

EMIRATOS ÁRABES UNIDOS

Actualización del Informe de junio 2013

Madrid: 22 de julio de 2014



**A destacar**

Una Federación peculiar. Los Emiratos Árabes Unidos (EAU) son una Federación de siete Emiratos. Abu Dhabi y Dubai, conjuntamente, representan el 90% del PIB federal. Los Emiratos han tenido tradicionalmente un elevado grado de independencia. Sin embargo, tras la crisis de Dubai World el equilibrio de poder dentro de la Federación se está redefiniendo todavía más, si cabe, en favor de Abu Dhabi.

País muy estable aunque con problemas “de fondo”. Remanso de estabilidad en la zona gracias a los generosos programas de asistencia social. El gobierno ha aprovechado la “Primavera Árabe” para aumentar la represión sobre los movimientos islamistas locales. Se ha puesto en marcha un programa de “emiratización” para aumentar la contratación de “autóctonos” por parte de las empresas privadas y reducir la dependencia de los trabajadores extranjeros. Sin embargo, el sistema está destinado al fracaso.

Pese a la enorme importancia de los hidrocarburos, la economía está bastante diversificada. En consecuencia, los EAU son menos vulnerables que otros exportadores de crudo a un descenso de los precios internacionales del petróleo.

Recuperación económica en curso. Aceptable crecimiento del PIB no petrolífero, el mejor indicador del grado de actividad económica. La inestabilidad regional tras la “Primavera Árabe” ha beneficiado a los EAU (turismo, sector inmobiliario). Repunte de la inflación. Cuentas públicas fuertemente superavitarias.

Las Government Related Entities (GRG) y el sector bancario. Tras la reestructuración de la deuda de Dubai World, los progresos en este campo han sido ambivalentes. Abu Dhabi ha accedido a refinanciar una importante cantidad de deuda de los GREs de Dubai que vencía en 2014. Significativa mejoría de la situación del sector bancario, aunque los créditos malos son importantes.

Sector exterior. Pese a la importancia del petróleo, las exportaciones no-hidrocarburos (fundamentalmente re-exportaciones) son ya el 67% de las exportaciones totales, lo que da idea de la creciente diversificación.

Deuda Externa y Posición de Solvencia. Aunque la deuda es elevada en términos absolutos, queda empequeñecida ante la enorme solvencia externa de los fondos soberanos. Los EAU son acreedores netos por una cantidad que equivale a más del 100% del PIB federal.

MARCO POLÍTICO: UNA FEDERACIÓN PECULIAR. GRAN ESTABILIDAD POLÍTICO-SOCIAL AUNQUE CON PROBLEMAS SUBYACENTES

- **Federación de siete Emiratos dominada por Dubai y Abu Dhabi, aunque con un peso creciente de este último a raíz de la crisis de Dubai World.**
- **Aunque los EAU se mantuvieron totalmente al margen de la “Primavera Árabe”, las autoridades están aprovechando las convulsiones en otros países para endurecer la represión contra Al Islah, el equivalente local a los Hermanos Musulmanes. Este hecho está enturbiando las relaciones con otros países de la región donde los HM han ganado peso político y les está atrayendo críticas de Occidente por presuntas violaciones de los DD.HH.**
- **Programa de “emiratización” para fomentar la contratación de trabajadores autóctonos por parte del sector privado. Sin embargo, tal y como está concebido, está destinado al fracaso.**
- **Relaciones exteriores: Irán, Egipto y Arabia Saudí.**

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 Emir de Abu Dhabi, el Jeque Khalifa bin Zayed al-Nahyan, es el Presidente del Consejo Supremo⁽²⁾, el principal órgano de gobierno de la Federación; en tanto que el Emir de Dubai, el Jeque Mohammed bin Rashid al-Maktoum, ostenta el cargo de Vice-Presidente y Primer Ministro. Abu Dhabi tiene atribuida la política de defensa y las relaciones exteriores de la Federación ya que, de hecho, Dubai disolvió sus FF.AA. a finales de los años noventa.

Emirato	% PIB	% Población	% Superficie	% Produc. crudo
Abu Dhabi	63%	34%	87%	91%
Dubai	27%	35%	5%	6%
Resto	10%	31%	8%	3%
TOTAL	409.200	9,5	83.600 km²	2,8 mill.b/d

- (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) El Consejo Supremo está formado por los siete Emires, aunque 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.

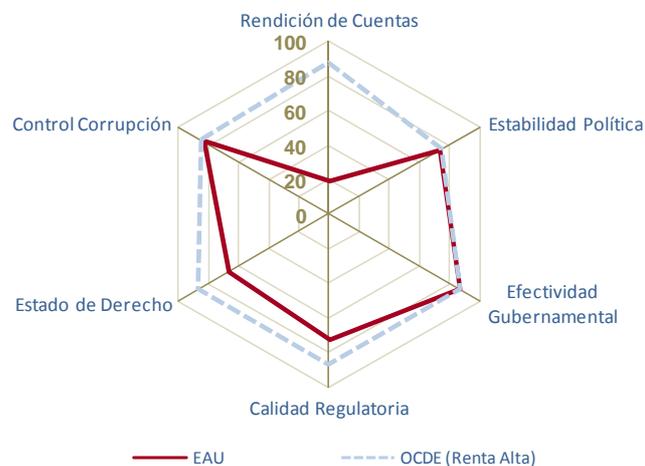
El grado de autonomía de los Emiratos dentro de la Federación es elevado. Abu Dhabi y Dubai cuentan cada uno con su propia Bolsa, emiten deuda por separado y siguen sus propias políticas económicas (aunque en este campo, Dubai ha ejercido tradicionalmente más influencia a nivel federal). Y es que la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

Sin embargo, la primacía y la influencia de Abu Dhabi en el seno de la Federación se ha incrementado desde que, a principios de 2010, acudiera al rescate de Dubai World con unos 20.000 mill.\$.

Como consecuencia, en **estos momentos se habla de unificar los mercados de valores de los dos principales Emiratos y de acercar más las políticas económicas de ambos, bajo la égida de Abu Dhabi**, lo que sin duda reduciría incertidumbres y traería consigo más estabilidad. La única interrogante es ver como esa hipotética pérdida de influencia de Dubai en favor de Abu Dhabi será aceptada por la familia Maktoum.

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 2013 Banco Mundial



Durante los meses de la “Primavera Árabe”, el gobierno federal usó la enorme riqueza petrolífera de Abu Dhabi -quien por sí sólo aporta el 78% de los ingresos públicos de la Federación- para financiar programas de asistencia en sanidad, educación, vivienda y ocio que, a la postre, hicieron que los EAU no conocieran ningún episodio de inestabilidad política. Sin embargo, a raíz del derrocamiento en Egipto de Hosni Mubarak y de la llegada al poder de Justicia y Libertad (el brazo político de los Hermanos Musulmanes), los EAU están haciendo todo lo posible por reprimir **los movimientos locales de oposición de signo islamista, que existen y que tienen cierta presencia en los Emiratos del norte, menos prósperos** (todos excepto Abu Dhabi y Dubai).

En octubre de 2012 docenas de miembros de Al-Islah, el más importante de estos movimientos, fueron detenidos bajo la acusación de pretender formar un grupo armado con el propósito de derrocar al actual régimen. Por un decreto fechado en noviembre de 2012 se censuran los foros políticos en Internet y se castiga con pena de cárcel a quienes, a través de la red, “ofendan” a los líderes o a las instituciones públicas de cualquiera de los Emiratos. Se puede afirmar que esta reacción de las autoridades es reflejo de la preocupación creciente de los EAU ante el aumento de la influencia de los Hermanos Musulmanes en varios países de la región (Marruecos, Túnez, Egipto) tras las revueltas de la “Primavera Árabe”. Debe señalarse, no obstante, que en estos dos últimos países los Hermanos Musulmanes ya no están en el poder.

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 sus conciudadanos de pura cepa, pudiendo ser expulsados fulminantemente del país si delinquen. Otro efecto pernicioso de la medida es que, al dificultar mucho el arraigo, frena la compra de viviendas.

POBLACIÓN	9,2 mill.hab.
RENTA PER CÁPITA	43.139 \$
EXTENSIÓN	83.600 Km ²
RÉGIMEN POLÍTICO	Monarquía hereditaria
CORRUPCIÓN	28/176
DOING BUSINESS	26/185

Para intentar reducir la dependencia de los trabajadores extranjeros, el gobierno de los EAU quiere favorecer la “emiratización”, obligando a las empresas privadas a contar con una cierta cuota de nacionales en sus plantillas. **Sin embargo, este programa ha nacido viciado desde un principio.** En primer lugar, porque las autoridades se resisten a bajar los sueldos en el sector público (en el que sólo pueden emplearse los nacionales) que siguen siendo bastante elevados, lo que desincentiva la búsqueda de empleo en el sector privado por parte de los nativos. En segundo término, el nivel de cualificación de los foráneos es superior al de los locales y así lo reconocen las empresas privadas. En definitiva, la “emiratización” no satisface ni a unos ni a otros y al estar basada en la nacionalidad más que en las competencias, acabará probablemente fracasando.

Las relaciones entre Egipto y los EAU, muy deterioradas durante la presidencia del islamista Mohamed Morsi, mejoraron espectacularmente a raíz del derrocamiento de este último por medio de un golpe militar en el verano de 2013. La victoria electoral de Al-Sissi en las presidenciales de Egipto celebradas a finales de mayo de 2014 ha sido muy bien acogida en los EAU que, desde el golpe militar, se ha convertido, junto con Arabia Saudí y Kuwait, en uno de los principales donantes e inversores en Egipto.

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. Las relaciones con Irán son ambivalentes. Por un lado, existe una disputa territorial ya que los dos países reclaman la soberanía sobre unos islotes, en estos momentos controlados por Irán, contencioso que emerge periódicamente generando episodios puntuales de tensión⁽³⁾. Sin

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



embargo, hay una importante comunidad iraní en los Emiratos -cifrada entre el 2% y el 9% de la población total- y, lo que es más importante, Irán es el primer cliente de las re-exportaciones procedentes de las Zonas Francas situadas en Dubai. En 2011 el comercio bilateral entre Irán y Dubai alcanzó los 9.600 mill.\$⁽⁴⁾ y, aunque por el efecto de las sanciones internacionales contra la República Islámica, el año pasado se redujo en un 31% (a 6.800 mill.\$), los lazos comerciales siguen siendo lo bastante importantes como para excluir un conflicto armado entre ambas naciones.

Las relaciones con EE.UU. son, en general buenas. En cambio, en el seno del Consejo de Cooperación del Golfo, se han enturbiado considerablemente las relaciones entre Qatar, de un lado, y los EAU, Arabia Saudí y Bahrain, de otro, como consecuencia del indisimulado apoyo del primero a los Hermanos Musulmanes. La tensión llegó hasta tal extremo que Arabia Saudí, EAU y Bahrain retiraron el pasado cinco de marzo a sus embajadores de Qatar.

PESE A LA DIVERSIFICACIÓN ECONÓMICA, EL PETRÓLEO SIGUE SIENDO VITAL

➤ **Formidable riqueza petrolera. Pero la diversificación económica, especialmente en Dubai, ha reducido el peso del sector hidrocarburos en proporción al PIB.**

Con un PIB de 409.200 mill.\$ en 2013, la economía de los EAU es la segunda mayor de entre las de los países del CCG, siendo sólo superada por la de Arabia Saudí. Su renta per cápita es muy elevada -43.139 \$ en 2013- y similar a la de los países más ricos de la OCDE. La base de su prosperidad es su gran riqueza petrolífera.

Los EAU son el octavo país del mundo por el tamaño de sus reservas de crudo, 97.800 millones de barriles. Al actual ritmo de producción se estima que no se agotarán hasta dentro de un siglo. En 2013 la producción fue de 2,79 mill. b/d (un 4,5% superior a la de 2012), haciendo de los Emiratos el séptimo productor mundial. El gobierno quiere incrementar la producción a 3,5 mill. b/d en 2018. El 95% de las reservas de petróleo de la Federación se encuentran en Abu Dhabi, lo que confiere a este Emirato una riqueza enorme, tal y como se refleja en la cuantía de los fondos almacenados en la ADIA (Abu Dhabi Investment Authority), su principal fondo soberano, al que más adelante se hará referencia. **Los EAU cuentan también con unas importantes reservas de gas de 214 billones (españoles) de pies cúbicos, las séptimas del mundo.** 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**, forzándoles además a desarrollar fuentes de energía alternativas como la solar y la nuclear (está programada la construcción de cuatro reactores nucleares).

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



El hecho de que **Dubai**, el segundo Emirato por tamaño del PIB, apenas disponga ya de petróleo **le ha obligado a diversificar su economía**, convirtiéndose en un **centro regional de comunicaciones y de negocios de primer orden**, con sectores importantes como el comercio, la logística y el turismo. Para ello, cuenta con **las mejores infraestructuras físicas y de transporte de todo el Golfo**, entre las que 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. **Las Zonas Francas (Free Trade Zones) juegan un papel esencial en esta estrategia de diversificación económica**, 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 alberga. La más importante es la de Jebel Ali (JAFZA), próxima al citado macro-puerto de mercancías del mismo nombre, que alberga a 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 extranjeras establecidas en las Zonas Francas están exentas del pago del impuesto de sociedades y del pago de aranceles sobre las importaciones de equipos y otros inputs. Además, los inversores ostentan el 100% de la propiedad de la empresa. Esta última regla, sin embargo, no se aplica a las empresas situadas fuera de las Zonas Francas, que deben constituirse bajo la forma de “joint-ventures” y en las que el socio extranjero sólo puede ser propietario del 49%. Sin embargo, esta norma podría cambiar, ya que el gobierno federal, buscando atraer inversión extranjera, está ultimando una nueva Ley de Empresas (Company Law), en un sentido algo más favorable para los extranjeros.

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).

El éxito de la política de diversificación económica de los EAU **ha reducido la participación de los hidrocarburos en el PIB al 37%** (En Qatar, Kuwait y Arabia Saudí esos porcentajes superan el 50%). Esto hace a los Emiratos menos vulnerables que otros grandes exportadores de crudo a una caída de los precios internacionales del crudo.



RECUPERACIÓN ECONÓMICA EN CURSO

- **Fuerte crecimiento económico desde 2011, cuando la “Primavera Árabe” benefició a los EAU por su carácter de “país refugio”. En 2013 el PIB creció un 4,7%. En 2014, el ritmo de crecimiento caerá ligeramente, pero seguirá siendo elevado gracias a la fortaleza del sector no petrolífero. Inflación al alza a causa del recalentamiento del sector inmobiliario.**
- **Superávit público en descenso, aunque todavía muy voluminoso. Los EAU sufrirían menos que otros países petrolíferos en el caso de una brusca caída de los precios del crudo. Su precio de equilibrio presupuestario es moderado y su economía está relativamente diversificada. Además, los voluminosísimos activos financieros de la Federación reducen mucho el impacto provocado por una brusca caída de los precios internacionales del crudo.**

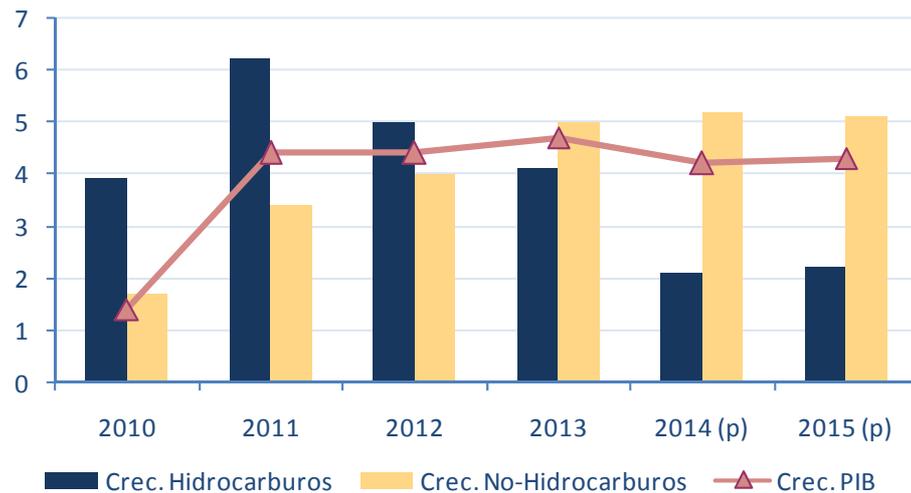
La economía de los EAU se ha recuperando rápidamente de los efectos negativos derivados de la suspensión de pagos de Dubai World. Si en 2010 -el ejercicio inmediatamente posterior a la moratoria del citado conglomerado empresarial- el PIB creció sólo un 1,4% en términos reales, en los tres ejercicios siguientes el crecimiento superó holgadamente el 4%. **Concretamente, en 2013, el PIB creció un 4,7% en términos reales (4,4% en 2012).**

En 2013 el crecimiento económico se apoyó en el aumento de la producción, tanto de crudo (superior, como ya se ha indicado, en un 4,5% a la de 2012), como manufacturera (especialmente de aluminio y de productos petroquímicos). También siguió registrando un buen comportamiento la demanda doméstica. Además, la proverbial estabilidad de los EAU en la zona le ha permitido atraer capitales, no ya sólo de los países de la región que han sufrido la “Primavera Árabe”, sino también de varias economías emergentes como India, Rusia o, incluso, China. Al mismo tiempo, la inversión directa extranjera creció el año pasado en un 25%, llegando a los 12.000 mill.\$.

En 2014 el **crecimiento económico**, aunque algo inferior al del año pasado, seguirá siendo muy sólido. Las previsiones oscilan entre **el 4,2% y el 5% del PIB**, según la fuente. Está cayendo la contribución al PIB del sector de los hidrocarburos, aunque esta situación se podría revertir si se agudizan los problemas en Irak y como consecuencia de ello siguen subiendo los precios del crudo. **El verdadero motor del crecimiento en 2014** (como de hecho viene ocurriendo desde hace tres años) **está siendo el sector no petrolífero**, concretamente el turismo (la tasa de ocupación hotelera en Dubai, el Emirato más turístico, era en abril de este año del 88%), el transporte, el comercio y la creciente fortaleza del sector inmobiliario. Los EAU albergarán la Expo 2020, para la que se prevén inversiones de unos 8.000 mill.\$ y cuyas obras, que ya se han iniciado, mantendrán elevada la actividad en **Dubai** durante los próximos cinco o seis años. El Emirato de **Abu Dhabi**, por su parte, está invirtiendo 90.000 mill.\$ en la construcción de una Zona Franca, una central nuclear (la primera de los cuatro previstas), un nuevo puerto y una autopista, lo que mantendrá elevada la actividad durante los tres próximos años. Los **cinco Emiratos del norte** (Fujairah, Ras al Khaimah, Sharjah, Ajman y Umm al Qaiwan) también están 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.

Un síntoma evidente de que la actividad en el sector no petrolífero está creciendo a buen ritmo es que el **Índice HSBC de Producción Manufacturera correspondiente al mes de marzo de 2014 era de 57,7**, tres puntos mayor que el correspondiente al mismo mes del año pasado⁽⁵⁾.

Crecimiento económico



Fuente: IIF

Otros indicadores que reflejan confianza en la evolución económica de los EAU son la favorable evolución de los “spreads” de los CDS a cinco años, tanto en Abu Dhabi como en Dubai, que no han dejado de descender desde hace dos años. En mayo de 2014 los de Abu Dhabi estaban por debajo de los 80 puntos básicos y los de Dubai en torno a los 168 puntos básicos (a finales de 2009, cuando el “default” de Dubai World, estaban en 942 p.b). Los mercados de valores de ambos Emiratos llevan ya tiempo siendo los de mejor comportamiento de entre las bolsas de los mercados emergentes.

La inflación, sin ser excesivamente alta, **está aumentando de forma significativa. Si en 2012 fue del 0,6%, en 2013 creció al 1,4% y en abril de 2014 había aumentado al 3%, la tasa más alta desde agosto de 2009.** Según el IIF, los EAU podrían cerrar 2014 con una tasa de inflación del 3,7%. El principal “culpable” del crecimiento de los precios es el recalentamiento del sector inmobiliario y de las rentas de alquiler. Estas últimas y otros costes relacionados (agua, gas, mantenimiento de las viviendas) representan por sí solos nada menos que el 39% del IPC de los EAU (un porcentaje que sube al 44% en Dubai). A este factor dinamizador de los precios podrían añadirse otros dos: la relativa debilidad del dólar estadounidense, al que está ligado el Dirham a un tipo de cambio fijo de 6,67 Dh/1 \$, y las generosas subidas salariales, del 5% en 2013 y 2014. Todos estos factores compensan por el lado negativo la moderada evolución internacional de los precios de las materias primas no energéticas y los subsidios.

(5) Cuando este índice está por debajo de la barrera de 50, indica contracción y cuando está por encima, expansión.

Merece especial mención el **recalentamiento del mercado inmobiliario**, un aspecto sobre el que **ha llamado recientemente la atención el FMI, que teme que se pueda estar formando una burbuja** similar a la que desencadenó los hechos de noviembre de 2009, cuando se anunció la moratoria en el pago de la deuda de Dubai World, una de las principales entidades cuasi-soberanas del Emirato de Dubai. En 2013 los precios del sector inmobiliario crecieron un 21% en Abu Dhabi y un 35% en Dubai, más que en ningún otro lugar del mundo (Australia, China o Taiwán incluidos). **El gobierno, sin embargo, ha aprendido de la experiencia de 2009 y está reaccionando con medidas** como obligar a los promotores a exigir el pago anticipado del 50% de las viviendas compradas sobre plano (las compras especulativas de viviendas sobre plano fueron el principal factor que desencadenó la burbuja de 2008) y aumentar al 25% del valor del piso el porcentaje que hay que pagar al contado para acceder a una hipoteca. **Estas medidas están empezando a dar resultados:** en el primer trimestre de 2014 los precios de las viviendas residenciales crecieron solo un 3%, frente a un 6% en el mismo periodo de 2013. Aún así se prevé que el precio de las casas crecerá un 12% en 2014 en el conjunto de la Federación. De todas formas, no hay consenso entre los analistas en cuanto al riesgo de una nueva burbuja inmobiliaria, ya que otros indicadores no apuntan en esa dirección. Por ejemplo, como destaca el IIF, el crecimiento del crédito bancario se está manteniendo en niveles modestos: en 2013 fue del 13% y en 2014 podría estar en torno al 11%. El nivel actual de los precios de las casas es todavía un 16% inferior al máximo alcanzado en 2008.

PIB (mill.\$)	409.200
CRECIMIENTO PIB	4,7
INFLACIÓN	1,4
SALDO FISCAL	10,6
SALDO POR C/C	14,7

Datos a 2013

Las cuentas públicas registran habitualmente superávits muy voluminosos. El Emirato de Abu Dhabi, con su riqueza petrolífera, genera casi el 81% de los ingresos públicos de la Federación, que carece prácticamente de estructura fiscal propia y sirve más bien como instrumento de transferencia de fondos desde Abu Dhabi a los demás Emiratos. Así, el gasto federal es tan sólo el 11% del gasto público y el gasto

fiscal de Dubai y sobre todo de Abu Dhabi supone la mayoría del gasto total. No existe impuesto sobre la renta ni IVA, aunque está planteándose su introducción a nivel de los países del CCG en un plazo no muy largo. Las únicas figuras impositivas son un canon municipal sobre las rentas de los alquileres y los royalties a las compañías extranjeras.

En los últimos seis años el crecimiento anual del gasto público ha promediado un 22%, aunque con fuertes disparidades entre ejercicios (en 2008 creció un 52% y dos años después se contrajo un 11%). Como consecuencia, **el precio del crudo necesario para alcanzar el equilibrio presupuestario** ha pasado de 43,9 \$/b en 2008 a 67 \$/b el año pasado y en 2014 se prevé que suba a 69 \$/b. Aún así, ese precio es inferior a la media del de los países del CCG (ver gráfico).

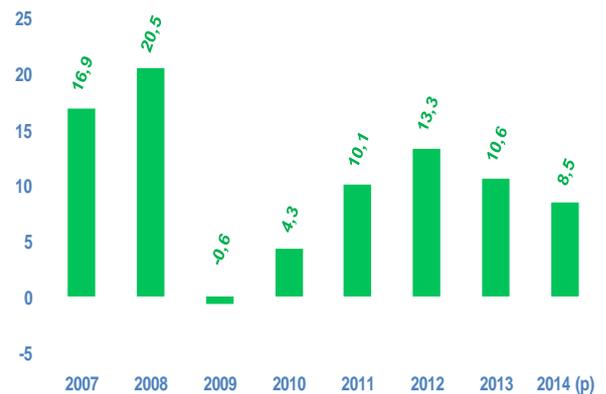
En **2013**, con una producción de crudo un 4,5% superior a la del ejercicio precedente y un precio medio del barril de crudo de exportación de los EAU de 106,8 \$/b, ligeramente inferior al de 2012 (109,7 \$/b), se registró un **superávit presupuestario igual a un 10,6% del PIB, ligeramente inferior al de 2012 (13,3% del PIB).**

Para **2014** se prevé que la producción de crudo apenas varíe. En cuanto al precio medio del barril de crudo de exportación de los EAU, las previsiones a comienzos de año apuntaban a un nuevo descenso (por ejemplo, el IIF preveía un promedio de 102,8 \$/b). Sin embargo, dados los dramáticos acontecimientos en Irak, posiblemente acabe siendo mayor de lo previsto. El **superávit presupuestario** (basándose en dicho precio de 102,8 \$/b) **se reducirá en 2014 al 8,5% del PIB**, aunque seguirá siendo muy sustancial.

Precio medio de equilibrio presupuestario (\$/b)



Saldo cuentas públicas (% PIB)



Fuente: IIF

LAS GREs Y EL SECTOR BANCARIO

- Los progresos en la reestructuración de la deuda de las entidades casi soberanas (Government Related Entities o GREs) no han sido uniformes. La deuda total de las GREs es voluminosa. Sin embargo, Abu Dhabi accedió en marzo de 2014 a refinanciar una importantísima cantidad en concepto de vencimientos que iban a tener lugar este año, lo que supondrá un importante alivio financiero para Dubai.
- La situación del sector bancario en su conjunto es bastante saneada, con niveles elevados de capitalización y bien provisionados. No obstante, el porcentaje de créditos de mala calidad es relativamente alto.

El sector empresarial de los EAU está formado casi en su totalidad por GREs (Government Related Entities o entidades casi-soberanas), compañías que, de una forma u otra, están relacionadas con los gobiernos de los Emiratos o las familias gobernantes. El anuncio, en noviembre de 2009, de la moratoria en el pago de la deuda de Dubai World, uno de los principales GREs del Emirato de Dubai, provocó un fuerte shock financiero, al poner de manifiesto que no todos los GREs gozan de una garantía equivalente a la soberana, como muchos inversores habían supuesto (en algunos casos estas garantías sí se habían dado de forma verbal). Así pues, la crisis de Dubai World puso de relieve que **sólo las garantías soberanas explícitas y por escrito deben considerarse como tales**, con independencia de la naturaleza de las compañías que intervengan en la operación.

El plan de reestructuración de la deuda de Dubai World, estimada hace cuatro años y medio en 24.300 mill.\$, incluyó el pago del principal en su totalidad, aunque en lo que se refiere a los intereses, los bancos acreedores tuvieron que aceptar algunas quitas (no así, sin embargo, los proveedores impagados ni los tenedores de Sukuks, o bonos islámicos). Además, Dubai inyectó fondos por valor de unos 13.300 mill.\$, tanto en Dubai World como en Nakheel (la compañía constructora subsidiaria de aquella). Parte de esos dineros los aportó el propio gobierno de Dubai, pero la mayoría procedieron del llamado Dubai Financial Support Fund (un fondo con 20.000 mill.\$, dotado en su mayoría por el gobierno de Abu Dhabi, que acudió de ese modo al rescate financiero de su vecino).

A esta reestructuración, considerada casi modélica en su momento, siguieron otras, concretamente la de Dubai International Capital, quien llegó a un acuerdo con sus acreedores para reestructurar unos 2.500 mill.\$ de su deuda total. Otros procesos de reestructuración se revelaron más trabajosos, como el de los 10.000 mill.\$ de Dubai Group, con el que concluyeron las reestructuraciones de deuda como consecuencia de la crisis de 2008/09, que no se resolvió hasta enero de 2014, e implicó una sustancial quita para los acreedores.

El aceptable crecimiento registrado por el sector no petrolífero el año pasado y las favorables perspectivas para este año son un factor positivo, como también lo es la subida de los precios de las viviendas (en este caso en Dubai), al poner de relieve que el sector está poco a poco recobrando el pulso. Los mercados financieros se están haciendo también eco de este creciente optimismo. Los “spreads” de los CDS (los seguros de impago) tanto de los Emiratos (Abu Dhabi y Dubai) como de sus principales GREs registraron importantes caídas en 2012 y 2013, la bolsa de Dubai ha experimentado fuertes alzas, y a partir de junio de 2014 se ha incluido a los EAU en el índice de mercados emergentes de MSCI⁽⁶⁾.

Muchas de las GREs han mejorado su situación, gracias a que han aprovechado el entorno de bajas tasas de interés para prepagar parte de su deuda, diversificar sus fuentes de financiación y ampliar los plazos de amortización. Pese a todo, la deuda conjunta de los GREs de Abu Dhabi y Dubai no es desdeñable. Según el FMI, a abril de 2014 ascendía a 184.400 mill.\$, una cifra que equivalía al 51% del PIB de la Federación. Desglosada por Emiratos, los GREs de Abu Dhabi debían a esa fecha 98.000 mill.\$ (37,8% del PIB de Abu Dhabi). La deuda de los GREs de Dubai ascendía a 86.400 mill.\$ (86% del PIB de Dubai).

(6) Morgan Stanley Capital International, el índice de referencia de acciones más comúnmente utilizado por los inversores institucionales. Hasta entonces EAU se contaba en el índice de mercados frontera.



Si a la deuda de los GREs de Dubai se añade la del propio gobierno del Emirato (55.300 mill.\$), la suma resultante equivaldría al 141% del PIB de Dubai⁽⁷⁾. En otras palabras, **la situación financiera de Dubai**, a pesar de la recuperación económica en curso, **sigue siendo delicada**. Según el FMI, Dubai tuvo que hacer frente en 2013 a vencimientos por valor de 9.447 mill.\$ y en 2014 de 31.000 mill.\$⁽⁸⁾.

A mayor abundamiento, el hecho de que el gobierno de Dubai haya retomado varios megaproyectos (centros comerciales, hoteles, etc.) abandonados a finales de 2009 o principios de 2010 en pleno pinchazo de la burbuja inmobiliaria, podría ser en el futuro una fuente de problemas similares a los de hace cuatro años. A juicio de los expertos, sería más sensato que las autoridades de este Emirato se centrasen en sus actividades más tradicionales (“core business”), es decir, el turismo, los servicios de todo tipo por su condición de centro neurálgico de transportes y comunicaciones regional, y las re-exportaciones.

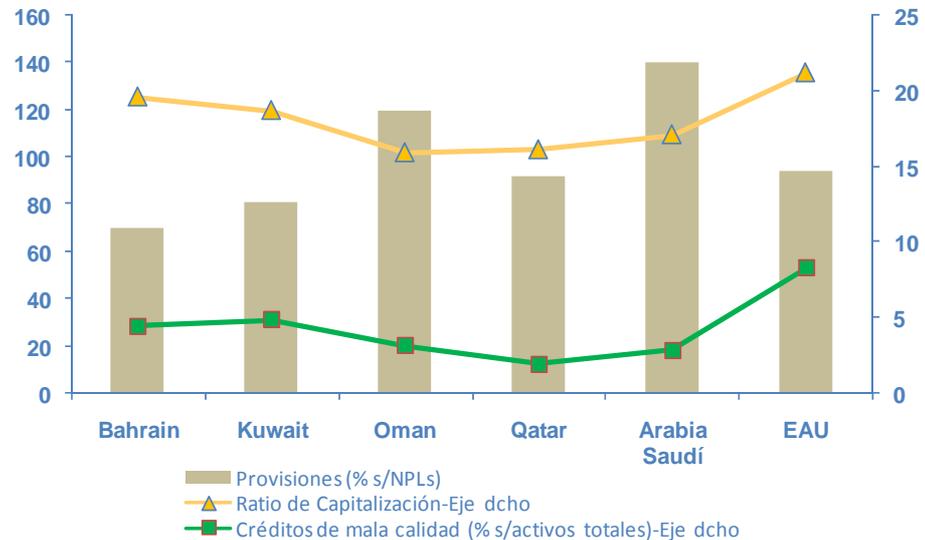
Aún así, no hay que perder de vista dos cuestiones. En **primer lugar**, y como más adelante se comentará, ADIA (Abu Dhabi Investment Authority), el fondo soberano del Emirato de Abu Dhabi, acumula unos activos voluminosísimos, que empujan la deuda pública y externa de los EAU y de sus GREs. En **segundo término**, Abu Dhabi demostró en 2010 que fue capaz de acudir en apoyo financiero de Dubai (con los aproximadamente 20.000 mill.\$ que inyectó en el Dubai Financial Support Fund), y ha vuelto a hacerlo recientemente, ya que **en marzo de 2014 accedió a refinanciar 20.000 mill.\$ (entre préstamos y bonos) con vencimiento en este año**, lo que dará un considerable alivio financiero a Dubai.

Más de cuatro años y medio después de la suspensión de pagos de Dubai World, **la situación del sistema bancario**, tomado en su conjunto, **ha mejorado de manera evidente**. El ratio de capitalización el pasado mes de mayo alcanzó el 19,3%, el más elevado de todos los países del CCG. Las provisiones cubren el 100% de los créditos fallidos, frente a menos del 91% hace tres años, y el ratio de préstamos sobre depósitos vuelve a ser, después de muchos años, inferior al 100%, concretamente del 90%. El único “punto negro” viene dado por la tasa de créditos de mala calidad, del 7,4% y que, pese a que lleva dos años descendiendo, sigue siendo la más elevada entre los países miembros del CCG. No es menos cierto, no obstante, que gran parte de ese incremento se debe a que se han endurecido los estándares de clasificación de créditos (el número de días a partir del cual se considera que un crédito es dudoso se ha reducido de 180 a la mitad). El nivel relativamente elevado de créditos malos explica que el crédito al sector privado no termine de despegar.

- (7) En Abu Dhabi, la suma de la deuda de sus GREs y la del Emirato equivale sólo al 40,5% del PIB de Abu Dhabi.
- (8) De los 31.000 mill.\$ que vencen este año, el 68% es de deuda contraída por el gobierno de Dubai y el resto corresponde a sus GREs.



Sector bancario países del CCG



Fuente: IIF

En 2009 el gobierno federal inyectó en los bancos 16.000 mill.\$ para recapitalizar el sector y evitar un posible riesgo sistémico. Cuatro años después, algunos de los bancos que recibieron ayudas han pagado sus deudas al gobierno parcialmente (Emirates NBD; National Bank of Abu Dhabi; Union National Bank) o del todo (First Gulf Bank). A ello ha contribuido la mejora del sentimiento de los inversores, que ha permitido a estos bancos acudir con éxito a los mercados de capitales para obtener fondos a tipos más favorables con los que ir pagando sus deudas al gobierno Federal.

A pesar de la mejora del sector, el FMI advierte de que, este año puede ser un ejercicio complicado para algunas entidades (se abstiene de dar nombres) a causa de los voluminosos vencimientos, especialmente en Dubai. No hay que olvidar, además, que en los planes de reestructuración de los GREs, las entidades bancarias resultaron más perjudicadas que otros acreedores, a los que se les pagó totalmente su deuda (tenedores de bonos). En cambio, los bancos tuvieron que aceptar quitas, especialmente en el pago de los intereses acumulados.

SECTOR EXTERIOR

- Gracias a las re-exportaciones, la dependencia de las exportaciones de crudo se ha reducido muchísimo.
- Balanza de servicios, rentas y transferencias fuertemente deficitaria.
- Balanza de capitales deficitaria debido a la salida de flujos destinados a incrementar los fondos soberanos del país. La Inversión Directa Extranjera aumenta en 2013.

Las cuentas exteriores descansan sobre dos pilares: los hidrocarburos y las re-exportaciones. Gracias a las re-exportaciones, la dependencia del crudo se ha reducido muchísimo, ya que en estos momentos las exportaciones de petróleo son sólo el 33% de las totales. Ese porcentaje es muy superior en otros países petrolíferos como Arabia Saudí, lo que les hace mucho más vulnerables a las variaciones en los precios mundiales de esta materia prima.

En 2013, las exportaciones totales crecieron un 1,7%, alcanzando los 356.500 mill.\$, una cifra históricamente alta. Las ventas de hidrocarburos (118.500 mill.\$) representaron el 33% de las totales, y las re-exportaciones (maquinaria, electrónica, productos químicos, plásticos, material médico, etc.) fueron de 238.000 mill.\$, un 2,4% superiores a las del año anterior. La caída de las re-exportaciones a Irán se vio compensada por un aumento hacia otros países de la región. El principal cliente de las exportaciones de hidrocarburos es Japón, que depende de los Emiratos para casi una cuarta parte de sus necesidades de crudo.

En cuanto a las importaciones, en 2013 fueron de 234.300 mill.\$, un 5,5% superiores a las del año anterior. Dado el elevado componente importado de las re-exportaciones, aquellas suelen aumentar cuando lo hacen estas últimas. China e India son los principales proveedores de las importaciones que luego son re-exportadas.

Para 2014 se prevé que tanto las exportaciones totales como las importaciones moderen su crecimiento respecto de las del año pasado. Se prevé que el precio medio del crudo exportado por los EAU (102,8 \$/b) aunque elevado, sea inferior al de los dos últimos años, en tanto que la producción de petróleo se mantendrá en un nivel similar al de 2013.

Exportaciones y balanza comercial



Fuente: IIF

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 2013 este déficit fue de 51.800 mill.\$.

En cualquier caso, la balanza por cuenta corriente registra repetidos superávits gracias al abultado superávit comercial. **En 2013 dicho superávit fue de 60.200 mill.\$, equivalente a un 14,7% del PIB, hasta ahora sólo superado por el correspondiente al año 2012 (17,5% del PIB).** **Para el año en curso se prevé que el superávit de la balanza por cuenta corriente se reduzca al 11,7% del PIB, cifra todavía muy importante.**

La **balanza de capitales** suele mostrar tradicionalmente un **saldo negativo** debido a las salidas 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 2013, concretamente, fueron de 12.000 mill.\$, lo que implica un crecimiento del 25% con relación a la cifra de 2012.** Con todo, se trata de una cifra casi insignificante comparada con los fondos que atesora el principal fondo soberano del país, ADIA.

El tipo de cambio del Dirham está ligado al dólar a un tipo fijo de 3,67 Dh/\$. En cuanto a las reservas de divisas, en 2013 se situaron en 68.200 mill.\$, una cifra considerable pero que equivale sólo a 4,4 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 de los fondos soberanos, especialmente ADIA.

DEUDA EXTERNA Y POSICIÓN DE SOLVENCIA

- **Deuda externa relativamente elevada en términos absolutos. La deuda externa en proporción al PIB y a las exportaciones de bienes y servicios es moderada.**
- **Enorme solvencia gracias a los fondos soberanos externos.**

La **deuda externa** a diciembre de 2013 era de 134.270 mill.\$, equivalentes al 32,8% del PIB y al 35,1% de las exportaciones de bienes y servicios. La deuda a corto plazo equivale al 43,4% de la total.

La ratio del servicio de la deuda ascendía a 26.011 mill.\$, equivalentes al 8,4% 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. En diciembre de 2013 los fondos netos en el exterior ascendían a 440.500 mill.\$, una cifra equivalente al 107,6% del PIB de 2013. Dicho de otro modo, los EAU registraron una posición acreedora neta equivalente a 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.

