

INFORME RIESGO PAÍS

EMIRATOS ÁRABES UNIDOS

Madrid: 25 de junio de 2013





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, lo que le está ocasionando algunos problemas en sus relaciones exteriores. 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 diversificación económica, el petróleo sigue siendo vital.

Formidable riqueza petrolera, aunque la diversificación económica ha reducido el peso del sector de los hidrocarburos en proporción al PIB.

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). Inflación moderada. 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. Los GREs acumulan mucha deuda todavía y deberán hacer frente a importantes vencimientos este año y el que viene, especialmente en Dubai. Significativa mejoría de la situación del sector bancario, aunque los créditos malos son importantes.

Sector exterior.

Petróleo y re-exportaciones, los dos pilares de las cuentas exteriores.

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 “emirización” 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	371900	7,1	83.600 km2	2,6 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.

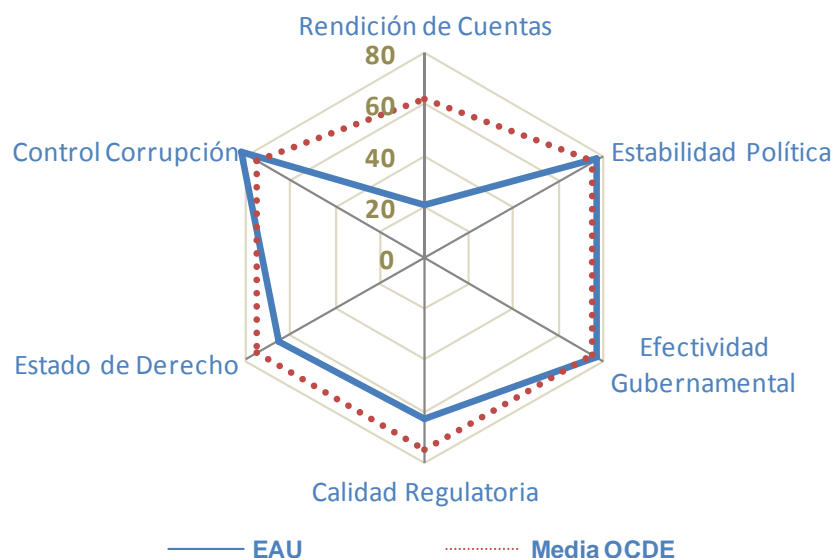
El grado de autonomía de los Emiratos dentro de la Federación es elevado. Abu Dhabi y Dubai cuentan cada uno con su propia Bolsa, emiten deuda por separado y siguen sus propias políticas económicas (aunque en este campo, Dubai ha ejercido tradicionalmente más influencia a nivel federal). Y es que la 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 Gobernabilidad, 2011



Fuente: 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). El pasado 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”.

El 80% aproximadamente de los 7,1 millones de 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	7,1 mill.hab.
RENTA PER CÁPITA	40.760 \$
EXTENSIÓN	83.600 Km ²
RÉGIMEN POLÍTICO	Monarquía hereditaria
CORRUPCIÓN	27/176
DOING BUSINESS	26/185

Para intentar reducir la dependencia de los trabajadores extranjeros, el gobierno de los EAU quiere favorecer la “emirización”, obligando a las empresas privadas a contar con una cierta cuota de nacionales en sus plantillas. **Sin embargo, el programa de “emirización” 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, los niveles de cualificación de los foráneos son superiores al de los locales y así lo reconocen las empresas privadas. En definitiva, la “emirización” no satisface ni a unos ni a otros y al estar basada en la nacionalidad más que en las competencias, acabará probablemente fracasando.



La ya comentada política de acoso a Al-Islah está ocasionando a los EAU algunos problemas diplomáticos en sus relaciones bilaterales con aquellos países donde la Hermandad está gobernando, especialmente Egipto⁽³⁾. 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⁽⁴⁾. Sin 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.\$⁽⁵⁾ 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, como también lo son con los demás países del Golfo, aunque con Arabia Saudí existan algunos problemas menores de delimitación de fronteras comunes. Los EAU forman parte del Consejo de Cooperación del Golfo (CCG), organización dominada por Arabia Saudí que supone un pacto de autodefensa militar y objetivos de integración económica.

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 371.900 mill.\$ en 2012, 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 -40.760 \$- y similar a la de los países más ricos de la OCDE. La base de su prosperidad es su gran riqueza petrolífera.

- (3) El ministro de Asuntos Exteriores egipcio llamó a consultas al Encargado de Negocios de los Emiratos para protestar por el trato dado a once egipcios detenidos (acusados de pertenecer a Al-Islah).
- (4) Las autoridades de los Emiratos gustan de comparar la "ocupación" iraní de los islotes con la de la franja de Gaza por Israel.
- (5) Dubai re-exporta a Irán fundamentalmente plásticos, electrónica, maquinaria y productos químicos.



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 2012 la producción fue de 2,8 mill. b/d, 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).

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).



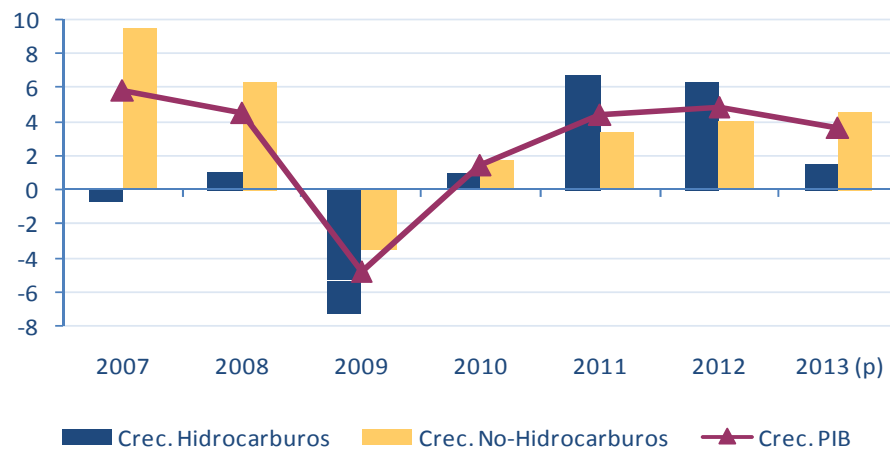
El éxito de la política de diversificación económica de los EAU **ha reducido la participación de los hidrocarburos en el PIB al 37%** (En Qatar, Kuwait y Arabia Saudí esos porcentajes superan el 50%). Esto hace a los Emiratos menos vulnerables que otros grandes exportadores de crudo a una caída de los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

RECUPERACIÓN ECONÓMICA EN CURSO

- **La recuperación económica está en marcha. La “Primavera Árabe” está beneficiando a los EAU por su carácter de “país refugio”, y desde 2011 el PIB no petrolífero está creciendo a buen ritmo. Inflación controlada.**
- **Cuentas públicas superavitarias. El precio del petróleo de equilibrio presupuestario, aunque en aumento, sigue siendo moderado, lo que, junto a 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 dos ejercicios siguientes el crecimiento superó holgadamente el 4%. **Concretamente, en 2012, el PIB creció un 4,8% en términos reales.**

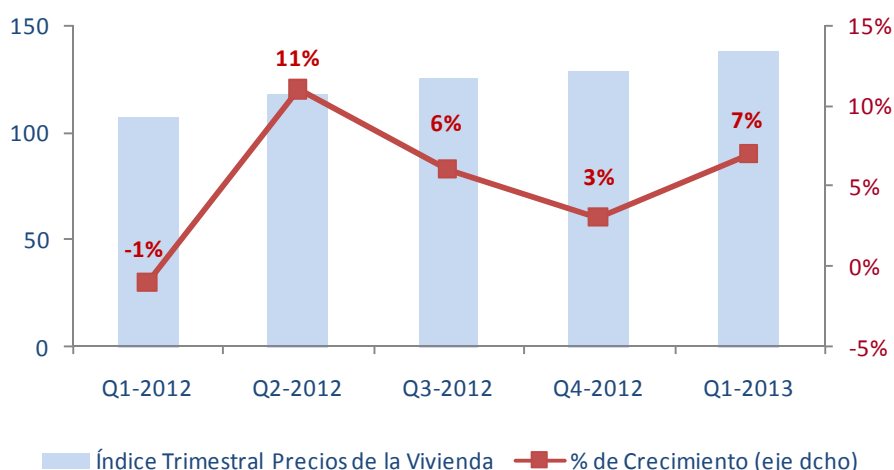
Crecimiento Económico



Fuente: Institute of International Finance

Hay que destacar la favorable aportación al PIB del sector no petrolífero, un mejor indicador del nivel de actividad económica, que desde 2011 crece a buen ritmo. **En 2012 el PIB no petrolífero creció un 4%** impulsado por los programas de gasto público y por la recuperación del sector privado. El Índice de Producción Industrial registra valores superiores a los 50 puntos (en abril de 2013 fue de 54,2), lo que implica que la actividad en el sector no petrolífero sigue creciendo a buen ritmo. La gran estabilidad política de los EAU, puesta de manifiesto a raíz del inicio de la “Primavera Árabe” a principios de 2011, está beneficiando muchísimo al turismo y al sector inmobiliario. En 2012 las tasas de ocupación hotelera fueron históricamente altas tanto en Abu Dhabi como, especialmente, en Dubai. En este último Emirato, el aumento de las compras de viviendas de gama media y alta por parte de los no residentes se está traduciendo en un aumento de los precios, observable desde el segundo trimestre de 2012⁽⁶⁾, subidas que también se están dando en 2013. Este aumento de los precios de la vivienda se limita por el momento a Dubai, ya que en Abu Dhabi la reciente salida a la venta de promociones ya terminadas contribuye a mantener estables los precios inmobiliarios.

Evolución Trimestral Precio Vivienda en Dubai



Fuente: Colliers International

La confianza en la evolución económica del país es alta. Los Mercados de Valores de Abu Dhabi y Dubai han sido, en los últimos doce meses, las de mejor comportamiento entre las bolsas de los mercados emergentes. El crédito bancario, aunque partiendo de niveles muy bajos, creció en 2012, aunque los destinatarios de la financiación fueron sobre todo las empresas públicas no financieras, también conocidas como GREs (Government Related Entities) muy por encima de las privadas.

(6) Otro factor que está contribuyendo a impulsar el precio de las casas es la mejora de las condiciones de financiación, concretamente la ampliación del porcentaje del valor financiado por los créditos hipotecarios.

La mayor parte del crédito bancario está yendo a financiar **inversiones públicas en infraestructuras y en grandes proyectos**. Por ejemplo, en **Dubai** se han retomado algunos proyectos emblemáticos que habían quedado aparcados a raíz de la crisis de 2009, como el de la mega-ciudad Mohamed bin Rashid (que incluirá viviendas residenciales, parques recreacionales y el mayor centro comercial del mundo), cuya construcción se prevé que se extienda a lo largo de una década. El Emirato de **Abu Dhabi**, por su parte, va a invertir 90.000 mill.\$ en los próximos cuatro años en la construcción de una Zona Franca, una central nuclear (la primera de los cuatro previstas) un nuevo puerto y una autopista que enlaza las ciudades de Madinat Zayed y Ghayathi. 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.

En 2013 se prevé que el PIB crezca un 3,6% en términos reales, con una menor aportación del sector hidrocarburos que en 2012 debido a que la producción de crudo apenas variará y a que los precios medios serán inferiores a los del año pasado. En cambio, el sector no petrolífero crecerá más que el año pasado (un 4,5%), lo que será reflejo de un crecimiento más equilibrado y diversificado.

La inflación en 2012 fue inferior al 1% (del 0,7% concretamente) por tercer año consecutivo. La sobre-oferta de viviendas empuja a la baja el precio de los alquileres, que por sí solos representan el 44% del IPC. A este factor hay que añadir la moderación de los precios internacionales de las materias primas no petrolíferas. En **2013 la inflación seguirá siendo moderada, aunque se prevé que aumente al 1,7%**, impulsada por la subida de las rentas de los alquileres en Dubai, reflejo de la recuperación del sector inmobiliario antes apuntada.

PIB (mill.\$)	371.900
CRECIMIENTO PIB	4,8
INFLACIÓN	0,7
SALDO FISCAL	11,3
SALDO POR C/C	14,6

Datos a 2012

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 el impuesto sobre la renta ni el IVA, aunque está planteándose su introducción a nivel de los países del CCG en un plazo no muy largo, quizá incluso en 2014. Las únicas figuras impositivas existentes son un canon municipal sobre las rentas de los alquileres y los royalties a las compañías extranjeras.

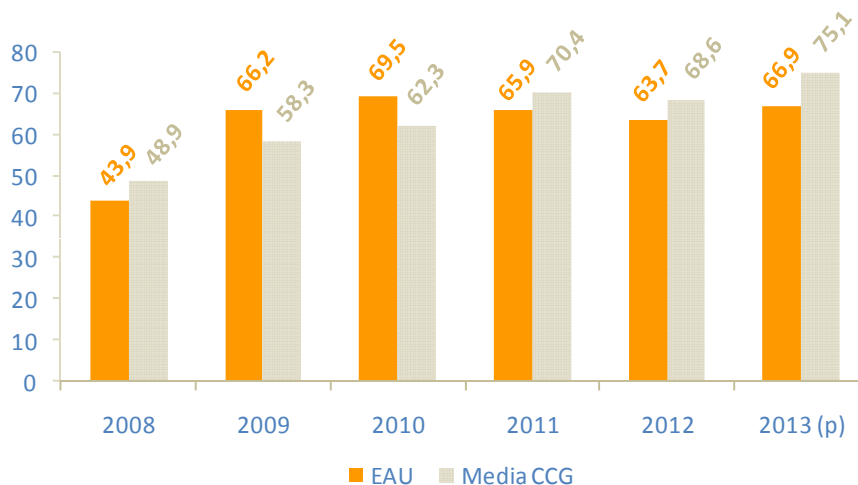
En los últimos seis años el crecimiento anual del gasto público ha promediado un 22%, aunque con fuertes disparidades entre ejercicios (en 2008 creció un 52% y dos años después se contrajo un 11%). Como consecuencia, **el precio del crudo de equilibrio presupuestario** ha pasado de 43,9 \$/b en 2008 a 63,7 \$/b el año pasado y en 2013 se prevé que suba a 66,9 \$/b.



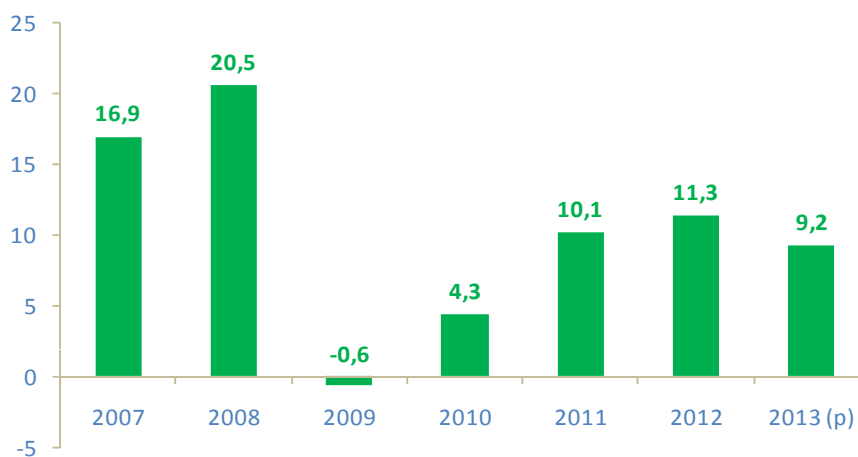
En **2012**, con una producción de crudo un 7% superior a la del ejercicio precedente y un precio medio del barril de Brent muy elevado, de 111,7 \$/b, se registró un **superávit presupuestario equivalente a un 11,3% del PIB**.

Para **2013** se prevé que la producción de crudo apenas varíe, en tanto que el precio medio del Brent se reducirá a 108 \$/b. El **superávit presupuestario**, en consecuencia, se reducirá ligeramente, aunque seguirá siendo muy sustancial, **equivalente a un 9,2% del PIB**.

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 y deberán hacer frente a elevados vencimientos este año y el que viene, especialmente en el Emirato de Dubai y, aunque menos, en Abu Dhabi.
- 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 tres 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. Sin embargo, otros procesos de reestructuración, como el de los 10.000 mill.\$ de Dubai Group, se están revelando más trabajosos y todavía no están resueltos.

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 y 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 tanto en 2012 como en lo que se lleva de 2013.

Sin embargo, la deuda conjunta de los GREs de Abu Dhabi y Dubai no es desdeñable. Según el FMI, a marzo de 2012 ascendía a 184.800 mill.\$, una cifra que equivalía al 51% del PIB de la Federación correspondiente a 2011. De esa cifra, sólo 9.700 mill.\$ (5,2% del total) contaban con garantía del gobierno. Desglosada por Emiratos, los GREs de Abu Dhabi debían a esa fecha 100.600 mill.\$ (45,6% del PIB de Abu Dhabi) de los cuales sólo 1.400 mill.\$ (1,39% del total) tenían garantía del gobierno. La deuda de los GREs de Dubai ascendía a 84.300 mill.\$ (60,4% del PIB de Dubai y de los Emiratos del Norte) y sólo el 9,8% contaba con garantía del gobierno.

United Arab Emirates GRE Debt

	End-2010		March 2012	
	US\$ billion	in % of 2010 GDP 1/	US\$ billion	in % of 2011 GDP 1/
Total GRE debt	182.3	61.2	184.8	51.3
Government guaranteed	13.0	4.4	9.7	2.7
Other	169.3	56.9	175.2	48.6
Abu Dhabi GRE debt	92.9	55.0	100.6	45.6
Government guaranteed	0.5	0.3	1.4	0.6
Other	92.4	54.7	99.2	45.0
Dubai GRE debt	89.4	69.4	84.3	60.4
Government guaranteed	12.5	9.7	8.3	5.9
Other	76.9	59.7	76.0	54.4

Sources: Dealogic, Zawya, Bloomberg, U.A.E. authorities, and Fund staff estimates.

1/ In percent of Abu Dhabi GDP and Dubai and Northern Emirates GDP; UAE GDP for total debt.

Si a la deuda de los GREs de Dubai se añade la del propio gobierno del Emirato (44.767 mill.\$), la suma resultante equivaldría al 92,4% del PIB de Dubai y los Emiratos del norte⁽⁷⁾.

En otras palabras, **la situación financiera de Dubai**, a pesar de la recuperación económica en curso, **sigue siendo delicada**. Según el FMI, Dubai tendrá que hacer frente en 2013 a vencimientos por valor de 9.447 mill.\$ y nada menos que de 31.000 mill.\$ en 2014⁽⁸⁾.

La refinanciación de esos vencimientos se puede complicar ahora que los bancos europeos están tratando de reducir su exposición en otras regiones del mundo. A mayor abundamiento, el hecho de que el gobierno de Dubai haya decidido, como ya se ha comentado, retomar varios mega-proyectos (centros comerciales, hoteles, etc.) abandonados a finales de 2009 o principios de 2010 en pleno pinchazo de la burbuja inmobiliaria, puede 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.

(7) En Abu Dhabi, la suma de la deuda de sus GREs y la del Emirato equivale sólo al 49% del PIB de Abu Dhabi.

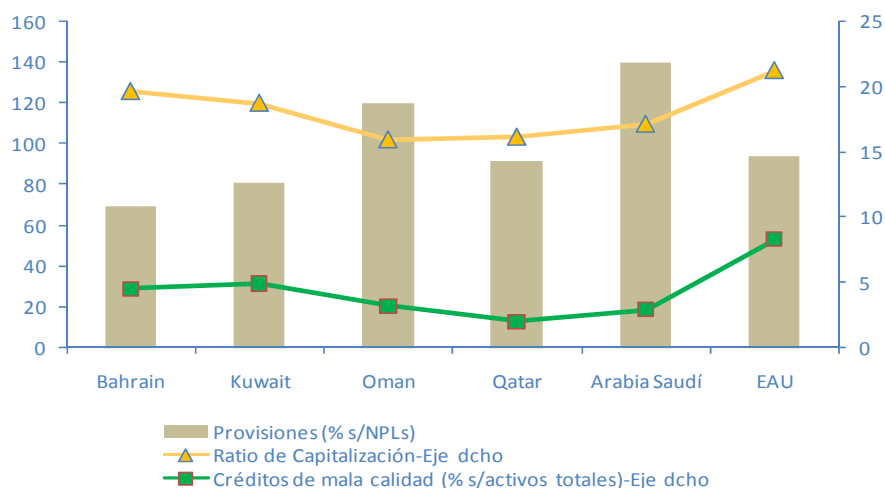
(8) De los 31.000 mill.\$ que vencerán el año que viene, el 68% es de deuda contraída por el gobierno de Dubai y el resto corresponde a sus GREs.



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 empujeñen 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), por lo que hipotéticamente podría volver a hacer lo mismo en el futuro para evitar males mayores (impagos que pudieran poner en peligro la solvencia y viabilidad de los bancos).

Más de tres 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 abril alcanzó el 21,2%, el más elevado de todos los países del CCG. Las provisiones cubren el 94,8% de los créditos fallidos, frente a menos del 84% hace tres años, y el ratio de préstamos sobre depósitos vuelve a ser, después de muchos años, inferior al 100%, concretamente del 92%. El único "punto negro" viene dado por la tasa de créditos de mala calidad, que en estos momentos es la más elevada entre los países miembros del CCG, y que desde el año 2008 no ha dejado de aumentar, siendo en estos momentos del 8,3%. 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.

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, el año que viene puede ser un ejercicio complicado para algunas entidades (se abstiene de dar nombres) a causa de los voluminosos vencimientos, especialmente en Dubai (los 30.000 mill.\$ ya citados procedentes de la deuda del Emirato y de sus GREs). 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

- **Petróleo y re-exportaciones, los dos pilares de las cuentas exteriores.**
- **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 2011.**

Las cuentas exteriores descansan sobre dos pilares: los hidrocarburos y las re-exportaciones. Los hidrocarburos suponen entre el 35% y el 45% de los ingresos por exportación, dependiendo de los precios internacionales del crudo y también de las variaciones de la cuota de la OPEP.

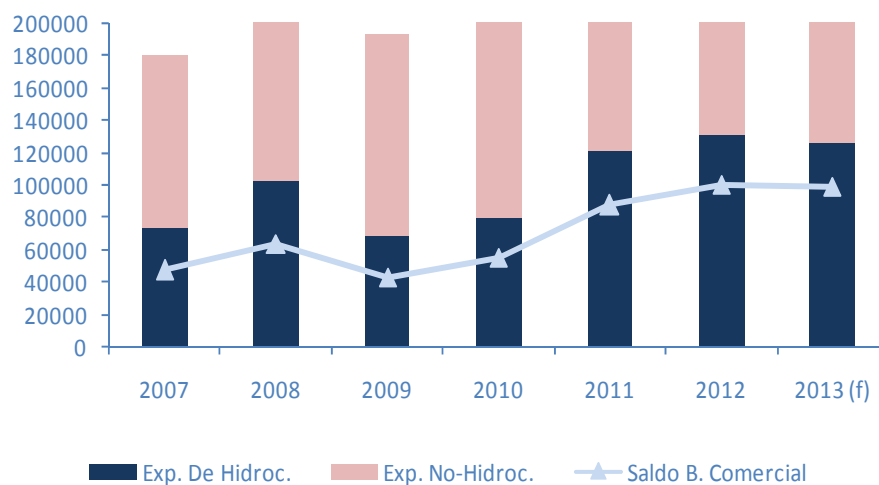
En 2012, un ejercicio en el que el precio medio del barril de crudo (109,7 \$/b) fue, posiblemente, el más elevado de la historia, **las exportaciones totales crecieron un 8%, alcanzando los 308.000 mill.\$**, una cifra también histórica. Las ventas de hidrocarburos (131.000 mill.\$) representaron el 42,5% de las totales, y las re-exportaciones (maquinaria, electrónica, productos químicos, plásticos, material médico, etc.) fueron de 177.000 mill.\$, un 7,7% superiores a las del año anterior. La caída de las re-exportaciones a Irán, ya comentada, 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 **2012** fueron de **208.100 mill.\$**, un 5,2% 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 **2013** 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 (106 \$/b) aunque elevado, sea inferior al de 2012 en tanto que la producción de petróleo se mantendrá en un nivel similar al del año pasado.



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 2012 este déficit fue de 45.799 mill.\$.

En cualquier caso, la balanza por cuenta corriente registra repetidos superávits gracias al abultado superávit comercial. **En 2012 dicho superávit** fue de 54.200 mill.\$, equivalente a un **14,6% del PIB**, el más voluminoso por lo menos desde 2007. **Para el año en curso** se prevé que el **superávit de la balanza por cuenta corriente** siga siendo muy importante - igual al **13,6% del PIB**- aunque ligeramente inferior al del año pasado.

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 alcanzar el máximo de la pasada década en 2007 con 14.200 mill.\$, descendieron abruptamente en los años siguientes, coincidiendo con la crisis financiera internacional y el asunto Dubai World, y alcanzaron un mínimo de 4.000 mill.\$ en 2009. Desde entonces, sin embargo, han ido en aumento y en 2011 (último dato disponible) eran de 7.700 mill.\$.

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 2012 se situaron en 47.000 mill.\$, una cifra considerable pero que equivale sólo a 2,1 meses de importaciones de bienes y servicios, debido al elevado volumen de importaciones. Excluyendo las mercancías re-exportadas del total de las importaciones, las reservas representarían 4,7 meses de importaciones de bienes y servicios. 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 2012 era de 121.800 mill.\$, equivalentes al 32,8% del PIB y al 37,6% de las exportaciones de bienes y servicios. La deuda a corto plazo equivale al 31,8% 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 2012 los fondos netos en el exterior ascendían a 387.000 mill.\$, una cifra equivalente al 104% del PIB del año pasado. 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.

