos. Puesto que el país necesitaba generar empleos podría, por ejemplo, haber aumentado la inversión en mantener los sistemas de riego actuales, actividad intensiva en mano de obra, en lugar de seguir construyendo nuevos sistemas, con material importado. Lamentablemente, ni el estímulo, ni la crisis han cambiado, de momento, el rumbo de la política de infraestructuras en Vietnam.

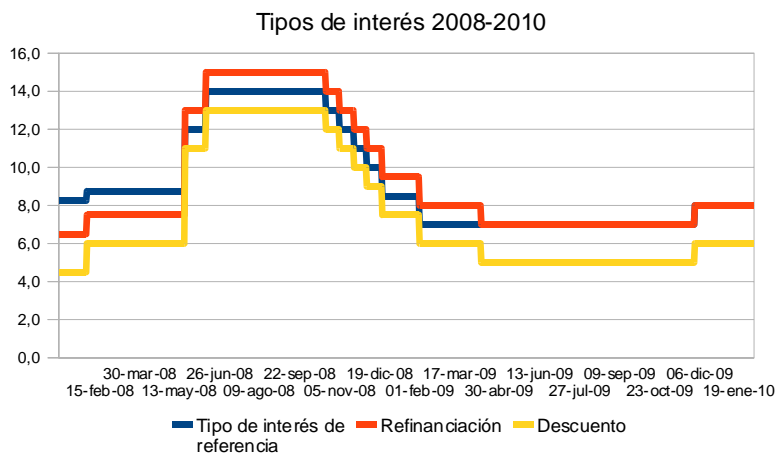
Los grandes perdedores del estímulo fueron los trabajadores con menor formación del sector informal y rural. Así como el empleo formal no sufrió tanto como se auguraba, muchos trabajadores del sector informal se vieron obligados a volver a sus ciudades natales ante una reducción del empleo del 30%. La emigración masiva al campo se tradujo en un exceso de oferta de empleo en el sector rural y en una reducción salarial. La respuesta del gobierno a estos problemas no estuvo a la altura de su retórica. Destinó pocos recursos y no los orientó adecuadamente para ayudar a los más afectados por la crisis. Según las estimaciones, gastó 7,2 billones de dong, un 0,44% del PIB, una cifra escasa si la comparamos con el monto total del estímulo. El bono navideño (bono del Nuevo Año vietnamita), unos 10 euros para cada uno de los 9,2 millones de vietnamitas con menos recursos, aliviaría la situación durante las fiestas, pero poco más. La prensa, además, denunció corrupción generalizada entre los funcionarios locales encargados de distribuir las ayudas. Adicionalmente, la mitad del presupuesto social se invirtió en un programa de vivienda que resultó estar más orientado a apoyar al sector de la construcción que a apoyar a la población más vulnerable o a los afectados por la crisis. Algunos proyectos de vivienda social se han convertido en lamentables fracasos, dejando a empresas constructoras en bancarrota y grandes edificios vacíos, puesto que muy pocas familias han querido dejar su casa para comprar un apartamento nuevo.

Ninguno de los aspectos negativos, sin embargo, es comparable al riesgo de una nueva crisis inflacionaria. El estímulo aprobado por Vietnam se acercaba a las cifras del anunciado por el gobierno chino, a pesar de las enormes diferencias entre los dos países. Mientras China había acumulado enormes superávits comerciales, el déficit comercial de Vietnam estaba descontrolado desde 2007. China llegaba a la crisis con unas reservas de 1.500 dólares per cápita, por sólo 250 dólares en Vietnam. Además, Vietnam todavía sufría las consecuencias de la crisis inflacionaria de 2008. Con estas enormes diferencias, era esperable que un estímulo tan grande provocara graves desequilibrios en una economía que ya estaba gravemente dañada cuando llegó la crisis económica global. Los primeros síntomas de calentamiento aparecieron ya en junio de 2009 y, aunque las cifras todavía no eran alarmantes, anunciaban un 2010 inestable.

#### *2010: otro cambio de dirección*

Desde mediados de 2009, economistas, empresarios, la Asamblea Nacional, el Ejecutivo y banqueros, protagonizaron un debate sobre el futuro del estímulo en 2010 con diferentes opiniones: unos, a favor de mantenerlo; otros, abogaban por una nueva inyección pública, pero mejor orientada que evitara la especulación y facilitara el acceso al crédito a las pequeñas y medianas empresas; el resto pedía la eliminación total del estímulo. El ejecutivo se alineó con los primeros, al considerar que sus aspectos positivos superaban a los negativos. La Asamblea Nacional, en su sesión anual de octubre, por el contrario, hizo hincapié en el riesgo de inflación que comenzaba a vislumbrarse en la economía. Igualmente, la mayoría de las instituciones internacionales señalaban los riesgos que podría acarrear una nueva expansión del crédito para el sobrecalentamiento de la economía. A pesar de las opiniones en contra, el ejecutivo siguió adelante con sus planes de aprobar un nuevo estímulo para 2010.

**Gráfico 3.**



Y, de repente, a finales de noviembre el gobierno cambió bruscamente de dirección, una vez más. En el plazo de dos semanas devaluó la moneda un 5% –para acercar mínimamente el tipo de cambio oficial al valor en el mercado negro–, subió los tipos de interés del 7% al 8% y anunció que la mayor parte del estímulo no continuaría en 2010. Estas medidas pretendían frenar la inflación y la inestabilidad aparecida a mediados de octubre en el mercado de divisas y de oro. Así, a pesar de que Vietnam cerró 2009 con la inflación más baja de los últimos seis años y con un crecimiento relativamente alto, el gobierno no pudo ocultar su preocupación. La inflación, una nueva devaluación y subidas de tipos de interés asomaban en 2010.

**Conclusión:** Resulta difícil afirmar con rotundidad si la respuesta de Vietnam a la crisis económica ha sido un éxito o un fracaso. Ha logrado sostener la economía mejor de lo esperado y no se han perdido tantos empleos como se temía. Por otro lado, los principales ganadores han sido los especuladores y los bancos, y el coste del estímulo ha sido desorbitado. Posiblemente habría sido aconsejable desmontarlo progresivamente a partir del verano. El vaivén de expansión y contracción demuestra que, con el fin de mantener la economía a flote, se abrió el grifo del crédito con demasiada alegría. No ha sido el único país. Tanto China como la India han seguido los tímidos pasos de Vietnam para contener el frenesí crediticio y puede que, en 2010, varios países asiáticos sufran problemas inflacionarios.

Mirando hacia adelante, la prioridad de Vietnam a corto plazo es volver a mantenerse a flote, por tercer año consecutivo, en aguas turbulentas. Si no controla el crédito, podría volver al período de 2008, con una inflación descontrolada. Si lo restringe demasiado, podría hundir a Vietnam en una grave crisis económica, dada la fragilidad de la recuperación de la economía mundial. La percepción generalizada es que las medidas anunciadas a finales de 2009 lanzan un mensaje correcto, pero son insuficientes. La inflación experimentó una nueva escalada en enero de 2010, desatando los rumores sobre una nueva subida de tipos. Tras las fiestas del Nuevo Año vietnamita, a finales de febrero, el Banco Estatal probablemente se vea obligado a responder a esas presiones. ¿Hasta dónde subirá el tipo de interés? Se calcula que puede situarse entre el 11% y el 13% a final de año. Algunos economistas advierten de que, incluso con esa subida, Vietnam tendría problemas para frenar la inflación si los precios del petróleo y los alimentos siguen subiendo hasta los niveles de 2008. Por otro lado, la devaluación del



dong fue demasiado tímida. Mientras el tipo de cambio oficial sigue fijado en 17.941 dong por dólar, en el mercado negro el cambio ha llegado a 19.600 en enero de 2010. Para resolver algunos de los desequilibrios macroeconómicos estructurales de Vietnam, el Banco Estatal debería impulsar una devaluación decidida –justo lo que no pueden hacer las dañadas economías europeas–, hasta acercar el tipo de cambio hasta los 20.000 dong por dólar. Esta medida le permitiría recuperar competitividad exportadora y desincentivar las importaciones.

Pero el gobierno debe mirar más allá de los retos inmediatos. Vietnam no puede continuar dando los bandazos expansivos y contractivos que caracterizan su economía desde 2007. El gobierno debe impulsar nuevas reformas que saquen a la economía de ese vaivén y volver a convertir a Vietnam en un modelo de desarrollo. En primer lugar, es imprescindible mejorar la calidad de la educación secundaria y universitaria, estancada en los últimos años.<sup>2</sup> En segundo lugar, las inversiones en infraestructuras deben centrarse en resolver los problemas socioeconómicos del país: vivienda, comunicaciones y energía. En tercer lugar, acometer la postergada reforma de los conglomerados empresariales estatales, cada vez menos eficientes, tanto social como económicamente. En cuarto lugar, introducir cambios en el funcionamiento del Estado, reduciendo la burocracia y profundizando la separación de poderes. En quinto y último lugar, atajar la creciente desigualdad que puede derivar en un serio descontento social. El Congreso del Partido que se celebrará a principios de 2011 ofrece una magnífica oportunidad para asumir estos retos y reconducir a Vietnam hacia la senda de la mejora social.

*Carlos Galián*

*Investigador especializado en desarrollo y cooperación internacional*

---

<sup>2</sup> Los retos citados en este artículo han sido tomados de un documento de la Universidad de Harvard titulado *Choosing Success: The Lessons of East and Southeast Asia and Vietnam's Future*, basado en un documento de David Dapice.