



**Vietnam: Specializzazione  
Commerciale, Sviluppo Bancario e  
Prospettive dell'Economia**

**Novembre 2008**

<b>Sintesi</b>	<b>1</b>
<b>La congiuntura attuale e le prospettive di crescita di lungo periodo</b>	<b>6</b>
Introduzione	6
La congiuntura attuale	8
Le determinanti della crescita di lungo periodo	22
<b>Commercio internazionale, Flussi di IDE e Struttura della produzione.</b>	<b>29</b>
Introduzione	29
Il commercio internazionale	29
Le risorse e le materie prime	38
Gli investimenti esteri diretti e le infrastrutture	40
La struttura della produzione e il clima imprenditoriale	45
<b>Il sistema bancario e finanziario</b>	<b>54</b>
Introduzione	54
Il sistema bancario	54
I mercati finanziari	64

## Sintesi

Il Vietnam ha guadagnato crescente attenzione nell'ultimo decennio tra osservatori ed investitori internazionali. Il tasso di sviluppo dell'economia, intorno all'8% annuo nel periodo 2004-2008, è risultato tra i più elevati in Asia. La dinamica del PIL colloca il Vietnam appena sotto la fascia dei Paesi asiatici a più alta crescita (Cina e India con un tasso medio di incremento nello stesso periodo rispettivamente del 10.5% e dell'8.8%) ma in testa sia ai Paesi dell'Asean 5 sia alle "New Industrialized Economies", cresciuti nel 2004-2008 del 5%-6% e, rispettivamente, del 4.5%-7% medio annuo. Insieme con lo sviluppo dell'economia si è registrato nello stesso periodo in Vietnam un rapido incremento annuo del PIL pro-capite (intorno al 6,5%), di nuovo secondo nell'Area asiatica solo a Cina (10%) e India (7,2%) e superiore sia alla media dei Paesi dell'Asean 5 (intorno al 4%) sia delle economie NIEs (intorno al 4,5%-5%).

Il presente lavoro intende fornire un contributo di analisi del Paese sotto due punti di vista complementari, macro e micro economico. Nel primo paragrafo – *La Congiuntura Attuale e le Prospettive di Crescita di Lungo Periodo*, a cura di Silvia Guizzo e Antonio Pesce - sono discussi gli andamenti recenti dell'economia e le determinanti di lungo termine della crescita. Negli altri due paragrafi – *Commercio Internazionale, Flussi di IDE e Struttura della Produzione* a cura di Wilma Vergi e *Il Sistema Bancario e Finanziario* a cura di Davidia Zucchelli – sono presi in esame i mutamenti in corso nella struttura del commercio estero e della specializzazione produttiva e, rispettivamente, del sistema bancario e finanziario locali\*.

Lo studio evidenzia le significative potenzialità di crescita del Paese, maturate con la graduale apertura al commercio e agli investimenti esteri e con la integrazione economica nella regione asiatica. L'azione di politica industriale seguita dalle Autorità negli ultimi anni è stata determinante. L'ulteriore avanzamento delle riforme strutturali è in ogni caso ancora cruciale per garantire un significativo trend di crescita dell'economia nel lungo termine. L'adozione di specifiche misure volte ad accrescere la qualità delle infrastrutture, migliorare il livello di istruzione della forza lavoro e promuovere lo sviluppo del sistema bancario rimane infatti essenziale per innalzare la dinamica ancora modesta della produttività.

Vari fattori hanno contribuito al decollo industriale del Paese. Il primo è senza dubbio rappresentato dall'apertura al commercio internazionale. Nell'ultimo decennio il Vietnam è entrato in numerosi accordi, bilaterali e multilaterali, che hanno dato un impulso decisivo sia alla dinamica dell'interscambio con l'estero sia ai flussi di investimenti diretti. Il Vietnam è entrato a far parte nel 1995 dell'*Association of South East Asian Nations* (ASEAN) e dell'*ASEAN Free Trade Area* (AFTA) e nel 1998 dell'*Asian Pacific Economic Cooperation* (APEC). Ha ratificato nel 2001 un importante accordo bilaterale con gli USA. Dal 2006 è entrato ufficialmente a far parte del World Trade Organization. Il grado di apertura commerciale del Paese – misurato dall'interscambio con l'estero sul PIL - è passato da valori ancora sotto il 100% alla fine dello scorso decennio al 160% nel 2007, con volumi di import-export superiori ai 110 miliardi di dollari nel 2007.

Il secondo fattore è costituito dagli indirizzi di politica industriale adottati con il Programma "Doi Moi" ("Rinnovamento" in Vietnamita) che ha avviato la transizione del Paese da un'economia pianificata ad una di mercato. Le misure introdotte hanno riguardato innanzitutto la privatizzazione della forma giuridica delle imprese statali, con apertura del capitale alla partecipazione di investitori

\* Gli Autori desiderano ringraziare il Dr. Tomaso Andreatta, della Direzione Rete Estera di Intesa Sanpaolo, per gli utili commenti forniti ad una versione preliminare del lavoro. Essi rimangono tuttavia i soli responsabili per ogni eventuale errore ancora contenuto nelle rispettive sezioni.

privati nazionali ed esteri (*equitisation*). Al 2006 solo il 22,5% delle imprese era ancora statale, mentre il 33,3% era non statale e il 44,2% a capitale estero. Esse hanno mirato, in aggiunta, alla realizzazione di importanti progetti di sviluppo sia settoriale (nei comparti strategici della chimica, energia, meccanica, automobilistica e tessile) sia territoriale, con la creazione di aree speciali (Export Processing Zone, High Tech Zone e Industrial Zone).

Alcuni interventi legislativi – tra i quali particolare rilevanza rivestono la legge sugli investimenti e la legge sull'impresa - hanno creato condizioni di contesto favorevoli agli afflussi di capitali estero. E negli ultimi anni i flussi di FDI sono cresciuti sensibilmente, portandosi intorno all'8% del PIL circa nell'ultimo biennio. A fine 2007 erano state accumulate consistenze di FDI per 40 miliardi circa di dollari, pari ad oltre il 50% del PIL, una percentuale superiore alla media registrata dai Paesi dell'Area asiatica e su scala mondiale.

L'apertura al commercio e agli investimenti esteri ha avuto ripercussioni significative in due direzioni: ha orientato la specializzazione industriale del Paese favorendone l'integrazione nell'Area asiatica e globale; ha creato sfide nuove nel Governo dell'economia. Con riferimento al primo punto, l'industria, con un contributo oggi di oltre il 40% alla formazione del PIL, si è specializzata in questi anni nei settori minerario e estrattivo (in particolare Petrolio e Gas naturale) e, nell'ambito del manifatturiero, nei settori degli Alimentari, del Tessile e Abbigliamento, delle Pelli e Calzature. Le esportazioni si dirigono prevalentemente verso le economie mature, in particolare Area del Pacifico per il greggio e USA e UE per i prodotti del manifatturiero. Il basso costo del lavoro locale ha creato opportunità nei settori a più alta intensità di manodopera, in parte colte da operatori esteri del Sud-est Asiatico, tra i quali la Cina, che hanno delocalizzato in Vietnam parti della produzione. Il rapido decollo industriale ha accresciuto la domanda di beni capitali, soddisfatta attraverso importazioni in prevalenza dalle economie industriali più avanzate dell'area, Giappone, NIEs e Cina.

L'Italia ha colto sinora solo marginalmente le opportunità legate al decollo industriale del Paese e al crescente fabbisogno di beni capitali. Con flussi di import ed export intorno a 1.2 miliardi di Euro e IDE autorizzati nel Paese per 150 milioni di Euro tra il 1998 e il 2007, l'Italia occupa nei due casi solo il 18° posto e, rispettivamente, il 31° posto, nella graduatoria mondiale. Nel dettaglio degli scambi bilaterali, l'Italia acquista dal Vietnam prevalentemente prodotti agricoli, in cuoio, del tessile e abbigliamento e vi esporta macchine ed apparecchiature meccaniche, mezzi di trasporto.

L'analisi delle determinanti di lungo termine della crescita del Paese rivela che il significativo incremento del PIL pro-capite nel 2004-2008 (6,5%) è venuto in parte dall'aumento della popolazione occupata (con un contributo dell'1,7%), in parte dall'accumulazione di capitale per occupato (con un contributo del 2,7%) e solo per il restante 2,2% dalla Produttività Totale dei Fattori. Si tratta di un risultato difforme rispetto agli altri Paesi dell'area, così come alla esperienza di altri Paesi emergenti ed in particolare delle economie in transizione, nei quali il contributo della produttività dei fattori alla dinamica del PIL pro-capite tende a rivestire un ruolo primario rispetto all'accumulazione di capitale.

Tra le possibili cause nella letteratura sull'argomento sono citati il livello ancora basso delle infrastrutture, una struttura frammentata del sistema industriale, la qualità modesta della forza lavoro, la lentezza nel sistema delle privatizzazioni<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Cfr. tra gli altri, Nguyen K. M. et. al., A Non-parametric Analysis of Efficiency of Industrial Firms in Vietnam, National Economics University, Hanoi, 2007, ed inoltre Tran T. B. et al., Institutions Matter: the case of Vietnam, The Australian National University, Ian.

Una concausa non trascurabile è rinvenibile nello stadio di sviluppo non ancora avanzato del settore bancario e finanziario. Pur in presenza di progressi significativi intervenuti negli ultimi anni, diversi punti di debolezza caratterizzano ancora il sistema bancario locale. I primi due sono rappresentati dal grado elevato di frammentazione del sistema e dalla ancora limitata presenza di intermediari esteri. Nel Paese operano 5 maggiori banche a controllo pubblico che coprono il 60% circa dei depositi e del totale dell'attivo. Le banche estere sono di fatto presenti con 37 filiali (10% del mercato) ed una limitata presenza nel capitale di banche locali. Con l'adesione al WTO il Vietnam si è impegnato ad abolire ogni restrizione alle banche estere ma il processo di adeguamento della normativa potrebbe essere lento. Di recente sono stati innalzati i limiti alla partecipazione nel capitale di banche locali (15% per un singolo e 30% per il complesso degli investitori esteri) anche se alcune banche estere sono state autorizzate a costituire controllate nel Paese. Il terzo punto di debolezza è rappresentato dalla qualità dell'attivo. Sulla base di dati del FMI il portafoglio crediti, esposto soprattutto tra le banche private verso il settore immobiliare, è debole. L'ammontare delle sofferenze è stimato dal FMI intorno al 18%-20% del PIL. Non sono peraltro facilmente quantificabili i rischi legati al grado di mismatching valutario e delle scadenze.

Gli avanzamenti del sistema bancario, nel contesto di una maggiore apertura alla presenza diretta o indiretta di investitori esteri, possono fornire un contributo importante alla crescita di lungo periodo dell'economia. Analisi empiriche riportate da una vasta letteratura sull'argomento evidenziano per un ampio numero di economie emergenti e in transizione l'esistenza di una relazione statisticamente significativa tra grado di avanzamento del settore bancario e dei mercati finanziari e dinamica della produttività totale dei fattori (e, tramite questa, del reddito pro-capite e del PIL di un Paese)<sup>2</sup>.

Dal punto di vista del Governo dell'economia l'apertura del Paese verso l'estero ha creato sfide nuove. Negli ultimi anni la politica economica ha assecondato la crescita del PIL essenzialmente guidata dalle esportazioni. Le autorità hanno per questo cercato di resistere alle pressioni verso apprezzamenti del cambio (che avrebbero indebolito la competitività estera del Paese), dovute ad afflussi di capitale (in particolare FDI) in eccesso rispetto ai fabbisogni di finanziamento del conto corrente, accumulando riserve. Con l'obiettivo di evitare rialzi dei tassi di interesse, le Autorità hanno teso ad acquistare valuta estera senza sterilizzarne gli effetti sulla crescita della liquidità nel sistema, favorendo di fatto la dinamica degli aggregati creditizi (e, indirettamente, delle quotazioni immobiliari e degli indici azionari) e dell'inflazione.

Nei primi mesi del corrente anno, anche a causa del forte aumento dei prezzi dell'energia, l'inflazione saliva rapidamente portandosi sopra il 20% mentre il deficit di conto corrente si deteriorava pericolosamente portandosi su livelli insostenibili (intorno al 15% del PIL). Le Autorità si sono trovate a dover intervenire rapidamente con misure restrittive della domanda, aumentando i tassi di politica monetaria e i coefficienti di riserva obbligatoria e sterilizzando parte dell'offerta di moneta attraverso il collocamento "obbligatorio" di titoli presso le banche. E' stato svalutato il cambio di riferimento del Dong ed ampliata la banda di oscillazione giornaliera verso il dollaro. Il ridimensionamento del deficit di finanza pubblica – per effetto dei tagli annunciati della spesa pubblica - dovrebbe

---

2008, ed ancora O. Shrestha, Efficiency Enhances the Competitiveness of Vietnam, Presentazione a Ho Chi Min City, ADB, Dec. 2006.

<sup>2</sup> Cfr. per tutti, A. Demirguç-Künt e R. Levine, Finance, Financial Sector Policies and Long-Run Growth, Commission on Growth and Development, WP n. 11, 2008.

agevolare il miglioramento del saldo estero, rimuovendo un vincolo altrimenti pesante per la crescita di lungo termine del Paese<sup>3</sup>.

I provvedimenti di stabilizzazione hanno avuto successo. Nel corso dell'estate l'inflazione ha ripreso a scendere e le pressioni sul cambio, pur in presenza di forti turbolenze sui mercati internazionali, sono in parte rientrate. Il deficit di conto corrente si è ridotto, attenuando il grado di vulnerabilità esterna del Paese. Secondo autorevoli osservatori internazionali, seppure con ritardo<sup>4</sup>, le Autorità hanno dato peso all'obiettivo di stabilizzazione del quadro economico accanto a quello di pura massimizzazione della crescita. Ad ottobre, tuttavia, di fronte agli accresciuti rischi di recessione sul piano regionale e globale ed in presenza di un rallentamento oltre le attese del credito bancario, la Banca Centrale è tornata ad allentare la politica monetaria, riducendo i tassi e annunciando, tra le altre misure, il riacquisto dei titoli in collocamento obbligatorio presso le banche. Le Autorità si trovano in effetti ad affrontare un difficile dilemma – tipico di molti Paesi in fase di decollo industriale ma reso in questo caso più acuto dal dispiegarsi di una grave crisi finanziaria sul piano internazionale - tra l'esigenza di mantenere un trend di crescita elevato nel lungo termine e la necessità di contenere inflazione e, soprattutto, deficit di conto corrente. Un approccio cauto, bilanciato è da ritenersi essenziale in un ottica di lungo periodo. In presenza di vincoli al conto estero (e rischi di relativa copertura) un profilo di crescita più contenuto può ben rappresentare il costo necessario per garantire un passo sostenibile alla crescita nel lungo termine.

*Gianluca Salsecci*

---

<sup>3</sup> La presenza di un elevato deficit di conto corrente distingue la esperienza del Vietnam da quella di altre economie dell'Area asiatica con crescita guidata dalle esportazioni.

<sup>4</sup> E' questa ad esempio la tesi sostenuta in World Bank, Taking Stock. An Update on Vietnam's Recent Economic Developments, Mid-year consultative Group Meeting for Vietnam, Sapa, June 5-6 2008 –

## La congiuntura attuale e le prospettive di crescita di lungo periodo

### Introduzione

Il Vietnam ha chiuso il 2007 con una crescita media dell'8,5%, superiore all'8% per il terzo anno consecutivo, e al di sotto solo di Cina e India nell'area asiatica. Il rallentamento del PIL a 6,5% a/a negli ultimi due trimestri è quasi interamente spiegato dalla frenata del settore delle costruzioni e del settore minerario, mentre il settore manifatturiero continua a crescere a ritmi solidi. Dal lato della domanda la crescita è guidata da consumi e investimenti mentre si è ridotto notevolmente il contributo del canale estero. Il saldo della bilancia commerciale continua ad essere negativo, tuttavia i dati mensili hanno mostrato un sensibile miglioramento nei mesi estivi rispetto alla prima metà dell'anno. Nei primi quattro mesi del 2008, infatti, il saldo aveva già raggiunto 14,4 miliardi di dollari, superando il valore dell'intero 2007 (12,4 miliardi di dollari) ed è arrivato a 15,3 miliardi in settembre. I fattori, principalmente esogeni, che avevano portato ad un forte peggioramento del saldo commerciale, stanno rientrando.

L'inflazione, che ha toccato un massimo a 28,3% a/a in agosto, come in molti paesi asiatici rimane principalmente guidata dall'aumento dei prezzi degli alimentari e dell'energia, ma negli ultimi mesi aumenti a due cifre hanno caratterizzato anche altre categorie di spesa. Il calo generalizzato delle variazioni mensili rispetto ai picchi dell'estate insieme al calo del prezzo internazionale di molti cereali, nonché un effetto base favorevole fanno pensare, tuttavia, che l'inflazione abbia toccato il picco durante l'estate e puntano a un lento graduale rientro nei prossimi mesi.

La significativa accelerazione dell'offerta di moneta, del credito e dell'inflazione hanno indotto l'autorità monetaria ad implementare diverse misure restrittive per evitare il surriscaldamento dell'economia e contemporaneamente evitare il peggioramento del saldo di conto corrente e una conseguente crisi valutaria. A queste si sono affiancate efficacemente anche una serie di misure del governo per la revisione dei progetti di investimento delle imprese pubbliche e l'imposizione di restrizioni alle importazioni ed esportazioni.

L'attuazione di una politica monetaria restrittiva in un contesto di peggioramento del saldo delle partite correnti, di regime di cambio di ancoraggio al dollaro e di forte aumento dell'inflazione ha posto la banca centrale in una posizione difficile. La State Bank of Vietnam (SBV), infatti, da un lato ha dovuto evitare un eccessivo indebolimento del cambio che avrebbe favorito un ulteriore aumento dell'inflazione e, dall'altro, ha dovuto evitare anche un movimento opposto che avrebbe accentuato l'apprezzamento del cambio effettivo reale danneggiando gli esportatori.

I tassi reali sono rimasti negativi nonostante il brusco aumento dei tassi di riferimento attuato prima dell'estate, tuttavia esiste il rischio non trascurabile che gli aumenti nominali sui tassi nonché le misure restrittive sul credito nei prossimi mesi possano far rallentare gli investimenti più bruscamente di quanto la SBV abbia ipotizzato. La recente inversione della stance di politica monetaria indica che la Banca Centrale condivideva questi timori e che è, in fondo, molto più preoccupata del rischio di rallentamento della crescita che di quello di mancato o troppo lento rientro dell'inflazione. Nei prossimi mesi, soprattutto in questo caso, la banca centrale potrebbe limitarsi a lasciare i tassi fermi per valutare l'impatto delle

misure intraprese finora e procedere solo successivamente, in caso di peggioramento dello scenario, ad un ulteriore allentamento della politica monetaria. I tassi reali, infatti, continuano ad essere negativi a maggior ragione dopo il recente taglio.

Secondo le agenzie di rating, che hanno recentemente posto il Vietnam in credit watch negativo, il surriscaldamento dell'economia costituisce un rischio per la stabilità del paese, sulla quale pesano negativamente l'eccessiva espansione del credito in un settore bancario ancora molto debole e il peggioramento del fabbisogno finanziario estero (stimato a 10,4% del Pil nel 2008).

Nonostante il rallentamento economico in corso riteniamo che la dimensione delle riserve e l'andamento della bilancia dei servizi e dei trasferimenti, insieme all'entità degli investimenti stranieri e la struttura per scadenza del debito estero limitino i rischi di mancata copertura del saldo delle partite correnti. Tuttavia, l'attuale crisi dei mercati finanziari e il conseguente aumento dell'avversione al rischio degli investitori a livello globale accentueranno le difficoltà di funding di tutti quei paesi che, come il Vietnam, che hanno visto un pronunciato peggioramento del saldo delle partite correnti.

Attraverso il programma "Doi moi" ("Rinnovamento" in vietnamita), iniziato alla fine degli anni ottanta, il Vietnam ha raggiunto significativi risultati nel processo di transizione da un'economia pianificata ad una di mercato. Negli ultimi cinque anni l'economia del Vietnam è cresciuta mediamente dell'8%. Una frizzante attività economica che, tra le economie asiatiche, è stata inferiore solo a Cina ed India, e che ha permesso una forte crescita del PIL anche in termini procapite (in media 6.5% dal 2004).

Alcuni fattori hanno contribuito in maniera cruciali all'esuberante performance economica del Paese, tra cui l'apertura al commercio ed ai capitali esteri che ha dato impulso alla crescita delle esportazioni e agli afflussi di investimenti diretti esteri (IDE). Nonostante i significativi progressi economici realizzati, la dinamica della produttività è risultata tuttavia inferiore alla media degli altri paesi dell'area, limitando il potenziale di crescita del Paese.

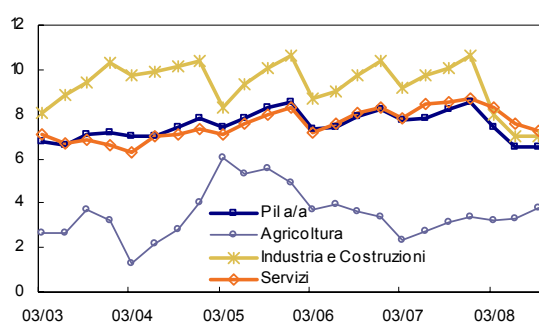


## La congiuntura attuale

### Il rallentamento della crescita è guidato dal settore costruzioni e dal canale estero

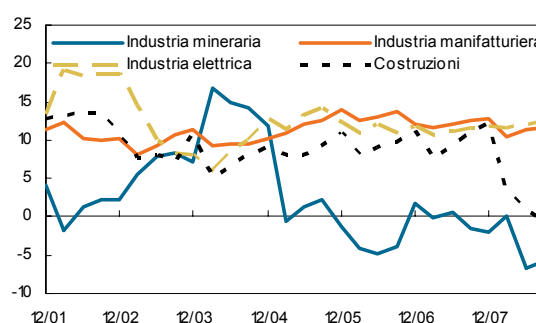
Il Vietnam ha chiuso il 2007 con una crescita media dell'8,5%, superiore all'8% per il terzo anno consecutivo. Il PIL è salito del 7,4% nel primo trimestre del 2008 e del 6,5% sia nel secondo che nel terzo trimestre, grazie all'ottimo andamento dei settori dell'industria (+7,0%), in particolare manifatturiera (+11,6%), e dei servizi (+7,2%). Il settore agricolo, che comprende anche quello ittico e forestale, è cresciuto del 3,8%, in accelerazione rispetto allo stesso trimestre dell'anno scorso.

#### La crescita rallenta ...



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

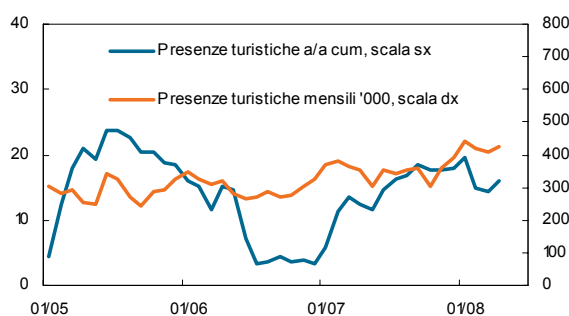
#### ...guidata dai settori minerario e costruzioni



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

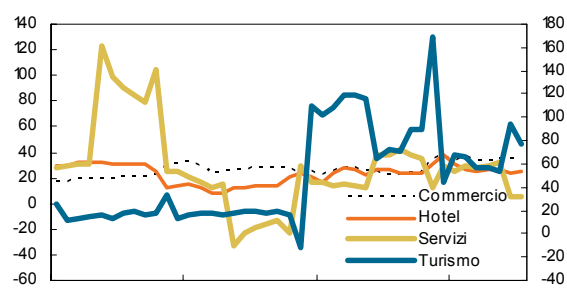
Il rallentamento del PIL rispetto ai ritmi più sostenuti del 2007 è quasi interamente imputabile alla contrazione del settore minerario (-5,9%) e del settore delle costruzioni (-0,3%) che hanno avuto un contributo rispettivamente negativo (-0,3%) e nullo alla crescita del PIL nel terzo trimestre del 2008. Il rallentamento del settore delle costruzioni rispetto a un tasso di crescita medio del 10,9% nel 2007, ha avuto un impatto anche sul settore dei servizi immobiliari, saliti di appena l'1,2% a/a e del 2,8% nel secondo e nel terzo trimestre del 2008, rispetto a 3,7% e 5,3% degli stessi trimestri del 2007.

#### Presenze turistiche in continuo aumento



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Vendite al dettaglio nel settore dei servizi



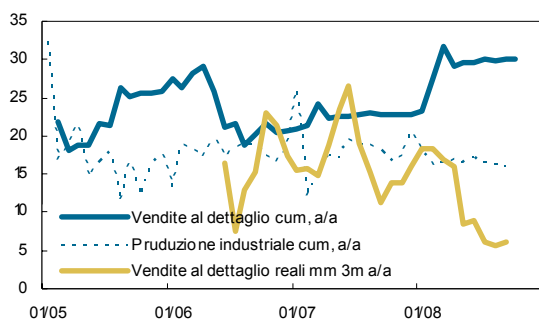
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il settore manifatturiero, invece, continua a crescere a ritmi solidi, con un tasso di crescita dell' 11,4% e dell'11,6% nel secondo e nel terzo trimestre del 2008, poco al di sotto della media del 2007. Ciò è riflesso nell'andamento della produzione industriale che sale a ritmi intorno al 16% a/a dall'inizio dell'anno con un contributo sempre maggiore delle imprese non statali e delle imprese straniere, a

testimonianza del buon esito del processo di privatizzazione e dell'ambiente favorevole agli investitori stranieri. A prezzi correnti la quota di produzione industriale delle imprese statali è infatti scesa da 34,2% nel 2000 a 22,5% nel 2006, mentre la quota delle imprese straniere è salita da 41,3% a 44,2% nello stesso periodo. Una dinamica simile si osserva calcolando le stesse quote a prezzi costanti e guardando ai tassi di crescita per settore. Il tasso di crescita della produzione industriale del settore non statale è infatti passato da 19,2% a/a nel 2000 a 25,7% a/a nel 2006, mentre quello del settore estero nel 2006 è ritornato in linea con i valori del 2000 (19,9% a/a vs 21,8% a/a) dopo un rallentamento nel 2002. Il tasso di crescita del settore statale ha subito invece una forte decelerazione, passando dal 13,2% a/a nel 2000 al 6,3% a/a nel 2006.

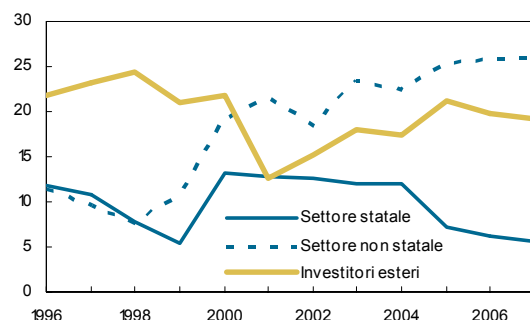
Le vendite al dettaglio nominali cumulate sono salite del 30,1% a settembre e si mantengono su questi ritmi elevati fin dall'inizio dell'anno, anche se l'aumento dell'inflazione ha ridimensionato il tasso di crescita delle vendite al dettaglio reali che si sono stabilizzate tra il 7 e l'8% negli ultimi 4 mesi.

**Mentre il settore manifatturiero e industriale tiene ...**



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

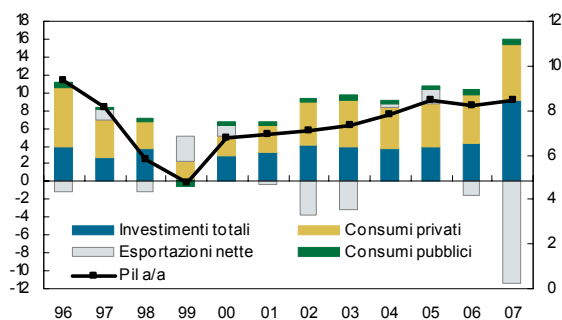
**...grazie all'attività di imprese non statali e straniere**



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

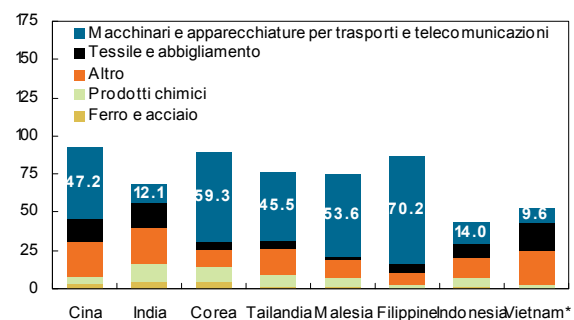
Il buon andamento della produzione industriale e la tenuta delle vendite al dettaglio forniscono segnali ancora positivi per consumi ed investimenti anche nel quarto trimestre del 2008. Le esportazioni nette hanno contribuito negativamente per l'11,4% alla crescita del PIL nel 2007. Visti i livelli raggiunti dalla bilancia commerciale è probabile che avranno un contributo ancora minore anche nel 2008 anche se la situazione della bilancia commerciale è molto migliorata rispetto ai livelli critici raggiunti a metà anno. Il contributo degli investimenti e dei consumi privati è stato invece crescente negli ultimi anni e significativo nel 2007 come nel 2008 nel compensare il saldo negativo del settore estero.

**Contributi alla crescita del PIL (a/a)**



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

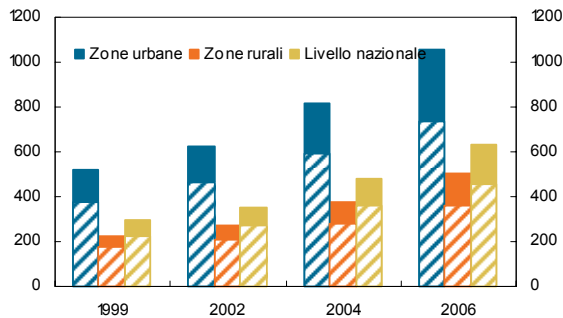
**Esportazioni di prodotti manifatturieri, anno 2006**



\*Dati riferiti al 2004. Fonte: WTO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

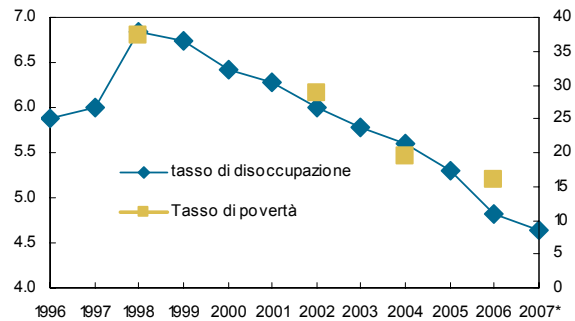
Gli investimenti potrebbero però subire un sensibile rallentamento nei prossimi trimestri per l'effetto ritardato dei rialzi dei tassi, come suggerisce il calo del settore immobiliare. La tenuta del settore manifatturiero e dell'agricoltura, nonché del commercio intra-Asia diventerà cruciale perché il tasso di disoccupazione si mantenga basso, permettendo la prosecuzione dell'aumento del reddito pro capite e dunque la buona tenuta dei consumi, che negli ultimi anni si sono rivelati un motore importante di crescita.

### Reddito e consumo (barre striate) medio pro capite mensile (migliaia di VND)



Fonte: General Statistics Office (GSO) of Vietnam

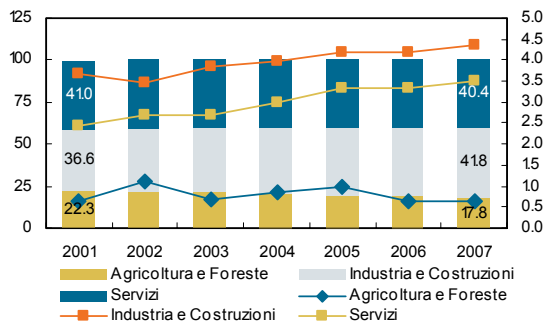
### Tasso di disoccupazione e tasso di povertà



\*Preliminare. Fonte: General Statistics Office of Vietnam

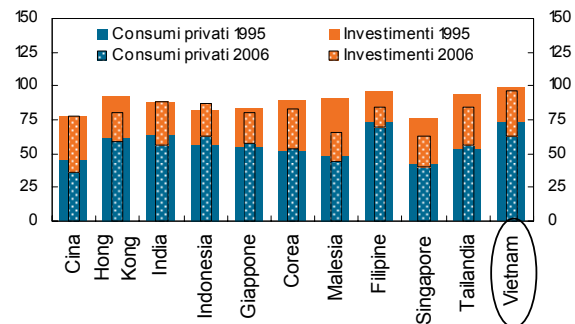
La composizione della crescita vietnamita è infatti più bilanciata rispetto a quella di altri grandi paesi asiatici, come ad esempio la Cina. La quota di investimenti sul PIL a fine 2006 a 36.8% risulta più bassa rispetto a quella cinese (43%) mentre la quota di consumi privati è molto più alta, a 65,2% (rispetto a 36% in Cina) e i dati preliminari del 2007 mostrano che la quota è salita fino al 70,5%. Questo è il frutto dell'innalzamento del reddito pro-capite sia nelle città sia nelle campagne, la cui capacità d'acquisto è però messa a dura prova dall'aumento dell'inflazione.

### Vietnam: composizione del PIL (barre, scala sx) e contributi alla crescita (linee, scala dx)



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Consumi privati e investimenti, quota % sul PIL



Fonte:EIU

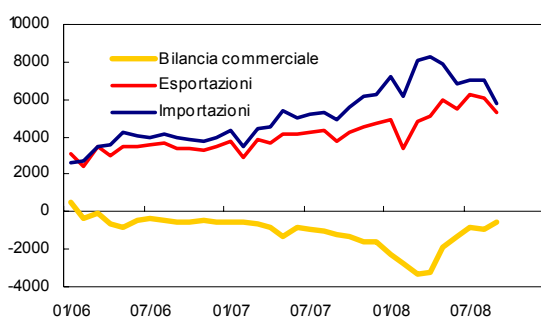
### Il saldo della bilancia commerciale sta migliorando

Il saldo della bilancia commerciale continua ad essere negativo, tuttavia i dati mensili hanno mostrato un sensibile miglioramento nei mesi estivi rispetto alla prima metà dell'anno. Nei primi quattro mesi del 2008, infatti, il saldo aveva già raggiunto 14,4 miliardi di dollari, superando il valore dell'intero 2007 (12,4 miliardi di dollari) ed è arrivato a 15,3 miliardi in settembre. Il saldo della bilancia

commerciale è pari così a circa il 18% del PIL<sup>5</sup>. Il tasso di crescita delle importazioni, che aveva superato quello delle esportazioni dall'autunno del 2007, guidato in gran parte dall'aumento del prezzo del petrolio e delle materie prime, è tornato al di sotto da metà estate.

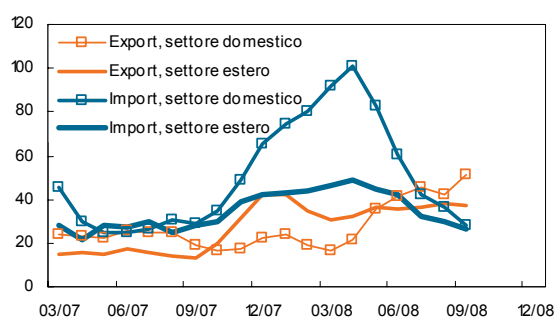
Il notevole peggioramento del saldo commerciale nel primo semestre dell'anno è dovuto principalmente a fattori esogeni che hanno gonfiato le importazioni e limitato le esportazioni. Alcuni di questi fattori, tra cui, l'aumento del prezzo del petrolio, restrizioni alle esportazioni (ad esempio di riso, imposte a settembre 2007 e rafforzate in primavera, sono state eliminate a fine giugno 2008) e cattivi raccolti (caffè), sono in parte rientrati nella seconda parte dell'anno. Le esportazioni di riso e caffè hanno infatti visto un aumento sia in termini di valore sia in termini di volume, così come quelle di petrolio.

**Bilancia commerciale (saldo mensile, in mln di USD) in miglioramento**



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Le importazioni si ridimensionano (3m a/a)**



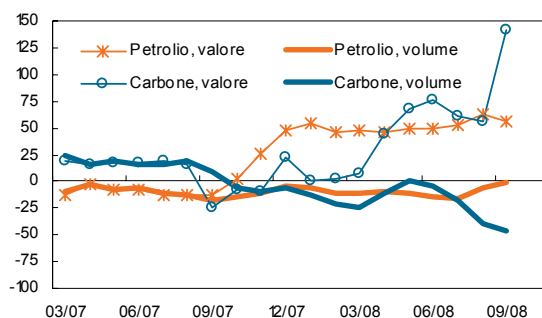
Fonte: EIU ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I tassi di crescita dei volumi delle importazioni di petrolio e acciaio hanno visto un rallentamento dopo i picchi di gennaio così come il tasso di crescita del valore delle importazioni di prodotti dell'elettronica, di tessuti e fibre tessili. I recenti rialzi dei tassi cominceranno ad avere un impatto sugli investimenti nei prossimi mesi e, quindi, anche sulle importazioni in particolare di macchinari e beni capitali. Sulle importazioni di automobili peserà inoltre l'aumento delle imposte alle importazioni delle componenti per auto da un range di 5-10% a uno di 15-29% in vigore dal 20 giugno. Altri dazi sono stati inoltre introdotti anche su alcuni beni di consumo quali i cellulari e i cosmetici.

L'entrata nel WTO e il graduale deprezzamento del dong continueranno a favorire un miglioramento del tasso di crescita delle esportazioni, anche se il rallentamento della domanda mondiale, più marcato di quanto atteso in precedenza, non permetterà gli elevati tassi di crescita degli anni scorsi. Tuttavia, il Vietnam appare meglio posizionato rispetto ad altri paesi asiatici perchè, pur nel ruolo di paese assemblatore, ha una quota relativamente bassa di esportazioni di apparecchiature per le telecomunicazioni e prodotti e apparecchiature elettroniche (vedi grafico a pagina seguente), la cui domanda proviene in gran parte dai paesi industrializzati. Gran parte delle esportazioni è costituita, invece, da prodotti petroliferi e da prodotti agricoli, di cui l'Asia continuerà a essere fonte di domanda addizionale.

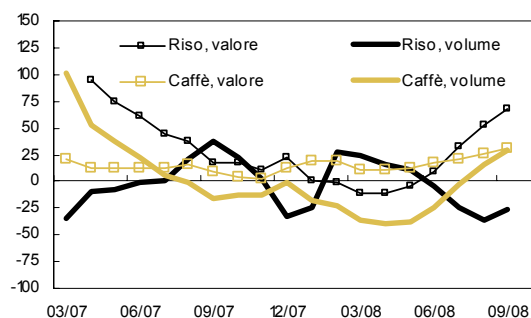
<sup>5</sup> Questa stima si basa sulle importazioni valutate cif e sulle esportazioni valutate fob, diversamente dalle stime IMF che valutano entrambe le categorie fob. In questo caso la percentuale scenderebbe intorno a 12,2% del PIL.

### Le esportazioni (3m a/a) salgono in valore grazie all'aumento dei prezzi dei prodotti energetici



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Ma anche in volume (3m a/a) grazie all'allentamento delle restrizioni e a migliori raccolti



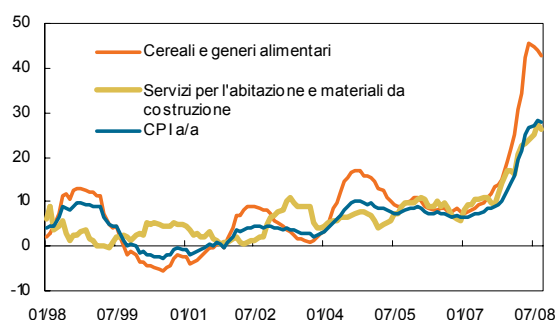
Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Riteniamo ragionevole che il saldo della bilancia commerciale possa aggirarsi al più intorno ai 18,5 miliardi di dollari a fine anno<sup>6</sup> ossia a circa 14,5 miliardi nella valutazione fob delle importazioni. Le stime di EIU vedono un saldo negativo della bilancia commerciale di 12,6 miliardi di dollari nel 2008 e di 9,9 miliardi nel 2008, dovuto essenzialmente ad un sentiero di crescita leggermente più ottimistico sulle esportazioni e meno pessimistico sulle importazioni.

### L'inflazione dovrebbe aver toccato il picco

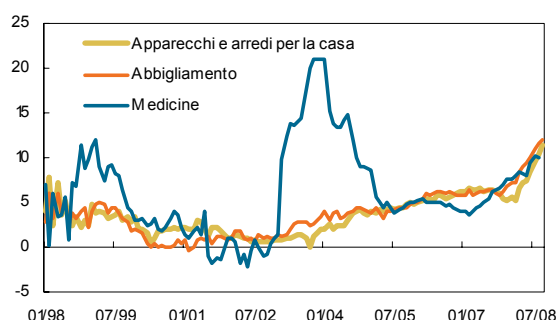
La forte crescita dell'economia ha posto notevoli pressioni verso l'alto sull'inflazione che in agosto ha toccato un massimo di 28,3%, superando di gran lunga i massimi storici dell'ottobre 1998 (9,6%) e del novembre 2004 (9,9%). Anche a settembre si è mantenuta su livelli elevati 27,9%a/a, pur con una variazione mensile di 0,18%, in continuo rallentamento rispetto al picco del 3,9% m/m a maggio. L'inflazione rimane ampiamente guidata dalle componenti energia e alimentari.

### Inflazione guidata principalmente dagli alimentari ...



Fonte: Ecowin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

### ... ma non solo



Fonte: Ecowin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La componente energia ha subito notevoli aumenti durante l'estate, dopo la decisione del governo, come in altri paesi asiatici, di aumentare il prezzo della benzina (+31%) e del diesel (+44%) da fine luglio, nell'ottica di riduzione dei sussidi alle imprese petrolifere.

La componente alimentari ha registrato un aumento del 65% in settembre dopo il picco di 74,3% a/a a maggio e risente in particolare del forte aumento del prezzo

<sup>6</sup> Vedi nota 5.

del riso. La categoria più generale degli alimentari (*Food and Foodstuff*) viaggia ancora su variazioni superiori al 40% a/a sebbene inferiori al picco di maggio e con una variazione mensile nulla rispetto al massimo toccato a maggio (+7,2% m/m).

In settembre hanno però continuato a registrare aumenti a due cifre anche altre categorie di spesa come i servizi per l'abitazione e dei materiali da costruzione (che include il prezzo delle *utilities*, +26,1% a/a), dei trasporti (+26,1% a/a) ma anche delle spese mediche (10% a/a) e dei beni per l'abitazione (11,4% a/a). Ciò conferma che le pressioni inflative si sono trasferite anche agli altri comparti di beni e servizi.

Il calo generalizzato delle variazioni mensili rispetto ai picchi dell'estate insieme al calo del prezzo internazionale di molti cereali, nonché un effetto base favorevole fanno pensare che l'inflazione abbia toccato il picco durante l'estate e puntano a un lento graduale rientro nei prossimi mesi. La volatilità dei prezzi dell'energia e l'aumento dei salari lasciano però i rischi sulla previsione verso l'alto.

### Politica monetaria

La significativa accelerazione di M2 (+46% nel 2007), del credito (+54% nel 2007 vs 25,4% nel 2006 secondo l'ADB, e +63% a/a a marzo 2008 rispetto a +32% a/a a marzo del 2007 secondo la Banca Mondiale<sup>7</sup>) e dell'inflazione hanno indotto l'autorità monetaria ad implementare, se pur con ritardo, diverse misure restrittive per evitare il surriscaldamento dell'economia e contemporaneamente evitare il peggioramento del saldo di conto corrente e una conseguente crisi valutaria. Tra maggio e giugno la banca centrale è intervenuta aggressivamente su tassi, coefficiente di riserva obbligatoria e banda di oscillazione del cambio, utilizzando anche misure amministrative che si sono efficacemente affiancate a quelle prese dal governo per migliorare la bilancia commerciale.

**BOX 1: Le misure prese dalla SBV nella prima metà del 2008** - La banca centrale del Vietnam (State Bank of Vietnam, SBV) ha effettuato tre significativi e bruschi rialzi dei tassi dall'inizio dell'anno: uno a fine gennaio (+50pb sul base rate), uno a metà maggio (+325pb sul base rate) e uno il 10 giugno (+200pb sul base rate) che hanno portato il tasso di rifinanziamento da un precedente 7,5% all'attuale 15%, il base rate dall'8,25% al 14% e il tasso di sconto al 13%. La SBV a maggio ha inoltre portato il coefficiente di riserva obbligatoria sui depositi inferiori ad un anno da 10% a 11% e, su quelli superiori, dal 4% al 5% e ha smesso di rifinanziare le operazioni di repo escludendo come garanzia i titoli di stato di nuova emissione.

L'associazione delle banche commerciali vietnamite si era accordata per mettere un tetto massimo ai tassi sui depositi dall'11% al 12% alla fine di aprile, creando non pochi problemi di liquidità alle banche più piccole. L'accordo è stato poi abolito dalla SBV che ha introdotto un tetto massimo pari al 150% del base rate sia per i tassi sui depositi sia per quelli sui prestiti. Il tetto massimo sui tassi è quindi salito al 18% a maggio e al 21% a inizio giugno. La soglia del 3% sui prestiti bancari per investimenti sul mercato azionario introdotta a giugno 2007 è stata innalzata al 20% a fine anno. Questo, insieme all'innalzamento del coefficiente di rischio per questo tipo di prestiti, ha pesato negativamente sul

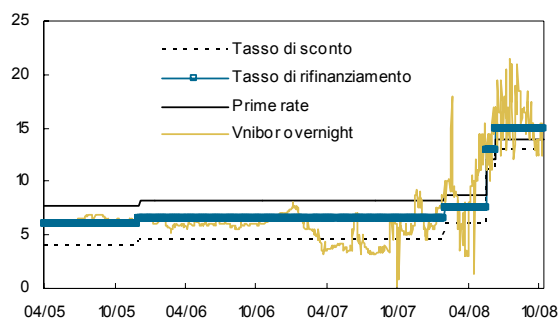
<sup>7</sup> World Bank: Taking stock, an update on Vietnam's recent economic developments, 5-6 giugno 2008.

mercato azionario che, dall'inizio dell'anno a metà giugno, ha perso il 59% sulla piazza di Ho Chi Min e il 69% su quella di Hanoi.

Il drenaggio di liquidità ha creato bruschi movimenti sia sul cambio sia sui tassi d'interesse negli scorsi mesi. Il trend di forte apprezzamento del cambio partito a settembre ha indotto SBV ad allargare la banda di oscillazione del dong per ben tre volte da fine dicembre 2007 a luglio 2008 e ad operare una minisvalutazione (vedi box 2 sul cambio). La SBV ha reso inoltre obbligatorio per le banche commerciali l'acquisto di titoli per un ammontare di 20,3 trilioni di dong (1,3 miliardi di dollari) con l'obiettivo di sterilizzare gli interventi sul cambio ed ha, a fine marzo, ordinato alle banche commerciali di trasferire presso di sé i depositi del Ministero del Tesoro, pari a 3,3 miliardi di dollari a fine 2007. Ciò ha causato una severa contrazione della liquidità e conseguenti bruschi aumenti del tasso overnight che ha toccato punte anche del 40% in primavera, per poi tornare a livelli più in linea con i tassi ufficiali.

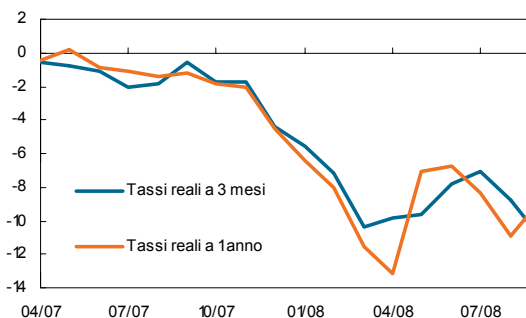
La SBV in agosto ha lasciato i tassi e il coefficiente di riserva obbligatoria invariati ribadendo che l'obiettivo principale della banca centrale rimaneva quello di combattere l'inflazione. I tassi reali sono rimasti negativi nonostante il brusco aumento dei tassi di riferimento anche se si tiene conto delle commissioni applicate dalle banche per poter superare il limite imposto dalla SVB. La *Vietnam Investment Review*<sup>8</sup> suggerisce, infatti, che i tassi effettivi rispetto al precedente limite del 18% potrebbero essere stati intorno al 24%, poco al di sotto dell'inflazione. Tuttavia, esiste il rischio non trascurabile che gli aumenti nominali sui tassi nonché le misure restrittive sul credito (target del 30% nel 2008) possano far rallentare gli investimenti più bruscamente di quanto la SBV abbia ipotizzato.

#### I tassi nominali sono saliti ...



Fonte: Ecowin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### ...ma i tassi reali non hanno tenuto il passo



Fonte: Ecowin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Secondo il presidente dell'associazione delle piccole e medie imprese<sup>9</sup>, infatti, molte aziende stanno soffrendo o hanno dichiarato bancarotta nel 2008, a causa dei tassi troppo alti. Secondo la stampa locale<sup>10</sup> circa il 74% delle imprese intervistate dalla Camera di Commercio e dell'Industria del Vietnam hanno dichiarato che ottenere prestiti dalle banche è diventato "difficile". Le quattro banche principali hanno ridotto i tassi di prestito di circa mezzo punto percentuale già a luglio, assecondando le richieste delle imprese. La SBV, pur lasciando i tassi di riferimento fermi, ha comunque agito in questo senso alzando per due volte (da 1,2% a 3,6% a fine agosto e da 3,6% a 5% a fine settembre) il tasso di remunerazione della riserva obbligatoria con l'intento esplicito di permettere alle banche di usare l'allargamento dei margini per favorire le piccole e medie

<sup>8</sup> Rivista governativa disponibile su: <http://www.vir.com.vn/Client/VIR/default.asp>

<sup>9</sup> Kao Sy Kiem, presidente della Vietnam's small & medium-sized companies.

<sup>10</sup> Bloomberg, 26.09.08 citando il Dau Tu Chung Kohan Newspaper.



imprese, già penalizzate dall'andamento del cambio. Dopo il rialzo, i tassi sui prestiti sono scesi di circa un punto percentuale. A sorpresa, con decorrenza dal 21 ottobre, la SVB ha poi ridotto i tassi di riferimento di 100pb, portando il prime rate da 14% a 13%, il tasso di sconto da 13% a 12% e il tasso di rifinanziamento da 15% a 14%. La banca centrale ha inoltre raddoppiato il tasso di remunerazione della riserva obbligatoria portandolo a 10%. La decisione è stata motivata con la necessità di limitare l'impatto negativo della recessione globale sull'economia vietnamita e di continuare a sostenere la domanda di credito delle imprese. La SVB ha inoltre annunciato che riacquisterà gradualmente i 20,3 trilioni di dong di titoli che le banche commerciali erano state obbligate ad acquistare in primavera, immettendo così ulteriore liquidità nel sistema.

Le misure intraprese sul tasso di remunerazione della riserva obbligatoria e sui tassi testimoniano che la SVB è molto più preoccupata del rischio di rallentamento della crescita che di quello di mancato o troppo lento rientro dell'inflazione. Nei prossimi mesi, soprattutto in questo caso, la banca centrale potrebbe limitarsi a lasciare i tassi fermi per valutare l'impatto delle misure intraprese finora e procedere solo successivamente ad un ulteriore allentamento della politica monetaria. I tassi reali, infatti, come detto sopra, continuano ad essere negativi a maggior ragione dopo il recente taglio

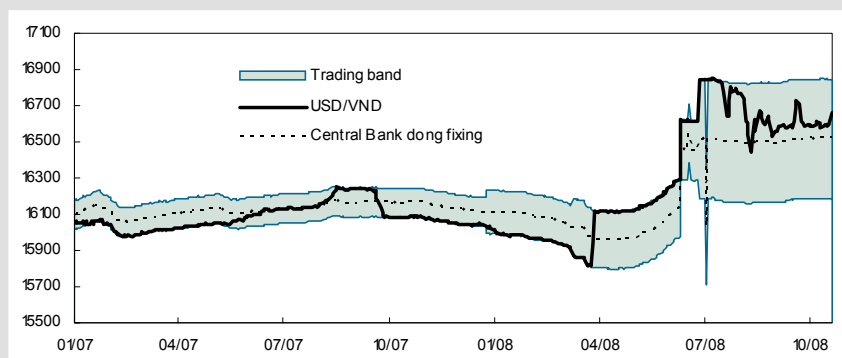
### BOX 2: Andamento e prospettive del cambio

Il 2008 è stato un anno "movimentato" in Vietnam per quanto riguarda la gestione della politica del tasso di cambio. A maggio infatti si è temuta una crisi valutaria.

Il surriscaldamento dell'economia domestica, l'inflazione galoppante e l'ulteriore, continuo ed ampio allargamento del disavanzo del saldo delle partite correnti erano andati generando pesanti pressioni ribassiste sul dong.

È per questo che il 10 giugno la State Bank of Vietnam (SBV) ha annunciato una svalutazione immediata del tasso di cambio di riferimento del dong rispetto al dollaro del 2% - nello stesso giorno in cui, per contenere le spinte inflazionistiche, aveva alzato (per la terza volta da inizio anno) il base rate dal 12% al 14%. La mossa sul cambio, contestualmente a quella sui tassi, aveva lo scopo di evitare il generarsi di flussi speculativi sulla valuta collegati alla restrizione monetaria in atto. Da questo punto di vista la decisione di svalutare è risultata efficace. Per quanto riguarda invece le pressioni ribassiste (di mercato) derivanti da timori di incontrollato allargamento del disavanzo del saldo delle partite correnti, le tensioni, pur allentandosi moderatamente, sono di fatto rimaste significative.

#### Il cambio si è stabilizzato



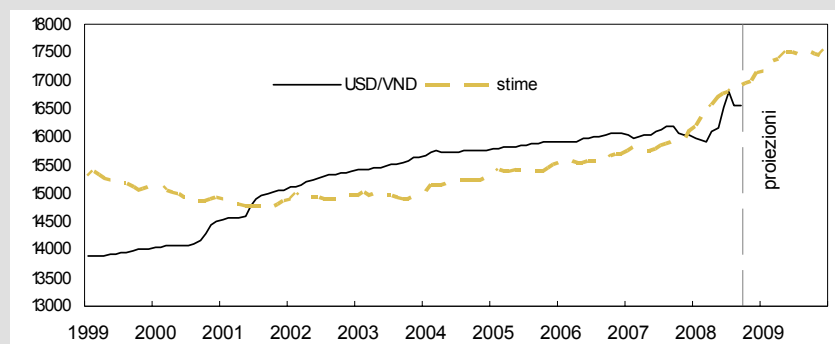
Fonte: Ecwin, Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Di conseguenza, ad un paio di settimane di distanza, la banca centrale è intervenuta nuovamente annunciando il 26 giugno l'ampliamento della banda di oscillazione giornaliera del cambio USD/VND, raddoppiandolo dal precedente  $\pm 1\%$  al  $\pm 2\%$ . In questo modo la SBV puntava a cercare di "assecondare" le



pressioni ribassiste di mercato, e la strategia è risultata credibile, perchè infatti il cambio si è abbastanza stabilizzato, ed anzi nei mesi successivi è andato gradualmente recuperando terreno.

### Stime



Fonte: Ecowin ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

In questa direzione hanno però contribuito anche gli sviluppi sul versante dei fondamentali, sia a livello internazionale, sia a livello domestico, con il calo del petrolio (e associata riduzione delle aspettative di inflazione) e con l'emergere di segnali di rallentamento della domanda interna (e collegate attese di rallentamento delle importazioni e quindi di graduale ridimensionamento del disavanzo estero).

Le prospettive macroeconomiche sull'orizzonte annuale sono per un sostanziale proseguimento di tali tendenze: inflazione in calo, ulteriore rallentamento dell'economia, riduzione del deficit di parte corrente. Sotto tali ipotesi appare ragionevole che la SBV lasci fluttuare il cambio in modo che venga mantenuto un tendenziale deprezzamento del dong rispetto al dollaro alle stesse condizioni vigenti attualmente (banda di oscillazione giornaliera del  $\pm 2\%$ ), probabilmente quindi senza apportare modifiche come quelle decise quest'anno (svalutazione e ampliamento della banda), dato che tali interventi si erano appunto resi necessari a causa del deterioramento del quadro inflazionistico e di disavanzo estero nonché di surriscaldamento dell'economia. In tale direzione condurrebbero anche considerazioni legate alla recente riacutizzazione della crisi finanziaria globale, con annesso rischio di contagio all'economia del Vietnam, il che infatti ha indotto la SBV a tagliare i tassi di 100 pb in un colpo il 20 ottobre, dal 14% al 13%, mossa che ha fortemente penalizzato il dong, che in un paio di giorni ha perso l'1,5% circa contro dollaro (in termini di escursione massima).

Per valutare in prima approssimazione l'entità del deprezzamento atteso del dong contro dollaro sull'orizzonte annuale utilizziamo delle stime di parità dei poteri d'acquisto (v. fig.) che, in base alle previsioni di inflazione in Vietnam e negli Stati Uniti, suggerirebbero un indebolimento nell'ordine del 3,0%-4,0% circa nel 2009 in media annua rispetto al 2008.

Sul più lungo termine invece la prospettiva resta quella di procedere verso un regime di libera fluttuazione del cambio unitamente all'adozione di un *inflation targeting*. Data la fase estremamente delicata del ciclo mondiale appesantito da ombre di recessione e dalle gravi incertezze della crisi finanziaria in corso, parrebbe poco probabile che il Vietnam riesca a realizzare tali obiettivi già nel 2009. Questo suggerirebbe appunto, in linea con quanto detto sopra, il mantenimento delle condizioni attuali del regime valutario tra qui e il 2009.

Asmara Jamaleh

### Politica fiscale

Il governo a giugno ha tagliato le previsioni di crescita per il 2008 da 9% a 7% con un obiettivo, comunque sostanzioso, del 7,5% per il 2009 e ha annunciato una serie

di misure per limitare la crescita del credito delle imprese statali in alcuni settori senza frenare troppo gli investimenti in altri. Da un lato il governo ha, infatti, imposto nuovamente alle imprese statali di chiedere un'autorizzazione per gli investimenti in proprietà immobiliari e per gli investimenti finanziari. Dall'altro ha annunciato che velocizzerà le procedure per gli esborsi degli ODA (Official Development Assistance) e degli IDE nonché degli investimenti in infrastrutture, in particolare socio economiche, di cui il paese necessita.

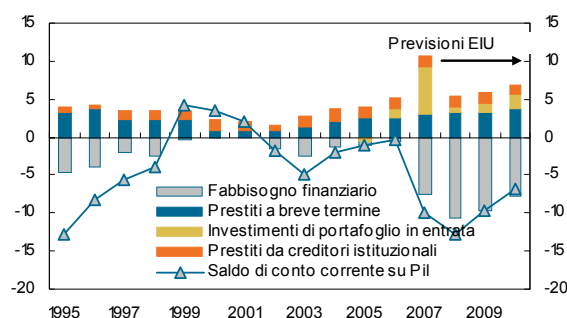
Anche se l'aumento delle entrate ha sempre superato le aspettative governative negli ultimi anni, l'aumento delle uscite ha mantenuto il saldo in territorio negativo. Secondo i dati preliminari del ministero delle finanze (MOF, Ministry of Finance) il rapporto deficit/PIL si è attestato a 1.7% nel 2007, ed è previsto in peggioramento nel 2008 a 2,4%, guidato dalle minori entrate dell'industria petrolifera, a causa di una stimata diminuzione della produzione di greggio, e di maggiori spese per istruzione, servizi per l'economia, assistenza sociale e pubblica amministrazione. Il trend di miglioramento delle entrate dal settore privato e non-petrolifero è comunque destinato a continuare, anche grazie al nuovo sistema di tassazione dei redditi delle persone fisiche che entrerà in vigore nel gennaio del 2009 armonizzando le aliquote per gli stranieri e i residenti e ampliando la base imponibile.

La maggior parte delle opere infrastrutturali è però finanziata attraverso l'emissione di obbligazioni che sono una voce fuori bilancio come lo è quella delle risorse reperite attraverso l'ODA. Tenendo conto di tutte le spese, il deficit è dunque più elevato. Nel 2006 secondo il MOF si è attestato a 4.98% e al 5% nel 2007, che rimane l'obiettivo anche nel 2008, mentre la riclassificazione usata dall'IMF vede un numero leggermente superiore, 6,6% nel 2007 e 6,9% nel 2008.<sup>11</sup>

### Vulnerabilità esterna

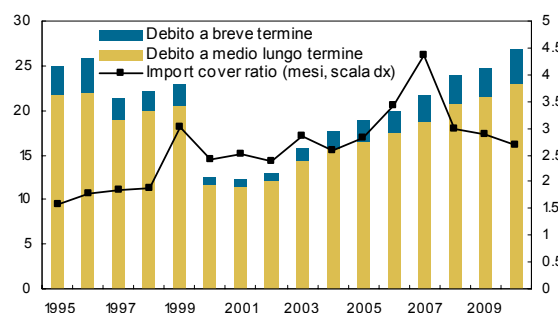
Secondo i dati del Fondo Monetario Internazionale lo stock di riserve in valuta estera è aumentato da 3.6 miliardi di dollari nel 2001 a 13.3 miliardi a fine 2006, e ha toccato un massimo a 26,3 miliardi a febbraio del 2008. Tra febbraio e maggio 2008 (ultimo dato disponibile) le riserve sono scese di 4 miliardi di dollari, in linea con l'allargamento del saldo delle partite correnti. Secondo le ultime dichiarazioni del governatore della SVB<sup>12</sup> a giugno 2008 le riserve ammontavano a circa 21,2 miliardi di dollari.

### Il fabbisogno finanziario è coperto in gran parte da crediti istituzionali e flussi a breve termine



Fonte: EIU

### Il debito estero è costituito per lo più da debito a lungo medio termine (dati in mld di USD)



Fonte: EIU

Al saldo negativo della bilancia commerciale si somma il saldo negativo della bilancia dei servizi e dei redditi che potrebbe tuttavia migliorare rispetto al 2007 anche grazie al continuo e stabile aumento delle presenze turistiche nel paese. Supporto al saldo delle partite correnti viene invece dalla bilancia dei trasferimenti: il

<sup>11</sup> IMF, Article IV dicembre 2007.

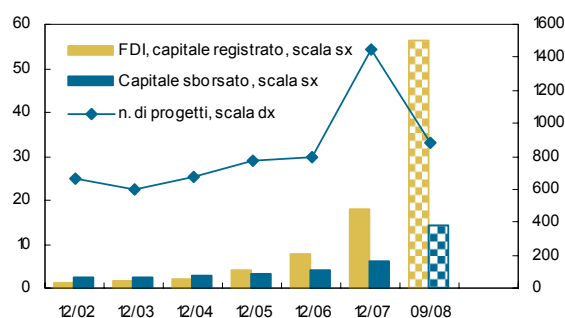
<sup>12</sup> Teleconferenza di giugno, citata nella Vietnam Investment Review.

*National Committee for Overseas Vietnamese* stima che le rimesse degli immigrati, che sono state 6,8 milioni di dollari nel 2006 potrebbero superare i 7,5 miliardi nel 2008.

Il saldo complessivo delle partite correnti è stimato a -12,7 miliardi nel 2008 da EIU e in miglioramento a 9,6 miliardi nel 2009, pari rispettivamente al 12,7% e al 9,6% del PIL. Le previsioni dell'IMF sono leggermente più ottimiste per il 2008 (11,7%) e meno ottimiste per il 2009 (10,4%).<sup>13</sup>

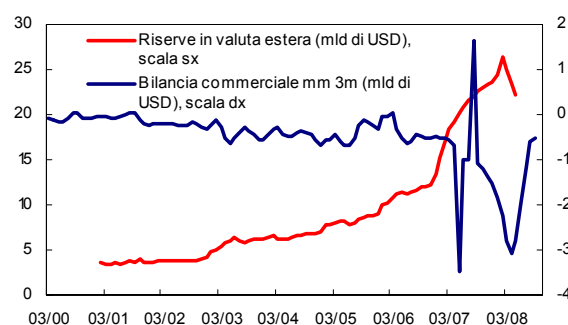
Il saldo del conto finanziario è stato finora positivo grazie al forte afflusso degli investimenti stranieri diretti (IDE), dei prestiti a medio e lungo termine degli investitori istituzionali e, negli ultimi anni, anche degli investimenti di portafoglio che nel 2007 hanno toccato i 6,2 miliardi di dollari secondo l'IMF, attirati dalla notevole performance della borsa. La dimensione delle riserve e l'andamento della bilancia dei servizi e dei trasferimenti, insieme all'entità degli investimenti stranieri e la struttura del debito estero continueranno a garantire il finanziamento del saldo delle partite correnti, nonostante il suo peggioramento.

**FDI in miliardi di dollari**



Fonte: Bloomberg, GSO of Vietnam ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Bilancia commerciale e riserve internazionali**



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Gli esborsi effettivi degli IDE sono stati in media negli ultimi 10 anni pari al 60% della cifra annunciata. Secondo i dati dell'ufficio statistico gli IDE cumulati annunciati dall'inizio dell'anno fino a settembre 2008 sono pari a 56,3 miliardi di dollari, quasi sette volte la cifra annunciata per lo stesso periodo dell'anno scorso, di cui 14 miliardi già sborsati, ossia più del doppio del totale sborsato nel 2007. Negli anni la discrepanza tra le cifre annunciate e quelle effettivamente sborsate si è ampliata, tuttavia, nonostante il rallentamento atteso dell'economia mondiale e vietnamita, gli IDE sborsati rimarranno comunque su livelli elevati, date le maggiori garanzie offerte dall'appartenenza del Vietnam al WTO e date le buone prospettive di crescita del paese.

La crisi dei mercati finanziari potrebbe impattare di più, al momento, sui flussi di portafoglio, che hanno visto una forte crescita legata al boom della borsa nel 2007 e hanno contribuito, insieme agli IDE, in maniera significativa all'accumulo di riserve e alla copertura del fabbisogno finanziario esterno lordo nello stesso anno. Fino al 2006 il fabbisogno finanziario esterno era più che coperto dagli afflussi di capitali anche senza il contributo degli investimenti di portafoglio. Questi, mentre nel 2006 superavano di poco i prestiti a medio e lungo termine, nel 2007, quando il fabbisogno è triplicato rispetto al 2006, secondo le stime del FMI<sup>14</sup> sono stati addirittura quasi quattro volte tanto. Si ritiene però che gran parte degli

<sup>13</sup> IMF, World Economic Outlook, ottobre 2008.

<sup>14</sup> IMF, Article IV, dicembre 2007.

investimenti di portafoglio siano indirizzati in fondi di *private equity* chiusi, più difficilmente smobilizzabili

Il fabbisogno finanziario rimane comunque più che coperto dagli IDE, da prestiti a medio lungo termine provenienti da creditori istituzionali e, in parte, da prestiti a breve termine alle banche commerciali, che risultano tuttavia prestatori netti nei confronti dell'estero. Tutto ciò contribuisce a limitare i rischi di mancata copertura del fabbisogno finanziario. Il peggioramento del import cover ratio a 3 mesi di importazioni rispetto al 4,5 del 2007 dovrebbe inoltre migliorare nei prossimi mesi, in linea con l'atteso rallentamento delle importazioni e del miglioramento del saldo della bilancia commerciale. Tuttavia, l'attuale crisi dei mercati finanziari e il conseguente aumento dell'avversione al rischio degli investitori a livello globale possono accentuare le difficoltà di funding di tutti quei paesi che, come il Vietnam, hanno visto un pronunciato peggioramento del saldo delle partite correnti. In queste circostanze il ridimensionamento dei flussi di portafoglio e degli IDE potrebbe essere, infatti, più veloce rispetto al miglioramento previsto del saldo delle partite correnti.

Il debito estero, in calo da oltre un decennio, era pari al 33,2% del PIL a fine 2006 ed è stimato in ulteriore calo a 29,9% nel 2008 (EIU). Gran parte del debito estero governativo è a lungo termine ed è stato concesso sulla base di condizioni privilegiate da prestatori istituzionali. Il Paese gode, infatti, di ampio supporto finanziario da parte di creditori bilaterali e multilaterali.

**BOX 3: Il credit watch negativo delle agenzie di rating è legato alla debolezza del sistema bancario e al peggioramento delle partite correnti**

Standard&Poor's e Fitch hanno posto il rating del Vietnam (BB) in credit watch negativo rispettivamente il 2 e il 28 maggio e, il 4 giugno, anche Moody's si è allineato. Secondo le agenzie di rating il surriscaldamento dell'economia costituisce un rischio per la stabilità del paese, sui cui pesa l'eccessiva espansione del credito in un settore bancario ancora molto debole. Le azioni del governo e della banca centrale volte a rallentare crescita e inflazione, se pur apprezzabili, rischiano di essere tardive e di essere complicate in un contesto di forte espansione del credito diretto a finanziare soprattutto il settore delle costruzioni e gli investimenti delle imprese statali. Il settore delle costruzioni ha registrato una contrazione dello 0,3% nel terzo trimestre del 2008 contro una media del 10,9% del 2007 e recentemente si comincia a parlare di rallentamento dei prezzi degli immobili. Un ragionamento simile vale per il finanziamento di investimenti sul mercato azionario.

Le agenzie temono, quindi, un peggioramento del rapporto prestiti/depositi e un aumento dei crediti non esigibili, in particolare di quelli in dollari, sottoposti a maggior pressione in un momento di deprezzamento del dong. In un'economia fortemente dollarizzata come il Vietnam i crediti in dollari rappresentano, secondo Fitch, un quarto dei crediti totali. Il rischio principale è che le difficoltà di qualche banca si possano velocemente estendere al sistema bancario. In primavera, secondo la stampa, la SBV è già più volte intervenuta per fornire liquidità alle piccole banche commerciali a partecipazione mista (JSCB, o joint stock commercial banks), che sono quelle in cui maggiore è stata l'espansione del credito nel 2007<sup>15</sup>. La valutazione di medio lungo termine del settore bancario rimane positiva soprattutto per le JSCB di maggiori dimensioni e per le SOCB.

15 Secondo Fitch l'espansione del credito nelle JSCB nel 2007 ha superato in media il 100% rispetto a una media del 24% delle banche di proprietà statale (SOCB, State Owned Commercial Banks).

Secondo le agenzie le stime del fabbisogno finanziario esterno lordo (incluso il pagamento del debito a breve termine) si aggirano per il 2007 a 8,7% del PIL. Le previsioni di un aumento al 10,4% nel 2008 fanno emergere dubbi sulla sua sostenibilità a maggior ragione tenendo conto che le riserve coprono 3 mesi di importazioni rispetto a una media ASEAN di 5,6.

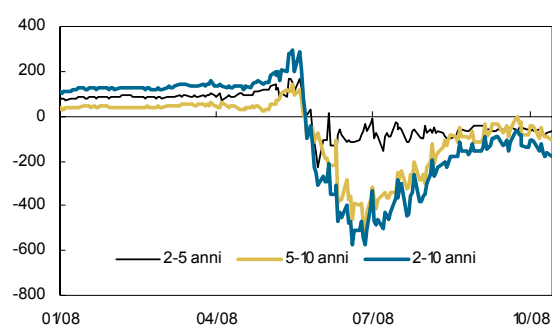
A dicembre 2007 il *Consultative Group for Vietnam* si è dimostrato molto positivo sulle prospettive del paese, tanto da offrire in donazioni per il 2008 \$ 5.4 mld, rispetto ai \$ 4.45 mld del 2007, se pur auspicando una maggiore apertura del mercato e una maggiore attenzione al rispetto dei diritti umani e alle problematiche ambientali. Il problema del degrado ambientale continua infatti ad essere serio ed emerge soprattutto nella deforestazione ma anche nell'inquinamento delle falde acquifere e nel peggioramento della qualità dell'aria nelle aree urbane.

## Conclusioni

I passati rialzi dei tassi, nonché le misure intraprese per limitare sia il credito bancario sia – recentemente - la spesa pubblica contribuiranno a rallentare gli investimenti nei prossimi trimestri e, dunque, anche le importazioni. Il contributo del canale estero potrebbe essere così meno negativo rispetto ai trimestri precedenti anche grazie a una possibile ulteriore riduzione delle restrizioni all'esportazione di alcuni prodotti e al mantenimento di alcune restrizioni alle importazioni.

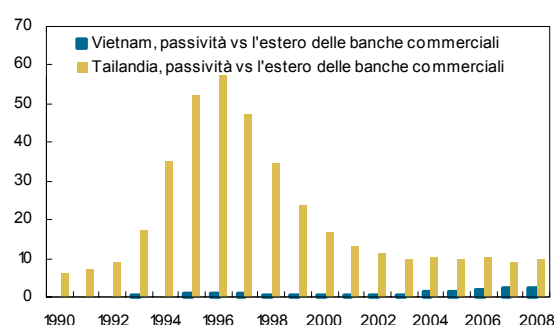
Il miglioramento dei dati mensili di bilancia commerciale, l'ammontare degli investimenti stranieri diretti e la struttura del debito estero del Vietnam puntano ad una stabilizzazione del saldo negativo delle partite correnti e non supportano le tesi di una crisi o di un paragone con la Thailandia. L'allargamento degli spread di credito è in linea con l'allargamento degli spread sui titoli corporate a livello internazionale, dove il Vietnam da metà ottobre rimane comunque meglio posizionato rispetto a Filippine e Indonesia. L'inversione della curva governativa si è notevolmente ridotta rispetto ai massimi di fine giugno, ma la pendenza negativa segnala comunque un velato pessimismo degli investitori sulla crescita nel medio lungo termine.

### Pendenza della curva governativa: mercato meno pessimista



Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Il paragone con la Thailandia non regge



Fonte: EIU

Il rallentamento degli investimenti nei prossimi trimestri dovrebbe continuare a riguardare principalmente il settore delle costruzioni, mentre sarà cruciale il sostegno al credito del settore manifatturiero. Le misure intraprese da governo e SVB per stabilizzare la crescita e contenere l'inflazione, se pur tardive, sembrano andare nella giusta direzione, tuttavia, anche se le prospettive di lungo periodo rimangono positive, il rallentamento dell'economia mondiale aumenta i rischi verso il basso sull'economia vietnamita nel breve termine.

La crescita media del PIL attesa dal consenso (Bloomberg survey, giugno 2008) per il 2008 e il 2009 è di un graduale rallentamento a 6,7% e 6,0% rispettivamente, mentre EIU, che vede un impatto maggiore del rallentamento della domanda mondiale, è più pessimista con una previsione di rallentamento a 6,0% e 5,4% rispettivamente, in linea con la previsione dell'IMF<sup>16</sup> (6,3% nel 2008 e 5,5% nel 2009).

*Silvia Guizzo*

---

<sup>16</sup> IMF, World Economic Outlook, ottobre 2008.

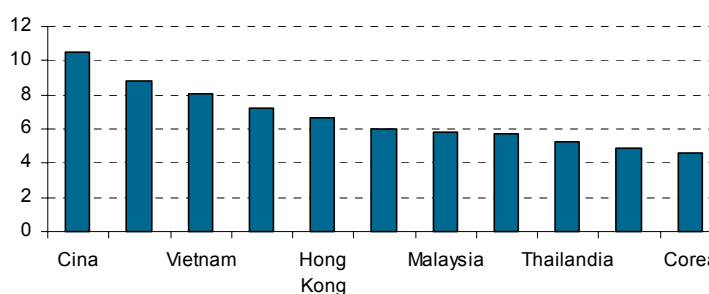
## Le determinanti della crescita di lungo periodo

### Crescita di lungo periodo dell'economia vietnamita

Attraverso il programma “*Doi moi*” (“Rinnovamento” in vietnamita), iniziato alla fine degli anni ottanta, il Vietnam ha raggiunto significativi risultati nel processo di transizione da un'economia pianificata ad una di mercato. La struttura economica è cambiata profondamente passando da una condizione prevalentemente agricola ad una industriale e terziaria.<sup>17</sup> Tra i passaggi fondamentali di questo mutamento si hanno le riforme attuate nel 1987 per ridurre i sussidi alle imprese di proprietà dello Stato, la de-collettivizzazione del diritto di uso della terra (nel 1988), la quasi completa liberalizzazione dei prezzi (1989), la riduzione delle barriere al commercio interno, e l'apertura al commercio ed agli investimenti esteri (1987). La progressiva integrazione economica del Vietnam a livello regionale e globale ha avuto un forte impulso con la sottoscrizione di importanti accordi internazionali bilaterali e multilaterali. Il Paese è diventato membro dell'*Association of South East Asian Nations* (ASEAN) e dell'*ASEAN Free Trade Area* (AFTA) nel 1995, ha sottoscritto un accordo commerciale bilaterale con gli USA nel 2001, e più di recente, nel 2006, è entrato nel *World Trade Organization* (WTO).

Le riforme mentre hanno fornito le condizioni per la progressiva transizione del sistema economico verso un'economia di mercato, hanno favorito al contempo una notevole accelerazione dell'attività produttiva. Negli ultimi cinque anni, rispetto alle altre economie asiatiche, il tasso di crescita del PIL reale del Vietnam (8% annuo) è stato inferiore solo a quello della Cina e dell'India.

#### Crescita del PIL reale % (media 2004 - 2008\*)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati FMI; \*previsione FMI (*World Economic Outlook*, aprile 2008)

La frizzante *performace* economica ha determinato una buona crescita del PIL reale anche in termini procapite (in media 6,5% negli ultimi cinque anni); nella tabella seguente sono riportati i contributi alla dinamica del PIL procapite forniti dall'impiego del fattore lavoro (rapporto occupati su popolazione) e dalla produttività del lavoro (prodotto per occupato). Dall'analisi dei dati risulta che anche nel Vietnam, come nel resto dei Paesi asiatici emergenti, la crescita della produttività del lavoro è la

<sup>17</sup> Alla fine degli anni ottanta oltre il 40% del PIL nominale proveniva dal settore agricolo; negli ultimi anni questa quota si è dimezzata, scendendo al 20% in favore del settore dell'industria e dei servizi, le cui quote sono salite rispettivamente al 42% e 38% nel 2007.

principale variabile a sostegno della dinamica del PIL nel medio/lungo periodo, con un contributo di 4,9 punti percentuali per anno. L'impiego più intensivo del fattore lavoro ha un ruolo minore, sebbene significativo, con un contributo di 1,7 punti percentuali l'anno.

### Crescita del PIL e fattori della crescita

	Crescita del PIL reale (%)	Crescita del PIL reale procapite (%)	Crescita Occupati/Popolazione (%)	Crescita del Prodotto per occupato (%)	Crescita Stock di capitale/Occupati (%)	Crescita della Produttività Totale dei Fattori (%)
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<b>ASEAN 5</b>						
Vietnam	8,0	6,5	1,7	4,9	2,7	2,2
Filippine	6,0	3,7	0,1	3,6	0,1	3,5
Thailandia	5,2	4,4	0,7	3,7	0,5	3,2
Malaysia	5,8	4,0	0,0	4,0	0,9	3,1
Indonesia	5,7	4,4	0,8	3,6	1,0	2,6
<b>NICS</b>						
Corea	4,6	4,3	1,1	3,2	1,1	2,1
Singapore	7,2	4,6	2,1	2,5	0,1	2,4
Taiwan	4,9	4,2	1,0	3,2	1,0	2,2
Hong Kong	6,6	5,8	0,2	5,6	0,8	4,8
Cina	10,5	9,9	0,5	9,3	3,8	5,5
India	8,8	7,2	0,7	6,4	2,9	3,5

Fonte: nostre stime su dati EIU e FMI; Nota: (1) è circa pari a (2)+(3) e (3) circa pari a (4)+(5)

Mediante un semplice modello di contabilità della crescita, la dinamica del prodotto per occupato può essere spiegata come l'effetto congiunto di due fenomeni<sup>18</sup>: l'**accumulazione del capitale** e l'incremento della **produttività totale dei fattori** (PTF). Entrambe risultano essere significative per il Vietnam con la prima variabile che fornisce un contributo alla crescita economica (2,7% ogni anno) lievemente superiore alla seconda (2,2%) Caratteristica, questa, che contraddistingue il Vietnam dagli altri Paesi asiatici emergenti, dove è invece il contributo della PTF superiore a quello dell'accumulazione del capitale.

### Gli ostacoli ad una più forte crescita della PTF

La PTF in Vietnam, pur avendo dunque un ruolo importante nella crescita economica, ha un peso relativamente inferiore rispetto agli altri Paesi asiatici. Diversi indicatori confermano questo risultato. L'efficienza degli investimenti in Vietnam, misurata dal rapporto incremento del capitale su produzione (ICOR)<sup>19</sup>, risulta (4,0) peggiore di altri paesi a forte tassi di crescita come la Cina (3,7) e

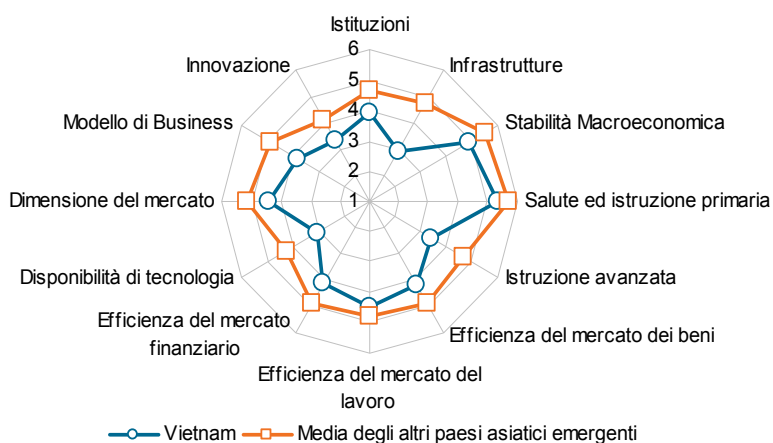
18 La forma funzionale sottostante la nostra analisi è una funzione di produzione Cobb-Douglas con  $\alpha=0.35$ , in linea con la maggior parte dei lavori empirici sulla crescita economica. In particolare,  $g[\text{GDP}/L] = \alpha \cdot g[(K/L)] + g[\text{PTF}]$  dove  $g$  indica la variazione percentuale della variabile inclusa tra parentesi quadre,  $\text{GDP}/L$  è il prodotto per occupato,  $K/L$  è il rapporto Capitale/Lavoro. PTF è stimata come residuo, e perciò include gli effetti di altri fattori oltre all'efficienza del capitale e del lavoro, come ad esempio cambiamenti della politica economica e fattori istituzionali, spesso rilevanti nell'ambito delle economie in transizione. La scomposizione contabile non ha il fine di determinare le cause della crescita, ma semplicemente, come sottolineato anche da Bosworth e Collins (2003 *The Empirics of Growth: An Update*, *Brooking Papers on Economic Activity*), "provide a framework for examining the proximate sources of growth" (p. 116).

19 L'ICOR è un indice che misura le unità di investimenti necessarie a creare un'unità aggiuntiva di prodotto; quanto maggiore è il valore dell'ICOR, tanto maggiore è l'investimento necessario per aumentare la produzione. Dunque valori maggiori dell'ICOR riflettono una minore efficienza degli investimenti.



l'India (3,3)<sup>20</sup>. Il *Global Competitiveness Index*<sup>21</sup>, che misura la competitività di un paese, posiziona il Vietnam al 70° posto in una graduatoria di 134 paesi. Tra i paesi asiatici, il Vietnam è quello più indietro in classifica, ad eccezione delle Filippine che occupano la 71° posizione<sup>22</sup>. La competitività del Vietnam risulta penalizzata soprattutto dalla debolezza della qualità delle **infrastrutture** e del sistema dell'**istruzione superiore**.

### Componenti del Global Competitiveness Index Score



Fonte: *Global Competitiveness report 2008*, elaborazioni Intesa Sanpaolo

La rete delle infrastrutture del Vietnam, soprattutto strade e porti, per qualità ed efficienza si colloca infatti al 93° posto nella classifica stilata dal World Economic Forum, mentre per la qualità del sistema di istruzione superiore, il Paese si colloca al 120° posto.

La PTF del Vietnam è stata oggetto di diversi studi, tra cui Nguyen Khac Minh and Truong Tri Vinh (2007)<sup>23</sup>, che da un lato ne hanno sottolineato il ruolo importante per la crescita economica del Paese, dall'altro hanno cercato di individuare le variabili che possono penalizzarla ostacolando l'impiego più efficiente dei fattori produttivi. Nello studio citato gli autori hanno trovato, sulla base di un campione di 1000 imprese del settore manifatturiero nel periodo compreso tra il 2000 ed il 2003, che in media le imprese avrebbero potuto ridurre l'impiego dei fattori produttivi anche fino al 56% senza diminuire la produzione se fossero venute meno le inefficienze relative all'impiego dei fattori produttivi. Secondo gli stessi autori, l'inefficienza sarebbe imputabile primariamente alla qualità del fattore lavoro. In questo senso va anche Omkar Shrestha, il quale

20 La fonte dei dati è FMI. Vedere Article IV del FMI per ciascun Paese.

21 Il Global Competitiveness Index (GCI) è un indicatore sintetico calcolato dal World Economic Forum sulla base di una serie di sottoindici relativi a numerosi aspetti della struttura economica sociale ed istituzionale del paese. Il GCI può assumere un valore compreso tra 1 e 7. Quanto maggiore è il valore assunto dal GCI, tanto più competitivo è il paese al quale l'indice si riferisce. Mediante il GCI, il World Economic Forum stila anche una classifica ordinando i paesi dal più competitivo al meno competitivo.

22 Si veda: World Economic Forum, *Global Competitiveness Report 2008, 2009*.

23 Nguyen Khac Minh and Truong Tri Vinh (2007). "A Non Parametric Analysis of Efficiency for Industrial Firms in Vietnam". In "Technical Efficiency and Productivity Growth in Vietnam" pubblicato da Publishing House of Social Labour.

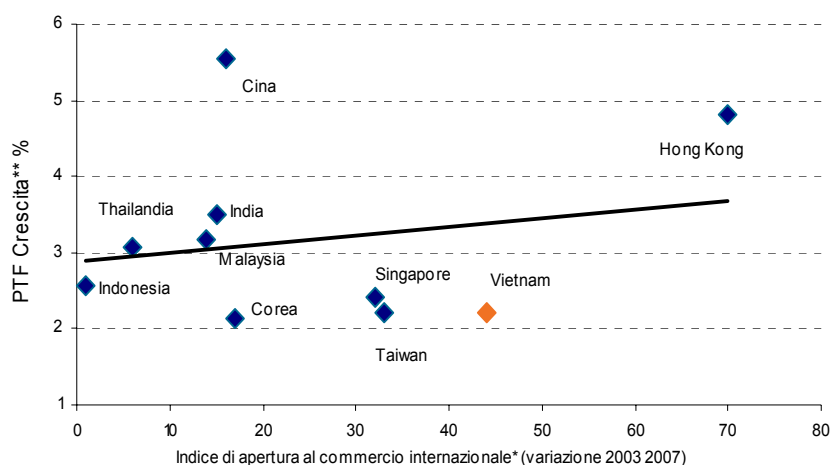
indica<sup>24</sup> tra i fattori che penalizzano la PTF del Vietnam la qualità del lavoro (per effetto del poco efficiente sistema dell'istruzione), la inadeguatezza delle infrastrutture e gli alti costi relativi alle spese amministrative, del trasporto navale e delle telecomunicazioni.

### I drivers della crescita della produttività totale dei fattori (PTF)

Il fondamentale passaggio da una economia centralizzata a una di mercato ha sicuramente dato un impulso significativo alla crescita della PTF. In particolare, sulla base delle esperienze di altre economie in transizione, l'incremento della PTF potrebbe essere attribuita ad almeno tre fattori principali: l'**apertura ai mercati esteri**, l'**apertura ai movimenti internazionali dei capitali** ed il significativo afflusso di investimenti diretti esteri (IDE) con il trasferimento tecnologico e di *know how* che ne deriva, la **riallocazione della forza lavoro** dai settori a bassa produttività, specialmente quelli statali, a settori maggiormente produttivi.

Le politiche del Vietnam in materia di commercio internazionale, soprattutto l'accordo commerciale bilaterale con gli USA nel 2001, ed il più recente ingresso nel WTO (2006), hanno notevolmente favorito l'integrazione del Paese nel mercato mondiale. L'indice di apertura al commercio internazionale<sup>25</sup> è aumentato notevolmente passando da 114,7% nel 2003 a 158,9% nel 2007. La quota del commercio mondiale è inoltre cresciuta da 0,2% nel 1999 a 0,36% nel 2006<sup>26</sup>. Le imprese vietnamite, sempre più esposte alla concorrenza estera hanno dovuto quindi compiere uno sforzo per innovarsi e, in questo modo, accrescere la produttività. Il grafico seguente evidenzia, anche per gli altri paesi asiatici, una relazione positiva tra l'incremento dell'apertura commerciale e la crescita della PTF.

### Produttività Totale dei Fattori e Apertura al Commercio Internazionale



Fonte: elaborazion Intesa Sanpaolo\* Somma dell'export e dell'import in % del PIL; \*\* media 2004-2008

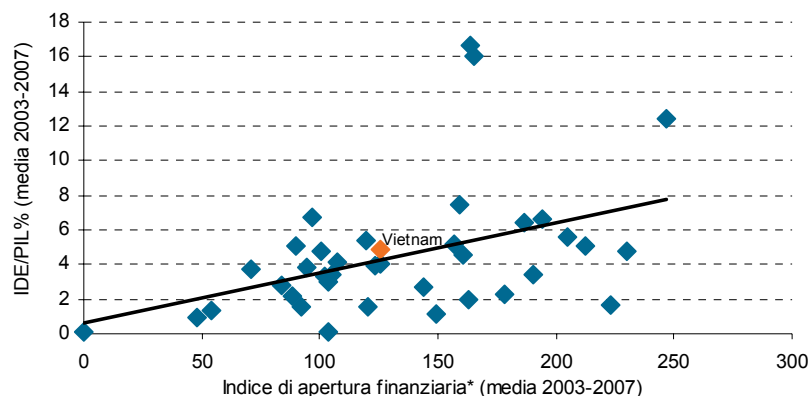
24 Intervento al workshop "Enhancing Efficiency of Vietnamese Economy", Ho Chi Minh City, dicembre 2006.

25 L'indice di apertura al commercio internazionale è il rapporto tra totale esportazioni ed importazioni sul PIL.

26 Fonte: World Trade Organization, International Trade Statistics.

All'apertura internazionale del commercio si è accompagnata anche quella finanziaria. L'apertura finanziaria del Vietnam, misurata con il rapporto tra somma delle attività e passività finanziarie estere sul PIL<sup>27</sup>, è migliorata dal 2003 al 2007, passando da 127% a 138%. Si è in questo modo favorito un forte aumento degli IDE, cresciuti dal 3,6% del PIL al 9,5%.

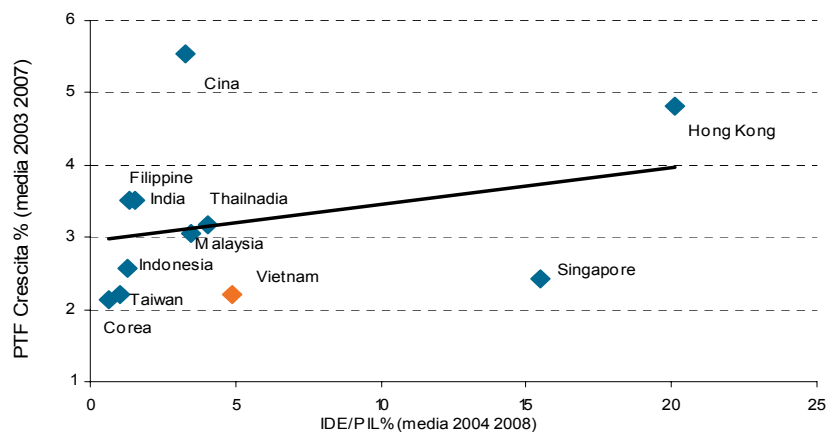
### IDE e Apertura finanziaria



Fonte: EIU ed elaborazioni Intesa Sanpaolo; \* stock di attività e passività estere in % del PIL

Il grafico precedente evidenzia la relazione positiva esistente tra apertura finanziaria ed IDE per 38 paesi emergenti di differenti aree. Gli investimenti diretti esteri favoriscono in misura importante l'avanzamento tecnologico del Paese che li riceve grazie al trasferimento del *know how*.

### Produttività totale dei Fattori ed IDE



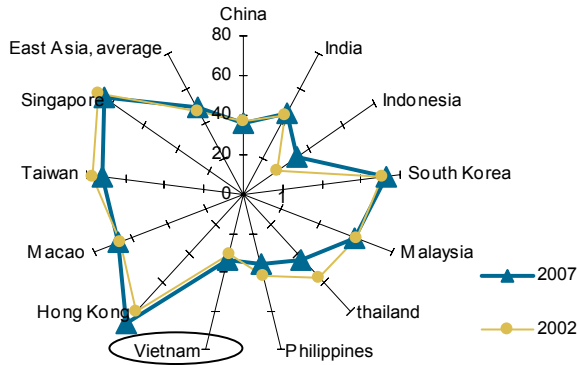
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Antonio Pesce

<sup>27</sup> Questo rapporto è anche noto come "Indice di apertura Finanziaria". L'indice è calcolato sulla base dei dati FMI, International Financial Statistics, sezione International Investme<sup>27</sup> L'indice di apertura al commercio internazionale è il rapporto tra totale esportazioni ed importazioni sul PIL.

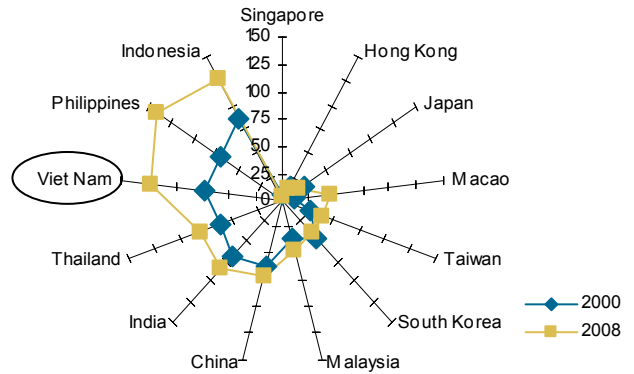
## Indicatori socio-politici – confronto con altri paesi asiatici

**Indice di Governance Economica**



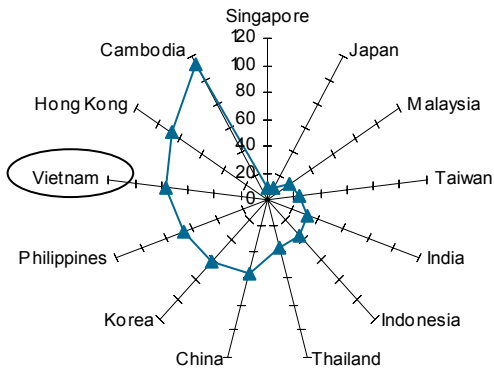
Fonte: World Bank, score da 1 a 100

**Corruption perception index**



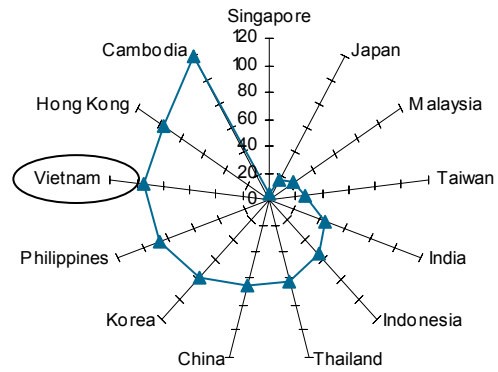
Fonte: Transparency, ranking 1-180

**Business Competitiveness Index 2007-2008**



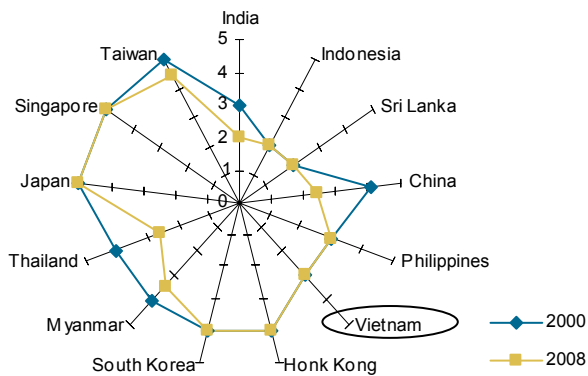
Fonte: World Economic Forum, rankings 1-127

**Higher Education and Training Index 2007-2008**



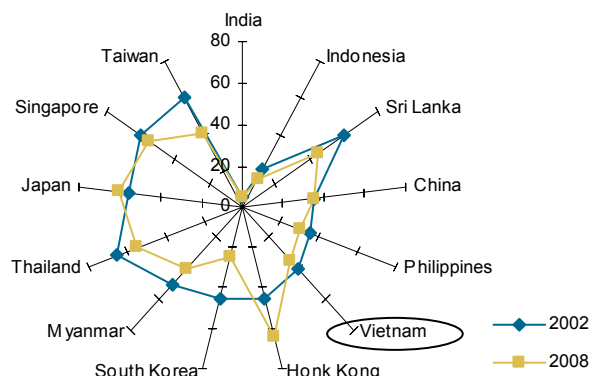
Fonte: World Economic Forum, ranking 1-131

**Risk of social unrest**



Fonte: EIU, 5= più basso

**Risk of Political Instability**



Fonte: EIU, 100=più alto

## Tabella dei dati macroeconomici - Vietnam

<b>Economia reale</b>	<b>1995-2000</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006 e</b>	<b>2007 e</b>	<b>2008 e</b>
Popolazione (mln)	75,9	82,7	83,8	84,9	85,9	87,0
Pil procapite (\$ PPP)	1200	1930	2130	2340	2580	2790
Pil reale (var.%)	7,4	7,8	8,4	8,2	8,5	6,2
Consumi privati (var%)	5,4	7,1	7,5	7,3	6,7	3,9
Consumi pubblici (var%)	3,7	7,8	7,9	8,8	7,5	5,2
Investimenti fissi lordi (var%)	10,5	10,4	9,8	8,6	11,0	9,0
Esportazioni di beni e servizi (var%)	15,8	25,7	20,5	17,2	15,4	14,5
Importazioni di beni e servizi (var%)	12,4	21,9	15,9	14,6	15,8	16,7
Inflazione (media)	5,9	7,8	8,3	7,4	9,0	24,9
Costo del lavoro** US\$ (var.%)	-1,8	3,1	3,8	4,7	5,0	9,7
Bilancio pubblico/Pil (%)	-1,2	0,9	-1,2	-0,3	-1,6	-1,7
Vnibor 3 mesi (%)	-	6,4	7,4	7,8	7,5	14,0
Cambio valuta locale/dollaro (media)	12522	15746	15859	15994	16179	16551
Tasso di cambio effettivo reale	97,7	85,8	89,6	92,2	92,9	103,0
<b>Saldo delle partite correnti</b>						
CC (mld USD)	-0,8	-1,0	-0,6	-0,2	-7,0	-11,2
CC/Pil (%)	-3,8	-2,1	-1,1	-0,3	-9,9	-13,6
Bilancia commerciale (mld USD)	-1,1	-2,3	-2,4	-2,8	-10,4	-13,8
Bilancia dei servizi (mld USD)	-0,4	-0,9	-0,3	0,0	-0,9	-1,4
Bilancia dei redditi (mld USD)	-0,5	-0,9	-1,2	-1,4	-2,2	-1,9
Bilancia dei trasferimenti (mld USD)	1,1	3,1	3,4	4,0	6,4	5,8
<b>Debito estero</b>						
Debito estero / Pil (%)	85,8	39,7	36,3	33,2	30,9	28,9
Servizio debito / Export (%)	7,2	2,3	2,3	1,8	1,5	1,3
Debito estero breve/Debito estero totale (%)	11,3	11,9	13,4	12,4	13,7	13,3
Debito estero breve / Riserve (%)	1,1	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1
Riserve (in mesi di importazioni)	2,1	2,6	2,8	3,4	4,4	3,1
<b>Copertura del fabbisogno finanziario lordo (mld USD)</b>						
Fabbisogno lordo estero	-2,2	-1,4	-1,1	-0,6	-7,5	-11,8
Prestiti a medio lungo termine (ODA)	1,0	1,7	1,3	1,2	1,3	1,4
Investimenti di portafoglio (flussi netti)	0,0	0,0	-0,6	1,3	6,3	0,8
Investimenti diretti (flussi netti)	1,8	1,6	1,9	2,3	6,6	10,2
Altri flussi di capitale	-1,4	-1,1	-0,2	0,1	3,7	-1,4
Variazione delle riserve (segno negativo=aumento)	-0,4	-0,8	-2,0	-4,4	-10,3	0,8
<b>Rating</b>						
Fitch*						BB- / negativo
Standard&Poor's*						BB / negativo
Moody's*						Ba3/ negativo

Fonte: EIU, ottobre 2008, E, F stime e previsioni EIU.

\* rating su debito sovrano a lungo termine in valuta estera.

\*\* per unità di prodotto

## Commercio internazionale, Flussi di IDE e Struttura della produzione.

### Introduzione

Negli ultimi dieci anni la struttura produttiva vietnamita ha subito sostanziali trasformazioni, stimolata da una politica economica orientata al mercato e dal fenomeno della globalizzazione che hanno favorito una maggiore apertura commerciale e consistenti afflussi di capitale straniero. Il commercio estero ha rappresentato un elemento fondamentale oltre che trainante dell'intero assetto economico e sociale locale, dando vita a mutamenti di portata storica nel paese. Il grado di apertura commerciale nel 2007 è risultato pari al 158,9% del valore del pil prodotto nello stesso anno. Le importazioni e le esportazioni complessivamente sono state pari a 111,3 Mld USD.

I flussi di capitale straniero sono andati crescendo, grazie alle riforme strutturali del sistema economico, fino a portare il paese tra i primi ricettori di IDE nell'area asiatica. Fino al 2007 sono stati investiti nel paese più di 40 Mld USD provenienti dall'estero, pari al 56,3% del pil. Il processo di *Equitization*, cioè di trasformazione delle imprese statali in società di capitali, ha attirato l'interesse degli investitori internazionali che hanno trovato in Vietnam interessanti opportunità.

L'Italia riveste ancora un ruolo marginale nell'economia vietnamita, sia come investitore, con una quota molto modesta sul totale (0,16% pari a 156 M USD), che come partner commerciale, malgrado gli incrementi rilevati negli ultimi anni. Le esportazioni italiane verso questo paese rappresentano solo l'1,1% del totale degli scambi vietnamiti con il mondo, mentre le importazioni rappresentano lo 0,8%.

La produzione industriale, sebbene ancor oggi incentrata in settori di lunga tradizione storica (pelle e calzature, tessile e abbigliamento, alimentari) ha visto negli ultimi anni una sostanziale diversificazione a vantaggio dei comparti legati alla meccanica, all'elettronica ed ai veicoli. La creazione di speciali aree dedicate all'esportazione, alle lavorazioni industriali ed all'alta tecnologia ha ampliato il processo di sviluppo del secondario.

Il costo della mano d'opera, competitivo rispetto ad altre economie concorrenti della regione, ha alimentato il fenomeno della delocalizzazione della produzione da parte di numerose società straniere, in particolare asiatiche.

### Il commercio internazionale

#### Gli accordi internazionali

Con l'ingresso nell'Organizzazione Mondiale per il Commercio, avvenuta nel gennaio del 2007, il Vietnam ha visto un sostanziale incremento degli scambi commerciali con il resto del mondo. Il Governo si è impegnato a ridurre i dazi doganali e le limitazioni al transito delle merci, ad eliminare i sussidi alle imprese pubbliche e a liberalizzare il terziario entro il 2019. Il Vietnam fa parte dell'Asean (Associazione delle nazioni dell'Asia Sud Orientale), di cui l'Afta (Associazione per il libero scambio tra le nazione del sud est asiatico) rappresenta la sezione commerciale ed economica e dell'Apec (Associazione per la cooperazione economica Asia-Pacifico). L'Afta si prefigge di cancellare ogni barriera

economico-tariffaria entro il 2015, creando un mercato unico su modello dell'UE. Sono stati ratificati due accordi dall'ASEAN con Cina e Giappone, rispettivamente nel 2002 e nel 2003, che autorizzano la realizzazione di zone di libero scambio nelle quali, entro il 2012, sarà completato il processo di liberalizzazione. Ha partecipato recentemente ai lavori dell'Asem (Meeting Asia-Europa) per ampliare i mercati di sbocco tra i paesi membri dell'UE e gli stati asiatici. Già nel 2001 il Vietnam aveva ratificato un accordo bilaterale con gli USA, con il quale venivano ridotti drasticamente i dazi per le esportazioni oltre oceano verso la potenza americana, avviando così uno dei primi volani per la crescita economica del paese.

### I principali accordi commerciali: ASEAN – APEC

	<b>Asean/Afta</b>	<b>Apec</b>
Fondata nel :	1967	1989
da:	Indonesia Malesia Filippine Singapore Tailandia	Australia Brunei Canada Indonesia Giappone Corea del Sud Malesia Nuova Zelanda Filippine Singapore Tailandia USA
successivamente hanno aderito:	Brunei (1984) Vietnam (1995) Laos (1997) Birmania (1997) Cambogia (1999)	Cina (1991) Hong Kong (1991) Taipei (1991) Messico (1993) Papua Nuova Guinea (1993) Cile (1994) Perù (1998) Russia (1998) Vietnam (1998)
scopo:	- accelerare la crescita economica e lo sviluppo culturale e sociale - promuovere la pace e la stabilità - abolizione tariffe e barriere doganali, - migliorare effic.della produz. tra paesi	favorire la crescita economica, il libero scambio, gli investimenti nell'area

Fonte: Asean - Apec

### Esportazioni ed importazioni

Il Vietnam è diventato negli ultimi anni un importante partner commerciale per diversi paesi e per numerose aree geografiche, con il ruolo di fornitore di prodotti finiti, oltre che di semplice esecutore di parti del processo produttivo. Dal punto di vista delle acquisizioni, l'incremento del peso del secondario nell'economia vietnamita, favorito anche dal passaggio ad un'economia di libero mercato, ha dato luogo ad una domanda sempre maggiore di materie prime, semilavorati e beni capitali. Nel periodo 1996/2006 il Vietnam ha visto una crescita reale delle esportazioni totali tra le più alte al mondo (9° posto) con un aumento del 19,64%, secondo solo alla Cina nell'intera area asiatica<sup>28</sup>.

<sup>28</sup> Elisa Gamberoni and Richard Newfarmer, Aid for Trade: Matching Potential Demand and Supply, WorldBank, 12.09.2008

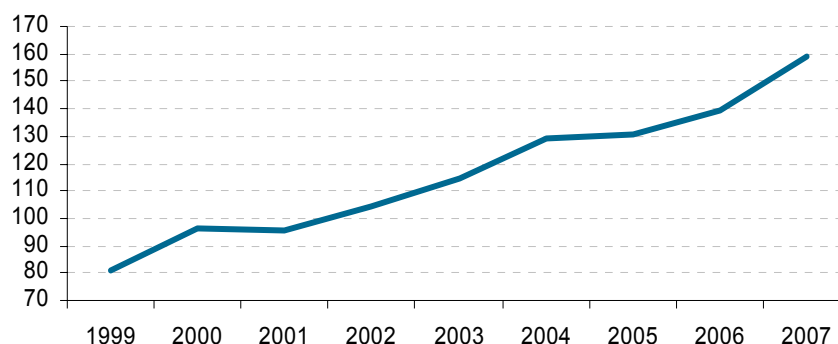
Secondo l'Organizzazione Mondiale per il Commercio<sup>29)</sup>, il Vietnam nel 2006 si è collocato al 50° posto nella graduatoria mondiale dei paesi esportatori, con una quota sul totale mondiale dello 0,3% ed ha raggiunto il 44° tra gli importatori con una quota dello 0,4%.

#### Andamento import/export

Mid USD	Export	% su PIL	Import	% su PIL	Saldo
2002	16,7	47,6	19,7	56,1	-3,0
2003	20,2	51,0	25,3	63,9	-5,1
2004	26,5	58,3	32,0	70,4	-5,5
2005	32,4	61,3	36,8	69,6	-4,4
2006	39,8	65,4	44,9	73,7	-5,1
2007	48,6	69,4	62,7	89,5	-14,1
<b>genn./agosto 2008</b>	<b>43,3</b>		<b>59,3</b>		<b>-16,0</b>

Fonte: dati GSO - EIU

#### Grado di apertura commerciale (exp+imp/Pil)



Fonte: dati EIU - GSO

Nell'analisi delle voci che compongono la bilancia commerciale vietnamita si rileva una crescente importanza negli ultimi anni della componente energetica a scapito del tradizionale settore delle calzature e del tessile, che comunque mantengono quote importanti delle esportazioni. Cresce la domanda di macchinari e di acciaio, data l'espansione e la diversificazione dell'industria che vede ampliare la gamma merceologica verso settori fino ad oggi marginali nel quadro produttivo del paese. Si evidenzia infine l'importanza della Cina nell'abbigliamento, che delocalizza parte della confezione in questo paese. Il Giappone è uno dei principali fornitori di attrezzature e di macchinari, mentre importa soprattutto petrolio ed i suoi derivati

#### Dettaglio merceologico principali settori import/export 2007

Export	Mid USD	% su tot.	Import	Mid USD	% su tot.
Greggio	8,5	17,5	Macch. e attrezz.	10,7	17,1
Tessile e abb.	7,8	16,1	Petrolio raffinato	7,7	12,3
Calzature	4,0	8,3	Acciaio	5,1	8,1
Prodotti della pesca	3,8	7,9	Mat per ind. Tess.	4,1	6,5

Fonte: dati EIU - GSO

A livello mondiale le esportazioni di calzature vietnamite nel 2006 coprivano una quota di mercato del 7,37%, mentre per il the, caffè e spezie questa percentuale è risultata pari al 7,26%. I prodotti energetici raffinati esportati dal Vietnam rappresentano una quota pari allo 0,52% sul totale mondiale, mentre

<sup>29</sup> WTO – International Trade Statistics 2007



l'abbigliamento si è attestato al 2,38%. Quasi il 4% è la quota mondiale per i prodotti ittici.

Per le importazioni, il Vietnam utilizza circa il 3% della produzione mondiale di filati e di semilavorati dell'industria tessile, lo 0,85% di ferro e acciaio, lo 0,34% di macchinari e lo 0,2% di macchinari elettronici.

#### Dettaglio geografico principali paesi import/export 2007

Export	Mld USD	% su tot.	Import	Mld USD	% su tot.
USA	10,1	20,8	Cina	12,5	19,9
Giappone	6,1	12,5	Singapore	7,6	12,1
Australia	3,5	7,3	Taiwan	6,9	11,0
Cina	3,4	6,9	Giappone	6,2	9,9
Singapore	2,2	4,5	Corea del Sud	5,3	8,5

Fonte: dati GSO

Il commercio vietnamita all'interno dell'area asiatica è rilevante, come accade per altri paesi della regione, per effetto di importanti accordi commerciali intra-area e per una peculiare distribuzione geografica delle fasi intermedie dei processi produttivi. Il Vietnam rappresenta, per le lavorazioni ad elevata intensità di mano d'opera, un paese particolarmente attraente perché somma ad una struttura produttiva flessibile la disponibilità di forza lavoro e costi competitivi. Secondo dati del Fondo Monetario, gli scambi asiatici intra area hanno avuto una dinamica particolarmente sostenuta: dal 1990 al 2006 i paesi emergenti asiatici hanno visto crescere i loro commerci del 300% con le nazioni extra asiatiche, del 500% con gli altri paesi asiatici più industrializzati e dell'850% con gli altri asiatici in via di sviluppo.

#### Dettaglio geografico per aree import/export Vietnam (2006)

	export (Mld USD)	% su tot. Vietnam	Import (M USD)	% su tot. Vietnam
ASEAN	6,6	16,7	12,5	27,9
APEC	29,3	73,7	37,5	83,5
EU	7,1	17,8	3,1	7,0
OPEC	1,4	3,6	1,4	3,1

Fonte: dati GSO

#### Dettaglio geografico per aree mondiali import/export (2006)

Aree export/ Direzioni %	Asia	Asia em,	Asia ind,	NAFTA	EU15	Resto del mondo
Asia	51,9	42,1	9,9	20,7	14,2	13,2
Asia emerg.	51,6	40,8	10,8	20,1	14,6	13,6
Asia industr.	53,1	46,5	6,6	22,5	12,8	11,6
NAFTA	19,5	13,5	6	52,5	14,6	13,4
EU15	8,2	6,1	2,2	9,6	59,2	23

Fonte: dati IMF

#### Le limitazioni commerciali

Ogni cinque anni il Primo Ministro, su indicazione del Ministro per il Commercio, stila un elenco di prodotti interdetti all'importazione o il cui ingresso nel territorio vietnamita è subordinato alla concessione di una particolare licenza. Sulla base dell'ultimo elenco è vietato importare: armi, munizioni ed esplosivi, fuochi artificiali, beni di consumo usati, libri, giornali, riviste e pubblicazioni ideologicamente non graditi, rifiuti e frigoriferi che utilizzano CFC, alcune categorie di mezzi di trasporto usati e pezzi di ricambio.

La legge n. 45/2005/QH11 entrata in vigore il 1/1/2006 regola tutti i dazi e le barriere tariffarie applicate nelle importazioni. Esistono tre categorie di dazi: i dazi ordinari, quelli applicati alle importazioni da paesi che hanno stipulato accordi commerciali con il Vietnam, quelli speciali applicati alle merci provenienti dai paesi AFTA e WTO.

Il Vietnam si è impegnato a ridurre entro il 2019 il livello medio dei dazi applicati, che entro tale data sarà portato al 13,4%. Malgrado gli sforzi, rimangono ancora penalizzate alcune categorie merceologiche, tra cui le automobili ed i motocicli, il cemento ed i materiali da costruzione, che vengono ancora assoggettate ad imposte doganali elevate.

### Il grado di specializzazione commerciale

L'indice di specializzazione commerciale del paese, calcolato con la formula di Lafay<sup>30</sup>, relativo alle principali categorie merceologiche, vede prevalere i comparti delle calzature e dell'abbigliamento seguiti dai prodotti petroliferi, dai mobili e dai prodotti della pesca. Sulla base di questo indicatore, maggiore è il valore (max 100) e maggiore è il grado di specializzazione degli scambi commerciali.

#### Indice di specializzazione commerciale

Settore	Indice Lafay
scarpe e parti	87
access.abb.non tessuti	61
prod. petroliferi	52
mobili e arred.	39
prod.pesca	38
access.abb.tessuti	36
caffè e spezie	26
cereali	12
art.in pelle	10
lavorati della pesca	9

Fonte: International Trade Center

Nella tabella xxx sono stati analizzati i principali settori produttivi del paese ed è stato offerto un quadro complessivo, valutando la composizione e la dinamica delle esportazioni, ma anche la quota di queste sul totale mondiale. I settori tradizionali rappresentano di fatto un'importante fetta non solo della bilancia commerciale vietnamita, ma anche in rapporto ai mercati mondiali. La diversificazione dei mercati di sbocco fornisce l'indicazione di una più o meno vasta elasticità dell'offerta e risulta essere abbastanza elevata in gran parte dei settori. L'indice composito della performance commerciale, che riunisce numerosi indicatori elementari delle esportazioni, colloca il Vietnam ai primi posti della graduatoria mondiale nei comparti dei prodotti in pelli, nell'abbigliamento e negli alimentari.

<sup>30</sup> International Trade Centre (Unctad/WTO) – The trade performance index – technical notes – may 2007

L'indice di Lafay, calcolato per un paese  $i$  e per un determinato settore  $j$  sul totale esportato  $k$  è pari a  $L_{ij} = 100[(X_{ij}M_{ij})/(X_{ij}+M_{ij})k(X_{ik}M_{ik})/k(X_{ik}+M_{ik})] (X_{ij}+M_{ij})/k(X_{ik}+M_{ik})$  dove  $X$  e  $M$  sono le esportazioni e le importazioni.

### Dettaglio analitico esportazioni

Anno 2006	Alim. freschi	Alim. lavorati	Prod. in legno	Tessile	Prod. chimici	Prod. in pelle	Manuf. di base	Macchin.	IT e elettr. di cons.	Comp. elettronici	Trasp.	Abbigl.	Manuf. vari	Minerali
Crescita media annua exp.	12%	8%	9%	13%	21%	10%	20%	20%	15%	31%	23%	14%	26%	19%
% sul mercato mondiale	1.55%	0.22%	0.11%	0.33%	0.05%	2.83%	0.09%	0.04%	0.08%	0.13%	0.03%	1.52%	0.28%	0.37%
% sul totale esportato	21%	3%	1%	2%	2%	10%	3%	1%	2%	4%	1%	14%	7%	24%
Exp.nette (Mld USD) **	5.29	-0.59	-0.87	-2.75	-4.72	2.14	-4.42	-3.49	-1	-1.01	-1.49	4.08	1.15	2.03
Nr. principali mercati di destinazione	14	10	7	13	7	10	11	7	9	2	11	2	7	6
Indice composito *** della performance commerciale	14	61	65	40	76	3	70	76	46	66	54	6	30	47

Fonte: Unctad - WTO

\*\* Exp nette = exp - imp (con esclusione delle re-exp)

\*\*\* L'indice composito di performance dei flussi commerciali è calcolato tenendo conto del valore delle esportazioni nette, delle exp per capita, della quota di mercato mondiale, della diversificazione dei prodotti e dei mercati. Indica la posizione di un paese nella graduatoria mondiale di 184 nazioni.

### Gli scambi inter-area ed il processo di delocalizzazione

Analizzando gli scambi esteri relativi alle principali categorie merceologiche per aree geografiche si può riscontrare l'importanza dei movimenti commerciali all'interno del continente asiatico ed il ruolo dei diversi paesi lungo la catena produttiva. Appare evidente l'importanza del Vietnam come produttore di parte della lavorazione di alcune importanti categorie di beni e di come esso diventi poi venditore finale verso i mercati più maturi.

#### Det. Geografico export/import settore calzature – (2006)

Export	M USD	% su tot	Import	M USD	% su tot
USA	803	22,0	Cina	64	27,7
UK	520	14,2	Hong Kong	51	22,1
Germania	359	9,8	Corea del Sud	35	15,2
Belgio	233	6,4	USA	35	15,2
Olanda	213	5,8	Altra Asia	32	13,9
Italia (7°)	195	5,3	Italia (10°)	1	0,4

Fonte: dati Comtrade

#### Det. Geografico export/import settore accessori abb.-(2006)

Export	M USD	% su tot	Import	M USD	% su tot
USA	1.730	51,1	Corea del Sud	46	31,3
Giappone	439	13,0	Hong Kong	29	19,7
Germania	228	6,7	Cina	23	15,6
UK	152	4,5	Altra Asia	22	15,0
Francia	98	2,9	Giappone	14	9,5
Italia (12°)	46	1,4	Italia (11°)	0,6	0,4

Fonte: dati Comtrade

#### Det. Geografico export/import settore macch.elettrici-(2006)

Export	M USD	% su tot	Import	M USD	% su tot
Giappone	1.007	48,6	Giappone	764	20,9
Hong Kong	232	11,2	Cina	638	17,5
Cina	97	4,7	Singapore	529	14,5
Corea del Sud	79	3,8	Corea del Sud	414	11,3
Australia	59	2,8	Tailandia	182	5,0

Fonte: dati Comtrade

**Det. Geografico export/import settore macch.meccan.-(2006)**

Export	M USD	% su tot	Import	M USD	% su tot
Tailandia	343	20,9	Giappone	1.138	19,7
USA	217	13,2	Cina	1.043	18,0
Giappone	207	12,6	Altra Asia	641	11,1
Filippine	148	9,0	Singapore	590	10,2
Australia	125	7,6	Tailandia	385	6,7
Italia (12°)	26	1,6	Italia (11°)	106	1,8

Fonte: dati Comtrade

**Det. Geografico export/import settore greggio e carb.-(2006)**

Export	M USD	% su tot	Import	M USD	% su tot
Australia	3.072	31,6	Singapore	3.548	52,6
Singapore	1.217	12,5	Altra Asia	952	14,1
Cina	1.043	10,7	Cina	673	10,0
USA	1.030	10,6	Corea del Sud	526	7,8
Giappone	893	9,2	Tailandia	504	7,5

Fonte: dati Comtrade

**Det. Geografico export/import settore mobilio-(2006)**

Export	M USD	% su tot	Import	M USD	% su tot
USA	743	41,0	Cina	39	40,6
Giappone	210	11,6	Tailandia	9	9,4
UK	136	7,5	Giappone	8	8,3
Francia	97	5,4	Malesia	6	6,3
Germania	89	4,9	Corea del Sud	6	6,3
Italia (12°)	27	1,5	Italia (11°)	2	2,1

Fonte: dati Comtrade

**L'interscambio con l'Italia**

Secondo i dati pubblicati dall'Ufficio nazionale di statistica del Vietnam l'Italia si colloca al 18° posto tra i paesi acquirenti ed al 19° tra quelli venditori, con una quota sul totale dell'export e dell'import vietnamita rispettivamente dello 0,8% e dell'1,1%. L'importo degli scambi è aumentato negli ultimi anni, sottolineando un crescente interesse degli industriali italiani verso questo importante mercato asiatico, sebbene esso non rappresenti una quota rilevante dell'export e dell'import italiano. Le esportazioni italiane verso il Vietnam sono poco meno dello 0,15% del totale, mentre le importazioni da questo paese coprono solo lo 0,18%.

**Andamento export/import Italia – Vietnam**

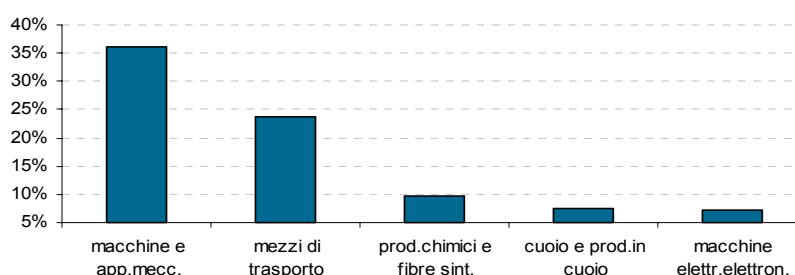
M €	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Gen/mag 2008
import Italia	395,2	397,3	403,5	471,6	608,5	695,2	322,0
export Italia	300,6	326,6	283,7	218,4	300,2	515,1	175,4

Fonte: dati ISTAT

Nel dettaglio delle principali categorie merceologiche che caratterizzano gli scambi commerciali con l'Italia, si rileva come le imprese italiane acquistino in Vietnam prevalentemente prodotti in cuoio e suoi derivati, prodotti agricoli e dell'industria agro-alimentare, prodotti tessili e dell'abbigliamento. Il Vietnam invece diventa un mercato di sbocco per le imprese italiane di macchine ed apparecchiature meccaniche, elettriche ed elettroniche, mezzi di trasporto e prodotti chimici. Rilevante è anche la percentuale delle esportazioni italiane di cuoio e di semilavorati, che vengono trattate sul posto per ritornare in uno stato più avanzato della lavorazione tra le importazioni italiane. Le principali categorie di macchinari e di attrezzature esportate in Vietnam dalle imprese italiane sono quelle utilizzate dalle aziende della ceramica, del tessile e dell'abbigliamento, della lavorazione della pietra, marmo e granito, delle calzature e della trasformazione dei pellami, delle

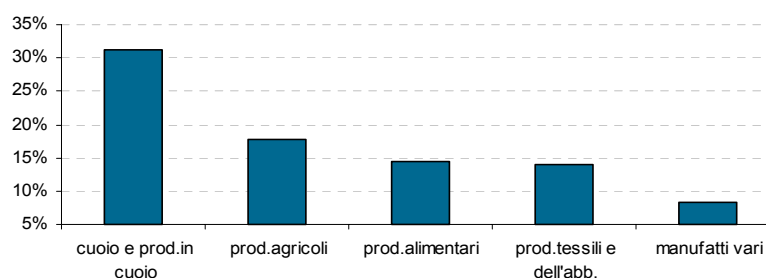
costruzioni edili e della lavorazione dell'acciaio e dei metalli. La crescente importanza nel paese del comparto del legno e dei mobili ha creato opportunità per i produttori italiani di macchinari utilizzati per questa lavorazione. Un altro settore che sta offrendo molteplici occasioni di export per il *Made in Italy* è quello vinicolo e dei prodotti alimentari di qualità: la crescita del reddito disponibile e lo sviluppo del turismo hanno sostenuto la diffusione dei ristoranti italiani e la distribuzione dei prodotti a denominazione d'origine protetta (*dop*) e di quelli a denominazione d'origine controllata e garantita (*docg*) nelle grandi città, nelle località balneari, oltre che attraverso i grandi magazzini e le principali catene della grande distribuzione.

#### Principali categorie merceologiche export Vietnam – (2007) Quota sul totale



Fonte: dati ISTAT

#### Principali categorie merceologiche import Italia – Vietnam – (2007) Quota sul totale



Fonte: dati ISTAT

#### I distretti industriali italiani

Nei principali distretti industriali italiani, il Vietnam rappresenta una percentuale alquanto modesta sul totale dell'esportato. Le aree geografiche maggiormente coinvolte nelle esportazioni sono quelle toscane per il pellame e per il tessile, le zone lombarde, liguri e venete per la meccanica. Per quanto concerne le importazioni, sono attive anche in questo caso diversi distretti calzaturieri e dell'industria del legno della Toscana, del Veneto e della Lombardia.

**Esportazioni dei distretti industriali italiani in Vietnam per macrosettore economico**

<i>(elab. su dati a prezzi correnti)</i>	milioni di euro		composizione %		in % tot. esportato dal distretto	
	2000	2007	2000	2007	2000	2007
Sistema moda: beni intermedi, di cui:	4,65	48,80	13,63	60,07	0,06	0,76
- Concia	1,59	28,71	4,67	35,34	0,06	1,27
- Prodotti tessili	2,51	19,55	7,34	24,06	0,06	0,57
Meccanica strumentale	16,13	17,08	47,25	21,03	0,26	0,22
Sistema moda: beni di consumo	2,09	3,66	6,12	4,51	0,01	0,02
Beni per l'edilizia	0,78	3,44	2,27	4,23	0,01	0,05
Mobile ed elettrodomestici	7,82	2,47	22,90	3,04	0,08	0,02
Manufatti vari per il sistema casa	0,55	1,11	1,60	1,37	0,02	0,03
Prodotti in metallo per l'industria	0,28	0,39	0,81	0,47	0,03	0,03
Alimentare	0,15	0,35	0,44	0,43	0,01	0,01
Altre produzioni	1,70	3,93	4,97	4,84	0,04	0,06
<b>Totale</b>	<b>34,14</b>	<b>81,24</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>0,06</b>	<b>0,12</b>

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISTAT

**Principali distretti esportatori in Vietnam**

<i>(elab. su dati a prezzi correnti)</i>	milioni di euro		in % tot. esp. dal distretto	
	2000	2007	2000	2007
Elettronica di Sestri Ponente	0,33	1,49	0,4	1,3
Macchine tessili di Biella	0,00	1,11	0,0	1,2
Concia di Arzignano	0,37	15,58	0,0	1,2
Concia e calz. di Santa Croce S/Arno	0,85	9,67	0,1	1,1
Tessile di Prato	0,48	15,05	0,0	1,0
Ceramica di Sesto Fiorentino	0,42	0,58	0,5	0,9
Meccanica strumentale di Vicenza	2,01	9,01	0,2	0,8
Concia di Solofra	0,37	0,93	0,1	0,6
Macchine concia/pelle di Vigevano	1,21	1,02	0,5	0,5
Tessile e abbigliamento della Val Seriana	1,04	2,68	0,1	0,4
Meccanica Strumentale di Varese	0,52	2,30	0,1	0,2
Meccanica strumentale della Val Seriana	0,43	1,70	0,1	0,2
Polo fiorentino della pelle	0,08	3,56	0,0	0,2
Abbigliamento-tessile Gallaratese	0,37	0,97	0,0	0,2
Meccanica strumentale del Bresciano	1,47	1,07	0,2	0,1

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISTAT

**Importazioni dei distretti industriali italiani dal Vietnam per macrosettore economico**

<i>(elab. su dati a prezzi correnti)</i>	milioni di euro		composizione %		in % totale importato dal distretto	
	2000	2007	2000	2007	2000	2007
Sistema moda: beni di consumo	85,68	137,19	92,56	81,73	1,72	1,67
Mobile ed elettrodomestici	3,01	12,77	3,25	7,61	0,49	0,97
Sistema moda: beni intermedi, di cui:	1,31	11,55	1,41	6,88	0,04	0,38
Manufatti vari per il sistema casa	0,59	4,34	0,64	2,59	0,11	0,48
Prodotti n metallo per l'industria	0,21	0,76	0,23	0,45	0,09	0,20
Alimentare	0,02	0,33	0,02	0,20	0,01	0,06
Beni per l'edilizia	0,00	0,22	0,00	0,13	0,00	0,03
Meccanica strumentale	0,01	0,02	0,01	0,01	0,00	0,00
Intermedi per le costruzioni	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,04
Altre produzioni	1,74	0,66	1,87	0,40	0,06	0,01
<b>Totale</b>	<b>92,56</b>	<b>167,85</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>0,63</b>	<b>0,75</b>

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISTAT

### Principali distretti importatori dal Vietnam

(elab. su dati a prezzi correnti)	milioni di euro		in % tot. imp. dal distretto	
	2000	2007	2000	2007
Pelletteria del Tolentino	1,02	2,58	14,2	9,1
Ceramica artistica di Bassano del Grappa e Nove	0,38	1,36	2,8	7,7
Calzatura sportiva di Montebelluna	21,90	46,47	6,1	7,0
Calzature di Lucca	5,64	6,63	5,1	5,8
Mobile d'arte del Bassanese	0,02	1,95	0,1	4,8
Calzature del Brenta	6,75	12,52	4,0	4,4
Abbigliamento Sud Abruzzese	2,23	4,90	3,9	3,7
Calzature di Vigevano	3,05	0,59	12,2	3,0
Concia e calz. di Santa Croce S/Arno	0,16	10,41	0,1	2,9
Tessile e abbigliamento di Treviso	2,94	29,68	0,4	2,4
Sedie e tavoli di Manzano	0,15	1,70	0,2	2,3
Scarpe del Nord Barese	0,81	2,00	1,7	2,3
Calzature di Fermo	8,95	7,83	3,4	1,9
Legno-arredo di Brianza	2,63	6,46	1,2	1,9
Mobile del Livenza e Quartiere del Piave	0,03	1,37	0,1	1,7

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISTAT

## Le risorse e le materie prime

### Le risorse energetiche e del sottosuolo

Negli ultimi vent'anni il Vietnam ha assunto un ruolo di particolare importanza nell'area del sud est asiatico come produttore di materie prime energetiche, in particolare come fornitore di greggio. I giacimenti, tutti off shore, consentono al paese di collocarsi al terzo posto tra i paesi dell'area. Le riserve di gas naturale potrebbero offrire un quantitativo sufficiente alle necessità produttive dell'economia vietnamita, ma non vengono opportunamente sfruttate. La ricchezza del sottosuolo ha indubbiamente avuto un ruolo fondamentale nella crescita industriale, ed ha contribuito indirettamente al miglioramento delle condizioni di vita della popolazione, evitando di appesantire la bilancia commerciale della componente energetica ed offrendo anzi un'importante voce di crescita delle esportazioni.

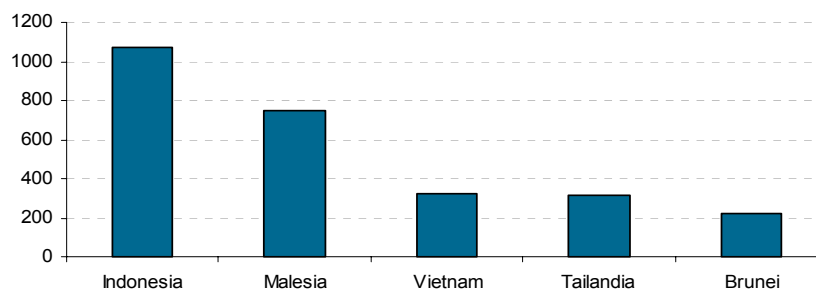
La produzione e la distribuzione di energia elettrica è affidata ad un'unica società statale (Electricity of Vietnam). Per soddisfare la crescente domanda legato allo sviluppo industriale ed alle necessità della popolazione, vengono prevalentemente utilizzate centrali idroelettriche che rendono però vulnerabile l'offerta, in particolare nelle stagioni secche, dove gli impianti non possono essere sfruttati a regime.

Il sottosuolo è ricco di fosfati, carbone, antracite, manganese, bauxite, rame, stagno, zinco, ferro, marmo, granito, antimonio e cromato. La maggior parte di questi giacimenti si trova nella regione di nord ovest. Il carbone, in particolare, viene utilizzato come fonte energetica per il funzionamento non solo di centrali, ma anche direttamente dalle industrie in misura rilevante. Data l'elevata percentuale della superficie totale destinata a foreste, è rilevante la produzione di legno, in particolare di ebano, di cui il Vietnam è uno dei principali produttori mondiali.

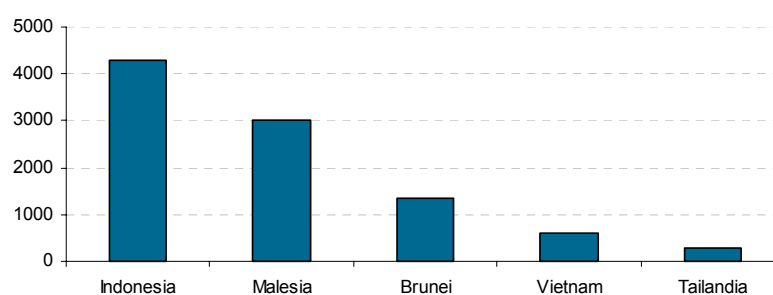
### Le risorse energetiche

Elettricità		Petrolio		Gas naturale	
Produzione	59,01 mld Kwh	Produzione	319,500 b/g	Produzione	6,86 mld m <sup>3</sup>
Consumi	51,35 mld Kwh	Consumi	271,100 b/g	Consumi	6,86 mld m <sup>3</sup>
Export	0,00 mld Kwh	Export	315,700 b/g	Export	0 mld m <sup>3</sup>
Import	0,00 mld Kwh	Import	271,100 b/g	Import	0,0 mld m <sup>3</sup>

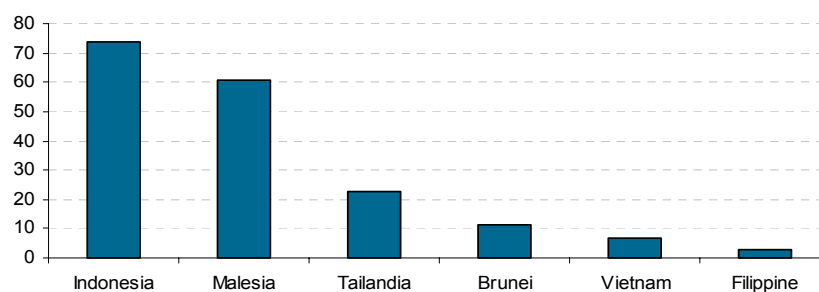
Fonte: dati Cia – dati al 2007

**Il petrolio – la produzione (Migliaia barili al giorno)**

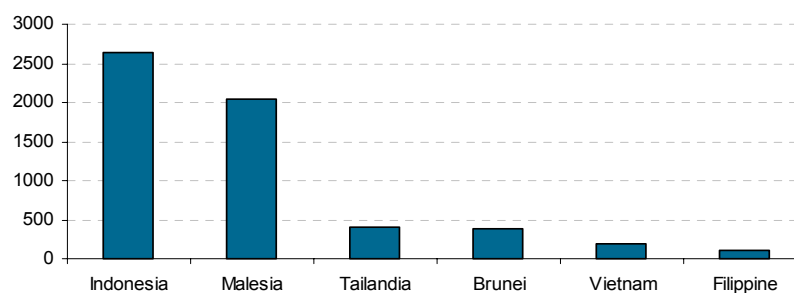
Fonte: dati EIA

**Il petrolio – le riserve (Milioni di barili)**

Fonte: dati EIA

**Il gas naturale – la produzione (Miliardi m<sup>3</sup>)**

Fonte: dati EIA

**Il gas naturale – le riserve (Miliardi m<sup>3</sup>)**

Fonte: dati EIA



## Le risorse alimentari

Il riso è un cereale fondamentale per l'economia vietnamita, non solo perché pone il paese al secondo posto nella graduatoria dei principali esportatori mondiali, ma anche per la domanda interna, essendo un elemento fondamentale nell'alimentazione locale. Secondo stime USDA pubblicate a settembre, la produzione per il prossimo anno dovrebbe segnare una leggera contrazione a causa delle avverse condizioni climatiche della scorsa estate. Le restrizioni alle esportazioni introdotte dal Governo vietnamita lo scorso anno per soddisfare i fabbisogni domestici sono state sospese nel luglio '08.

### I principali esportatori mondiali di riso (M Tonn.)

	2006/07	2007/08
Tailandia	8,50	9,00
Vietnam	4,60	5,00
USA	2,94	3,42
India	4,20	3,40
Pakistan	3,00	3,20
Cina	1,30	1,60
Sud America (altri)	1,14	1,31
Egitto	1,00	1,10
Altri	1,17	1,04
Argentina	0,45	0,45
EU 27	0,15	0,15
Australia	0,20	0,02

Fonte: dati USDA

### I principali produttori mondiali di riso (M Tonn.)

M Tonn	2007/08	2008/09 st
Mondo	429,5	432,0
Cina	129,8	130,6
India	96,4	97,0
Indonesia	35,5	36,3
Bangladesh	28,6	29,4
Vietnam	24,1	23,7
Tailandia	19,3	19,5
Burma	10,7	9,4
Filippine	10,1	10,2
Brasile	8,4	8,5
Giappone	7,9	8,0
USA	6,3	6,6
Pakistan	5,5	5,8
Corea del Sud	4,4	4,5
Egitto	4,4	4,4
Cambogia	4,1	4,2
Nigeria	3,0	3,1

Fonte: dati USDA

## Gli investimenti esteri diretti e le infrastrutture

### Gli investimenti esteri diretti

Il Vietnam è stato negli ultimi anni uno dei maggiori beneficiari dei flussi di capitale straniero dell'intera area del sud est asiatico, con un rapporto di FDI (stock) su PIL pari a 56,3% nel 2007. Fino allo scorso anno erano entrati in attività produttive vietnamite più di 40 Mld USD, circa il doppio di quanto contabilizzato fino al 2000 (20,5 Mld USD). A partire dal 2006 si è potuto rilevare un vero e proprio boom degli IDE, legato soprattutto agli accordi stipulati in vista dell'ingresso dell'economia vietnamita nell'Organizzazione mondiale per il commercio. Questi accordi, oltre ad interessare i dazi applicati sul transito delle merci, in particolare sulle importazioni, hanno toccato anche i settori di investimento. Con la legge sugli investimenti, entrata in vigore nel luglio del 2006

(L. n. 59/2005/QH11), è stata eliminata gran parte delle disparità di trattamento tra imprese nazionali, statali e private, rispetto a quelle con capitale straniero. Sono state eliminate le restrizioni che contrastavano con le direttive internazionali, è stata introdotta la possibilità di avvalersi di un arbitrato internazionale per eventuali dispute in tema di investimenti ed è stato snellito l'apparato burocratico che paralizzava in molti casi l'iniziativa imprenditoriale.

L'investimento estero diretto può essere attuato tramite società a responsabilità limitata con uno o più soci, con società per azioni e con contratti di collaborazione commerciale. Esistono inoltre altre tipologie di contratto utilizzate tra privati e società o enti statali per la costruzione di un'opera pubblica e sono: Build Operate Trasfer (BOT), Build Transfer Operate (BTO) e Build Transefer (BT). (vedi Box xxx)

#### **Box 4: Tipologie di contratti di IDE per la realizzazione di opere pubbliche**

**BOT (Build Operate Trasfer):** lo Stato concede ad una società privata la concessione per la costruzione e per la gestione di una determinata opera: l'azienda si assume tutti i carichi finanziari ma ottiene contemporaneamente la possibilità di riscuotere i diritti di sfruttamento della realizzazione per un limite di anni prestabilito.

**BTO (Build Transfer Operate):** il finanziamento è a carico del soggetto statale e l'investitore privato riveste unicamente la figura progettuale e realizzatrice dell'iniziativa. La gestione resta all'ente che l'ha promossa, il quale eventualmente può concederla ad una società a capitale misto.

**BT (Build Transfer):** questo contratto è simile al precedente per quanto concerne il finanziamento dell'opera e per il ruolo dell'impresa privata. Al termine dei lavori però l'operatore estero deve cedere la gestione all'ente pubblico, che ha l'esclusiva dei diritti.

*Fonte: Ministero dell'Industria*

La legge del 2006, seguita nello stesso anno da 5 decreti e due circolari applicative, ha semplificato inoltre le procedure relative al rilascio delle licenze necessarie per avviare un'attività produttiva o investire in una già esistente, delegando questa attività alle autorità provinciali, ai consigli di amministrazione dei IZ (Industrial Zone) o EPZ (Export Processing Zone)<sup>31</sup> se l'importo risulta essere di piccolo o medio importo (fino a 12,5 M EUR) ed il settore non rientra tra quelli c.d. speciali.

Se gli investimenti esteri sono diretti in comparti "speciali" e l'importo risulta essere rilevante, essi necessitano in via preventiva dell'autorizzazione del Primo Ministro ed il parere del Ministero per la Programmazione e gli Investimenti. I settori sottoposti a questa particolare procedura amministrativa riguardano principalmente il trasporto marittimo, le reti di comunicazione via radio ed i servizi postali, l'editoria e gli istituti di ricerca indipendenti. Per alcuni settori particolarmente sensibili ogni investimento straniero o privato è interdetto (la difesa, l'ordine pubblico, la sanità, la tutela del territorio, lo sfruttamento di sostanze bandite da accordi internazionali). Sono invece incentivati con agevolazioni fiscali e con la concessione di terreni: la produzione di nuovi materiali, nuove energie, prodotti ad elevata tecnologia, biotecnologie, informatica e meccanica, la trasformazione di prodotti agricoli ed ittici, la salvaguardia

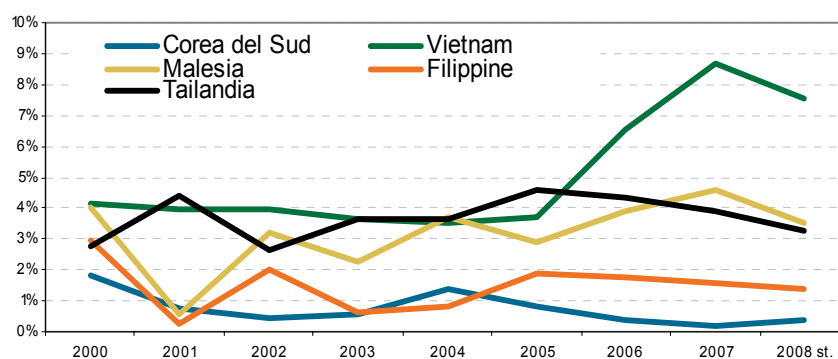
<sup>31</sup> Vedi paragrafo 6.6

ambientale, le industrie ad uso intensivo di lavoro, la costruzione e lo sviluppo di infrastrutture e di progetti industriali a larga scala, l'istruzione e la formazione professionale, la promozione della cultura vietnamita, lo sviluppo dell'artigianato e delle industrie tradizionali. Le aree geografiche che godono di questi privilegi sono quelle particolarmente disagiate ed i parchi industriali quali gli EPZ, IZ e HTZ (High Tech Zone).

I principali paesi investitori sono asiatici: il dato potrebbe essere però sovrastimato per investimenti effettuati da multinazionali straniere che transitano attraverso loro sedi in loco o tramite partecipate. Occorre rilevare l'importanza di alcuni paradisi fiscali, utilizzati come transito (es. sovente le società statunitensi utilizzano filiali dislocate nelle Isole Vergini per effettuare i loro investimenti). Tra i paesi europei, spiccano come maggiori investitori la Francia e l'Olanda, mentre l'Italia, seppur con una quota marginale, vede migliorare la sua posizione nella graduatoria mondiale. Se infatti si considera l'ammontare complessivo investito nel periodo 1988/2006, il nostro paese si collocava solamente al 36° posto, mentre nel corso del 2007 risultano essere investiti nelle attività produttive vietnamite circa 50 M USD, portando l'Italia così al 18° posto.

L'industria nel suo complesso è il principale settore che vede la presenza di IDE con una percentuale superiore al 52% del totale. Oltre all'industria pesante, tra i comparti di quella leggera risultano essere particolarmente interessanti quelli relativi al tessile ed alla lavorazione del legno, dove l'ammontare di ogni singola operazione è però contenuto. Assumono sempre maggiore importanza i servizi, mentre l'agricoltura non ha fino ad oggi attratto importanti volumi di IDE.

#### Flussi di investimenti esteri diretti /PIL



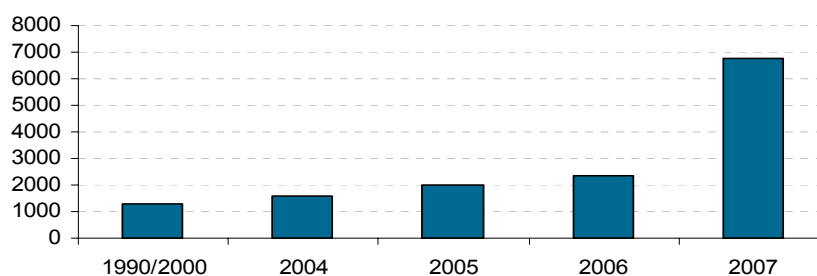
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati EIU

#### Raffronto area FDI (2007)

	Stock FDI/PIL %
Vietnam	56,3
Cina	10,1
Sud est Asia	4,3
Asia e Oceania	28,6
Mondo	27,9

Fonte: World Investment Report 2008 – Unctad

## Flussi IDE (M USD)



1990/2000 – media annua

Fonte: World Investment Report 2008 – Unctad

## I principali settori di destinazione

IDE autorizzati dal 1988 al 2007 (Mld USD)		
Totale	99,6	% su tot
Manifatturiero	52,3	52,56
Immobiliare	14,2	14,25
Hotels e ristoranti	7,6	7,65
Costruzioni	6,8	6,84
Trasporti; magazzini e comunicazioni	5,1	5,09
Minerario e estrattivo	3,7	3,76
Agricoltura	3,4	3,41
Elettricità, gas e fornitura acqua	1,9	1,95
Attività culturali e sportive	1,7	1,69
Intermediazione finanziaria	0,9	0,87

Fonte: GSO

## I principali paesi investitori e quota sul totale

IDE autorizzati dal 1988 al 2007 (Mld USD)		
Totale	99,6	% su totale
Corea del Sud	14,6	14,71
Singapore	12,6	12,63
Taiwan	12,1	12,15
Giappone	9,8	9,82
Isole Vergini Britanniche	9,8	9,81
Hong Kong	7,0	7,04
USA	3,5	3,52
Francia	3,1	3,14
Malesia	3,0	3,05
Olanda	3,0	3,01
Italia	0,15	0,16

Fonte: dati GSO

## Distribuzione degli investimenti totali

Andamento degli investimenti per proprietà (% sul tot)			
	Stato	Privato	Estero
2002	57,3	25,3	17,4
2003	52,9	31,1	16,0
2004	48,1	37,7	14,2
2005	47,1	38,0	14,9
2006	46,4	37,7	15,9
2007	43,3	40,7	16,0

Fonte: dati GSO

## Distribuzione degli investimenti esteri (1988-2007)

Forme di investimento	% su tot,
100% capitale straniero	61,6
Joint- Venture	28,9
Contr. di cooperazione (BCC)	5,4
BOT,BT,BTO	2,0
Joint Stock Company	1,9
Filiali	0,1

Fonte: dati MPI

## Il ruolo dell'Italia

L'Italia si colloca solo al 31° posto nella graduatoria mondiale tra gli investitori esteri in Vietnam. Sul totale degli IDE diretti in Vietnam la quota italiana è limitata allo 0,16% con un totale di poco più di 150 M USD<sup>32</sup>. I principali nomi italiani presenti sul territorio sono Cir, Fiat Auto, Iveco, Mapei, Merloni Termosanitari, Perfetti, Piaggio. Sono presenti inoltre altre aziende di medie dimensioni, attive soprattutto nell'abbigliamento e negli accessori, nella produzione di macchinari per la lavorazione della ceramica, dei trasporti, della lavorazione del legno, dei mobili, della trasformazione alimentare.

## La dotazione infrastrutturale

Secondo la relazione della Banca Mondiale pubblicata nel luglio del 2006, gli investimenti in infrastrutture in Vietnam, pari a circa il 9/10% del pil, hanno riguardato soprattutto l'ampliamento e l'ammodernamento della rete dei trasporti, delle telecomunicazioni, dell'energia, dell'acqua potabile e del sistema fognario.

Malgrado questo impegnativo programma, le aree rurali, particolarmente vaste, non beneficiano ancor oggi di una fitta rete di infrastrutture che rimane limitata alle principali zone industriali, alle metropoli ed alle regioni turistiche.

La rete stradale risulta ancora inadeguata alle esigenze di un'economia in rapida espansione. I collegamenti tra le principali aree industriali situate a nord e sud del paese sono ancora scarsi.

Data l'orografia del territorio, è notevole la presenza di porti che consentono di movimentare merci sia internamente che verso l'estero. I principali sono situati nei pressi di Haiphong al nord, Danang al centro e Ho Chi Minh City al sud.

### L'indice di dotazione infrastrutturale

<b>Infrastrutture (max =10)</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008 (st.)</b>
Vietnam	3	3,2	3,4	3,7
Cina	4,7	4,9	5,1	5,4
India	4,7	4,8	5	5,2
Hong Kong	8,7	8,7	8,7	8,6
Corea del Sud	7,8	7,8	7,8	7,8
Singapore	9,2	9,2	9,2	9,2
Malesia	6,8	7	7,1	7,3
Indonesia	4	4	4,1	4,2
Tailandia	4,9	5	5,1	5,2
Taiwan	7,8	8	8,2	8,4
<i>m.i. Italia</i>	7,5	7,5	7,6	7,6

Fonte: dati EIU

Un ruolo rilevante per la dotazione di infrastrutture negli ultimi vent'anni l'hanno avuto le ODA (Official Development Assistance) da parte di alcune nazioni, vicine per cultura o per storia, e dalle principali banche sopranazionali (Banca Mondiale, la Banca Asiatica per lo Sviluppo). Si tratta in prevalenza di prestiti a lungo termine a tassi particolarmente agevolati, con un periodo iniziale molto esteso privo in interessi.

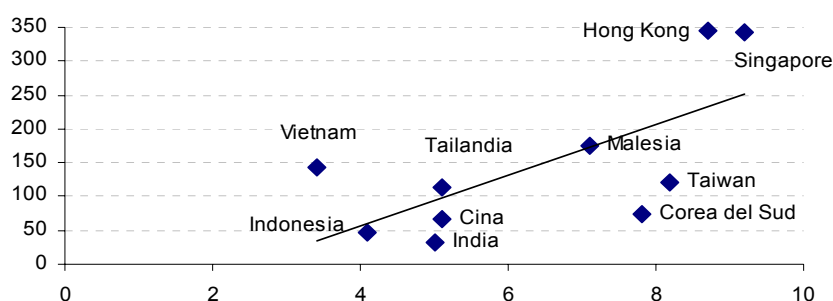
I flussi da parte di queste istituzioni dal 1993 sono stati particolarmente elevati ed in percentuale hanno consentito una decisa riduzione del tasso di povertà tra la popolazione.

<sup>32</sup> Vedi tabella relativa ai principali paesi investitori

Nell'ultimo incontro delle organizzazioni sopranazionali (Banca Mondiale, Fondo Monetario e Banca Asiatica per lo Sviluppo) e dei paesi donatori (Giappone, Francia e Germania sono i principali sostenitori dei progetti vietnamiti), tenutosi nell'agosto dello scorso anno, sono stati destinati al paese oltre 5,4 mld USD per il 2008 a fronte dei 4,4 USD impiegati nel 2007 e dei 2 mld USD del 2006.

Nei paesi emergenti ed in via di sviluppo, si registra una correlazione positiva tra la dotazione infrastrutturale ed il grado di apertura commerciale. Quest'ultimo ha sovente stimolato infatti non solo lo sviluppo industriale, ma anche l'adeguamento delle infrastrutture necessarie per sostenere questa espansione. Nel grafico sotto illustrato si nota come alcune nazioni presentino un potenziale di crescita in infrastrutture decisamente elevato, data la propensione al commercio internazionale, mentre altre evidenzino situazioni già mature. Il Vietnam, vista la recente storia economica e la spiccata apertura degli scambi, presenta spazi di sviluppo ulteriori.

#### Indice di dotazione infrastrutturale (x) ed apertura commerciale nei principali paesi asiatici ( $y = \text{exp} + \text{imp}/\text{PIL}$ )<sup>33</sup>



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EIU

## La struttura della produzione e il clima imprenditoriale

### Il processo di evoluzione verso un'economia di mercato

Dal 1986 la struttura industriale vietnamita ha visto una sostanziale trasformazione, attuata con la politica del "Rinnovamento Economico" (Doi Moi) e volta dapprima alla definizione di un modello socialista aperto al mercato, per poi portare ad una graduale riduzione della presenza statale nell'economia. Entro il prossimo decennio, dati gli impegni assunti in sede WTO, il Vietnam avrà una struttura prevalentemente orientata al mercato, dove l'intervento pubblico verrà circoscritto ad attività vitali per la nazione.

#### Box 5: Le principali normative

- 1987 - Decreto 217/HDBT. Le società statali vengono liberate dall'obbligo di cedere i propri prodotti allo Stato e possono scegliere a chi vendere. I prezzi non sono più imposti, ma derivano dall'incontro tra domanda e offerta. Possono trattenere gli utili.
- 1989 - Legge sugli investimenti esteri - E' la prima apertura agli investitori stranieri

<sup>33</sup> Indice di dotazione infrastrutturale - calcolato da EIU su diversi fattori quali disp. telecomunicazioni, energia, trasporti, superf.uffici - Valore massimo = 10

- 1991 – Decreto 388/HDBT. Le società statali possono essere ristrutturate o chiuse se vengono a mancare alcuni fondamentali requisiti (profitto, capitale, tecnologia adeguata, mercato per i prodotti finiti)
- 1992 – Decreto 202CT. Il primo programma di privatizzazioni (Co Phan Hoa). In questa fase viene solo concessa la possibilità di intervenire con capitale privato, ma non viene ceduta la maggioranza che resta pubblica.
- 1996 – Decreto 28CP. Si estende la possibilità di partecipazioni private anche nei confronti di medio piccole imprese
- 1998 – Decreto 44/1998/NDCP. Maggiore apertura e facilitazioni alla trasformazione delle società pubbliche in società di capitali
- 1999 – Legge sull'impresa. Vengono definite tutte le possibili figure giuridiche delle imprese e viene per la prima volta contemplata l'impresa privata.
- 2000 – Legge sugli investimenti stranieri nel territorio vietnamita. Si allargano le opportunità d'investimento e si riducono le disparità tra operatore locale e straniero.
- 2002 – Decreto 64/2002/NDCP. Ulteriore semplificazione delle procedure di trasformazione delle imprese statali.
- 2003 - Legge sulle imprese statali – Definisce le aree di attività e le possibilità di investimento. Legge sulle cooperative – Viene regolata anche l'impresa cooperativa.
- 2005 – Legge sull'impresa – Con essa si è definitivamente aperto il capitale privato nelle società statali e si è liberalizzato completamente l'ingresso al capitale straniero.
- 2006 – Legge sugli investimenti – Parificazione degli investimenti stranieri e nazionali.

### Le privatizzazioni

Il settore privato assume oggi una notevole rilevanza nell'economia vietnamita: accanto ad uno storico programma di sviluppo economico di modello socialista, ormai da anni l'azienda privata affianca l'impresa statale per migliorare la competitività sui mercati internazionali e garantire un processo di industrializzazione del paese.

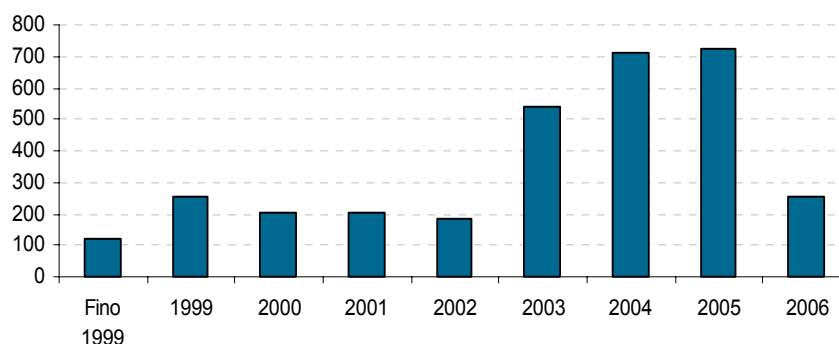
#### La struttura industriale per categorie di proprietà

	1996	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Totale</b>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<b>Statale</b>	<b>49,6</b>	<b>31,4</b>	<b>31,4</b>	<b>29,3</b>	<b>27,4</b>	<b>25,1</b>	<b>22,5</b>
Centrale	33,1	21,7	22,0	20,8	20,5	19,3	17,7
Locale	16,5	9,7	9,4	8,5	6,9	5,8	4,8
<b>Non Statale</b>	<b>23,9</b>	<b>27,0</b>	<b>27,0</b>	<b>27,6</b>	<b>28,9</b>	<b>31,2</b>	<b>33,3</b>
Collettivo	0,6	0,5	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4
Privato	7,9	16,3	16,7	18,4	20,4	22,7	25,5
Familiare	15,5	10,2	9,7	8,7	8,1	8,1	7,5
<b>Invest. stranieri</b>	<b>26,5</b>	<b>41,6</b>	<b>41,6</b>	<b>43,1</b>	<b>43,7</b>	<b>43,7</b>	<b>44,2</b>

Fonte: dati GSO

La politica industriale attuata fino al 2007 ha riguardato un vasto processo di privatizzazione, che ha escluso le società di maggiore rilievo nazionale, ma ha interessato le imprese statali di medio-piccole dimensioni. La presenza dello stato è infatti ancor oggi prevalente nelle imprese petrolifere, nelle utility, nelle telecomunicazioni, nei trasporti sia aerei che ferroviari. Lo stato mantiene inoltre partecipazioni di maggioranza nelle società che si occupano di infrastrutture, della produzione di acciaio e di cemento, della chimica e farmaceutica.

### Il numero di imprese privatizzate ogni anno



Fonte: CIEM

Con l'ingresso nel OMC (Organizzazione Mondiale del Commercio) nel gennaio dello scorso anno, il Governo ha dato un notevole impulso al processo di riforma del paese ed alle privatizzazioni. Secondo stime EIU queste ultime potrebbero attrarre entro il 2009 circa 50 mld USD di IDE. Nel corso del 2007 è stato approvato un programma di razionalizzazione dell'intero apparato produttivo statale ed è stata promulgata una nuova Enterprise law, che porterà entro il 2010 alla conversione delle società a capitale pubblico in Srl o SpA (processo di *Equitization*).

### La struttura della produzione

Il secondario in Vietnam ha visto nell'ultimo decennio crescere il proprio peso all'interno dell'economia: nel 2007 circa il 42% del prodotto interno lordo proveniva dal settore industriale, mentre questa percentuale era poco meno del 30% nel 1995 (28,75%).

La struttura produttiva vietnamita vede la presenza di un gran numero di imprese di piccole dimensioni, legate alle tipiche lavorazioni dell'industria vietnamita, quali il calzaturiero ed il tessile, oltre che alla trasformazione dei prodotti alimentari, del legno e dell'artigianato, che si contrappongono a grandi gruppi, di capitale pubblico o straniero. Nel 2006, i quattro principali gruppi industriali (Vietnam National Oil and Gas Group (PetroVietnam), Vietnam Electricity Group (EVN), Vietnam Coal and Minerals Industries Group (Vinacomin) e Garment e Textile Group (Vinatex)), hanno coperto circa il 10 per cento del valore totale della produzione industriale del paese.

Negli ultimi cinque anni si è verificata la diversificazione dei settori produttivi, a vantaggio di quelli con maggiore apporto tecnologico, grazie agli effetti positivi delle politiche governative attuate, quali l'istituzione delle HTZ (High Tech Zone)<sup>34</sup> ed agli incentivi mirati ad una maggiore specializzazione professionale. Numerose aziende statali, da poco privatizzate, consentono di produrre anche componenti ed accessori dell'industria leggera, trasformare le materie prime, incrementandone il valore finale e limitando gli acquisti oltre frontiera. Particolare impulso hanno le aziende che si occupano della produzione di apparecchiature elettriche, elettroniche e di precisione, oltre che automobilistiche.

<sup>34</sup> Vedi oltre



**La composizione della produzione industriale –(2006)  
(% sul totale a prezzi correnti)**

<b>Minerario estrattivo</b>	<b>10,3</b>
di cui:	
Petrolio e gas naturale	7,8
<b>Ind. Manifatturiera</b>	<b>84,5</b>
di cui:	
Alimentari e bevande	20,4
Tessile, abbigliamento e pelle	12,9
Chimica e plastica	10,0
Metalli	8,7
Macchinari e app.	8,7
Veicoli	6,9
Mobili e manif. in legno	6,4
<b>Elettricità, gas e acqua</b>	<b>5,2</b>

Fonte: dati GSO

La produzione industriale ha avuto negli ultimi anni una dinamica espansiva, con una diversificazione dell'offerta di prodotti ed una limitazione della dipendenza dai mercati di sbocco. Indubbiamente la creazione dei parchi industriali, il processo di equitization e l'insieme di progetti rivolti allo sviluppo industriale hanno avuto effetti positivi sulla dinamica produttiva del paese. Negli ultimi cinque anni il minor costo della mano d'opera è stato inoltre sfruttato anche per lavorazioni più sofisticate rispetto alle tradizionali, portando il Vietnam ad essere un importante centro di assemblaggio e costruzione di elettrodomestici, materiale meccanico-automobilistico e di precisione, diretto non solo verso gli altri paesi asiatici ma anche verso l'Europa.

**La dinamica industriale:  
Variaz. del valore prod. industriale a prezzi costanti del 1994**

	<b>Var. % 1995/2007</b>
<b>Totale</b>	<b>452,1</b>
<b>Minerario estrattivo</b>	<b>165,1</b>
<b>Manifatturiero</b>	<b>502,1</b>
di cui:	
Alimentari e bev.	357,2
Tessile e abb.	365,9
Accessori	708,2
Calzaturiero	662,4
Chimica	570,4
Gomma e plastica	999,7
Prodotti in metallo	1.066,0
Macch. per ufficio	27.280,3
Macch. elettrici	1.789,7
Ass. motori autoveicoli	702,5
Altri mezzi di trasp.	1.238,4
Mobili	1.046,3
<b>Elettricità, gas e acqua</b>	<b>425,7</b>

Fonte: dati GSO

**Il costo della mano d'opera**

La principale caratteristica dell'industria vietnamita è ormai da anni la possibilità di disporre di mano d'opera a basso costo, tutt'oggi largamente impiegata nelle produzioni a basso contenuto tecnologico ed ad alta intensità di forza lavoro. Solo negli ultimi anni è stata incentivata la formazione professionale qualificata, soprattutto tramite le HTZ <sup>35</sup>, colmando la lacuna che il mercato del lavoro generava. Molte imprese, in particolare straniere, in passato hanno lamentato la mancanza di personale specializzato locale e sono dovute ricorrere al loro

<sup>35</sup> Vedi oltre

reperimento all'estero. La disponibilità attuale di mano d'opera anche di livello elevato ha consentito lo sviluppo merceologico dei settori industriali. All'interno dell'area asiatica si notano vantaggi competitivi in Vietnam, che hanno indubbiamente portato la delocalizzazione dei processi produttivi intra regionali nel paese.

#### Indice del costo del lavoro per unità lav. (2005 = 100)

	2006	2007	2008
Vietnam	105,0	110,1	122,2
Cina	106,1	115,5	136,6
India	99,9	113,3	126,1
Hong Kong	97,5	97,5	99,7
Corea del Sud	103,2	105,5	103,8
Singapore	107,8	118,3	135,2
Malesia	105,0	113,5	124,3
Indonesia	111,7	114,5	121,9
Tailandia	113,3	127,6	142,4
Taiwan	96,1	92,4	96,0

Fonte: dati EIU

#### Distribuzione addetti per attività prod. e per tipo di azienda

	Prel. 2007	Var. % 2000/2007
<b>Totale</b>	<b>100,0</b>	
Stato	9,00	-3,3
Non-stato	87,52	-2,4
Società a cap.straniero	3,49	252,5
<b>Totale</b>	<b>100,0</b>	
Agricoltura	50,20	-19,6
Pesca	3,70	40,7
Minerario estrattivo	0,90	32,4
Manifattura	13,50	43,0
Elettricità, gas e acqua	0,45	104,5
Costruzioni	5,13	85,2
Commercio	11,98	15,6
Hotels e ristorante	1,84	1,1
Trasporti, magazz. e comunicazioni	2,76	-11,5
Intermediaz.finanziaria	0,48	140,0
Attività scientifiche e tecnolog.	0,06	20,0
Immobiliare	0,49	188,2
Amministratz.e difesa	1,80	80,0
Educazione	3,07	15,8
Sanità	0,87	45,0
Attività ricreative e cult.	0,31	-11,4
Partito e membri di organizz.	0,44	158,8
Servizi sociali	2,03	55,0

Fonte: dati GSO

#### I progetti di sviluppo

Il Governo ha definito una serie di progetti mirati allo sviluppo industriale, che consentiranno di migliorare il tessuto produttivo e di portare il paese ad accrescere la posizione competitiva tra i maggiori paesi industrializzati dell'area. Attualmente vengono attuati 5 grandi programmi di sviluppo strategico che riguardano i principali settori industriali con una pianificazione dell'attività entro il 2010. Sono oggetto di questi progetti i settori della chimica, dell'energia, dell'industria meccanica, dell'automobilistica, del tessile.

Lo sviluppo dell'industria agro-alimentare assumerà un ruolo importante nella crescita del settore secondario vietnamita, in quanto consentirà al paese di superare la condizione di semplice produttore di beni primari, incentivando la trasformazione e la conservazione dei generi alimentari, incrementando le produzioni con maggiore valore aggiunto.

Particolare rilevanza viene data all'industria navale, data la particolare orografia del territorio. Lo sviluppo dei cantieri navali diverrà un fattore trainante dell'industria dell'acciaio e della metallurgia, come già avvenuto in precedenza nella Corea del Sud.

Il settore del turismo si prevede venga anch'esso potenziato, valorizzando non solo le regioni costiere ma anche i centri minori di grande importanza storica, religiosa e naturalistica, posti nell'entroterra e le grandi città industriali, promuovendo così numerose attività ad esso collegate.

### Le zone industriali e per l'esportazione

Sono presenti numerose aree speciali composte da parchi industriali, zone destinate alla produzione ed all'assemblamento di beni destinati all'esportazione ed aree destinate all'applicazione tecnologica (EPZ - Export Processing Zone, HTZ - High Tech Zone, IZ - Industrial Zone), dislocati in prevalenza in prossimità delle due principali città del paese (Hanoi e Ho Chi Minh) e lungo la costa centrale. Queste aree, stabilite da decreto governativo possono avere caratteri sovrapposti: EPZ e IZ possono perciò contenere parte o tutta una HTZ.

Le HTZ sono nate nel 1999 e sono destinate alla ricerca, allo sviluppo ed all'applicazione della tecnologia avanzata, con la creazione poli di ricerca e studio per la formazione di personale altamente qualificato, la produzione ed il commercio di prodotti ad elevato contenuto tecnologico. L'investitore in HTZ gode di un periodo di esenzione nell'imposizione fiscale di 8 anni e successivamente vedrà applicata una percentuale del 10% sui profitti.

Gli investitori, non solo stranieri, che scelgono di stabilire i propri impianti produttivi in queste aree beneficiano di numerosi vantaggi fiscali: nelle EPZ l'aliquota fiscale societaria per le imprese manifatturiere è pari al 10% e viene applicata solo a partire dal quinto anno di profitti. Per le società di servizi l'aliquota sale al 15%, con una sospensione per i primi due anni d'attività. Sono inoltre esentate dal pagamento di dazi doganali per l'importazioni di macchinari, materie prime e merci impiegate nella produzione. I medesimi benefici vengono concessi alle aziende che destinano la produzione al mercato interno se utilizzano almeno per il 40% merci importate da altri paesi aderenti all'ASEAN.

Dal punto di vista doganale tutta la produzione delle EPZ è considerata non vietnamita ed è soggetta ai relativi dazi.

Le prime IZ vennero istituite dal Ministero per la programmazione e l'investimento nel 1991. Da allora ne sono state autorizzate circa 150. L'attuale esecutivo ha autorizzato l'ampliamento della superficie di queste zone speciali, che dovrebbe raddoppiare entro il 2015. Alcune di esse sono state create anche grazie al contributo di altre nazioni che hanno dislocato in quell'area numerosi impianti produttivi o particolari progetti industriali.

#### IZ create con la collaborazione di Stati esteri

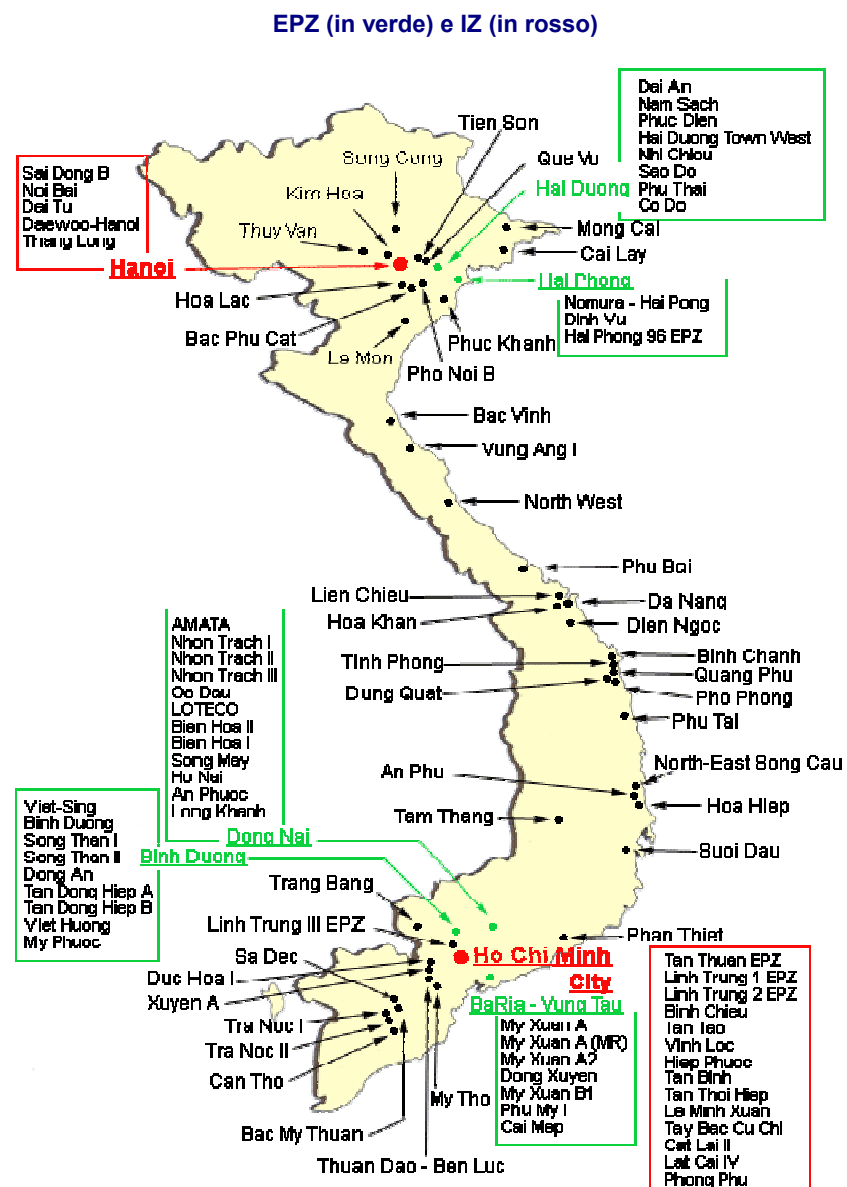
Nome IZ	Provincia	Stato	Investimento	Data avv.
Amata	Dong Noi	Tailandia-VN	US\$69M	1994
Loteco	Dong Noi	Giappone-VN	US\$ 41M	1996
My Xuon A2	Ba Ria-Vung Tau	Taiwan-VN	US\$21M	2001
Viet-Sing	Binh Duong	Singapore-VN	US\$139M	1996
Tan Thuan	HCMC	Taiwan-VN	US\$96M	1991
LinhTrung I	HCMC	Cina-VN	US\$1440M	1992
Linh Trung II	HCMC	Cina-VN	US\$13M	1997
Da Nang	Da Nang	Malesia-VN	US\$13M	1994
Noi Bai	Ha Noi	Malesia-VN	US\$30M	1994
Bac Thang Long	Ha Noi	Giappone-VN	US\$77M	1997
Nomura-HP	Hai Phong	Giappone-VN	US\$137M	1994

Fonte: *Business in Asia*

Nelle IZ, l'imposta societaria varia dal 10% al 20% secondo il ramo d'attività. Per coloro che destinano più dell'80% della produzione ai mercati esteri, viene applicata la sospensione del prelievo fiscale per due anni, analogamente a quanto accade nelle EPZ, per poi imporre solo il 10% di aliquota. Chi produce prevalentemente per il mercato interno avrà applicata un'imposta del 15% sui profitti ottenuti, mentre le società terziarie subiranno un prelievo del 20%.

Tutte queste zone godono inoltre della presenza di una moderna rete di infrastrutture e di servizi dedicati. Le procedure per avviare un'impresa in queste regioni sono analoghe a quelle applicate nel resto del paese, come simili sono le pratiche richieste per ogni investimento straniero, mentre occorre segnalare un maggior costo dei terreni.

Nelle IZ alcune lavorazioni sono limitate o scoraggiate. Tra esse si trova la produzione di: materiali da costruzione, sigarette, alcolici, pitture e solventi, articoli dell'artigianato locale. Sono altresì vietati investimenti nell'energia nucleare, in materiale radioattivo, negli esplosivi, nelle armi chimiche e nelle produzioni in pelle e conca.



Fonte: GRIPS Development Forum (<http://www.grips.ac.jp/vietnam/VNIPs/fullmap.htm>)

Il valore della produzione industriale nelle diverse province ha avuto negli ultimi anni un andamento diversificato, a vantaggio delle zone industriali speciali. Come si evince dalla tabella sotto riportata, le aree più produttive sono quelle relative alle EPZ del sud e del nord, nel delta del Fiume Rosso, mentre hanno ridotto drasticamente la loro capacità produttiva le zone escluse dal programma di sviluppo governativo.

#### Produzione industriale per province

	Prel. 2007	Var.% 1995/2007
<b>Totale</b>	<b>100,00</b>	
<b>Red River Delta</b>	<b>24,96</b>	41,1
di cui:		
Hà Nội	8,89	8,4
Vĩnh Phúc	3,15	1203,7
Hưng Yên	1,54	425,6
Bắc Ninh	1,26	186,0
<b>Nord Est</b>	<b>5,08</b>	-15,1
<b>Nord Ovest</b>	<b>0,25</b>	-19,2
<b>Costa del centro nord</b>	<b>3,45</b>	-3,9
<b>Costa del centro sud</b>	<b>5,03</b>	4,5
<b>Altopiani centrali</b>	<b>0,83</b>	-30,2
<b>Sud est</b>	<b>46,58</b>	-5,8
di cui:		
Đồng Nai	9,12	52,0
Bình Dương	6,95	286,1
Hồ Chí Minh city	22,12	-22,8
<b>Delta Fiume Mekong</b>	<b>9,24</b>	-22,0

Fonte: dati GSO

#### L'indice Doing Business

L'indice Doing Business (World Bank) colloca il Vietnam nel 2009 ad un livello decisamente più basso rispetto agli altri paesi dell'area del sud est asiatico. Da segnalare il miglioramento dell'accesso alle linee di credito, attuato grazie alla riduzione degli impedimenti derivanti dalle procedure burocratiche. Anche la registrazione delle proprietà ha beneficiato di una maggiore trasparenza, sebbene l'evoluzione del settore sia al momento ben lontana dall'essere completata e si trovi al momento in una situazione ancora molto difficile.

#### L'indice Doing Business

Facilità di	2009	2008	Var.		2009	2008	Var.
<b>Svolgere attività di affari (*)</b>	<b>92</b>	<b>87</b>	<b>5</b>				
Iniziare un'attività	108	101	7	Tutela degli investitori	170	168	2
Ottenere lic. e permessi	67	64	3	Pagamento tasse	140	131	9
Effettuare assunzioni	90	72	18	Esportazioni	67	65	2
Registrare le proprietà	37	38	-1	Tutela contrattuale	42	42	0
Ottenere credito	43	51	-8	Chiudere un'attività	124	124	0

(\*) Graduatoria tra 181 paesi  
A num. bassi corrisp. una. magg. effic.

Fonte: dati WorldBank – Doing Business

La Banca Mondiale ha sviluppato alcuni indicatori che descrivono l'attitudine del paese al commercio estero, raffrontandoli con quelli elaborati per l'area d'appartenenza ed i paesi OECD. Si evince che il Vietnam si colloca in una posizione più competitiva rispetto alle altre nazioni della regione del sud est asiatico e mostra un vantaggio concorrenziale in termini di costi.

**Il raffronto competitivo**

<b>Regione geografica</b>	<b>Numero docum. per l'export</b>	<b>Giorni necess. per l'export</b>	<b>Costo per l'export (USD per container)</b>	<b>Numero docum. per l'import</b>	<b>Giorni necess. per l'import</b>	<b>Costo per l'import (USD per container)</b>
Est Asia & Pacifico	6,7	23,3	902,3	7,1	24,5	948,5
Est Europa & Asia Centrale	7,1	29,7	1.649,10	8,3	31,7	1.822,20
America latina e Caraibi	6,9	19,7	1.229,80	7,4	22,3	1.384,30
Medio Oriente e Nord Africa	6,5	23,3	1.024,40	7,6	26,7	1.204,80
OECD	4,5	10,7	1.069,10	5,1	11,4	1.132,70
Sud Asia	8,5	33	1.339,10	9	32,5	1.487,30
Africa Sub-Sahariana	7,8	34,7	1.878,80	8,8	41,1	2.278,70
<b>Est Asia &amp; Pacifico</b>	<b>6,7</b>	<b>23,3</b>	<b>902,3</b>	<b>7,1</b>	<b>24,5</b>	<b>948,5</b>
Cambogia	11	22	732	11	30	872
Cina	7	21	460	6	24	545
Hong Kong, Cina	4	6	625	4	5	633
Corea del Sud	4	8	767	6	8	747
Indonesia	5	21	704	6	27	660
Malesia	7	18	450	7	14	450
Filippine	8	16	816	8	16	819
Taiwan, Cina	7	13	757	7	12	769
Tailandia	4	14	625	3	13	795
Vietnam	6	24	734	8	23	901

Fonte : dati WorldBank – Doing Business

Wilma Vergi

## Il sistema bancario e finanziario

### Introduzione

Il sistema bancario del Vietnam ha mostrato progressi significativi nel corso degli ultimi anni. Tuttavia, vari sono i punti di debolezza che ancora emergono, quali la modesta patrimonializzazione e la scarsa trasparenza sulla qualità del portafoglio impieghi, la debolezza delle procedure di recupero. Il potenziale di crescita, soprattutto nel segmento retail, rimane elevato, anche in considerazione del fatto che gran parte del credito erogato negli ultimi anni è stata destinata al settore corporate, in particolare nel segmento immobiliare.

Il peso delle maggiori banche pubbliche è ancora consistente. La loro quota di mercato sul totale attivo è pari a circa il 60%. Questa categoria beneficia di una maggiore forza nel mercato dei depositi, rispetto alle banche private di minori dimensioni che si dimostrano invece più aggressive, soprattutto sul mercato del credito. In alcune banche private sono presenti con una quota di capitale le maggiori banche internazionali. La presenza delle banche estere è ancora modesta a causa di restrizioni normative che stanno tuttavia per essere rimosse, in seguito all'adesione del Vietnam al WTO.

Sono in corso di approvazione diversi progetti di riforma relativi sia alla vigilanza sia all'operatività bancaria, indispensabili per supportare un adeguato rafforzamento del sistema bancario.

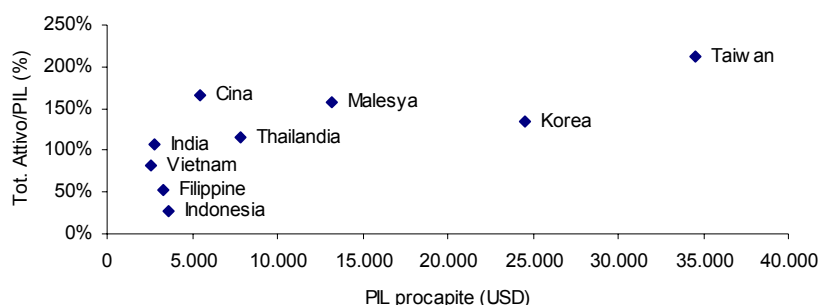
### Il sistema bancario

#### Evoluzione e struttura

Il sistema bancario vietnamita è ancora in una fase iniziale di sviluppo data la sua breve storia di apertura del sistema economico, dopo un prolungato periodo di controllo pubblico.

Anche rispetto ai principali paesi dell'area asiatica, il Vietnam mostra un significativo potenziale di crescita, soprattutto in considerazione del livello di reddito pro capite ancora basso, ma atteso in aumento nei prossimi anni.

**Tot Attivo bancario/PIL e PIL pro capite (2007)**



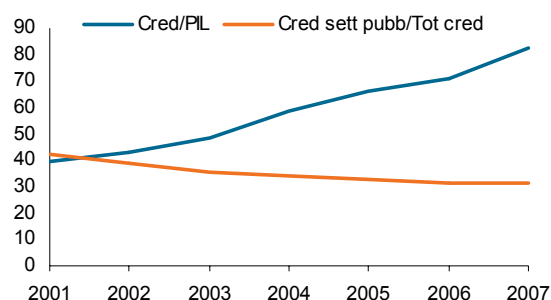
Fonte: EIU ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La rapida crescita del credito, a tassi annualizzati medi del 33,4% dal 2004, sostenuta da una forte domanda del settore corporate, se da un lato ha innalzato il grado di finanziarizzazione del paese, dall'altro ha introdotto elementi di possibile vulnerabilità. Nel 2007, infatti, sono saliti indicatori quali il Credito/PIL (attorno al 90% dal 40% circa nel 2001, secondo dati FMI) ed M2/PIL (al 112% dal 23.8% nel 1996). Il credito concesso nel paese appare elevato anche rispetto agli altri paesi dell'area, tenuto conto del basso livello del PIL pro capite, che a fine 2007 era pari a USD 835 in Vietnam, a fronte ad esempio di USD 1900 in Indonesia e USD 1600 nelle Filippine.

### Struttura del sistema bancario

Banche pubbliche (num)	5
Banche commerciali domestiche (num)	34
Filiali banche estere+Joint venture banks (num)	42
Market share (% su Dep.) banche pubbliche *	60
Market share (% su Dep.) altre banche commerciali *	30
Market share (% su Dep.) banche estere+jv*	9
Market share (% su TA) 15 maggiori banche	92,4
Ind. EIU di rischio del sistema bancario**	63

### Credito/PIL e quota al settore pubblico



Fonte: SBV, FMI. EIU. Nota: \*le quote di mercato sono tratte da Vo Tri Thanh, Pham Chi Quang (2008), p. 8. \*\*100=elevato.

Fonte: IMF ed elaborazioni IntesaSanpaolo.

In Vietnam operano 5 banche commerciali controllate dallo Stato – quattro di grandi dimensioni ed una minore, con circa il 60% dei depositi e del totale attivo - e più di 70 banche commerciali private, di cui 34 banche insediate nelle città che coprono una quota di mercato pari a circa il 30%; 5 banche, di modeste dimensioni, costituite in joint venture con banche straniere, e 37 filiali di banche estere con una quota del 10%. Secondo le ultime informazioni pubblicate sul sito della SBV, il numero complessivo delle filiali nel paese è pari a 1171, il 44% delle quali (pari a 515 filiali) appartiene alle banche pubbliche ed il 51% (593 filiali) alle banche commerciali nazionali. La densità quindi delle filiali rispetto alla popolazione è molto bassa: pari a circa 1,4 filiali ogni 100.000 abitanti.

La frammentazione del sistema bancario del Vietnam rappresenta un fattore di debolezza. Tra le principali banche vi sono Vietcombank (Banca per il commercio estero del Vietnam), controllata dallo Stato che ha sede ad Hanoi ed ha filiali in tutto il paese; Bank for Industry and Trade (Vietinbank), anch'essa controllata dallo Stato, nata dalla scissione della banca centrale, presente sull'intero territorio nazionale; nonché Bank for Investment and Development (BIDV) che svolge un ruolo primario nel finanziamento delle infrastrutture, e fra, le banche private, Asia Commercial Bank (ACB) e Technological and Commercial Bank (Techcombank). Nel corso dell'ultimo decennio le banche maggiori hanno assorbito alcune banche di minori dimensioni in difficoltà. Alla luce della elevata frammentazione del sistema e della fragilità di alcune banche piccole e locali, soprattutto in tema di qualità del portafoglio crediti, è atteso un analogo processo di integrazione nei prossimi anni.

Le filiali di banche estere sono 37, mentre gli uffici di rappresentanza sono più di 50, gran parte dei quali operano pressoché esclusivamente a supporto delle imprese connazionali che lavorano in Vietnam. Nel giugno 2007, anche in seguito



all'adesione al WTO<sup>36</sup>, la banca centrale (State Bank of Vietnam-SBV) ha emanato la regolamentazione per l'attuazione della normativa sulla struttura e l'organizzazione delle banche a proprietà straniera. Le banche estere attualmente possono costituire filiali controllate al 100%, con un totale attivo superiore a USD 10 Mld, e con la possibilità di raccogliere depositi in dong e di emettere carte di credito.

Il limite alle partecipazioni estere è stato portato al 15% per un singolo investitore, ma è pari al 30% per il complesso degli investitori esteri presenti in una banca. HSBC, Standard Chartered e l'australiana ANZ hanno ottenuto recentemente la licenza a costituire proprie banche, interamente quindi estere<sup>37</sup>.

#### Principali partecipazioni di banche estere

Banca estera	Quota (%)	Banca domestica
HSBC Holdings Plc	20	Techcombank
Standard Chartered Plc	15	ACB
SMFG	15	Eximbank
Maybank *	15	ABBank
ANZ	10	Sacombank
BNP Paribas	10	Oricombank
Deutsche bank *	10	Habubank
Oversea-Chinese banking Corp *	10	VP Bank
United Overseas bank *	10	Phuong Nam
Mirae Asset Securities	15	Phuong Nam
Société Generale	10	SeAbank

Fonte: stampa specializzata. Informazioni aggiornate al 15 agosto 2008. Nota: \* la banca estera ha presentato richiesta per incrementare la partecipazione di un ulteriore 5%.

Nel 2007 sono state presentate 46 richieste di autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria (22 da parte di banche domestiche e 24 da entità estere), un numero record per il Vietnam. Nonostante la frammentazione e l'alto grado di bancabilità del sistema, negli ultimi mesi la banca centrale ha assegnato circa altre 10 licenze ad azionisti domestici. Per una maggiore solidità del sistema sarebbe stata auspicabile l'attuazione di un processo di concentrazione piuttosto che l'aumento del numero delle banche<sup>38</sup>. Le incertezze sulla adeguatezza di questa decisione aumentano in considerazione del fatto che le licenze sono state

<sup>36</sup> Il Vietnam è divenuto membro del WTO nel novembre 2006 e si è impegnato ad abolire progressivamente ogni restrizione alle banche estere entro il 2010. Dalla stampa specializzata, tenuto anche conto del difficile momento sui mercati, emergono timori di un ritardo nell'adeguamento della normativa.

<sup>37</sup> Secondo fonti di stampa specializzata, in passato varie banche estere hanno cercato di acquisire il controllo di una banca vietnamita, quali l'austriaca Raiffeisen International, ING, Barclays e Bank of America. HSBC detiene una quota del 14,5%, ed ha chiesto di poterla portare al 20%, in Techcombank, la terza joint stock bank per profitti, che si va rapidamente espandendo nel retail, con l'apertura di nuove 50 filiali entro il 2008, oltre alle attuali 120. ANZ ha aperto la sua prima filiale ad Hanoi nel 1993, ed ha gradualmente ampliato l'offerta a clientela retail e corporate, rilevando anche il 10% in Sacombank, una joint stock bank ed un altro 10% nella sua controllata specializzata nella negoziazione. ANZ intende aprire 12 filiali entro il 2008.

<sup>38</sup> L'elevato numero di richieste di nuove licenze bancarie da parte di soggetti esteri deriva anche dalla mancanza di banche con fondamentali solidi, disponibili sul mercato, e che potessero rappresentare potenziali target, secondo quanto dichiarato dal governatore della SBV lo scorso gennaio (su questo punto si veda Herd instinct warnings as foreign banks rush in, in The Banker, 2 January 2008). Prima delle recenti correzioni sui mercati azionari, alcune banche erano quotate 15 volte il loro book value, con un PE ratio di 30 volte, valutazioni difficili da spiegare sulla base dei fondamentali.

date ad imprese industriali (anch'esse pubbliche) che non svolgono attività bancaria (soprattutto nei settori utility e real estate)<sup>39</sup>.

Il graduale processo di dismissione di quote delle banche pubbliche è stato rallentato a causa delle difficili condizioni dei mercati. Il Governo fino ad ora ha venduto solo una quota di minoranza in Vietcombank e ad investitori domestici. Le banche estere possono presentare offerte per l'acquisto di una quota fino al 15% anche nelle maggiori banche pubbliche secondo la normativa, ma da più parti sulla stampa specializzata emerge che è più realistico ritenere che lo Stato cederà quote inferiori, fra il 7% e il 10%, ad investitori esteri.

Ancora non molto sviluppato è il parabancario: in questo settore operano in particolare alcune società di leasing finanziario.

La valutazione sintetica delle agenzie di rating sul sistema bancario è modesta, ed è stata parzialmente migliorata, ma la crisi internazionale ed i punti di debolezza delle banche vietnamite che ancora permangono fanno ritenere molto improbabile un suo ulteriore prossimo miglioramento<sup>40</sup>. Nell'aprile 2007 S&P ha elevato la posizione delle banche del Vietnam portando il Banking Industry Country Risk Assessment (BICRA) dal Gruppo 10 – che è quello di qualità inferiore - al Gruppo 9 (il range va da 1 a 10 i sistemi bancari con indicatore di rischio migliore appartengono al Gruppo 1). La decisione riflette principalmente il miglioramento delle condizioni di rischio economico determinato dalle favorevoli prospettive di crescita, sostenute dagli investimenti e dai guadagni di produttività, nonché dalle migliori infrastrutture (anche se ancora inadeguate)<sup>41</sup>.

Fitch colloca il sistema bancario del paese nel raggruppamento più basso: il Banking System Indicator (BSI) – che misura la qualità del sistema bancario, in una situazione stand alone, partendo dal rating individuale dei singoli istituti - del Vietnam, infatti, è pari a E (in un range che va da A, il migliore, ad E, il gruppo con minore qualità)<sup>42</sup>.

Anche Moody' pone il Bank Financial Strength Ratings delle banche del Vietnam a livello basso (D-), in un range che va da A ad E, allo stesso livello, fra gli altri, della Cina, dell'Ucraina e del Venezuela<sup>43</sup>.

#### Principali indicatori bancari

	2004	2005	2006	2007	2008E
Attivo/PIL (%)	62	67	70	81	85
Depositi/PIL (%)	42	48	50	69	74
Impieghi/Depositi	97	94	94	89	86
Depositi (var annua %)	22	33	22	59	23
Crediti (var annua %)	29	29	21	51	19

Fonte: EIU su dati BakScope. Nota: i dati si riferiscono alle banche commerciali con assets superiori a USD 0,75 mld.

<sup>39</sup> Cfr. Fitch, Vietnamese Banks, A Home-Made Liquidity Squeeze?, 5 June 2008.

<sup>40</sup> Si consideri che anche l'Outlook del Vietnam è stato modificato a Negativo dalle 3 agenzie nei mesi di maggio e giugno.

<sup>41</sup> S&P, Banking Industry Country Risk Assessment On Vietnam Raised to Group 9 From Group 10, April 23, 2007.

<sup>42</sup> Cfr. Fitch, Bank Systemic Risk Report, 7 April 2008.

<sup>43</sup> Cfr. Moody's, Banking System Outlook, October 2008.

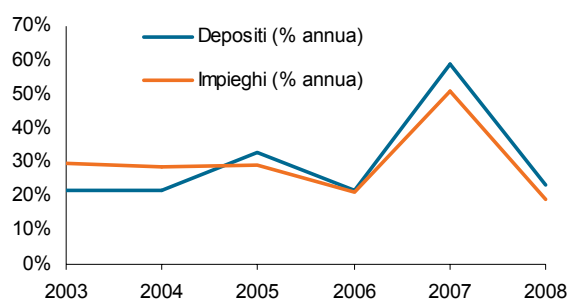
## La raccolta e la liquidità

La maggior parte della forte crescita degli impieghi registrata negli ultimi anni è stata finanziata con i depositi, soprattutto nelle 4 maggiori banche pubbliche e nelle maggiori banche private. I dati disponibili mostrano un trend in miglioramento nella liquidità del sistema con un rapporto impieghi/depositi (attualmente prossimo al 90%) in calo. E' da notare il graduale incremento dei depositi sul PIL passati dal 40% nel 2003 a circa il 70% nel 2007, atteso in ulteriore leggero aumento nell'anno in corso. I depositi vengono alimentati anche dalle consistenti rimesse degli emigranti che nel 2008 sono stimate pari a USD 8 mld (+60% rispetto al 2007)<sup>44</sup>.

I sistemi bancari dell'Asia stanno soffrendo solo in via indiretta degli effetti della crisi dei mutui subprime USA<sup>45</sup>. Dopo anni di crescita robusta, tuttavia, anche le banche asiatiche si sono trovate ad affrontare una fase di elevata turbolenza che non assume comunque i caratteri di crisi, quale quella degli anni '90, grazie ad una più prudente gestione del rischio di cambio e di un più adeguato asset-liability matching<sup>46</sup>. E' atteso ora un aumento del costo del credito, dopo che questo si è collocato a livelli storicamente molto bassi. Nell'area asiatica le banche del Vietnam appaiono quelle più vulnerabili<sup>47</sup>.

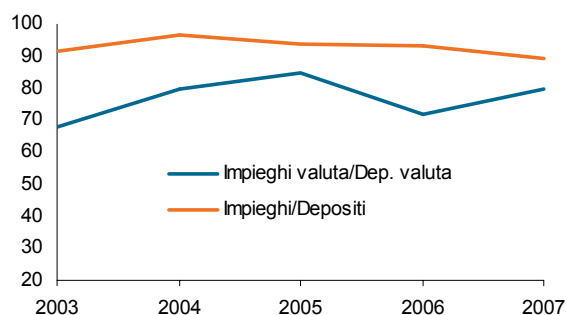
Le banche del Vietnam hanno subito solo marginalmente gli effetti dell'allargamento degli spread derivante dalla crisi finanziaria internazionale, in quanto la loro dipendenza dal debito estero rimane bassa. La lezione della crisi degli anni '90 e l'abbondante liquidità domestica - con alti tassi, un crescente grado di penetrazione nel settore retail e crescenti afflussi di capitale - hanno ridotto infatti il ricorso alle fonti estere<sup>48</sup>.

### Impieghi e depositi: variazioni annue



Fonte: SBV, EIU.

### Liquidità



Fonte: IMF, Fitch.

<sup>44</sup> Fonte Reuters, che cita SBV, 5 agosto 2008.

<sup>45</sup> In questo senso anche Moody's, Vietnam International Bank, Credit Opinion, 4 July 2008.

<sup>46</sup> Moody's sottolinea: "Strong liquidity is an important factor in emerging markets like Vietnam, where deposits can be highly confidence sensitive", in Vietnam International Bank, Credit Opinion, 4 July 2008.

<sup>47</sup> In questo senso si veda anche S&P, Slower Economic Growth Poses Turbulence But No Crisis For Asian Banking Systems, 11 Sep 2008: "...some of the systems have weak banks that could face financial distress. Vietnam and Taiwan, which have fragmented and fiercely competitive banking industries, are prominent examples".

<sup>48</sup> Modesta è la quota degli investimenti diretti esteri destinati al settore bancario: in base ad una stima di Vo Tri Thanh, Pham Chi Quang, Managing Capital Flows: The Case of Viet Nam, ADB Institute, Discussion Paper n. 105, May 2008, p.20 la quota all'ottobre 2007 era pari al 2,46% del totale.

Nel corso del 2008, con l'obiettivo primario di controllare l'inflazione, la SBV ha attuato una politica monetaria restrittiva utilizzando vari strumenti con impatto sull'operatività delle banche: 1. l'aumento del coefficiente di riserva obbligatoria dal 10% all'11%; 2. l'aumento del tasso di interesse prime dall'8,25% al 14%; 3. l'acquisto di compulsory promissory notes per VND 20.3 trilioni complessivi da parte delle banche commerciali; 4. un target alla crescita degli impieghi del 30% nel 2008, rispetto ad una crescita effettiva pari ad oltre il 50% nel 2007; 5. limiti agli impieghi al settore immobiliare e per il trading azionario volti a limitare speculazioni.

In un'ottica di lungo periodo, il potenziale di crescita nel segmento retail per le banche del Vietnam è elevato, poiché il grado di penetrazione è ancora relativamente basso<sup>49</sup>. A fine 2007 vi erano 4300 ATM in Vietnam, e 8,3 milioni di carte bancomat. Il 64% di queste macchine era collocato a HCM City e ad Hanoi. La SBV si aspetta che nel 2008 il numero di ATM aumenterà a 6900<sup>50</sup>. Alcune ricerche di mercato evidenziano come il reddito procapite a Ho-Chi-Minh sia pari a circa USD 2400, quindi pari a circa il triplo della media del paese<sup>51</sup>.

### Gli impieghi

Nel 2007 gli impieghi totali hanno registrato una crescita sensibile, pari al 53%, trainati dalla elevata liquidità disponibile e dalla forte domanda di prestiti da tutti i settori dell'economia. Al fine di contenere l'inflazione, le autorità centrali intendono rallentare la crescita degli impieghi al di sotto del 30% nel 2008. Nei primi 4 mesi del 2008, la crescita degli impieghi ha già raggiunto circa il 15% rispetto al 10% dello stesso periodo dello scorso anno, ma in aprile in effetti si è registrato un rallentamento. Le banche più attive sono state le banche commerciali private, che hanno registrato nel 2007 un aumento degli impieghi superiore al 100%. Con il supporto degli investitori strategici esteri, azionisti di minoranza, alcune delle maggiori banche private in particolare hanno ampliato la gamma di prodotti offerti, migliorando la quota di mercato.

Le quattro maggiori banche (pubbliche) sono state meno aggressive nei confronti dei loro clienti, registrando un più moderato +24%. In vista di una loro parziale privatizzazione, queste banche sono ora particolarmente attente a rafforzare il grado di patrimonializzazione e a sostenere la qualità del portafoglio impieghi. Ciò ha comportato una notevole diminuzione della quota di mercato delle banche pubbliche dal 62% nel 2006 all'attuale 50%.

Una buona quota delle nuove erogazioni degli impieghi (25%) è stata destinata nel 2007 al settore immobiliare, sia commerciale sia residenziale, in parte anche per fini speculativi.

È importante evidenziare che la quota degli impieghi alle imprese pubbliche si è contratta dal 52,7% del totale dei crediti nel 1996 al 31,5% nel 2007, ma va tenuto

---

<sup>49</sup> Secondo Vo Tri Thanh, Pham Chi Quang, p. 38, circa il 50% del risparmio delle famiglie non è depositato in banca e attualmente solo l'8% della popolazione (pari a 85 milioni di persone) ha un conto corrente.

<sup>50</sup> Cfr. Fitch, Vietnamese Banks, A Home-Made Liquidity Squeeze?, 5 June 2008, p.8.

<sup>51</sup> Negli ultimi 15 anni il Vietnam ha raggiunto il più rapido tasso di declino della povertà. Il tasso di povertà misurato come percentuale della popolazione che vive con meno di USD 1 al giorno è sceso dal 58% nel 1993 al 16% nel 2006, ossia 34 milioni di persone sono uscite dalla povertà. Per un esame dei fattori che hanno sostenuto tale risultato si veda Ajay Chhibber, Vietnam Leads the Way in Tackling Poverty, in The Banker, 04 February 2008.

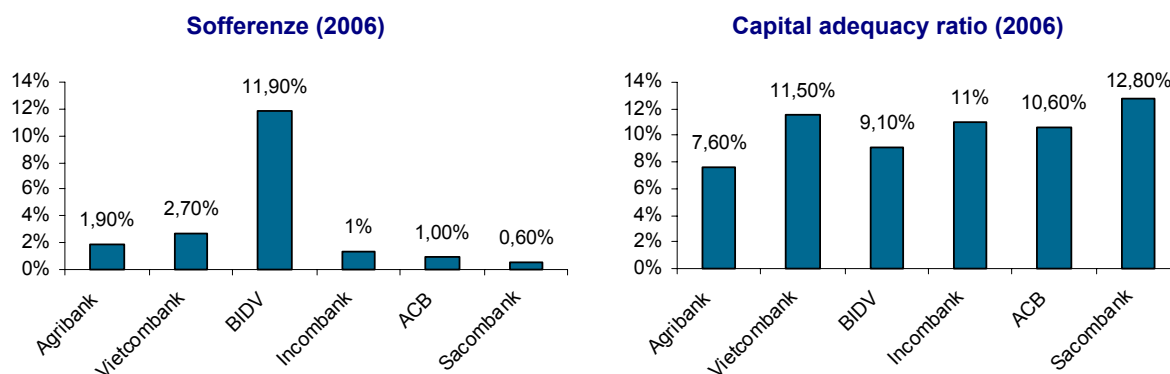
presente che è difficile valutare esattamente l'entità di tale variazione anche per le incertezze legate alla definizione stessa di "impresa pubblica". In molti casi, infatti, le imprese rientrano nel comparto privato, ma sono controllate da altre imprese pubbliche.

Secondo informazioni di stampa, circa il 50% dei prestiti del sistema gode di garanzia immobiliare e ciò potrebbe essere un indicatore di debolezza, poiché come in altri paesi emergenti che applicano sistemi di risk management non ancora avanzati, le banche del Vietnam mostrano una preferenza ad erogare prestiti con garanzia per ridurre i rischi, ma vi è il timore che possano essere stati erogati a fronte di immobili sopravvalutati.

Un fattore di squilibrio è dato dal mismatching delle scadenze. I depositi a breve termine coprono circa il 75% dei depositi totali, ma la quota dei crediti a medio-lungo termine sul totale crediti è salita dal 22% nel 1995 al 40% circa negli ultimi anni<sup>52</sup>.

La qualità del portafoglio impieghi rimane debole. Inoltre, la supervisione della banca centrale nella classificazione degli impieghi è generalmente ritenuta al di sotto delle best practices internazionali. Il grado di trasparenza in questo ambito è tuttora valutato come debole.

Le sofferenze rapportate agli impieghi sono scese al 3%, secondo gli standard domestici, al 6% circa secondo i criteri IFRS a fine 2007, come indicato dalla banca centrale. Tale evoluzione deriva sia dalla forte crescita degli impieghi, sia dalle rettifiche effettuate, nonché dalla rivalutazione di alcuni prestiti. Tuttavia, il FMI le stima attorno al 15%-20% del PIL<sup>53</sup>. Si consideri, inoltre, che una parte consistente delle sofferenze che sono collateralizzate, non sono comunque pienamente recuperabili a causa del debole sistema legale che rende particolarmente difficili le procedure di recupero.



Fonte: EIU ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fonte: Fitch, Reuters.

Per effetto della crescente dollarizzazione del Vietnam, gli impieghi in dollari rappresentano circa ¼ del totale. La domanda di impieghi in dollari è stata sostenuta dal differenziale dei tassi di interesse, più bassi in dollari rispetto a quelli in dong, che ha più che compensato il limitato (ma costante) apprezzamento del dollaro verso il dong.

<sup>52</sup> Cfr. Vo Tri Thanh, Pham Chi Quang, cit., p. 27

<sup>53</sup> L'incertezza sull'entità delle sofferenze è elevata. In *The Banker*, The silk glove that needs an iron fist, 1 December 2007, si legge: "Some foreign bankers say that, under international accounting rules, official statistics showing non-performing loans of only 2.1% in the financial system in the year to date would more likely be as high as 25%".

Contrariamente a quanto avvenuto negli anni del boom del credito del 1999-2000, gli impieghi in valuta, destinati prevalentemente ad imprese pubbliche, sono saliti di recente più degli impieghi totali. La dollarizzazione può aver aumentato la vulnerabilità del sistema bancario, specie per il fatto che non è chiaro se il rischio di cambio è stato adeguatamente coperto.

Con il recente aumento dei tassi di interesse in dong, la domanda di impieghi in dollari è attesa crescere ancora, mentre l'offerta di depositi in dollari subirà un rallentamento, esercitando pressioni sul matching valutario. Il ricorso all'indebitamento estero solleva timori di tensione soprattutto nell'attuale fase di restrizione della liquidità e di maggiori incertezze nell'economia del paese.

Sulla base delle informazioni sinora disponibili, le banche del Vietnam non risultano direttamente esposte ai titoli subprime USA. Ciò non sorprende alla luce delle numerose opportunità di investimento a livello nazionale, della regolamentazione e dei controlli sul capitale, nonché delle limitate possibilità di effettuare operazioni offshore.

### Redditività e patrimonializzazione

Il risultato netto delle banche è ancora molto legato alla dinamica del margine di interesse. L'incidenza delle commissioni va gradualmente aumentando, ma offre ancora solo una parziale copertura in caso di flessione del margine. La politica restrittiva attuata dalla banca centrale ha avuto un impatto negativo sui margini delle banche, a causa del lag temporale con cui esse hanno effettuato il repricing.

Dopo la rimozione del tetto del 12% ai tassi sui depositi, le tensioni di liquidità soprattutto sulle banche minori sono attese allentarsi. L'aumento dei tassi, tuttavia, potrebbe portare ad un aumento dei costi del credito, soprattutto per le banche minori, che sono cresciute rapidamente nel settore immobiliare e nel comparto degli investitori sul mercato azionario<sup>54</sup>. Il trend di riduzione del margine di interesse è atteso proseguire anche per effetto della crescente concorrenza.

I costi operativi sono attesi in crescita per effetto dell'aggiornamento dei sistemi informatici, del miglioramento delle infrastrutture, il lancio di nuovi programmi di recruiting e di formazione del personale, nuove assunzioni e l'apertura di nuovi ATM e filiali.

### Redditività e patrimonializzazione.

%	2004	2005	2006	2007	2008E
Spread sui tassi di interesse	3,55	3,88	3,55	3,70	6,00
Margine di interesse/Attivo	3,0	3,0	3,1	3,3	3,5
ROA	nd	nd	1,18**	1,72**	nd
ROE	nd	nd	21,25**	26,83**	nd
Capitale/Credito al sett. privato	13,4	12,0	13,6	16,0	16,2

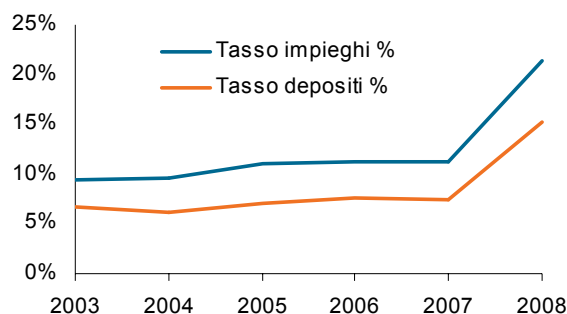
Fonte: SBV, FMI, EIU. Nota: \*previsioni 2008 EIU.\*\*media riferita alle maggiori 6 banche.

Il forte rialzo dei tassi ha ridotto la capacità di rimborso del debito da parte di molti prenditori, secondo S&P, che si attende di conseguenza effetti negativi dapprima sulla qualità del credito al consumo e di seguito delle altre categorie di impieghi.

<sup>54</sup> Va detto che le autorità centrali hanno richiamato le banche a limitare il credito finalizzato ad operare sul mercato azionario, ma hanno altresì ammesso la difficoltà a controllare la destinazione delle erogazioni bancarie.

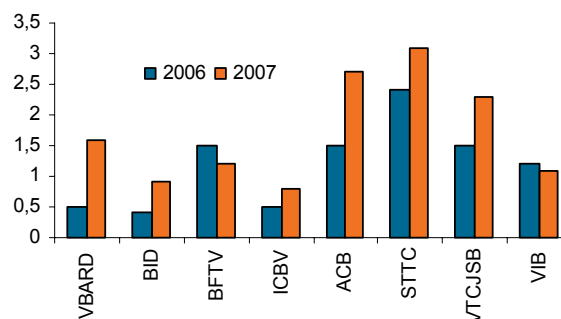
Recentemente la SBV ha elevato i requisiti minimi di capitale, anche al fine di favorire il consolidamento del sistema<sup>55</sup>.

### Spread bancario



Fonte: EIU ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

### ROA (%) maggiori banche pubbl. e private



Fonte: Fitch.

Le maggiori 4 banche, che derivano dalla scissione della SBV, operano tradizionalmente nel settore che la stessa loro denominazione riporta. Spesso venivano utilizzate quale strumento per il finanziamento di programmi pubblici rivolti alle imprese statali, ma più recentemente si vanno orientando in misura crescente verso il retail. In vista della loro privatizzazione esse hanno prestato particolare attenzione al miglioramento del grado di patrimonializzazione, dell'asset quality e della contabilità/trasparenza. Recentemente la proprietà è stata trasferita dalla SBV ad una unità separata (State Capital Investment Corporation) sotto il controllo del Ministero delle Finanze al fine di aggirare i conflitti di interesse. Questa unità intende cedere parte degli asset, con l'obiettivo di inserire le maggiori banche internazionali come azionisti strategici.

Per quanto concerne le attuali tensioni di liquidità, le agenzie di rating non hanno manifestato preoccupazioni per le banche pubbliche, che mostrano una posizione sul mercato dei depositi molto forte e potrebbero beneficiare di una nuova fase di flight to quality. Rispetto ai concorrenti privati, la categoria infatti ha accesso a fonti di finanziamento più ampie, anche internazionali. La crescita dei depositi (attorno al 22% nel 2007), ha supportato la crescita degli impieghi. Le sofferenze sono diminuite, ma la qualità degli impieghi è più debole rispetto alle banche private<sup>56</sup>. Secondo gli standard IFRS gli impieghi incagliati sono attorno al 6% per le banche state-owned commercial banks (SOCB), con la Vietcombank con il livello più elevato pari al 14,4%. La differenza fra IFRS e gli indici domestici VAS va riducendosi (anche per effetto dell'introduzione di aspetti qualitativi nella classificazione VAS), sebbene i dati rivelino una debolezza soprattutto nelle banche con la maggiore rete territoriale, come Agribank. Il capitale rapportato al totale attivo ammontava al 5,6% a fine 2007, mentre rapportato agli impieghi era pari al 9,2%, alla stessa data. La capitalizzazione appare pertanto debole, data la qualità del portafoglio crediti, la fragilità e la volatilità dei risultati a causa delle tensioni macroeconomiche e finanziarie e la debolezza istituzionale.

Per quanto concerne le banche private, attive soprattutto nelle aree urbane, la Asian Development Bank le ripartisce in 3 sottocategorie: le maggiori 5 fra cui

<sup>55</sup> Secondo le più recenti disposizioni, le Joint stock banks devono avere un capitale di VND 1 tril (USD 60 mln dal 2008, e VND 3 tril (USD 185 mln) dal 2010. Si stima che metà delle banche della categoria rispettino i requisiti. Le State owned commercial banks devono invece avere un capitale minimo di VND 3 tril dal 2008.

<sup>56</sup> I dati riportati in questo paragrafo sono tratti da Fitch, Vietnamese Banks, June 2008, p. 6.



Techcombank, Saccombank e ACB ciascuna con una banca internazionale fra gli azionisti di minoranza (HSBC, Australia and New Zealand Banking (ANZ) e Standard Chartered rispettivamente; altre 19 banche con tassi di crescita molto elevati in mercati di nicchia e 12 banche di piccole dimensioni. Le maggiori banche private mostrano bilanci in equilibrio con una buona base di depositi, più forte in genere rispetto a quella delle banche minori sostenuta dalla presenza degli azionisti esteri e una base del funding più diversificata.

La patrimonializzazione di questa categoria appare soddisfacente con il rapporto equity/impieghi che si colloca fra il 13% e il 21%. Non vi sono segnali di preoccupazione per la qualità del portafoglio impieghi, sebbene in un contesto di tassi in aumento essa potrebbe diventare fonte di preoccupazione data la forte crescita dei crediti. La redditività rimane buona dati gli alti volumi.

Le altre banche private di minori dimensioni appaiono più deboli nell'attuale fase di forte tensione sul mercato della liquidità. Negli ultimi anni hanno finanziato la forte crescita degli impieghi, attirando i depositi con tassi elevati. La banca centrale ha dichiarato di aver già fornito liquidità ad alcune banche. La debolezza delle banche minori rende probabili in un futuro prossimo acquisizioni da parte di quelle maggiori.

#### Le 10 maggiori banche per TA (2007).

	Controllo*	Total Assets (USD m)	NPL/ Cred. Tot 2006	Equity/ total assets	Cost/ income	ROA %	ROE %	Rating**
VBank for Agriculture and Rural Development (Agribank)	Pubblica	18090	1,9	6,1	44,0	1,6	30,2	-/-
Bank for Investment and Development (BIDV)	Pubblica	12518	11,9	4,3	44,1	0,9	24,4	-/Ba2/-
Bank for Foreign Trade of Vietnam (Vietcombank)	Pubblica	12274	2,7	5,7	Nd	1,2	20,6	BB/-/-
Vietnam Bank for Industry & Trade (Vietinbank)	Pubblica	10660	1,4	6,4	45,21	0,8	14,1	-/-
Asia Commercial Bank (ACB)	Privata ( <i>Standard Chartered</i> )	5308	1,0	7,3	Nd	2,7	44,3	-/Ba2/-
Saigon Thuong Tin CJSB	Privata ( <i>ANZ</i> )	4014	0,6	11,4	Nd	3,1	27,4	-/-
Vietnam Technological and Commercial Joint Stock Bank	Privata ( <i>HSBC</i> )	2457	Nd	9,4	Nd	2,3	24,4	-/Ba2/-
Vietnam International Bank (VIB)	Privata	2443	1,97	5,6	44	1,1	18,3	-/Ba2/-

Fonte: *The Banker*, Moody's. Nota: \*fra parentesi gli azionisti esteri. \*\*rating: S&P/Moody's/Fitch. Il rating del Vietnam è BB/Ba3/BB-.

#### Le riforme attualmente in corso

Le autorità centrali hanno adottato numerosi provvedimenti ed altri sono in discussione, per la necessità di attuare riforme in vari campi, nella vigilanza, in ambito operativo, ma anche nella disciplina giuridica, soprattutto nelle procedure di recupero crediti. Il FMI stima il costo complessivo delle riforme bancarie in Vietnam al 15%-20% del PIL<sup>57</sup>.

57 In varie occasioni il FMI ha mostrato apprezzamento per i provvedimenti adottati dalle autorità centrali in tema di controllo del credito, ma nel contempo ha sottolineato la necessità di ulteriori riforme: "The new possibilities for financing through the capital market, JSBs, and foreign-owned banks have increased the urgency of banking system reform. The staff welcomes the government's plans to accelerate the equitization of the main SOCBs, and urges it to offer adequate scope and incentives for participation by foreign strategic investors.", IMF, *Country Report*, No.07/387, December 2007, p.19.



Con riferimento alle sofferenze, in particolare, al fine di una più adeguata risposta istituzionale, sarebbe necessaria dapprima una chiara valutazione delle dimensioni del problema. Gli sforzi delle autorità centrali si concentrano attualmente sulla scarsa informazione e sulla opacità della contabilità. È in corso inoltre un progetto di creazione di *credit bureau* con il sostegno dell'International Financial Corporation (World Bank).

Attualmente sono all'esame vari provvedimenti legislativi nel settore che riguardano sia il ruolo e le funzioni delle autorità di vigilanza sia l'operatività delle banche. Si tratta, fra i principali, di provvedimenti riguardanti 1. l'indipendenza della SBV; 2. la riforma del mercato monetario e quindi del mercato secondario dei titoli obbligazionari; 3. nell'ambito dei mercati finanziari, la transizione alla struttura regolamentare inglese dal 2010 nonché 4. dopo il 2010, la costituzione di una entità per la gestione delle riserve valutarie<sup>58</sup>.

In ambito operativo, viene auspicata anche per le banche pubbliche la libertà di definire tassi e condizioni concorrenziali. Gran parte dei risultati delle banche infatti derivano ancora dal margine di interesse (che è relativamente stretto rispetto ai peers asiatici), ma una adeguata diversificazione delle fonti di ricavo potrebbe aumentare la loro capacità di far fronte a fasi cicliche di rallentamento del credito. Nel 2006, ad esempio, le banche e soprattutto quelle pubbliche sono state incoraggiate a fissare un tetto sui tassi sui depositi per evitare una loro escalation e la compressione dei margini.

Sul fronte della supervisione, è in programma la modifica del rapporto fra la SBV e le banche commerciali. Attualmente, infatti, la banca centrale è contemporaneamente autorità di vigilanza e azionista di varie banche, con evidenti conflitti di interesse. Il programma di revisione prevede la cessione delle partecipazioni e l'assegnazione alla SBV delle sole funzioni di vigilanza sul settore bancario e di esercizio della politica monetaria.

Per quanto concerne l'assicurazione dei depositi, introdotta nel 2000, è prevista una copertura fino a VND 50 milioni (circa USD 3000).

## I mercati finanziari

### I mercati azionari

Come negli altri paesi asiatici, i mercati finanziari del Vietnam sono cresciuti rapidamente negli ultimi anni. Le tappe più significative in Vietnam sono state la costituzione della State Securities Commission (SSC) nel 1995 e delle due borse, Ho-Chi-Minh City Securities Trading Centre nel 2000 e Hanoi Securities Trading Centre nel 2005, ancora focalizzate prevalentemente su società di modeste dimensioni. Nel maggio 2007 HOSTC è stato trasformato in Ho Chi Minh City Stock Exchange (HOSE).

La normativa in termini di requisiti per la quotazione, trasparenza informativa e supervisione è stata gradualmente allineata, anche se ancora parzialmente, agli standard internazionali. Particolare attenzione è stata rivolta agli intermediari finanziari, ed è una preconditione per lo sviluppo del mercato azionario. Negli ultimi anni i broker/dealer sono rapidamente saliti: da 14 a fine 2005 agli attuali 60

---

<sup>58</sup> Cfr. Moody's, Bank for Investment & Development of Vietnam, Credit analysis, June 2008.

circa. La quota che gli investitori esteri possono acquistare è stata portata dal 20% al 30% nel 2003 e, infine, al 49% nel 2005. Va considerato, inoltre, che l'operatività delle joint venture fra le società domestiche ed estere sono sottoposte al limite del 49% per i partner esteri (che dovrebbe essere portato al 100% nel 2012).

I provvedimenti più recenti hanno riguardato l'alleggerimento delle condizioni per la quotazione (nel 2003), nonché agevolazioni fiscali per le società quotate (2006). Per effetto di tali agevolazioni il numero di società quotate è passato da 30 a 106 solo nel 2006, che si sono poi portate a 138 nel 2007. Il turnover giornaliero è salito a USD 50 m. Nel 2007 anche i conti di negoziazione, domestici ed esteri, hanno registrato una impennata<sup>59</sup>.

#### Principali indicatori di borsa

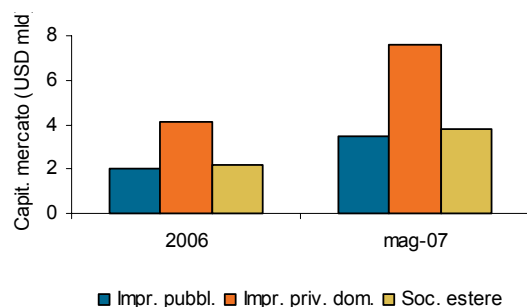
	2004	2005	2006	2007
Capitalizzazione/PIL (%)	0,5	1,1	22,8	43,0
Numero società quotate HOSTC/HOSE	26	32	106	138
HASTC	-	9	87	115
Turnover (mln dollari-HOSTC media giornaliera)	nd	nd	8.3	50
Turnover (capitalizzazione x)	nd	0.3	0.3	nd
Indice VN (HOSE)	241	307	752	927
Indice HASTC	-	91,3	243	324
Performance (var % in valuta locale)		27	145	23
m.i. MSCI Emg.	13	32	26	30
Fondi di investimento	1	1	21	29
Società di intermediazione	13	14	55	78
Numero di conti investitori	21.616	29.026	130.000	330.000
- di cui istituzionali	193	257	400	500
- ed esteri	207	427	1.650	8.140

Fonte: Vo Tri Thanh (cit.) su dati SSC, Datastream e stampa specializzata. Nota: MSCI=indice MorganStanleyPaesi Emergenti.

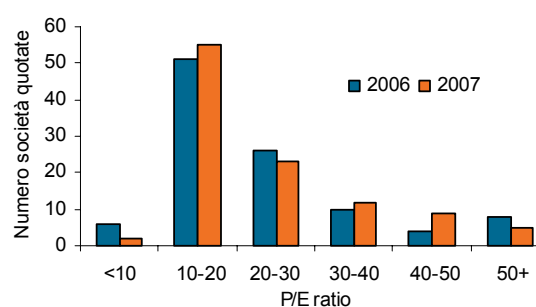
La capitalizzazione del mercato è salita attorno all'1% del PIL a fine 2005 a circa il 23% un anno dopo. Nel 2007 la capitalizzazione ha raggiunto il 43% del PIL. Il mercato è ancora molto concentrato: i maggiori 10 titoli coprono circa il 60% della capitalizzazione.

La presenza degli investitori esteri è significativa, pari a circa il 30% del valore del mercato, mentre gli investitori domestici rappresentano il 90% in numero ed il 50% in termini di valore. Il totale dei flussi mobilizzati da fondi del Vietnam nel mondo a metà 2007 sono stimati attorno a USD 6 Mld.

<sup>59</sup> Cfr. Vo Tri Thanh, Pham Chi Quang, cit.

**Capitalizzazione di merc.: ripartizione per proprietà**

Fonte: HOSTC.

**P/E ratio (HOSTC)**

Fonte: HOSTC ed elaborazioni IntesaSanpaolo. Gli utili sono riferiti all'anno precedente.

Per quanto riguarda la performance, l'indice VN è salito del 145% nel 2006 ed ha poi raggiunto il picco il 12 marzo 2007 a 1170, per poi fluttuare nel range 900-1.100, e registrare una flessione nella seconda parte dell'anno e nel 2008, per effetto della crisi internazionale. Fra i fattori che spiegano il boom registrato fra il novembre 2006 e il marzo 2007, vi sono la rapida crescita economica e le ottime prospettive legate all'adesione al WTO; gli incentivi fiscali che hanno spinto alla quotazione numerose società in gran parte pubbliche, ma anche l'esuberanza degli investitori esteri e domestici. La successiva flessione è da imputare, a livello locale, sia alle restrizioni al credito utilizzato a fini speculativi da parte delle banche commerciali, alla politica monetaria restrittiva, all'elevata inflazione e agli alti tassi di interesse sui depositi in dong.

La rapida crescita del mercato ha portato ad un cambio di strategia. Nel corso degli ultimi due anni il governo ha allentato alcune restrizioni al fine di sostenere lo sviluppo del mercato ufficiale (al quale si affianca un mercato OTC relativamente ampio). Innanzitutto il limite all'investimento da parte di soggetti esteri è stato portato dal 30% al 49% del capitale nell'ottobre 2005. Inoltre, sono state ammesse a quotazione anche società estere come Taya Electronic Wire and Cable, divenuta una delle maggiori del listino.

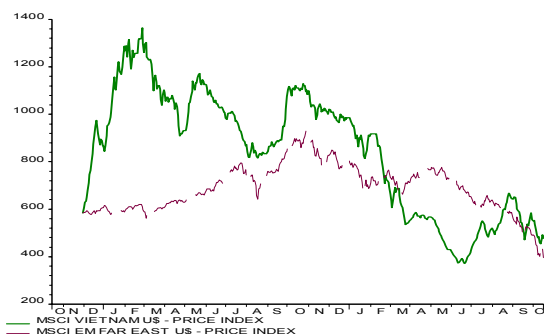
Nel gennaio 2007 è stata approvata una importante riforma dei mercati finanziari volta a migliorare l'operatività, in particolare la trasparenza e l'informativa finanziaria. Fra i contenuti più significativi vi è la separazione fra broker e asset management companies, nonché l'attribuzione alla State Securities Commission (SSC) della piena giurisdizione su titoli e società quotate. La SSC opera sotto l'egida del Ministero delle Finanze che però è nel contempo un emittente e può trovarsi in una situazione di conflitto di interessi<sup>60</sup>.

Nei prossimi anni è atteso un consistente aumento del numero di società quotate, con il superamento della grave crisi finanziaria. Sul mercato OTC vengono negoziate circa 2000 società con una capitalizzazione di mercato stimata pari a 5-10 volte quella del mercato ufficiale. Circa 3000 società pubbliche sono state trasformate in spa con la successiva cessione di una parte del capitale ad

<sup>60</sup> "The authorities are keen to improve securities market regulation (but ...) the SSC is facing serious capacity constraints, and its salary structure makes it difficult for it to attract and retain a sufficient number of adequately-qualified staff. In addition, the existing legislation includes weak penalties against insider trading, and there are concerns that the stock market can be easily used for money laundering": cfr. IMF, Country Report, No.07/387, December 2007, p.15.

investitori privati, la cosiddetta *equitization*<sup>61</sup>. Si tratta del primo passo verso la quotazione di queste società, che appartengono prevalentemente ai settori trasporti, telecom e banche. Il Governo ha costituito un apposito ente, State Capital Investment Corporation con l'assistenza della società di Singapore Temasek, per gestire il capitale di questo gruppo di società.

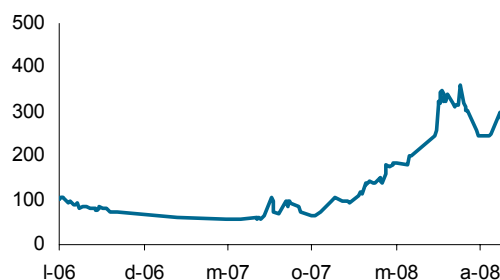
Indice MSCI Vietnam e MSCI FarEast



Fonte: Datastream. MSCI=indice MorganStanleyPaesi Emergenti. Ind.

ribasati

Vietnam: CDS a 5 anni



Fonte: Reuters.

La distribuzione del P/E delle società quotate sull'HOSTC mostra che la maggior parte ha un indice posto nel range 10-20. Tuttavia, la maggior parte delle società nel 2006 e 2007 aveva un indice superiore a 30. Il FMI ha evidenziato che tale indice è piuttosto elevato<sup>62</sup>, mentre la World Bank ha dichiarato che non lo ritiene "abnormal"<sup>63</sup>. Va considerato anche il fatto che i dati non sono pienamente affidabili, per problemi di manipolazione della contabilità<sup>64</sup>.

### I mercati obbligazionari

Il mercato dei titoli obbligazionari – in gran parte (85%) titoli pubblici - ha raggiunto dimensioni significative pari a circa il 10% del PIL a fine 2007, ma mostra ancora vari punti di debolezza. A fine 2007 risultavano quotati 570 bond (attualmente 551 (fonte Reuters). Anche i titoli del Vietnam hanno subito un sensibile peggioramento a causa della recente crisi finanziaria, come mostra l'impennata dei CDS a 5 anni.

Il mercato obbligazionario mostra rilevanti lacune quali una adeguata normativa ed un efficace sistema giudiziario, ma soprattutto di un sistema efficiente e affidabile di clearing e settlement.

Non vi sono limiti alla detenzione di obbligazioni da parte di investitori esteri. Il trading in questo segmento è ancora modesto e sebbene la liquidità dei titoli con scadenze inferiori a 5 anni sia migliorata, rimane un rischio di liquidità sulle scadenze più lunghe. I titoli a lungo termine, che rappresentano circa il 40% del totale, sono acquistati da compagnie assicurative e tenuti fino a scadenza, mentre il rimanente 60%, in gran parte a 5 anni, è detenuto dalle maggiori banche pubbliche.

<sup>61</sup> "According to a public announcement plan, there are about 2100 SOEs at present, of which about 1500 have been or will be equitized over 2006-2010. This suggests also that close to 80 corporations and large firms will have to go public. Moreover, 550 SOEs were to be equitized in 2007. However, in 2007, only 65% of these SOEs were successfully equitized" in Vo Tri Thanh, Pham Chi Quang, Managing Capital Flows: The Case of Viet Nam, ADBInstitute, Discussion Paper n. 105, May 2008, p. 31.

<sup>62</sup> Cfr. IMF, Report on the Article IV consultation in Vietnam 2007, August.

<sup>63</sup> World Bank, Taking Stock – un update on Vietnam's Economic Development, 2007.

<sup>64</sup> Cfr. Vo Tri Thanh, Pham Chi Quang, cit.

L'ammontare delle singole emissioni tende ad essere modesto anche per il fatto che vengono effettuate ogni 3-4 mesi secondo la regola "raise-as-you-go".

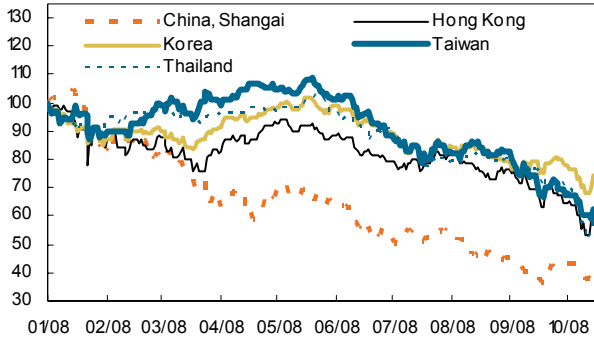
Il Governo ha effettuato emissioni bond per finanziare soprattutto infrastrutture (trasporto, struttura idrica e scuola). Negli ultimi anni anche le maggiori città hanno effettuato emissioni per finanziare progetti infrastrutturali locali. Altro emittente frequente è la Vietnam Development Bank (VDB) che finanzia investimenti pubblici a lungo termine.

Sul fronte societario, i corporate bond hanno incrementato le emissioni che hanno raggiunto USD 500 mln nel 2006. I maggiori emittenti sono Vietnam Electricity (attualmente con 2 emissioni in circolazione) e il settore bancario (Bank for Investment and Development of Vietnam e VETCO) con 12 emissioni attualmente in circolazione.

*Davidia Zucchelli*

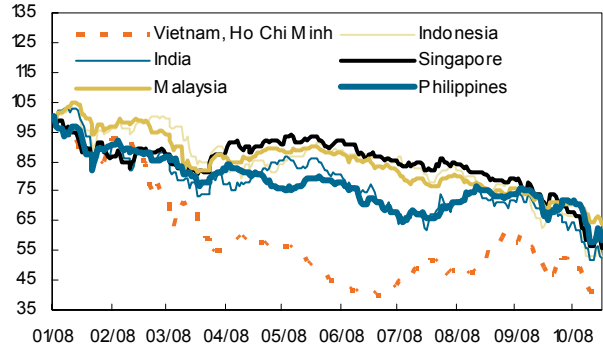
## Vietnam e Asia - i mercati finanziari

**Borse – Indici ribasati al 01/01/08**



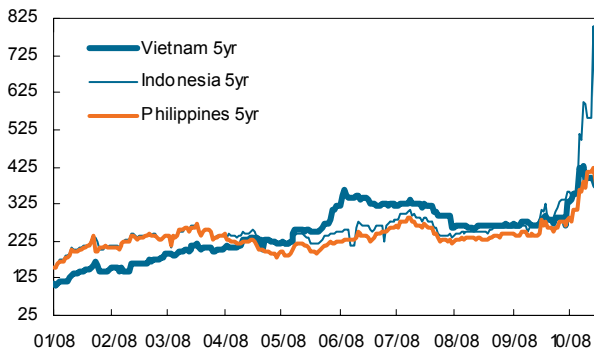
Fonte: Bloomberg

**Borse – Indici ribasati al 01/01/08**



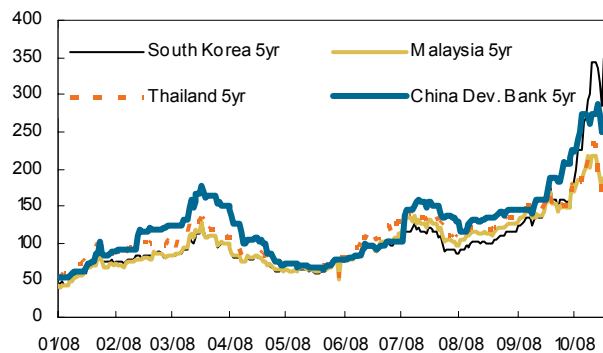
Fonte: Bloomberg

**CDS spread**



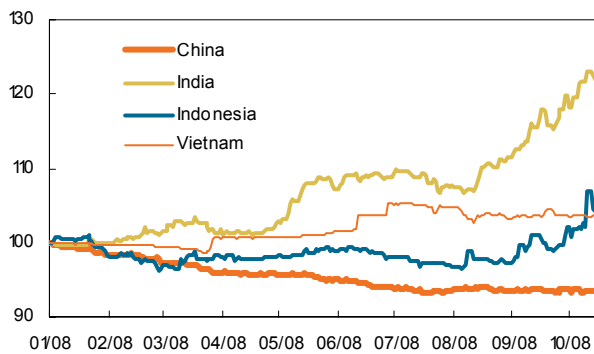
Fonte: Bloomberg

**CDS spread**



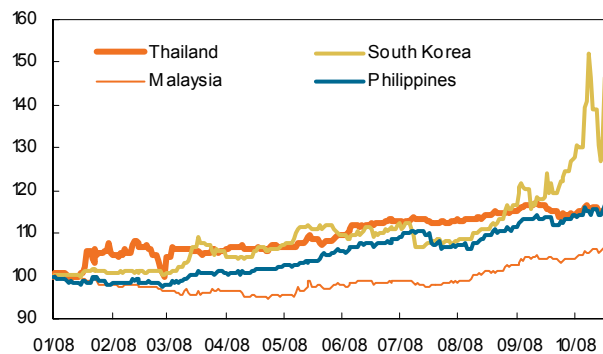
Fonte: Bloomberg

**Cambi vs USD (ribasati al 01/01/08)**



Fonte: Bloomberg

**Cambi vs USD (ribasati al 01/01/08)**



Fonte: Bloomberg

Prezzi al 16.10.08.

## **Servizio Studi e Ricerche – Ufficio International Economics**

### **Autori:**

Gianluca Salsecci (Coordinatore), Silvia Guizzo, Asmara Jamaleh, Antonio Pesce, Wilma Vergi, Davidia Zucchelli

### **Editing:**

Monica Bosi

### **Importanti Comunicazioni**

La presente pubblicazione è stata redatta da Intesa Sanpaolo S.p.A. Le informazioni qui contenute sono state ricavate da fonti ritenute da Intesa Sanpaolo S.p.A. affidabili, ma non sono necessariamente complete, e l'accuratezza delle stesse non può essere in alcun modo garantita. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, ed a titolo meramente indicativo, non costituendo pertanto la stessa in alcun modo una proposta di conclusione di contratto o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. Il documento può essere riprodotto in tutto o in parte solo citando il nome Intesa Sanpaolo S.p.A.