



Ambassade de France au Vietnam
Service économique de Hanoï

Hanoï, le 14/03/2023

Affaire suivie par : Olivia BALDY
Revu par : Philippe FOUET

Le marché vietnamien des obligations sous pression

Alors que les difficultés du secteur immobilier s'aggravent depuis quelques mois, les observateurs s'interrogent quant à la capacité des promoteurs vietnamiens à honorer leur signature. L'assainissement d'une situation qui fragilise les banques vietnamiennes, dépendra de l'efficacité des mesures gouvernementales au cours des mois à venir.

Les groupes immobiliers peinent à rembourser les obligations arrivant à maturité.

Le montant des obligations arrivant à échéance en 2023 atteint environ 12 Mds USD¹, soit une augmentation de 76% par rapport à l'année précédente. Selon les estimations, 53% d'entre elles sont dues par les groupes immobiliers (6,37 Mds USD, soit environ 1,6% du PIB), avec des périodes de tension plus fortes au cours de l'année (Annexe 1). Les promoteurs ont commencé à accumuler des retards dans le paiement de ses dettes :

- No Va Land Investment Group, deuxième groupe immobilier du pays, a repoussé de deux mois en février 2023 le paiement de 42 M USD d'obligations² ;
- Nice Star Real Estate et Seaside Homes Real Estate ont également dû repousser en janvier 2023 la date de paiement du principal, n'ayant pas pu rassembler à temps les fonds nécessaires ;
- Vina2 Invest And Construction a reporté d'un an la date du paiement d'obligations ;
- Gia Phu Real Estate Company Limited et Cat Lien Hoa Real Estate Development Company n'ont pas réuni à temps les liquidités nécessaires, fin février 2023, pour le paiement des intérêts à hauteur de 130 000 USD et 48 000 USD, respectivement.

Certains groupes en difficulté ont également commencé à céder des actifs. C'est le cas notamment du groupe Hoa Binh, l'un des principaux fournisseurs de services touristiques du pays, dont le président a mis en vente le Hanoi Golden Lake Hotel en mars pour rémunérer ses employés et payer les intérêts sur sa dette³.

Les problèmes tiennent à plusieurs facteurs structurels et conjoncturels.

La **perte de confiance des investisseurs** après des scandales de manipulation des émissions d'obligations en 2022 (Annexe 2), combinée au décalage - structurel - entre la maturité des obligations émises (entre 3 et 4 ans) et la durée de retour sur investissement (entre 5 à 10 ans pour les projets immobiliers, voire plus durant la crise de Covid-19), à la hausse des taux d'intérêt et à une politique

¹ VBMA, Monthly Bond Market Report (Jan 2023), Janvier 2023 ; VnExpress, Real estate firm issues bonds at 13.5% interest, Février 2023

² VBMA, Weekly report 20/2 - 24/2/2022

³ VietnamNews, Hanoi's first golden hotel up for sale, Mars 2023

plus restrictive quant à l'octroi de crédits, expliquent les difficultés éprouvées par les grands groupes, même les plus performants, à trouver des liquidités.

En septembre 2022, le gouvernement avait adopté un texte (le décret 65), imposant des exigences de divulgations d'informations plus strictes pour améliorer la transparence du marché. Censé rassurer les investisseurs, **le nouveau décret a davantage refroidi le marché obligataire**, avec des émissions fin 2022 nettement en dessous de niveaux atteints en 2021 (Annexe 3), ce qui n'a donc pas permis aux émetteurs de se refinancer quand leurs projets avaient pris du retard.

Enfin, la crise s'explique par **l'inadéquation de l'offre à la demande**, la première étant orientée vers le haut de gamme, quand la seconde émane plutôt de la moyenne, qui peine à accéder au crédit. L'encours de crédit immobilier ne représente que 20 % du PIB au Vietnam⁴ à comparer à plus de 50% en France.

Le gouvernement a pris de nouvelles mesures pour débloquer la situation.

Pour faciliter l'accès des groupes aux liquidités, le gouvernement a émis le 5 mars dernier un nouveau décret (n°08) portant sur le placement privé d'obligations d'entreprise. Il allège un certain nombre de contraintes (Annexe 4), permet aux promoteurs d'échanger des obligations contre des actifs immobiliers, de repousser la date de paiement des obligations d'une durée maximale de 2 ans et suspend l'obligation des émetteurs de se soumettre à une notation de crédit. Des négociations ont été initiées pour convertir des obligations en actifs immobiliers, à l'image de No Va Land, plusieurs centaines de détenteurs d'obligations ayant semble-t-il accepté l'échange⁵.

De plus, le 12 mars dernier, le Premier ministre vietnamien a engagé les banques commerciales à accepter le report des échéances de prêts des sociétés immobilières et à réduire les taux d'intérêt qu'elles pratiquent dans le secteur⁶. Il a appelé le ministère de la construction à lever les obstacles ralentissant certains projets en cours, afin de stimuler la liquidité du marché. Le gouvernement prévoit enfin une aide au crédit de 10 Mds USD (2,5% du PIB), pour le logement à faible coût, à destination des promoteurs et des acheteurs⁷.

En contradiction avec ces mesures, la banque centrale a décidé de réduire la croissance du crédit en 2023⁸, limitant ainsi l'accès des groupes immobiliers et des particuliers au crédit.

Les mesures prises par les autorités vietnamiennes ne paraissent pas de nature à régler les problèmes structurels du secteur immobilier, mais devraient éviter l'éclatement d'une crise à court terme. Au-delà, il conviendra de mettre en place un cadre juridique et réglementaire assurant la transparence des émissions d'obligations, de limiter la spéculation grâce à une véritable fiscalité sur la propriété foncière et immobilière, d'améliorer l'adéquation entre offre et demande, et enfin, l'accès à des financements dont la maturité correspond à la durée de retour sur investissement dans le secteur.

⁴ VinaCapital, Vietnam's real estate developers are facing liquidity issues despite strong demand for new housing, Mars 2023

⁵ VietnamNews, Novaland expects to issue 2.9 bil shares this year, Mars 2023

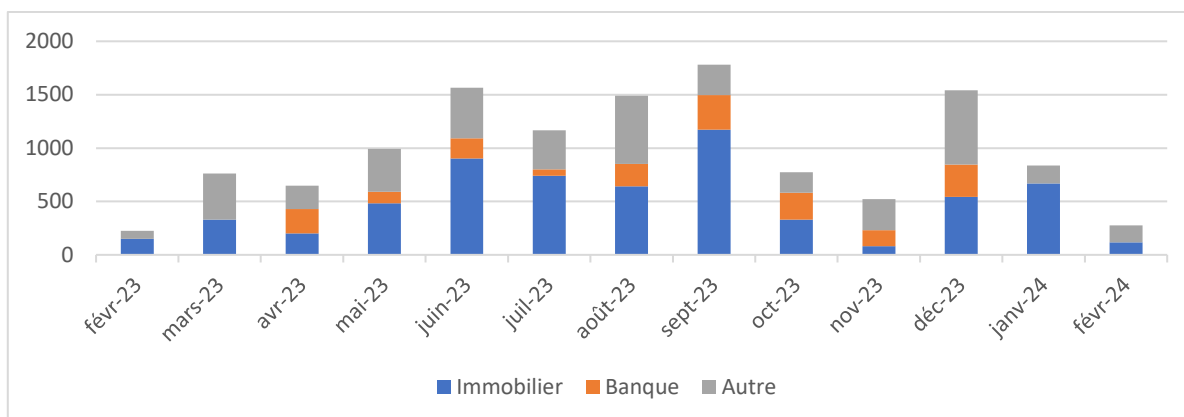
⁶ Bloomberg, Vietnam's Premier Tells Central Bank to Review Property Loans, Mars 2023

⁷ VinaCapital, Vietnam's real estate developers are facing liquidity issues despite strong demand for new housing, Mars 2023

⁸ VietnamNews, Central bank grants first credit growth quota for banks in 2023, Mars 2023

ANNEXE

1. Obligations d'entreprises arrivant à maturité en 2023 et 2024, M USD

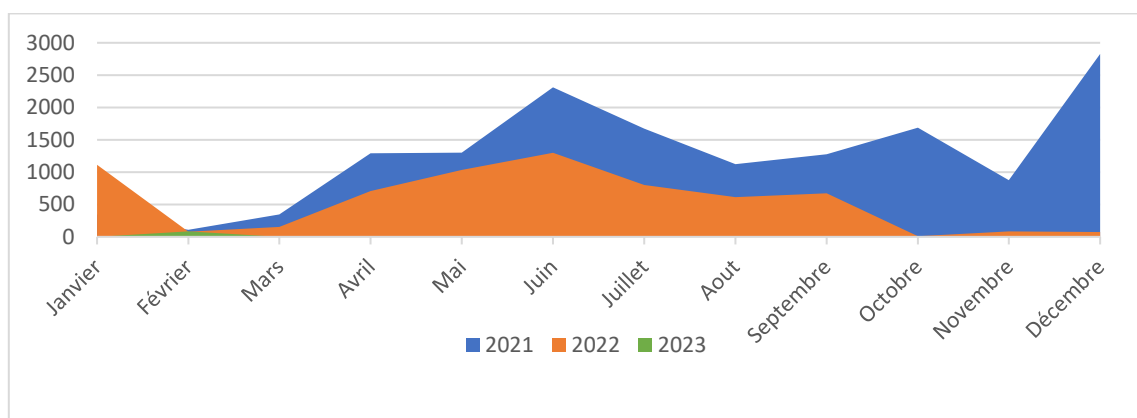


Source : Vietnam Bond Association

2. Principaux scandales touchant des groupes immobiliers en 2022

Groupe immobilier	Accusation
Van Thinh Phat Holdings Group Corporation	Détournement de fonds à travers des émissions d'obligations.
FLC Group Joint Stock Company	Détournement de codes boursiers du réseau FLC (FLC, ROS, ART, HAI, AMD, GAB) et relèvement frauduleux du capital statuaire.
Tan Hoang Minh	Emissions d'obligations à l'encontre de la loi (annulées en avril par le comité d'Etat de la bourse)

3. Emissions d'obligations d'entreprises en M USD en 2021, 2022 et 2023



Source : Vietnam Bond Association

4. Différences entre le décret 65 (septembre 2022) et le décret 08 (mars 2023) régulant le marché des obligations.

Décret 65/2022/ND-CP	Décret 08/2023/ND-CP
Effectuer les paiements intégralement et en temps voulu du principal et des intérêts des obligations.	L'émetteur peut négocier avec les détenteurs le règlement des dettes contre d'autres actifs.
L'émetteur n'est pas autorisé à modifier la durée de ses obligations émises.	<ul style="list-style-type: none"> - La modification des conditions de l'obligation doit être approuvée par les détenteurs d'obligations représentant 65% du total en circulation. - La durée maximale de prolongation d'une obligation ne doit pas dépasser 2 ans. - Si les détenteurs d'obligations n'acceptent pas de modifier les termes de l'obligation, l'entreprise doit respecter ses engagements initiaux (même si la modification des conditions a été approuvée par les détenteurs d'obligations représentant 65% du total obligations en circulation)
Les investisseurs professionnels doivent détenir un portefeuille de titres d'au moins 2 Mds VND (84 370 USD), à l'exclusion de la valeur des prêts sur marge, pendant 180 jours.	Suspension des effet jusqu'à la fin du 31/12/2023
Les obligations doivent être distribuées dans un délai de 30 jours à compter de l'offre. La durée totale d'une offre ne doit pas dépasser 6 mois.	Suspension des effet jusqu'à la fin du 31/12/2023
L'émetteur est soumis à une obligation d'évaluation du crédit.	Suspension des effet jusqu'à la fin du 31/12/2023

Source : Vietnam Bond Association, Weekly Report 27/2-3/3/2022, Mars 2023