

INFORME RIESGO PAÍS

EAU

Madrid: 7 de febrero de 2017



Una Federación peculiar. Los Emiratos Árabes Unidos (EAU) son una Federación de siete Emiratos. Los dos más importantes, Abu Dhabi y Dubai, representan conjuntamente el 90% del PIB federal. Abu Dhabi es, con diferencia, el más rico, y su posición preeminente en el seno de la Federación se intensificó tras la crisis de Dubai World de hace ya 8 años. Sin embargo, en el actual escenario de precios del petróleo bajos, la posición de Dubai, con una economía más diversificada, se está viendo de algún modo fortalecida.

Los EAU, una "isla de estabilidad" en una región muy conflictiva. La aceptación popular de las familias reinantes es elevada y la disidencia está severamente perseguida. Sin embargo, las medidas de ajuste adoptadas para hacer frente a los bajos precios del crudo, y los efectos colaterales de las operaciones militares en el extranjero podrían dar lugar a movimientos de contestación ciudadana. El riesgo de atentados yihadistas es ahora mayor.

Política exterior: El papel más pasivo de EEUU en Oriente Medio ha obligado a los EAU a una política exterior más proactiva, llegando incluso a intervenir militarmente en terceros países para defender sus intereses (Siria, Yemen).

Los EAU se suman al acuerdo de reducción de la producción de crudo concluido en diciembre de 2016 entre los países OPEP y 11 productores de fuera del cártel.

Diversificación creciente de la economía gracias al Emirato de Dubai. Merced a su menor dependencia del crudo, Dubai está creciendo a tasas más elevadas que Abu Dhabi. Sin embargo, sus tasas de endeudamiento siguen siendo altas, con un complicado calendario de vencimientos en 2017 y 2018.

Tasas de crecimiento aceptables, aunque en descenso. A pesar de la caída del precio del crudo, las tasas de crecimiento económico son aceptables gracias, sobre todo, a la aportación del sector no petrolífero. Inflación bajo control, aunque podría repuntar en 2017 por la subida de los precios de los carburantes.

Sector Público. Déficits públicos en 2015 y 2016. El gobierno está aplicando un plan de ajuste presupuestario con reformas novedosas, entre las que destaca la introducción de un IVA en 2018.

Sector exterior. Pese a la importancia del petróleo, las exportaciones diferentes de los hidrocarburos (fundamentalmente re-exportaciones) son ya el 67% de las totales, lo que da idea de la creciente diversificación. Reducción del superávit corriente en 2016.

Deuda Externa y Posición de Solvencia. Deuda externa elevada en términos absolutos. También ha crecido mucho en proporción a los ingresos corrientes de balanza de pagos, debido a la caída de los ingresos procedentes de hidrocarburos. No obstante, la deuda queda empequeñecida ante la formidable acumulación de capital en los fondos soberanos, especialmente ADIA (Abu Dhabi Investment Authority).

1. MARCO POLÍTICO: UNA FEDERACIÓN PECULIAR

- ➔ **Federación de siete Emiratos.** El liderazgo de Abu Dhabi, con gran diferencia el más rico de todos ellos, se intensificó tras la crisis de Dubai World hace ya ocho años. Sin embargo, en el actual escenario de bajos precios internacionales del crudo la posición de Dubai, con una economía más diversificada, se está viendo de algún modo fortalecida.
- ➔ **Elevada estabilidad político-social.** Sin embargo, las medidas de ajuste que se están aplicando para hacer frente a los bajos precios del crudo, por un lado, y los efectos colaterales de las operaciones militares en las que está interviniendo el país, por otro, podrían dar lugar a algunos movimientos de protesta ciudadana. El riesgo de atentados yihadistas ha aumentado.
- ➔ **El programa de “emiratización”** para fomentar el empleo en el sector privado de ciudadanos autóctonos sigue en vigor. Sin embargo, tal y como está concebido, está destinado al fracaso.
- ➔ **El relativo desinterés de los EEUU** por la región, que podría intensificarse durante la presidencia de Donald Trump, está obligando a los EAU a adoptar una política exterior más asertiva, interviniendo militarmente en terceros países (Siria, Yemen) para proteger su seguridad interna, algo que nunca había hecho con anterioridad.

GRAN ESTABILIDAD POLÍTICO-SOCIAL, AUNQUE CON PROBLEMAS SUBYACENTES

Los EAU son una Federación integrada por siete Emiratos, aunque los más importantes desde el punto de vista político y económico son, por este orden, Abu Dhabi y Dubai, que juntos aportan el 90% del PIB de la Federación⁽¹⁾. Aunque cada Emirato está regido por su propio Emir, los principales mandatarios de la Federación son los Emires de Abu Dhabi y Dubai. El Jeque Mohamed bin Zayed al-Nahyan⁽²⁾, Emir de Abu Dhabi, es también el Presidente de los EAU y el líder del Consejo Supremo⁽³⁾, el principal órgano de gobierno de la Federación. Por lo que se refiere al Emir de Dubai, el Jeque Mohammed bin Rashid al-Maktoum, ostenta el cargo de Vice-Presidente y de Primer Ministro de los EAU. Abu Dhabi tiene atribuida la política de defensa y las relaciones exteriores de la Federación ya que, de hecho, Dubai disolvió sus FFAA a finales de los años noventa.

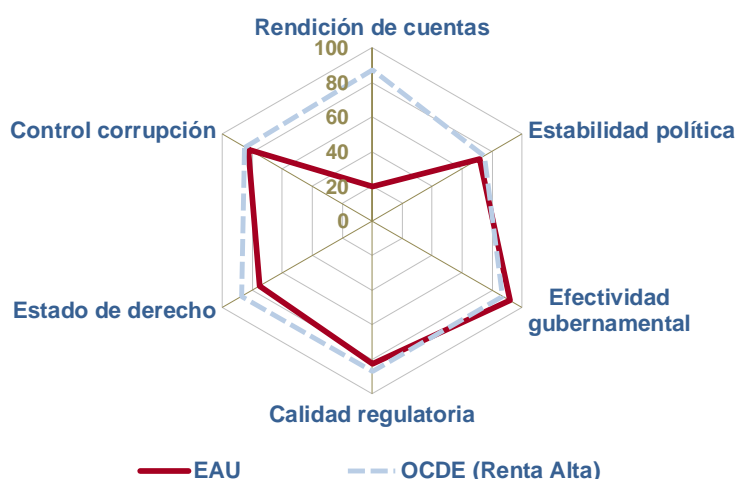
El grado de autonomía de los Emiratos dentro de la Federación es elevado. Abu Dhabi y Dubai cuentan cada uno con su propia Bolsa, emiten deuda por separado y siguen sus propias políticas económicas (aunque en este campo, Dubai ha ejercido tradicionalmente más influencia a

-
- (1) Los otros cinco Emiratos son Sharjah, Ras-al Kaimah, Fujairah, Umm al-Qaiwan y Ajman. De estos cinco, sólo el primero tiene cierta importancia (7% del PIB, 17% de la población y 2,5% de la producción de crudo).
 - (2) En realidad el Emir de Abu Dhabi es Kalifa bin Zayed Al-Nahyan, sin embargo, desde que en enero de 2014 sufriera un grave percance de salud ha ido poco a poco delegando atribuciones en su hermanastro pequeño y Príncipe heredero Mohamed, de 55 años, que ejerce de facto el poder en estos momentos Abu Dhabi. Kalifa bin Zayed, de 68 años, se encuentra prácticamente retirado de la vida pública.
 - (3) El Consejo Supremo está formado por los siete Emires. Sus decisiones, para salir adelante, tienen que ser aprobadas necesariamente por los representantes de Abu Dhabi, Dubai y de tres de los cinco Emiratos restantes. La presidencia la ocupa siempre, por convención, el Emir de Abu Dhabi. El Consejo supremo nombra al Consejo de Ministros y a la mitad de los cuarenta miembros que integran el Consejo Federal Nacional, que es una especie de parlamento.

nivel federal). Y es que la política de los EAU se basa, en gran medida, en las relaciones personales y empresariales que existen entre los clanes familiares, por lo que desde la perspectiva occidental, el poder se ejerce de forma poco transparente.

Debe señalarse, no obstante, que los **indicadores del Banco Mundial en materia de buen gobierno** colocan a los EAU no demasiado lejos de la media de la OCDE, e incluso superando esa media en cuestiones como la estabilidad política, la efectividad gubernamental o el control de la corrupción.

Indicadores de buen gobierno 2016 Banco Mundial



La primacía y la influencia de Abu Dhabi en el seno de la Federación se incrementó desde que, a principios de 2010, tuviera que acudir al rescate de Dubai World con unos 20.000 mill.\$, llegándose incluso a sopesar la posibilidad de unificar las Bolsas de los dos principales Emiratos bajo la égida de Abu Dhabi. Sin embargo, a día de hoy nada de esto se ha hecho. Por otro lado, y como más adelante se verá, Dubai, con una base económica mucho menos dependiente del petróleo y más diversificada, está capeando mejor que Abu Dhabi la actual etapa de bajos precios del petróleo.

Los EAU gozan de una gran estabilidad política, lo que constituye un hecho destacable teniendo en cuenta la conflictiva zona geográfica en la que se encuentran ubicados. La autoridad de las familias reinantes en los diferentes Emiratos no se discute, al menos en público. Es cierto que las autoridades hicieron uso de la enorme riqueza petrolífera de Abu Dhabi -quien por sí sólo aporta el 78% de los ingresos públicos de la Federación- para comprar la “paz social” durante las “Primaveras Árabes”. Gracias a ello, y a la severa represión ejercida contra Al-Islah, un grupo local próximo a los Hermanos Musulmanes, los EAU fueron capaces de capear sin problemas ese turbulento periodo. Sin embargo, los tiempos ahora son otros. Tanto en 2011 como en los dos años siguientes, el precio internacional del crudo se hallaba bien por encima de los 100 \$ el barril, mientras que en estos momentos se encuentra todavía lejos de los 60 \$/b, precio al que los EAU equilibrarían sus cuentas públicas (“breakeven oil price”). Por esa razón, las autoridades

están teniendo que adoptar medidas de ajuste impopulares que, en muchos casos (introducción de un IVA y de tarifas sobre el agua corriente, eliminación de los subsidios sobre los combustibles y reducción de los que recaen sobre la electricidad), van también dirigidas contra la población autóctona, que constituye solo el 20% de la población total de la Federación, y que hasta entonces prácticamente no pagaba impuestos y tenía todos estos gastos subsidiados casi al 100%. Esta ruptura del “contrato social” tácito existente entre gobernantes y gobernados por el momento no se ha traducido en protestas, pero podría dar lugar a demandas de una mayor democratización del régimen. En otro orden de cosas, el aumento del número de bajas militares en Siria y en Yemen, donde la fuerza aérea de los EAU participa en operaciones de bombardeo, está provocando malestar especialmente entre los Emiratos del norte (todos, excepto Abu Dhabi y Dubai), que son los que mayor número de soldados aportan a las Fuerzas Armadas⁽⁴⁾. Este fenómeno es también novedoso, ya que tradicionalmente las FFAA de los Emiratos se habían abstenido siempre de realizar intervenciones en terceros Estados.

El 80% aproximadamente de los habitantes de los EAU son extranjeros y, además, sin posibilidad de acceder a la nacionalidad debido a que en los Emiratos rige el “ius sanguinis” y no el “ius soli”. Al no poder acceder a la nacionalidad, carecen de los mismos derechos en materia asistencial, educacional y sanitaria que los emiratíes y pueden ser expulsados fulminantemente del país si delinquen o, pasado un tiempo breve (un mes), si se quedan sin trabajo.

POBLACIÓN	9,15 mill.hab.
RENTA PER CÁPITA	43.170 \$
EXTENSIÓN	83.600 Km ²
RÉGIMEN POLÍTICO	Monarquía hereditaria
CORRUPCIÓN	23/175
DOING BUSINESS	26/190

Para intentar reducir la dependencia de los trabajadores extranjeros, el gobierno de los EAU lleva ya unos años impulsando la “emiratización”, es decir, obligar a las empresas privadas a contar con una cierta cuota de nacionales en sus plantillas. La “emiratización”, sin embargo, tiene muchas probabilidades de fracasar, primero porque los sueldos en la función pública -en la que sólo pueden emplearse los nacionales- son elevados y las autoridades no tienen intención de recortarlos, lo cual desincentiva la búsqueda de empleo en el sector privado por parte de los nativos. En segundo término, el nivel de cualificación y de implicación de los foráneos es muy superior al de los locales y así lo reconocen las empresas privadas. El entorno de negocios en los EAU es en general bastante favorable, tal y como queda reflejado en la buena clasificación del país (26/190) en el índice Doing Business de 2017. Sin embargo, la “emiratización” es el aspecto más negativamente valorado por los inversores y empresarios privados, nacionales y extranjeros.

Los EAU son posiblemente el país del Golfo menos sensible a las turbulencias de la zona: a diferencia de Arabia Saudí, no tiene en su territorio una minoría chiíta susceptible de encrespase en función de los acontecimientos regionales y, a diferencia del Líbano o de Bahrain, carece de un movimiento de oposición (del estilo de Hezbollah) que pueda sustentarse del apoyo financiero o armamentístico de Irán, la gran potencia chiíta regional. Sin embargo, la conflictividad de la región en la que se asientan es alta y ha aumentado en los últimos tiempos con la entrada en escena del Estado Islámico (EI). Este hecho y el creciente “retraimiento” por parte de los EEUU respecto de los asuntos de Oriente Medio están obligando al país a llevar a cabo una política exterior más proactiva que antaño (algo parecido le ocurre a Arabia Saudí)

(4) En los cinco primeros meses de 2016 el número de bajas ascendía ya a cincuenta.

para tratar de atajar aquellos conflictos que puedan constituir una amenaza potencial a su seguridad interna. Por esa razón, las fuerzas armadas de los EAU están en estos momentos interviniendo tanto en Siria como en Yemen. En el primer caso, los objetivos son las tropas de Bashir el Assad, pero también el EI. Por lo que se refiere a Yemen, los EAU integraron desde un primer momento la coalición de 34 países islámicos (sunitas en su mayoría) creada por Arabia Saudí a finales de 2015 para combatir el terrorismo, tanto del EI como de grupos chiítas. La implicación militar supone, como ya se ha indicado, un cambio cualitativo sustancial, ya que tradicionalmente el papel de las fuerzas armadas de los EAU se había limitado a la defensa de su territorio. Hasta la fecha, los Emiratos, más allá de algún hecho aislado cometido por algún “lobo solitario”, nunca han padecido ningún atentado terrorista de envergadura. Sin embargo, se corre el riesgo de que las intervenciones militares contra el EI coloquen al país en el punto de mira de los grupos yihadistas, algo hasta cierto punto lógico a la vista del elevado número de expatriados occidentales que residen en Abu Dhabi y, especialmente, en Dubai. Se puede decir, por lo tanto, que el riesgo de atentados terroristas en los EAU es ahora mayor que antes.

Los EAU se encuentran situados en una zona de gran importancia estratégica, el estrecho de Ormuz, por donde transitan el 40% de las exportaciones mundiales de crudo, y tienen enfrente a Irán. Abu Dhabi y Dubai tienen una visión bastante diferente respecto de Irán. La comunidad iraní -cifrada entre el 2% y el 9% de la población total- es una de las más importantes de los EAU y, en su inmensa mayoría, reside en Dubai, donde tienen prósperos negocios. Irán es, además, el primer cliente de las re-exportaciones procedentes de las Zonas Francas, también situadas en Dubai⁽⁵⁾. Además, se estima que el levantamiento de las sanciones a la República Islámica podría añadir en torno a un punto porcentual del PIB al crecimiento de los EAU en el periodo 2016-18, de lo que se beneficiaría sobre todo el Emirato de Dubai. Por otro lado, existe una disputa territorial no cerrada, ya que los EAU reivindican la soberanía sobre tres islas ocupadas por Irán en 1971, siendo ese un contencioso que emerge periódicamente entre los dos Estados, generando episodios puntuales de tensión⁽⁶⁾. Además, el Emirato de Abu Dhabi se alinea con Arabia Saudí y ve en la República Islámica -la gran potencia chiíta regional- una amenaza potencial de grueso calibre con ramificaciones en Yemen y Siria. A pesar de todo, la fortaleza de los lazos comerciales bilaterales reduce la hipotética posibilidad de un conflicto armado entre ambas naciones.

Las relaciones con EEUU son, en general buenas, algo en lo que los EAU coinciden con la mayoría de los países del CCG. Dentro de esta última organización internacional, las relaciones entre los EAU y Qatar sufrieron un fuerte deterioro a causa del apoyo catari a los Hermanos Musulmanes en Egipto durante la presidencia de Morsi, pero ya están prácticamente normalizadas. Las relaciones con Arabia Saudí, son buenas o muy buenas a nivel de las monarquías reinantes, como lo prueba la ya citada participación de los Emiratos en la coalición liderada por los saudíes que bombardea periódicamente Yemen para expulsar a la guerrilla chiíta Hutí. Sin embargo, existe entre ambas naciones un contencioso territorial no resuelto en la frontera occidental que periódicamente resucita, generando tensiones y ocasionalmente, como ocurrió en marzo de 2010, escaramuzas navales con intercambio de disparos.

(5) Dubai re-exporta a Irán fundamentalmente plásticos, electrónica, maquinaria y productos químicos.

(6) Las autoridades de los Emiratos gustan de comparar la “ocupación” iraní de los islotes con la de la franja de Gaza por Israel.



2. PESE A LA DIVERSIFICACIÓN ECONÓMICA, EL PETRÓLEO SIGUE SIENDO VITAL

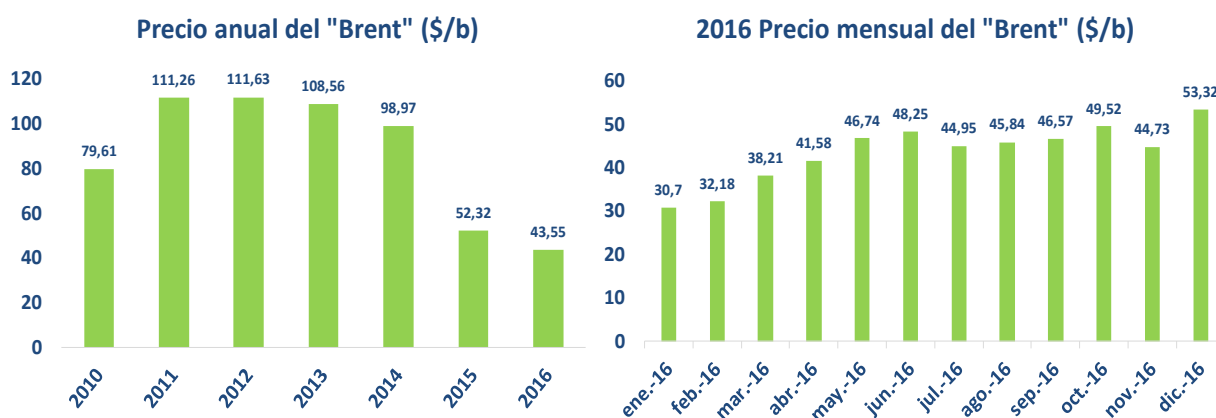
- Los EAU son, tras Arabia Saudí, la segunda mayor economía del CCG y su renta per cápita se compara con la de los países más ricos de la OCDE.
- Formidable riqueza petrolera. Los EAU apoyan plenamente la nueva política de la OPEP de recortar la producción para elevar los precios del crudo. A tal fin, ha sido fundamental la firma, el pasado 12 de diciembre, de un acuerdo de reducción de la producción de petróleo que involucra a todos los países miembros de la OPEP -con algunas pocas excepciones- y a once productores de fuera del “cártel”.
- La economía de los EAU es menos dependiente del petróleo que la de otros grandes productores gracias a su mayor diversificación, en la que juega un papel clave el Emirato de Dubai.

Con un PIB de 370.000 mill.\$ en 2015, la economía de los EAU sigue siendo, tras la de Arabia Saudí, la segunda mayor de entre las de los países del CCG. Su renta per cápita, de 43.170 \$ en 2015, es similar a la de los países más ricos de la OCDE y es la segunda más elevada de entre las de los países del CCG, sólo superada por la de Qatar.

En 2015 los EAU fueron el séptimo país del mundo por el tamaño de sus reservas de crudo, estimadas en 98.000 millones de barriles que, al actual ritmo de producción, no se agotarán hasta dentro de un siglo. Los costes de extracción son muy bajos. En 2015 la producción de crudo aumentó en un 22,6%, situándose en 3,47 mill. b/d, haciendo de los Emiratos el séptimo productor y el cuarto exportador mundial. El 95% de las reservas de petróleo de la Federación se encuentran en el Emirato de Abu Dhabi. Hay que señalar que el petróleo exportado por los EAU cotiza en los mercados unos dos dólares por debajo del de tipo Brent. Los EAU cuentan también con unas importantes reservas de gas, las séptimas del mundo, estimadas en 215 billones (españoles) de pies cúbicos. Sin embargo, el rápido aumento del consumo de energía (la generación de electricidad se obtiene casi totalmente del gas), ha

convertido a los Emiratos en importadores netos desde el año 2008, forzándoles además a desarrollar fuentes de energía alternativas como la solar y la nuclear (está programada la construcción de cuatro reactores nucleares).

En la reunión de la OPEP celebrada en Viena a finales del pasado mes de noviembre, los 13 miembros del "cártel" se pusieron de acuerdo en recortar la producción en 1,2 mill. b/d, para situarla en 32,5 mill. b/d. A nivel individual, los países miembros fueron también capaces de ponerse de acuerdo en la parte que cada uno de ellos deberá soportar, algo que no ocurría nada menos que desde el año 2008. Los recortes más importantes corresponderán a Arabia Saudí (-486.000 b/d), Irak (-210.000 b/d), los EAU (que se comprometió a reducir su producción en 139.000 b/d) y Kuwait (-131.000 b/d)⁽⁷⁾. Sin embargo, la OPEP por sí sola sólo representa el 40% de la producción mundial de crudo, por lo que era fundamental involucrar en el acuerdo a los productores no OPEP, y especialmente, a Rusia. Dicho y hecho. El pasado 12 de diciembre, 11 países productores no OPEP se comprometían a recortar su producción en 558.000 b/d, aunando esfuerzos con los miembros del "cártel". Uno de estos países era Rusia, que aceptó disminuir de forma progresiva su producción en 300.000 b/d. También se acordó que los recortes -de 1,8 mill. b/d en total⁽⁸⁾- empezarán a hacerse efectivos a partir del pasado uno de enero de 2017 y que, en principio, tendrían una duración de seis meses, debiendo ser prorrogados por otros seis meses adicionales en la siguiente "cumbre" de la OPEP que tendrá lugar el próximo 25 de mayo.



Fuente: US Energy Information Administration

- (7) No todos los países de la OPEP van a participar en el esfuerzo de reducción de la producción. En la reunión de Viena se acordó que tres países miembros -Irán, Libia y Nigeria- estarían exentos de tener que realizar recortes en su producción en razón de sus circunstancias excepcionales. Una de las claves para que la reunión de Viena fuera un éxito fue que Arabia Saudí aceptó a que Irán (su gran rival regional) pudiese, no ya sólo no recortar su producción, sino incluso aumentarla hasta que llegase a los 3,8 mill. b/d, que era el nivel que tenía antes de que le fueran impuestas las sanciones en el año 2012.
- (8) La suma de los 1,2 mill. b/d de la OPEP y los 558.000 b/d de los 11-no OPEP.

Dado que los países OPEP y los 11 países no OPEP que se sumaron al acuerdo generan en conjunto aproximadamente el 60% de la producción mundial de petróleo, el acuerdo tuvo un efecto inmediato sobre los precios que, desde el 12 de diciembre, acumulan ya una subida de más del 10%, situándose en estos momentos en torno a los 54-56 \$/b. Sin embargo, tanto los EAU como la mayoría de los países del CCG tienen precios de equilibrio presupuestarios iguales o superiores a los 60 \$/b⁽⁹⁾. Por ello, el objetivo de Arabia Saudí, compartido por el resto de grandes productores, va a ser continuar con los recortes hasta que los precios suban hasta los 65-70 \$/b, un nivel lo bastante elevado como para darles un margen mayor para aplicar de manera gradual medidas de ajuste, pero lo bastante bajo como para evitar, al tiempo, una afluencia masiva de crudo procedente de los productores no convencionales estadounidenses, canadienses o de otros países (Argentina). Sin embargo, para que ello sea posible es esencial que los países productores respeten el acuerdo y reduzcan efectivamente su producción en la cuota que se les ha asignado, algo que, históricamente, no siempre ha ocurrido⁽¹⁰⁾.

Los EAU **han reducido la participación de los hidrocarburos en el PIB al 34%** (En Qatar, Kuwait y Arabia Saudí esos porcentajes superan el 50%). Esa mayor diversificación económica hace que sean menos vulnerables que otros grandes exportadores de crudo a una caída de los precios internacionales.



Fuente: Bloomberg

- (9) Sólo Kuwait tiene en estos momentos un precio de equilibrio presupuestario (“break-even oil price”) por debajo de los actuales precios internacionales del crudo.
- (10) Kuwait ha sido el primer productor en “abrir fuego” y, según publica Bloomberg, ya ha disminuido su producción en 130.000 b/d. Se espera que Arabia Saudí y el resto de las monarquías petroleras del Golfo Pérsico cumplan de manera diligente con sus compromisos. De entre los grandes productores involucrados en el acuerdo (Arabia Saudí, EAU, Kuwait, Oman, Qatar, Iraq y Rusia) el que más dudas suscita acerca del cumplimiento del mismo es, con gran diferencia, Iraq, seguido a cierta distancia de Rusia. Según la AIE existe todavía en estos momentos un excedente de crudo a nivel mundial de unos 300 millones de barriles.

DUBAI: UN EJEMPLO DE DIVERSIFICACIÓN ECONÓMICA

Si la economía de los EAU es la que tiene un mayor grado de diversificación de todos los países que integran el CCG, es sobre todo gracias a la aportación de **Dubai**, el segundo Emirato más importante de la Federación, tanto por el tamaño de su PIB (27% del federal) como por su población. La peculiar estructura federal de los EAU permite a Dubai, como ya se ha dicho, contar con su propio mercado de valores -el DFM General Index-, seguir su propia política económica e, incluso, emitir su propia deuda.

Emirato	% PIB	% Población	% Superficie	% Produc. crudo
Abu Dhabi	63%	34%	87%	91%
Dubai	27%	35%	5%	6%
Resto	10%	31%	8%	3%
TOTAL	376.000 mill.\$	9,15 mill.hab.	83.600 km2	3,47 mill.b/d

El práctico agotamiento de sus recursos petrolíferos ha obligado a Dubai a diversificar su economía. En los últimos años este Emirato ha logrado convertirse en un **centro regional (“hub”) de primer orden de las comunicaciones y del comercio**. Para ello, se ha dotado de **las mejores infraestructuras físicas y de transporte de todo el Golfo**. Desde el año 2000, el número de pasajeros de su aeropuerto (Dubai International) ha crecido a un promedio anual del 13% y en estos momentos es ya el aeropuerto de mayor tráfico de pasajeros del mundo. También destacan los puertos de mercancías de Port Rashid y Jabel Alí, este último el más eficiente y de mayor tamaño de la región, desde donde se canalizan hacia Oriente Medio y Asia las re-exportaciones. En esta estrategia de diversificación, las **Zonas Francas (Free Trade Zones) juegan un papel esencial**, ya que albergan a más de 17.000 empresas, con unas inversiones totales superiores a 21.000 mill.\$.

Dubai es el Emirato que más Zonas Francas tiene, siendo la más importante la de Jebel Ali (JAFZA), próxima al citado macro-puerto de mercancías del mismo nombre, que cuenta con 6.000 empresas. Muchas de estas Zonas Francas agrupan a las empresas por tipo de actividad, como la TECOM (Telecomunicaciones, Electrónica, Comercio y Media) o la Dubai Health Care City (que agrupa a empresas especializadas en la fabricación de productos y servicios médicos). Las empresas establecidas en las Zonas Francas gozan de importantes ventajas: están exentas del impuesto de sociedades y del pago de aranceles sobre las importaciones de equipos y otros inputs y, además, los inversores pueden tener hasta el 100% de la propiedad de la empresa (no están obligados a crear una “joint-venture” con un socio local). El pasado septiembre de 2016 entró en vigor (a nivel federal) una **nueva Ley de Quiebras** y está ya muy próxima la entrada en vigor de una **nueva Ley de Inversiones** (igualmente a nivel federal), que permitirá a los extranjeros que creen una empresa fuera de las Zonas Francas ser propietarios del 100% de la misma⁽¹⁾.

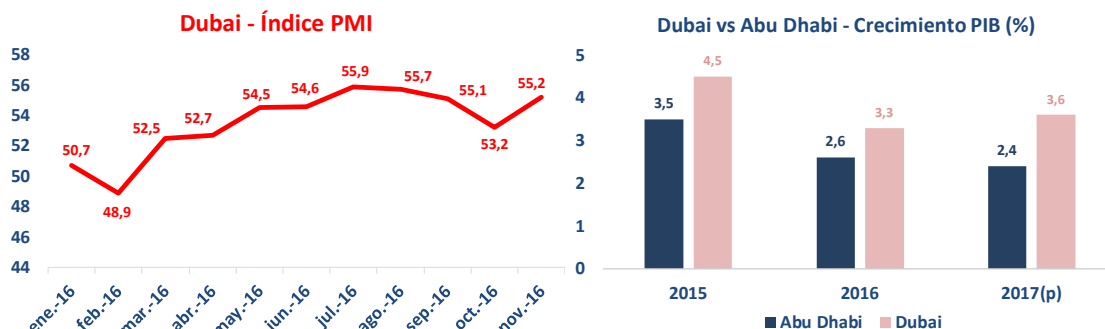
Otros sectores muy importantes en la economía dubaití son el **turismo** y la **construcción**. Respecto del primero, Dubai es, con gran diferencia, el primer destino turístico de entre los siete Emiratos que componen la Federación. En 2015 más de 14,2 millones de turistas visitaron Dubai y las autoridades están haciendo todo lo posible para aumentar esa cifra con vistas a la Exposición Universal que Dubai albergará en 2020, la primera en organizarse en Oriente Medio⁽²⁾. No obstante, dos factores juegan en estos momentos en contra del sector turístico: en primer término, la fortaleza del dirham que, al estar ligado al dólar estadounidense a un tipo de cambio fijo de 3,67 D/1 \$, sigue la estela de este último; en segundo lugar, el relativo descenso del número de turistas procedentes de otros países del CCG, afectados por la caída de los precios del crudo.

Según Deloitte and MEED, hay en estos momentos en Dubai proyectos en fase de construcción por valor de 53.600 mill.\$, de los cuales, 18.000 mill.\$ están directamente ligados a la Expo 2020. Pero estas cifras quedan empequeñecidas si se tiene en cuenta que, según la misma fuente, los que están en estudio ascienden a 337.200 mill.\$.

Además, hay otros grandes proyectos ya en marcha, como el denominado Dubai Pearl, comenzado a principios de 2015 y cuya finalización se prevé en 2018, para el que hay inversiones previstas por valor de más de 6.000 mill.\$⁽³⁾.

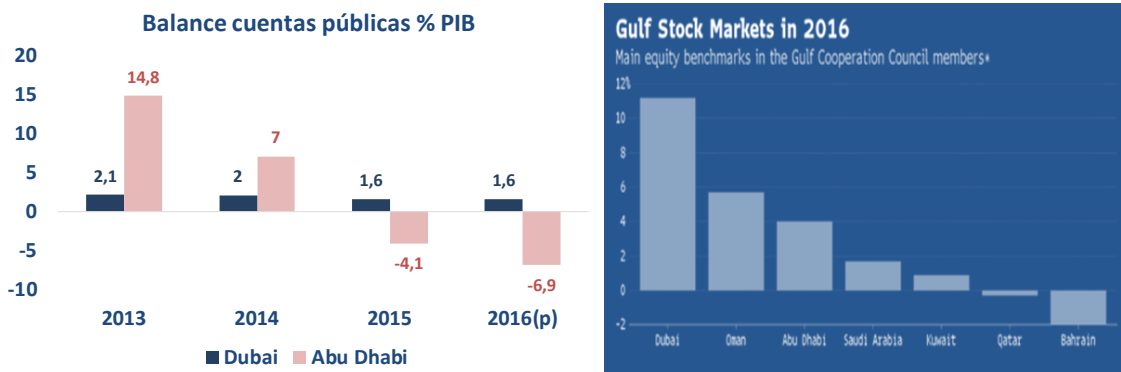
- (1) La citada Ley de Inversiones fue remitida para su “discusión” al Consejo Supremo a finales del año 2016. Hasta que no entre en vigor, seguirá haciendo falta un socio local y el capital extranjero no podrá exceder el 49%.
- (2) En septiembre de 2016, a iniciativa del Emir de Dubai, se autorizó que los turistas chinos pudiesen conseguir el visado de entrada a su llegada a cualquiera de los aeropuertos de los EAU, dándoseles el mismo trato que venían ya recibiendo los nacionales de 47 países, en su mayoría occidentales. Hasta entonces, los chinos tenían que obtener previamente el visado en su país. China, con una clase media cada vez más pudiente y viajera, es ya un mercado turístico muy importante para los EAU. En 2015, visitaron Dubai 450.000 turistas chinos, un 29% más que en 2014 y, pese a no haber datos cerrados, se estima que esa cifra habrá aumentado en 2016.
- (3) El proyecto, anunciado hace ya algunos años -en 2003-, y repetidamente pospuesto, se ha revitalizado a finales del año pasado. Comprende la construcción de cuatro grandes torres con 1.490 apartamentos de “alto standing”, 7 hoteles de cinco estrellas, 60 restaurantes y un teatro de 1.600 localidades.

Gracias a su mayor diversificación y menor dependencia del petróleo, **la economía de Dubai ha crecido a un ritmo más elevado que la de Abu Dhabi en los últimos dos años, y se prevé que vuelva a hacerlo también en 2017**. Además, según el índice PMI NDB Dubai Economy Tracker, el nivel de confianza de los empresarios del sector privado no petrolífero es muy aceptable (a lo largo de 2016 sólo ha estado por debajo de los 50 puntos, el umbral que marca la diferencia entre expansión y contracción, en el mes de febrero) y ha ido en aumento conforme terminaba el año.



Fuente: Emiratos NBD, DSC News, FMI

La menor dependencia del petróleo ha tenido también su reflejo en la **evolución de las cuentas públicas** que, incluso en los años 2015 y 2016 -ejercicios de precios internacionales del crudo muy bajos- presentaron moderados superávits, en contraste con los abultados déficits registrados por las cuentas públicas de Abu Dhabi. Para 2017, se estima que, a causa del aumento de los gastos en infraestructuras de cara a la Expo 2020, las cuentas públicas de Dubai podrían registrar un moderado déficit, equivalente al 0,6% de su PIB. Por último, la Bolsa de valores de Dubai fue en 2016 la de mejor comportamiento de entre todas las de los países del CCG, incluyendo la de Abu Dhabi.



Fuentes: FMI y Bloomberg

Obviamente, la economía de Dubai tampoco es insensible a los bajos precios del petróleo que se vienen registrando desde la segunda mitad de 2014. Aparte de los efectos ya citados sobre el turismo, el sector inmobiliario residencial se ha visto afectado por la caída del número de compradores procedentes de países del CCG. En el tercer trimestre de 2016, los precios de la vivienda cayeron un 7,4%, para situarse casi un 27% por debajo de los máximos alcanzados en el tercer trimestre de 2008, en el momento álgido de la burbuja inmobiliaria⁽⁴⁾. Otro factor que está teniendo una gran influencia en la caída de las ventas de casas (que registraron un descenso de casi un 30% en los siete primeros meses de 2016) es la fortaleza del dirham (que sigue la estela del dólar, al cual está ligado por un tipo de cambio fijo), que ha perjudicado a los inversores de India, Rusia, China o Reino Unido, que tradicionalmente son grandes adquirentes de viviendas en Dubai. Concretamente, en el caso del Reino Unido, la caída de la libra esterlina frente al dirham, agudizada por el Brexit, fue del 9,2% sólo en el tercer trimestre de 2016. Por todo ello, se estima que en 2016 los precios de la vivienda han caído un 7% y van a seguir cayendo en 2017, para empezar a estabilizarse a partir del tercer trimestre.

(4) Se estima que en Dubai sigue habiendo un exceso de oferta de villas y apartamentos de 471.000 unidades, a las que hay que sumar las construidas durante 2016. Este exceso de oferta, sin embargo, se produce en el segmento alto del mercado inmobiliario, no así en el de la vivienda más popular, en el que existe cierta escasez, lo que evitará que los precios caigan demasiado a lo largo de 2017.

El principal problema de Dubai viene dado por su todavía alto endeudamiento. Según el FMI, a finales de 2015 la deuda total era de 135.380 mill.\$, equivalente a un 126% del PIB. Esa cifra comprende tanto la deuda del propio gobierno (63.935,4 mill.\$, equivalente al 59,6% del PIB), como la deuda de las GREs (71.450 mill.\$, equivalente al 66,6% de su PIB).

Las GREs (Government Related Entities) son conglomerados empresariales creados por las autoridades (en este caso de Dubai, aunque existen en todos los Emiratos) con el fin de emprender actividades comerciales por cuenta de las mismas. El sector empresarial de los EAU está constituido casi en su totalidad por estas entidades, que han jugado un papel muy importante en el desarrollo económico, beneficiándose de transferencias del gobierno y de un amplio acceso al crédito.

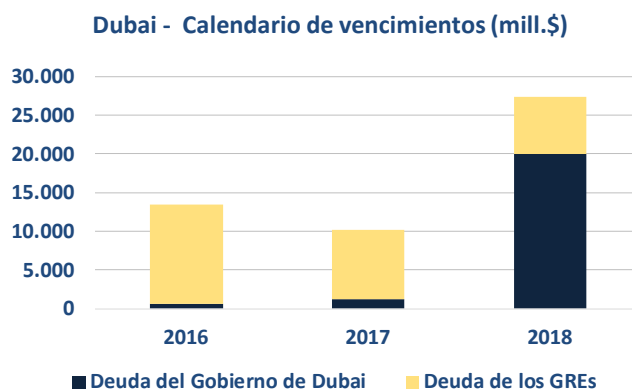
Desde la crisis de Dubai World, en el año 2009, algunas GREs han mejorado su perfil deudor, realizando prepagos y reestructurando su deuda, para beneficiarse del escenario de bajos tipos de interés. Además, las autoridades, tanto en Dubai como en Abu Dhabi, ejercen ahora una supervisión mucho más estricta de la nueva deuda contraída por estas entidades (especialmente de las emisiones de bonos).

A pesar de ello, **muchas de ellas, especialmente en Dubai, siguen estando muy apalancadas.** Según el FMI, las GREs de Dubai (que como ya se ha dicho adeudan un total de 71.450 mill.\$) tendrán en 2017 que hacer frente a vencimientos por un importe total de 8.932 mill.\$ y en 2018, de 7.381 mill.\$⁽⁵⁾. La mayor parte de su deuda es bancaria, si bien el peso de las emisiones de bonos está aumentando rápidamente⁽⁶⁾, y está denominada en divisas.

El Emirato de Dubai posee más del 50% del capital de sus GREs, con las excepciones de Emaar (una compañía inmobiliaria que cotiza en la Bolsa de Dubai) y de dos bancos, -el Dubai Islamic Bank y el Commercial Bank of Dubai, respectivamente-. Sin embargo, si algo puso de manifiesto la crisis de Dubai World en 2009 fue que, **aunque sean de titularidad pública, ello no implica que gocen a priori de una garantía equivalente a la soberana.** En aquella ocasión, el gobierno de Dubai y el de Abu Dhabi acudieron al rescate de Dubai World y de su subsidiaria, Nakheel. Pero eso no garantiza necesariamente que vuelvan a hacerlo de nuevo si alguna de estas entidades entra en dificultades financieras. Dicho de otro modo, sólo las garantías soberanas explícitas y recogidas por escrito deben considerarse como tales, con independencia de las compañías que intervengan en la operación.

El calendario de vencimientos correspondiente a la deuda del gobierno de Dubai (que, como ya se ha dicho, asciende a 63.935 mill.\$) **es también complicado.** Entre 2017 y 2018, tendrá que hacer frente a vencimientos por un total de 21.239 mill.\$, **de los cuales nada menos que 20.040 mill.\$ corresponden a 2018.** Casi todos esos vencimientos lo son de emisiones de bonos.

En definitiva, Dubai deberá hacer frente entre 2017 y 2018 a vencimientos por valor de 37.552 mill.\$, procedentes, tanto de la deuda de sus GREs, como de la propia del Emirato.



Fuente: FMI

(5) Las GREs de Dubai con peor calendario de vencimientos en 2017-18 son, por este orden, Investment Corporation of Dubai (y sus empresas subsidiarias), que deberán hacer frente al pago de 7.687 mill.\$; Dubai World (y sus compañías subsidiarias), a 3.157 mill.\$; Dubai Holding (y sus empresas subsidiarias), a 2.846 mill.\$ (en este caso sólo en 2017). Por último, estarían las GREs en las que el gobierno de Dubai tiene una participación inferior al 50%, cuyos vencimientos en el periodo 2017-18 ascienden a 1.623 mill.\$.

Según el FMI, a finales de junio de 2015 las GREs con un ratio de cobertura del servicio de la deuda (Interest Coverage Ratio) inferior al 1,5, acumulaban unos 20.000 mill.\$ de deuda neta.

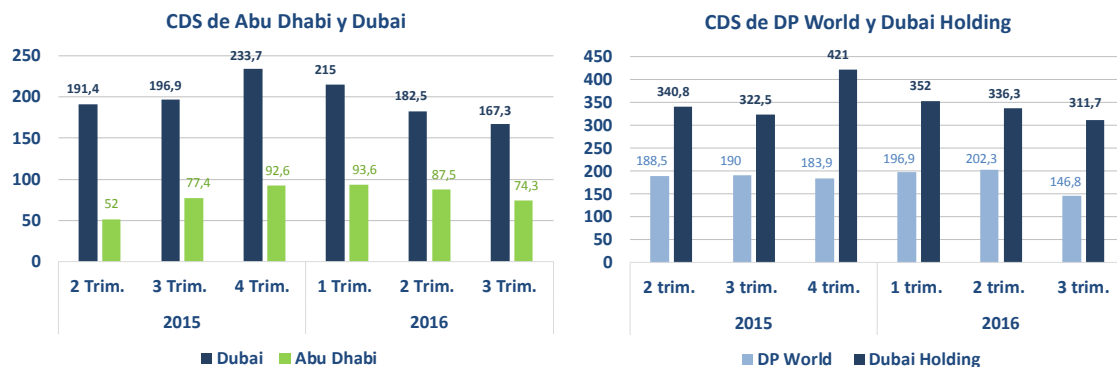
(6) En 2017, el 61% de los vencimientos corresponden a bonos.

Sin embargo, **Dubai** cuenta con un **fondo soberano**, el llamado **Investment Corporation of Dubai**, que a junio de 2016 atesoraba 200.500 mill.\$, una cantidad superior a la deuda total del Emirato. A esa fecha, dicho fondo era el undécimo mayor del mundo y el segundo de los EAU, donde sólo le supera el ADIA (Abu Dhabi Investment Authority) que, con 792.000 mill.\$, ocupa el tercer lugar en el ranking mundial.

Fondos Soberanos de los EAU	Mill.\$	Ranking Mundial	Emirato/Federación
ADIA	792.000	3/100	Abu Dhabi
Investment Corporation of Dubai	200.500	11/100	Dubai
Abu Dhabi Investment Council	110.000	14/100	Abu Dhabi
Mudabala Development Company	63.500	22/100	Abu Dhabi
Emirates Investment Authority	34.000	31/100	Federación
RaK Investment Authority	1.200	62/100	Ras al-Kaimah

Fuente: Sovereign Wealth Fund Institute (SWFI)

Los **seguros contra impagos**, o **CDS -Credit Default Swaps-** tanto del **Emirato de Dubai** como de **dos de sus principales GREs**, Dubai Ports World, (una de las empresas subsidiarias de Dubai World) y Dubai Holding⁽⁷⁾, **han descendido en el tercer trimestre de 2016**. Entre 2014 y 2015, el “spread” del Emirato de Dubai aumentó en sólo 7 puntos básicos, frente a una subida de 29 puntos básicos en el caso del “spread” de Abu Dhabi, lo que refleja la menor dependencia de Dubai respecto del petróleo.



Fuentes: Banco Central de los EAU

(7) Las empresas subsidiarias de Dubai Holding son Sumeirah; Dubai Group; Sama Dubai; Arab Media Group y Dubai Properties.

Por otro lado, y como ya ha quedado dicho, **Abu Dhabi** también cuenta con **sus propias GREs**, **cuya deuda conjunta ascendía a finales de 2015 a 62.100 mill.\$ (27,4% del PIB de Abu Dhabi)**. En 2017, los GREs de este Emirato deberán hacer frente a vencimientos por valor de 5.215 mill.\$ y en 2018 por valor de 6.502 mill.\$.

A pesar de su riqueza petrolífera, **Abu Dhabi** también está **diversificando su economía**. En los últimos años ha surgido una industria petroquímica bastante relevante y en el próximo lustro las autoridades del Emirato piensan invertir 90.000 mill.\$ en varios proyectos que contribuirán a esta diversificación (un nuevo puerto, las Zonas Francas de Kahlifa y Masdar City, así como cuatro reactores nucleares de 1.400 Mw, el primero de los cuales debería estar terminado en 2017). También se está en estos momentos construyendo una zona franca, una central nuclear (la primera de un total de cuatro previstas), un nuevo puerto y una autopista. Por último, los **cinco Emiratos del norte** (Fujairah, Ras al Khaimah, Sharjah, Ajman y Umm al Qaiwan) están también recibiendo su cuota de inversión en infraestructuras, ya que el gobierno federal está intentando reducir las diferencias con los dos Emiratos más ricos. En **Fujairah**, concretamente, se quiere construir una mega-ciudad residencial para dar alojamiento a 25.000 trabajadores.

3. SITUACIÓN ECONÓMICA

- ➔ A pesar del descenso de los precios del petróleo, el crecimiento es aceptable gracias a la aportación del sector no petrolífero, que cada vez tiene mayor peso en el conjunto del PIB. Inflación bajo control.
- ➔ Para compensar la caída de ingresos derivada del desplome de los precios del petróleo, se está tratando de reducir el gasto público consolidado en 2015. Pese a ello, este año se registrará un déficit en las cuentas públicas que, sin ser excesivo (3,9% del PIB), sería el primero desde el año 2009.

TASAS DE CRECIMIENTO ACEPTABLES AUNQUE A LA BAJA

La economía de los EAU es más resistente que otras de países productores de crudo a un escenario de precios bajos del petróleo gracias a su mayor diversificación, a su estabilidad política y a su favorable entorno de negocios (que le hace ser considerada como un “safe haven” por inversores de todo el mundo). Sin olvidar el hecho de que los EAU cuentan con un sistema bancario bien regulado y con unas excelentes infraestructuras físicas.

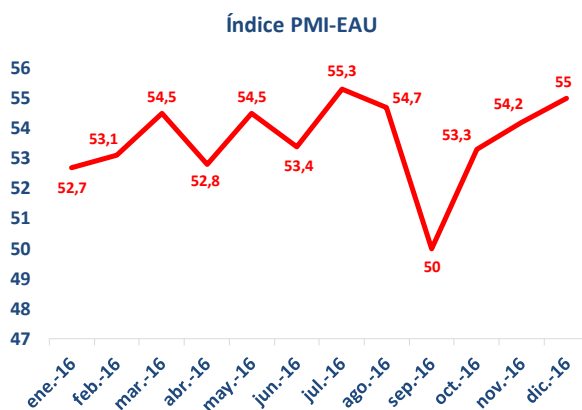
Los Emiratos se recuperaron rápidamente de los efectos negativos derivados de la suspensión de pagos de Dubai World. Si en 2010 -el ejercicio inmediatamente posterior a la moratoria del citado conglomerado empresarial- el PIB creció sólo un 1,4% en términos reales, entre 2001-14 el crecimiento promedió un elevado 4,5% en términos reales.

En 2015, el crecimiento económico siguió siendo sólido aunque se desaceleró ligeramente, situándose en el 3,8%, en términos reales. El sector petrolífero, lastrado por los bajos precios del crudo y por el descenso de la demanda china, creció sólo un 2,8%, a pesar de que los EAU intentaron compensar la caída de los precios aumentando la producción de crudo, que, como se ha dicho, creció en un 22,6%. Por lo que se refiere al sector no petrolífero, impulsado por el gasto público en infraestructuras y por la fortaleza del turismo, creció a una tasa del 3,7%, sólida todavía, pero inferior a la registrada un año antes. Las autoridades iniciaron en 2015 un plan de consolidación fiscal para hacer frente a la caída de ingresos procedentes del petróleo, que ha dado lugar, entre otras medidas, a un recorte del gasto público. El crédito al sector privado, aunque se mantuvo a buen nivel, disminuyó su ritmo de crecimiento, al igual que la confianza tanto de consumidores como de empresarios del sector privado no petrolífero, tal y como se refleja en el índice de actividad PMI, cuyos resultados van empeorando conforme se va acercando el final del ejercicio, aunque en ningún momento se situaron por debajo de los 50 puntos. Por último, también impulsó a la baja el crecimiento del sector no petrolífero el ya citado enfriamiento del mercado inmobiliario en Dubai.

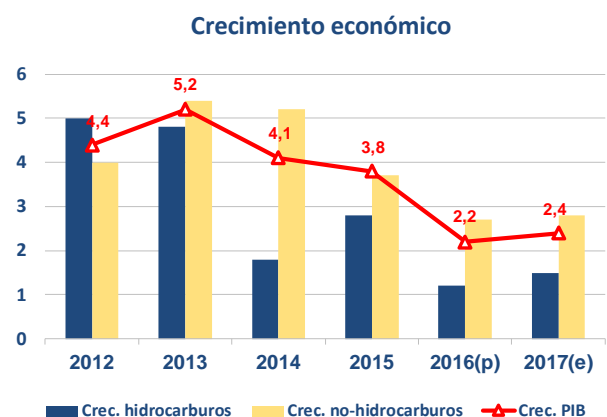
A falta todavía de datos definitivos, **se estima que el crecimiento del PIB en 2016 se ha reducido al 2,2% en términos reales.** El del sector petrolífero fue de sólo un 1,2%, frente a un crecimiento del 2,7% del sector no petrolífero. De hecho, y tal y como refleja el Índice PMI, la confianza de los empresarios del sector privado no petrolífero se mantuvo, salvo en septiembre, claramente por encima de los 50 puntos durante todo el año pasado, y, además, aumentando significativamente en los tres últimos meses del año, un hecho en el que también tuvo que ver el

mayor optimismo derivado del acuerdo para recortar la producción entre productores OPEP y no OPEP alcanzado a principios de diciembre.

En 2017 se prevé que el **crecimiento del PIB** aumente ligeramente, situándose en torno al **2,8%**. Sin embargo, la economía de los EAU deberá hacer frente a varios “vientos de cara” a lo largo de este año. En primer lugar, al descenso de la liquidez en los bancos, -también observable el año pasado-, causado por las retiradas de fondos de los depósitos del gobierno para financiar parcialmente los déficits públicos. A lo anterior hay que añadir el endurecimiento de la política monetaria por parte del banco central que, como ya hiciera en diciembre de 2015, volvió a elevar el pasado diciembre los tipos de referencia siguiendo los movimientos de la Reserva Federal estadounidense. Esta última, como es sabido, prevé llevar a cabo varias subidas de tipos de interés a lo largo de 2017, lo que obligará al banco central de los Emiratos a hacer lo propio⁽¹¹⁾. Esto, además, podría contribuir a apreciar todavía más el dirham en 2017, lo que podría perjudicar al turismo y a las compras de inmuebles por parte de nacionales procedentes de China, India, Rusia o el Reino Unido. Por último, es muy posible que el precio de los combustibles, -que fue liberalizado en el verano de 2015 y ahora sigue la evolución de los precios internacionales del crudo-, aumente considerablemente en el primer trimestre de este año (aunque partiendo de una base muy baja), lo que podría redundar en un aumento de la inflación y en una contracción del consumo privado.



Fuente: Emiratos NBD UAE PMI



Fuente: FMI, Banco Central de los EAU

A falta aún de datos definitivos, **se estima que la inflación en 2016 fue de sólo un 1,7%**, un descenso notable frente al 4,1% registrado en 2015. El fuerte aumento de la inflación en 2015 se debió a causas puntuales, como la subida de los precios del agua y de la luz para expatriados y nacionales en Abu Dhabi, así como a la eliminación de los subsidios sobre las gasolineras. La fuerte subida de la inflación en 2015 obedeció también a la liberalización de las rentas de los alquileres, cuyas subidas estaban por ley sujetas a un tope anual del 5%, primero en Abu Dhabi

(11) La ligazón del dirham al dólar a un tipo de cambio fijo es útil para los EAU porque ha traído consigo estabilidad y ha dado confianza al sector privado. Cuando EEUU sube sus tipos de interés de referencia, los EAU normalmente sigue sus pasos con un decalaje de aproximadamente seis meses. Sin embargo, en diciembre de 2016 el banco central endureció su política monetaria sólo días después de que lo hiciera la Reserva Federal.

y luego también en el resto de la Federación, lo que trajo consigo una elevación del precio de los alquileres⁽¹²⁾. Una vez que los efectos de estas medidas fueron absorbidos, la inflación se fue moderando progresivamente. Debe señalarse que la eliminación de los subsidios sobre los combustibles se adoptó a nivel Federal, a diferencia de las subidas de las tarifas del agua y de la luz, que se circunscriben al Emirato de Abu Dhabi. Otro factor que contribuyó a mantener bajo control la inflación en 2016 fue la ya citada apreciación del dirham, habida cuenta de que por lo menos el 48% de las importaciones de los EAU proceden de países cuyas monedas no son el dólar o no están ligadas a éste último.

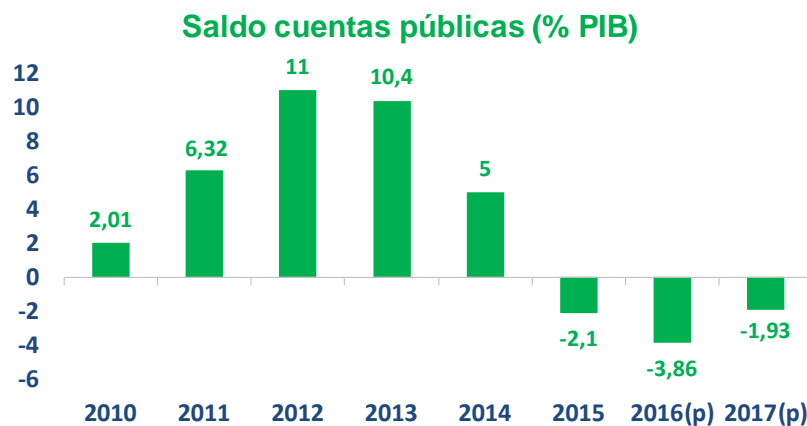
En **2017**, se prevé que la **inflación** aumente hasta el **2,8%**, impulsada por la más que probable alza de los precios de las gasolinas ya citada y por una nueva subida de las tarifas del agua y de la luz en Abu Dhabi, que entró en efecto el pasado uno de enero. Las autoridades de Dubai, por el contrario, han mantenido intactas las tarifas del agua y de la luz y no parece que tengan intención de modificarlas al alza en 2017.

SECTOR PÚBLICO

PIB (mill.\$)	370.000
CRECIMIENTO PIB	3,8
INFLACIÓN	4,1
SALDO FISCAL	-2,1
SALDO POR C/C	3,3

Datos a 2015

Desde el año 2010, las **cuentas públicas** de los EAU registraron superávits que en algunos ejercicios (2011, 2012 y 2013) han llegado a ser de dos dígitos. Sin embargo, y coincidiendo con el inicio del descenso de los precios del petróleo, el balance de las cuentas públicas se ha ido deteriorando a partir de 2014, y en 2015 se registró el primer déficit público -equivalente a un 2,1% del PIB- desde el año 2009.



Fuente: FMI

(12) Las rentas de alquiler y otros costes relacionados (agua, gas, mantenimiento de las viviendas) representan por sí solos en los EAU un porcentaje elevado -del 39%- del IPC, porcentaje que sube al 44% en el caso del Emirato de Dubai.

En 2015 las autoridades iniciaron un **plan de ajuste fiscal**, cuyas medidas más importantes fueron, a nivel Federal, la eliminación de los subsidios sobre las gasolinas, cuyo precio ha sido vinculado al del crudo en los mercados internacionales. Además, y como ya se ha comentado, Abu Dhabi elevó las tarifas del agua y de la luz, no ya sólo para los expatriados, sino también para los autóctonos. Gracias a estas medidas, se consiguió reducir el precio del petróleo necesario para el equilibrio presupuestario ("break-even oil price") de 79 \$/b a 60 \$/b.

En 2016, y ante la perspectiva de que el actual escenario de precios bajos del crudo se prolongue más de lo deseado, las autoridades siguieron ahondando en el plan de ajuste presupuestario, introduciendo medidas para aumentar los ingresos fiscales no petrolíferos y para reducir los gastos públicos, con el objetivo de equilibrar las cuentas públicas de la Federación en 2018. Entre las primeras, se encuentran una tasa municipal del 3% sobre los contratos de alquiler de los expatriados. Este nuevo impuesto, introducido en Abu Dhabi⁽¹³⁾, se asemeja a otro del 5% ya existente en Dubai (que, igualmente, sólo recae sobre los expatriados). El Emirato de Abu Dhabi también tiene intención de recortar en un 10% las plantillas en las compañías del sector de los hidrocarburos. Pero, sin duda, la reforma más importante será **la ya prácticamente segura introducción de un IVA en el año 2018**, que tendrá lugar simultáneamente en todos los países que integran el CCG y a un tipo unificado del 5%. Se estima que la aplicación del IVA, que como se ha dicho será a nivel Federal, podría generar un incremento de la recaudación equivalente a un 1,5%-2% del PIB, a pesar de las numerosas exenciones a la aplicación del impuesto que se contemplan (los gastos de enseñanza, los servicios sociales y un total de 94 productos alimenticios).

En cualquier caso, y con un precio medio del barril de crudo en 2016 de sólo 43,5 \$/b, **se estima que el déficit público en 2016 aumentó al 3,9% del PIB**, frente a un 2,1% de esa magnitud en de 2015. Para 2017 se prevé una reducción del déficit público al 1,9% del PIB federal, gracias, por un lado, al presumible aumento de los ingresos procedentes del petróleo (siempre que los recortes en la producción se lleven a cabo) y, por otro, a las reformas fiscales que se están introduciendo.

En cuanto a la financiación de los déficits públicos, el de 2015 lo fue casi en su totalidad con retiradas por el gobierno de depósitos en los bancos comerciales y, en mucha menor medida, con algunos atrasos en los pagos. En cambio, en 2016, se recurrió sobre todo a emisiones internacionales de bonos -Abu Dhabi lanzó en marzo del año pasado una emisión de Eurobonos por un total de 5.000 mill.\$- y a retiradas de dinero de los fondos soberanos. Con ello las autoridades han seguido las recomendaciones del FMI, que aconsejó evitar las retiradas de depósitos bancarios por su efecto exclusión del sector privado en el acceso a crédito bancario, especialmente a las PyMEs. El FMI aconseja también el paulatino desarrollo del mercado doméstico de deuda con objeto de ir reduciendo la dependencia de la financiación externa, sobre todo si los precios del petróleo se mantienen bajos en el tiempo.

La **deuda pública de los EAU es muy reducida**, equivalente a sólo un 18,3% del PIB en 2016, aunque si se le añaden la correspondiente a las GREs de Abu Dhabi y de Dubai, ese porcentaje sube a algo más del 54% del PIB federal. En cualquier caso, la solvencia externa del país es

(13) Las autoridades de Abu Dhabi esperan recaudar con esta nueva tasa unos 117 mill.\$ anuales, equivalentes a un 0,07% del PIB del Emirato.

elevadísima, ya que la suma de sus reservas de divisas y las cantidades acumuladas en el ADIA (Abu Dhabi Investment Authority), el Fondo Soberano de Abu Dhabi, equivalen a mucho más del 100% del PIB federal, por lo que la solvencia de los EAU está fuera de toda duda.

4. SECTOR BANCARIO SÓLIDO

- La situación del sector bancario en su conjunto es bastante saneada, con niveles elevados de capitalización y bien provisionados. Los créditos de mala calidad han descendido en los últimos meses.
- La rentabilidad del sector, no obstante, podría verse negativamente afectada si en 2017 se mantiene el actual escenario de precios bajos del petróleo, máxime cuando se ha aumentado el tipo interbancario en respuesta a la subida de tipos de interés por la Reserva Federal del pasado mes de diciembre.

El actual escenario de precios bajos del petróleo ha afectado a la liquidez del sistema bancario de los EAU, que se ha visto afectado por la retirada de depósitos gubernamentales para financiar el déficit público, especialmente en 2015. Esa retirada dio lugar a tensiones de liquidez (el ratio de préstamos sobre depósitos aumentó de un 95% en junio de 2014 a un 101% en marzo de 2016), obligando a los bancos a aumentar sus pasivos externos financiándose en el exterior para poder hacer frente a la demanda de crédito, que sigue siendo bastante importante. A pesar de ello, el nivel de liquidez de la banca es confortable y ha aumentado algo, porque las autoridades han repatriado dinero invertido fuera por sus fondos soberanos. El ratio de capitalización es elevado y los créditos de mala calidad van en descenso, ya que en marzo de 2016 equivalían al 5,3% de los activos totales, frente a un 6,5% en 2015⁽¹⁴⁾. Por lo que se refiere a los créditos de mala calidad del sector de la construcción, éstos también han caído, pasando de un 12,3% en 2013 a un 7,5% de los activos totales en marzo de 2016, lo que refleja que el ya comentado descenso del precio de la vivienda en Dubai y, en mucha menor medida, en Abu Dhabi, no está suponiendo un aumento del riesgo para el sector bancario, al menos de momento. Por último, las provisiones cubren el 108% de los créditos fallidos, porcentaje que no ha dejado de aumentar en los últimos cuatro años.

El principal riesgo para el sector vendría dado por una prolongación del actual escenario de precios bajos del crudo que empeorara la calidad de los activos bancarios, en un momento en el que el banco central ha tenido que aumentar el tipo de interés interbancario en respuesta a la subida de tipos llevada a cabo en diciembre pasado por la Reserva Federal. Todo ello podría

(14) Se han endurecido los estándares de clasificación de créditos (el número de días a partir del cual se considera que un crédito es dudoso ha pasado de 180 a 90).

hacer disminuir la rentabilidad del sector en 2017. Además, el FMI advierte del riesgo que para algunas entidades bancarias puede derivarse este año y el siguiente a causa de los ya citados voluminosos vencimientos de deuda de las GREs, especialmente en Dubai⁽¹⁵⁾.

5. SECTOR EXTERIOR

- ➔ Gracias a las re-exportaciones, la dependencia de las exportaciones de crudo se ha reducido muchísimo.
- ➔ Tras más de dos años consecutivos de bajos precios del petróleo, el superávit comercial no ha dejado de disminuir a pesar del aumento de las exportaciones no petrolíferas y de las re-exportaciones. En 2016 la cuenta corriente registró todavía superávit, aunque muy reducido (1,1% del PIB).
- ➔ Balanza de capitales deficitaria debido a la salida de flujos destinados a incrementar los fondos soberanos del país. A pesar de todo, el saldo de la balanza de pagos fue ligeramente positivo en 2016, lo que permitió un modesto aumento de las reservas de divisas en poder del banco central. El tamaño de estas últimas queda empujado si se le compara con los capitales atesorados en los diversos fondos soberanos del país, especialmente ADIA.

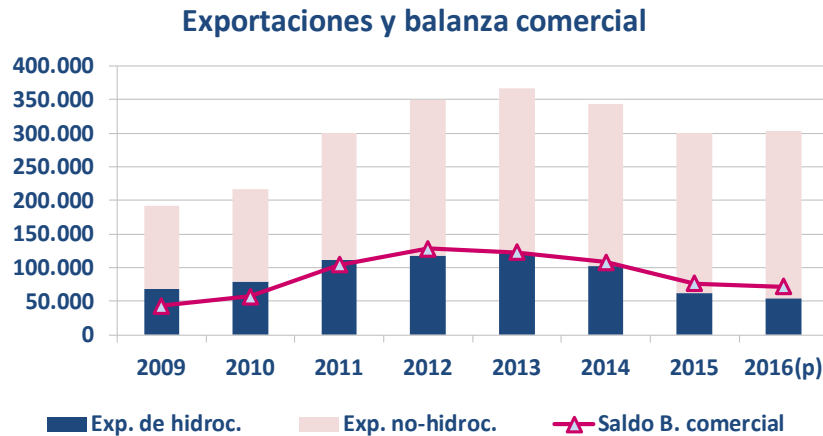
Las cuentas exteriores descansan sobre dos pilares: los hidrocarburos y las re-exportaciones. Gracias a estas últimas, la dependencia del crudo se ha reducido muchísimo, ya que en estos momentos las exportaciones de petróleo son sólo el 30% de las totales. Ese porcentaje es muy superior en otros países petrolíferos, como Arabia Saudí, lo que les hace mucho más vulnerables en un escenario de precios bajos del petróleo como el actual.

En 2016, a falta de datos cerrados, se estima que las **exportaciones totales fueron de 304.000 mill.\$**, una cifra ligeramente superior a la de 2015 (300.500 mill.\$), pero inferiores nada menos que en un 18% a las de 2013 (el último año en el que el precio medio del petróleo estuvo bien por encima de los 100 \$ el barril). El dato positivo es que las exportaciones no petrolíferas y las re-exportaciones (maquinaria, electrónica, productos químicos, plásticos, material médico, etc.) crecieron, respectivamente, en un 5,1% y en un 4% con relación a 2015. Este crecimiento, además, ha tenido lugar a pesar de la ya citada apreciación del dirham frente a las monedas de los principales clientes de los EAU para este tipo de bienes (India, Suiza, Turquía, Egipto o China, entre otros).

En cuanto a **las importaciones**, en **2016** se estima que fueron de **232.300 mill.\$**, un 3,7% superiores a las de 2015. Dado el elevado componente importado de las re-exportaciones, aquéllas suelen aumentar cuando lo hacen estas últimas. China e India son los principales proveedores de las importaciones que luego son re-exportadas.

(15) En la reestructuración de la deuda de las GREs afectados por la crisis de 2009, los bancos fueron los más perjudicados, ya que tuvieron que sufrir fuertes quitas, a diferencia de otros acreedores (proveedores y tenedores de bonos), que fueron pagados en su totalidad.

El superávit de la balanza comercial, equivalió en 2016 a un 19% del PIB, un porcentaje muy importante, pero inferior al registrado en 2015.



Fuente: FMI

La **balanza de servicios, rentas y transferencias** registra habitualmente **déficits voluminosos**, debido a la dependencia de los servicios de las compañías extranjeras para el desarrollo del sector industrial y la construcción, así como a las elevadas salidas de fondos como consecuencia de la repatriación de dividendos de las multinacionales y de las remesas de inmigrantes. En 2016 ese déficit se estima en 67.900 mill.\$, una cifra equivalente a un 18% del PIB. Así pues, en **2016 se estima que la cuenta corriente de la balanza de pagos volvió a registrar superávit (1,1% del PIB, 5.300 mill.\$)**, aunque dicho saldo positivo no ha dejado de disminuir desde el año 2013.

La **balanza de capitales** suele mostrar tradicionalmente un **saldo negativo** debido a la salida de flujos destinados a alimentar los fondos soberanos del país. En cuanto a los flujos de **inversión directa extranjera**, tras caer a mínimos históricos de sólo 4.000 mill.\$ en 2009 (coincidiendo con la crisis financiera internacional y el asunto Dubai World), se han ido recuperando con fuerza en los ejercicios siguientes. **En 2016, se estima que fueron de 11.100 mill.\$**, una cifra equivalente a un 3% del PIB.

Las **reservas de divisas**, se situaron en 2016 en 95.100 mill.\$, una cifra considerable que equivale 6,6 meses de importaciones de bienes y servicios, debido al elevado volumen de importaciones. En todo caso, la cifra de reservas pierde algo de relevancia frente al enorme volumen ya visto de los fondos soberanos, especialmente ADIA.

6. DEUDA EXTERNA Y POSICIÓN DE SOLVENCIA

- Deuda externa elevada en términos absolutos y, a causa del descenso de los ingresos procedentes del petróleo, también en proporción a las exportaciones de bienes y servicios.
- Solvencia externa fuera de toda duda gracias a los fondos soberanos.

La **deuda externa** a diciembre de 2016 era de 225.976 mill.\$, equivalentes al 60,1% del PIB y al 174,8% de las exportaciones de bienes y servicios (en 2013, el último año en el que los precios internacionales del crudo fueron muy superiores a los 100 \$/b, ese último ratio era de sólo el 88,3% de los ingresos corrientes de la balanza de pagos). La deuda a corto plazo equivale al 40% de la total.

La ratio del servicio de la deuda en 2014 fue de 35.069 mill.\$, equivalentes al 17,6% de los ingresos corrientes de balanza de pagos.

La **solvencia externa de los EAU es elevadísima** gracias al enorme volumen de los fondos soberanos, principalmente ADIA (Abu Dhabi Investment Authority), perteneciente al Emirato de Abu Dhabi. Como ya ha quedado dicho, en junio de 2016 el ADIA atesoraba una suma de 792.000 mill.\$, equivalentes al 214% del PIB correspondiente a 2015. Dicho de otro modo, los EAU registraron una posición acreedora neta equivalente a mucho más del 100% del PIB federal. Esto hace que los problemas que puedan derivarse de la deuda de Dubai y/o de sus GREs sean manejables. El riesgo de impago sólo sería significativo en los casos en que no existiera una garantía soberana explícita.