

# INFORME RIESGO PAÍS

# EAU

*Madrid: 22 de septiembre de 2015*



**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 autonomía. Sin embargo, tras la crisis de Dubai World el equilibrio de poder dentro de la Federación se ha inclinado todavía más, si cabe, en favor de Abu Dhabi.

**País muy estable aunque con problemas “de fondo”.** Riesgo político extremadamente bajo. 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, cuya eficacia es dudosa.

**Política exterior:** Los EAU son posiblemente el Estado del Golfo más impermeable a la inestabilidad de la región en la que se ubican. Sin embargo, el papel más pasivo de EE.UU. en Oriente Medio les está obligando a ejercer una política exterior más pro-activa que antaño y a tener que intervenir militarmente en terceros países (Libia, Iraq y Yemen), algo nada habitual en otros tiempos.

**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.

**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 a pesar de un ligero repunte a principios de 2015 por causas puramente coyunturales.

**Sector Público.** Todavía en 2014 los EAU registraron un superávit público de cierta consideración. En 2015 se está reduciendo el gasto para hacer frente a la caída de los precios del crudo. Aún así, se registrará un déficit público que, sin ser excesivo (3,6% del PIB), será el primero desde 2009. Su enorme solvencia externa, su reducida deuda pública y su comparativamente mayor diversificación económica hacen a los EAU menos vulnerables a un descenso prolongado de los precios del crudo que otros países productores.

**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 todavía altos.

**Sector exterior.** Pese a la importancia del petróleo, las exportaciones no-hidrocarburos (fundamentalmente re-exportaciones) son ya el 67% de las totales, lo que da idea de la creciente diversificación. Reducción del superávit corriente en 2015.

**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 mucho más del 100% del PIB federal.

## 1. 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.
- ➔ Las relaciones exteriores pivotan en torno a la situación de 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<sup>(1)</sup>. 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<sup>(2)</sup>, 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%
<b>TOTAL</b>	<b>404.200</b>	<b>9,63</b>	<b>83.600 km<sup>2</sup></b>	<b>2,83 mill.b/d</b>

**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

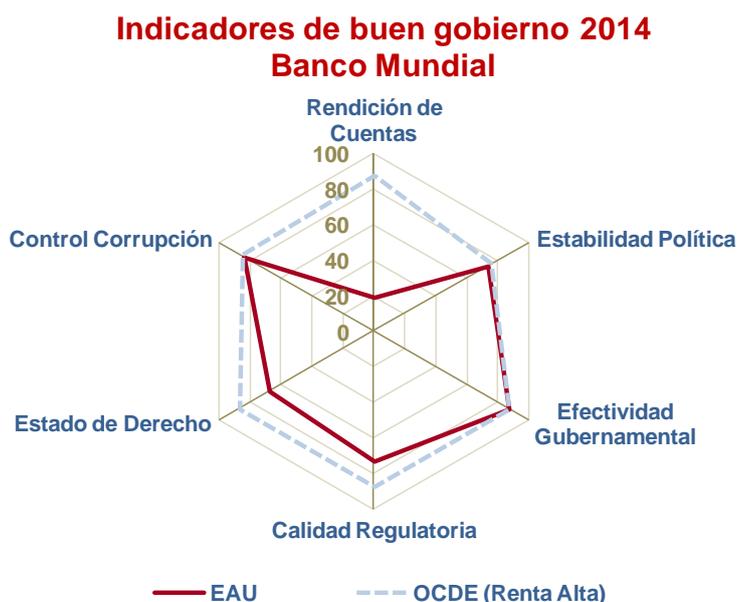
- 
- (1) Los otros cinco Emiratos son Sharjah, Ras-al Kaimah, Fujairah, Umm al-Qaiwan y Ajman. De estos cinco, sólo el primero tiene cierta importancia (7% del PIB, 17% de la población y 2,5% de la producción de crudo).
- (2) El Consejo Supremo está formado por los siete Emires, aunque sus decisiones, 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 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.

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.



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. Los EAU no sólo acogieron con satisfacción el golpe militar protagonizado en Egipto por Al-Sissi contra el ex Presidente Mohamed Morsi, líder de Justicia y Libertad, brazo político de los Hermanos Musulmanes, sino que han emprendido una dura represión contra Al-Islah, un grupo local próximo a la hermandad con cierta presencia en los Emiratos del norte (todos excepto Abu Dhabi y Dubai), que son menos prósperos. Sin embargo, fuera de este grupo minoritario, se puede afirmar que no existen amenazas a la estabilidad interna del país.

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	9,63 mill.hab.
RENTA PER CÁPITA	38.620 \$
EXTENSIÓN	83.600 Km <sup>2</sup>
RÉGIMEN POLÍTICO	Monarquía hereditaria
CORRUPCIÓN	25/175
DOING BUSINESS	22/185

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. A finales de 2014 el Jeque Mohamed (Primer Ministro de los EAU y Emir de Dubai) señaló que había que doblar el porcentaje de trabajadores locales en el sector privado. Haciéndose

eco de ello, en febrero de 2015 el Consejo Nacional Federal dio instrucciones al ministro de Trabajo federal para que adoptase todas las medidas pertinentes para acelerar el proceso. 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 (22/185) en el índice Doing Business de 2014. Sin embargo, la “emiratización” es el aspecto más negativamente valorado por los inversores y empresarios privados, nacionales y extranjeros.

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 de Al-Sissi en las presidenciales 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.

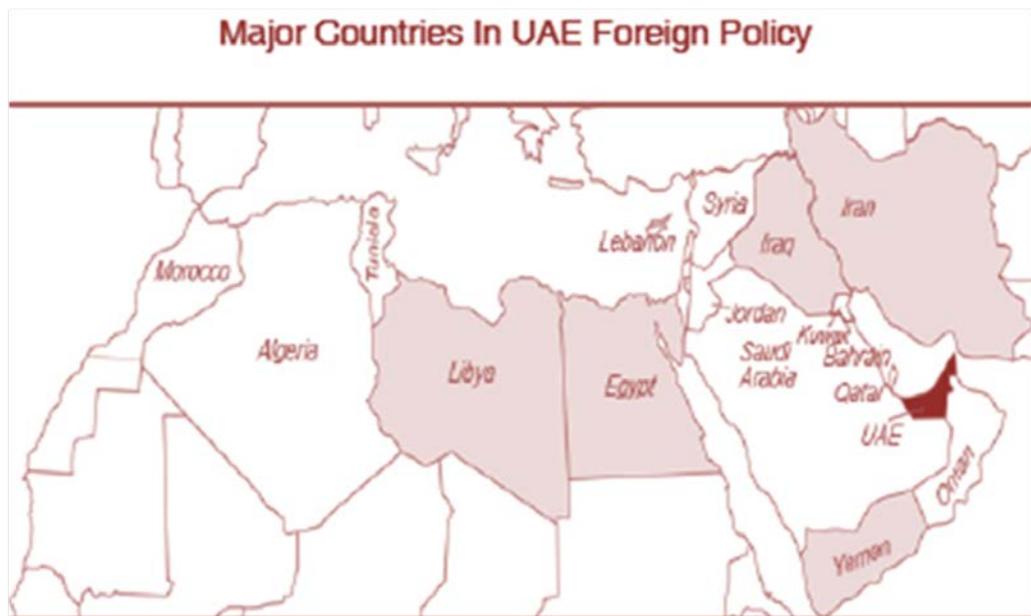
Los EAU se encuentran situados en una zona de gran importancia estratégica, el estrecho de Ormuz, por donde transitan el 40% de las exportaciones mundiales de crudo, y tienen enfrente a Irán. Las relaciones con Irán son ambivalentes. Por un lado, existe una disputa territorial ya que los dos países reclaman la soberanía sobre unos islotes, en estos momentos controlados por Irán, contencioso que emerge periódicamente generando episodios puntuales de tensión<sup>(3)</sup>. 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<sup>(4)</sup>. La fortaleza de los lazos comerciales bilaterales reduce la hipotética posibilidad de un conflicto armado entre ambas naciones.

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

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

Las relaciones con EE.UU. 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 están poco a poco normalizándose tras sufrir un serio deterioro a causa del apoyo catari a los Hermanos Musulmanes en Egipto durante la presidencia de Morsi. Las relaciones con Arabia Saudí, la gran potencia sunita en la zona, son buenas o muy buenas a nivel de las monarquías reinantes, como lo prueba la participación de los Emiratos en la coalición liderada por los saudíes que bombardea periódicamente el 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.

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 DAESH. Este hecho y el creciente “retraimiento” por parte de los EE.UU. 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) para tratar de atajar aquellos conflictos que puedan constituir una amenaza potencial a su seguridad interna. Ello explica, por ejemplo, el que las fuerzas aéreas de los Emiratos hayan participado en raids en Libia o Iraq, en ambos casos contra objetivos de DAESH.



Fuente: BMI Research

## 2. 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 404.200 mill.\$ en 2014, 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 -38.620 \$ 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 2014 la producción fue de 2,83 mill. b/d (un 1,17% superior a la de 2013), haciendo de los Emiratos el sexto productor y el cuarto exportador mundial. El 95% de las reservas de petróleo de la Federación se encuentran en el Emirato de Abu Dhabi, el cual proyecta invertir unos 25.000 mill.\$ en yacimientos off-shore a lo largo de los próximos tres años con el fin de aumentar la capacidad de producción a 3,5 mill. b/d en 2018. Hay que señalar que el petróleo exportado por los EAU cotiza en los mercados unos dos dólares por debajo del de tipo Brent<sup>(5)</sup>. **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).

**Los EAU apoyan de manera total la política seguida por Arabia Saudí en el seno de la OPEP, consistente en mantener la producción petrolífera del cártel en 30 millones de barriles diarios** con el fin de no perder cuota de mercado, por un lado, y de expulsar del mismo a los productores no convencionales (estadounidenses, canadienses y, próximamente, también argentinos), por otro. Esta postura, decidida en la cumbre de la OPEP celebrada a finales de noviembre de 2014, se ha prorrogado, por lo menos durante medio año más, en la última cumbre del cártel que tuvo lugar el pasado cuatro de junio de 2015. Como se recordará, la adopción de esta política agudizó la caída del precio del barril de Brent hasta un mínimo de 46,42 \$/b a finales de enero de 2015, aunque después consiguió su objetivo de expulsar del mercado a muchos productores no convencionales, lo cual provocó que el precio del barril se recuperara por encima de los 60 \$/b. Sin embargo, a partir del mes de julio el precio del crudo inició una tendencia descendente situándose por debajo de los 50 \$/b, impulsado a la baja por los malos datos económicos procedentes de China, el primer consumidor mundial, y por el exceso de oferta, que

(5) El precio medio del Brent para 2014 fue de 99,8 \$/b y el del crudo exportado por los EAU de 97,8 \$/b. En 2013 el precio medio de uno y de otro fue de 108,8 \$/b y de 106,8 \$/b, respectivamente.

se verá agudizado si las sanciones a Irán se levantan y si Libia cumple su objetivo de duplicar su producción en lo que queda de año. Por lo tanto va a ser difícil que el petróleo vuelva a alcanzar los niveles de tres dígitos que se vieron entre 2011 y junio del año pasado.

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.

El hecho de que **Dubai**, el segundo Emirato por tamaño del PIB, apenas disponga ya de petróleo **le ha obligado a intensificar dicho proceso de diversificación de 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**, ya que albergan a más de 17.000 empresas, con unas inversiones totales superiores a 21.000 mill.\$.

Dubai es el Emirato con más Zonas Francas. La más importante es 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 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. Para atraer inversión extranjera se está ultimando una **nueva Ley de Empresas** que permitirá a los extranjeros ser propietarios del 100% de una empresa fuera de las Zonas Francas. Pero mientras dicha ley, que según el IIF se encuentra “en la fase final” de su elaboración, no esté en vigor, los inversores extranjeros deberán seguir operando en régimen de “joint-venture” con un socio local y no podrán ser propietarios de más de un 49% de la misma.

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).

### 3. TASAS DE CRECIMIENTO ACEPTABLES AUNQUE A LA BAJA

- ➔ 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 a pesar de que registró un aumento en los primeros meses de 2015, pero fue debido a causas puramente coyunturales.
- ➔ 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.

La economía de los EAU es más resistente que otras de países productores de crudo gracias a su mayor diversificación, a su estabilidad política, a un sistema bancario bien regulado, a que cuenta con excelentes infraestructuras y, por último, a una forma de hacer las cosas y a una cultura más abierta al mundo exterior que la de otros Estados de la región.

**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, en los tres ejercicios siguientes el crecimiento superó holgadamente el 4%, e, incluso, en 2013 el PIB registró la tasa más alta desde el año 2006 (un 5,2% en términos reales).

**En 2014 el crecimiento económico** siguió siendo sólido, (aunque **se redujo a un 4,1%**) gracias sobre todo a la contribución del sector no petrolífero, el cual se vio impulsado por el gasto público en infraestructuras y por la fortaleza del turismo, especialmente en Dubai, donde el aumento de turistas procedentes de India, China y de la zona Euro compensó sobradamente el descenso del turismo ruso. Como en años anteriores, y muy especialmente desde la “primavera árabe”, los EAU volvieron, gracias a su estabilidad política y a la solidez de su economía, a recibir numerosos capitales procedentes de otros países árabes y de varias economías emergentes como India, Rusia o China. También el año pasado se produjo un fuerte aumento de la inversión directa extranjera (IDE), cuyos flujos, de 14.300 mill.\$, fueron superiores en un 19% a los de 2013. El aumento ininterrumpido de la IDE viene por otro lado produciéndose desde el año 2009.

**En 2015** se espera que el crecimiento económico, aunque seguirá siendo muy aceptable, se reducirá situándose en torno al 3,6% en términos reales y, una vez más, vendrá impulsado por el sector no petrolífero. En **Dubai**, las obras relacionadas con la Expo 2020 ya se han iniciado, lo que mantendrá elevada la actividad en los próximos tres o cuatro años. Además, hay otros grandes proyectos ya en marcha en este Emirato, como el denominado Dubai Pearl, comenzado a principios de año y cuya finalización se prevé en 2018 y para el que hay inversiones previstas por valor de más de 6.000 mill.\$<sup>(6)</sup>. En el Emirato de **Abu Dhabi**, además de la ya citada inversión en el sector petrolífero offshore con el fin de aumentar en 2018 la producción de

(6) 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.

crudo a 3,5 millones de barriles/día, 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. 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 de que la actividad en el sector no petrolífero mantiene un buen nivel es que el **Índice HSBC de Producción Manufacturera correspondiente a los cuatro primeros meses de 2015 ha estado claramente por encima de la barrera de 50, que marca la diferencia entre expansión y contracción económica**<sup>(7)</sup>.

### Crecimiento económico



Fuente: IIF

**Sin embargo, la rápida caída de los precios del petróleo desde mediados del año 2014 se está inevitablemente dejando sentir.** Las bolsas de ambos Emiratos han experimentado retrocesos desde la segunda mitad del año pasado, algo, por otro lado, también observable en otros países productores de petróleo. Otro factor que está impulsando a la baja a las Bolsas de los EAU y, en general, de todos los países emergentes, es la incertidumbre acerca de si la Reserva Federal aumenta los tipos de interés de referencia. Hay que precisar, no obstante, que las bolsas de Abu Dhabi y Dubai habían acumulado importantes revalorizaciones y llevaban tiempo siendo de las de mejor comportamiento de los mercados emergentes<sup>(8)</sup>. En Dubai se detecta también un enfriamiento en el mercado inmobiliario, especialmente del de gama alta, donde los precios han caído nada menos que un 12% entre junio del año pasado y junio de

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

(8) Emirates Telecommunications Corp., también conocida como Etisalat y una de las compañías con más peso en el selectivo de Abu Dhabi, desde el pasado día 15 de septiembre de 2015 autoriza la compra directa de sus acciones a los no residentes. El valor será muy probablemente incluido en el Índice MSCI.

2015, lo que deja el precio de las casas un 19,4% por debajo del máximo histórico alcanzado en el tercer trimestre de 2008, en el momento álgido de la burbuja inmobiliaria<sup>(9)</sup>. Dos causas subyacen detrás del descenso de las viviendas de gama alta. En primer lugar, el endurecimiento de las condiciones de concesión de las hipotecas y el aumento de los impuestos que gravan las transacciones inmobiliarias y, en segundo término, la caída de la demanda procedente de inversores extranjeros, particularmente de India, Rusia y de otros países cuyas monedas se han depreciado respecto del dólar estadounidense y, por lo tanto, también respecto del dirham, ya que éste está ligado al dólar a un tipo fijo de 3,67 Dh/\$.

En cuanto a los “spreads” de los CDS a cinco años, a 9 de septiembre de 2015 eran de **65 p.b** en el caso de **Abu Dhabi** y de **197 p.b** en el de **Dubai**<sup>(10)</sup>. El pasado 31 de diciembre, esos “spreads” eran de 64 y 227 p.b, respectivamente. Se da pues la circunstancia de que los de Abu Dhabi son prácticamente iguales y los de Dubai han disminuido en 30 p.b. En ese intervalo de tiempo, los de Arabia Saudí han aumentado en 20 p.b, situándose en 87 p.b. Ello es reflejo de la menor diversificación de la economía saudí y su mayor dependencia del petróleo, por un lado, y de que el precio del petróleo que necesita para equilibrar sus cuentas públicas es mucho mayor que el de los EAU, por otro.

MENA 5Y CDS SPREADS V/S INTERNATIONAL BENCHMARKS					
in basis points	09-Sep-15	08-Sep-15	31-Dec-14	Daily Change	Year-to-date Change
Abu Dhabi	65	65	64	0	1
Dubai	197	198	227	-1	-30
Qatar	66	66	82	0	-16
Saudi Arabia	87	87	67	0	20
Bahrain	292	293	242	-1	50
Morocco	198	199	179	-1	19
Egypt	335	338	282	-3	53
Lebanon	400	400	394	0	6
Iraq	759	761	369	-2	390
Middle East	267	268	213	-1	54
Emerging Markets	584	578	453	6	131
Global	269	270	240	-1	29

Fuente: Bloomberg, Bank Audi's Group Research Department

**La inflación aumentó en los primeros meses de 2015 hasta el 4,3% que se registró en marzo.** Este aumento se debió, sin embargo, a causas puntuales, como la subida de los precios del agua y de la luz para los expatriados y también, lo que constituye una novedad, para los nacionales, aplicada en enero en Abu Dhabi. También en este Emirato se ha producido un ligero aumento de las rentas de alquiler a raíz de la eliminación en noviembre de 2013 del tope de

(9) En Dubai hay un exceso de oferta de villas y apartamentos de 471.000 unidades, a los que se añadirán 19.400 unidades construidas a lo largo de 2015. Sin embargo, este exceso de oferta 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 2016.

(10) Los del Emirato de Dubai llegaron a alcanzar los 942 p.b en 2009, cuando se produjo el “default” de Dubai World.

subida de los alquileres, que estaba fijado en 5% anual<sup>(11)</sup>. No obstante lo anterior, se prevé que en la segunda mitad de 2015 la inflación se modere, empujada a la baja por la reducción de los precios en el mercado inmobiliario, por la absorción de la subida de los del agua y de la luz de principios de año y por la citada apreciación del dólar, que se intensificará si la Reserva Federal aumenta los tipos de interés de referencia a finales de este año o principios de 2016. Algunos hoteles están bajando sus tarifas para paliar los efectos sobre el turismo de la apreciación de la moneda<sup>(12)</sup>. Por todo ello, **se prevé que la tasa de inflación para el conjunto de 2015 se sitúe en un 3,3% (en 2014 fue del 2,3%)**. La inflación subyacente -que en los EAU excluye las rentas de alquiler y los alimentos frescos- es moderada y mantiene una tendencia descendente.

PIB (mill.\$)	404.200
CRECIMIENTO PIB	4,1
INFLACIÓN	2,3
SALDO FISCAL	7,1
SALDO POR C/C	12,1

Datos a 2014

Desde el año 2010, las **cuentas públicas** de los EAU han registrado superávits que en algunos ejercicios (2011, 2012 y 2013) han llegado a ser de dos dígitos. **En 2014**, con un precio medio del crudo ya sensiblemente inferior al de los tres años precedentes, el **superávit público fue del 7,1% del PIB**, una tasa todavía bastante elevada. El petróleo -concentrado todo él en el Emirato de Abu Dhabi- genera un porcentaje importante de los ingresos públicos de la Federación, que, sin embargo, está disminuyendo en paralelo al del precio del barril. En 2014 ese porcentaje fue del 76,8% y en 2015, con un precio medio del barril estimado de 58 \$/b, será de sólo un 64,3%.

Aunque los ingresos fiscales procedentes del sector no petrolífero están aumentando, ese incremento es insuficiente para compensar el descenso de los procedentes de hidrocarburos. Como consecuencia, se calcula que los ingresos públicos consolidados experimentarán en 2015 un descenso del 25%, pasando del 32,8% del PIB en 2014 a un 25,4% del PIB.

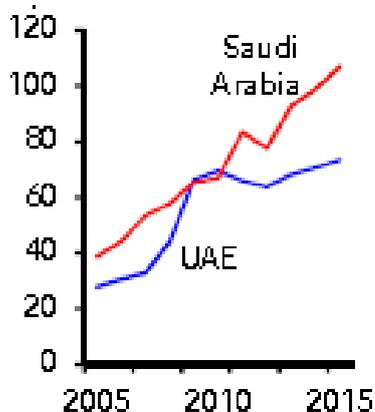
Las autoridades, ante el brusco descenso de las recetas petrolíferas, **están tratando de controlar el gasto público**. Para ello, se están priorizando unos proyectos de infraestructuras y posponiendo otros y, el pasado enero, se aumentaron los precios de servicios básicos como el agua y la electricidad. Aunque tales aumentos se circunscriben, de momento, sólo a Abu Dhabi, la novedad es que por primera vez afectan también a los autóctonos y ya no solo a los expatriados. Con estos ajustes, se prevé conseguir un ahorro equivalente a un punto porcentual del PIB en 2015. El gasto público consolidado, que en el periodo 2005-2014 había crecido en promedio un 15% anual, lo hará sólo un 3% en 2015. En proporción al PIB, el gasto público consolidado de los EAU es inferior al de la mayoría de los países del Golfo Pérsico.

- 
- (11) 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.
- (12) La ligazón del dirham al dólar a un tipo de cambio fijo ha sido útil para los EAU porque ha traído consigo estabilidad y ha dado confianza al sector privado. Sin embargo, a finales de marzo de 2015 el dirham se había apreciado casi un 21% en términos reales frente a las divisas de los principales socios comerciales de los Emiratos. Cuando EE.UU. sube sus tipos de interés de referencia, el banco central de los EAU sigue sus pasos con un decalaje de aproximadamente seis meses, frente a cuatro meses en los casos de Qatar y Arabia Saudí, dos países que también tienen ligada su moneda al dólar.

**Government Spending**  
Percent of GDP, 2010-2014



**Fiscal Breackeven Prices**  
\$ per barrel



Fuente: IIF

Inevitablemente, **el precio del crudo que los EAU necesitarían para alcanzar el equilibrio presupuestario**, ha aumentado en los últimos años al compás del aumento del gasto público, pasando de los 43,9 \$/b en 2008 a 71 \$/b el año pasado y a 73 \$/b en 2015. Aún así, ese aumento del precio de equilibrio ha sido mucho menos radical que en Arabia Saudí.

En cualquier caso, y con un precio medio del barril de crudo para este año sensiblemente por debajo de los 60 \$/b (más de treinta dólares menor que el de 2014), **se prevé que en 2015 las cuentas públicas registren un déficit equivalente a un 3,6% del PIB**. Se tratará del primer déficit público desde el año 2009. En aquél ejercicio, el precio medio del barril fue de 62,8 \$/b.

**Saldo cuentas públicas (% PIB)**



Fuente: IIF

En el caso de **que se prolongue el actual escenario de precios bajos del petróleo**, las autoridades de los EAU tendrían varias opciones para mejorar la posición fiscal del país. En primer lugar, podrían racionalizar la estructura impositiva de la Federación introduciendo el IVA, cuyo tipo, por otro lado, no tendría por qué ser elevado, ya que bastaría con que fuera del 5%

para lograr un aumento notable de los ingresos fiscales. En estos momentos, en los EAU no sólo no existe el IVA, sino que tampoco hay impuesto sobre la renta. Las únicas figuras impositivas son un canon municipal sobre las rentas de los alquileres y los royalties a las compañías extranjeras. Una segunda opción podría ser una nueva reducción de los subsidios sobre el agua y la electricidad, abarcando también a Dubai.

En cualquier caso, la deuda pública de los EAU es muy reducida, pues equivale a sólo un 20,4% del PIB. Por otro lado, la solvencia externa del país es 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 al 136,5% del PIB, por lo que la solvencia de la Federación está fuera de toda duda.

## 4. 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, aunque en descenso, es todavía relativamente alto.

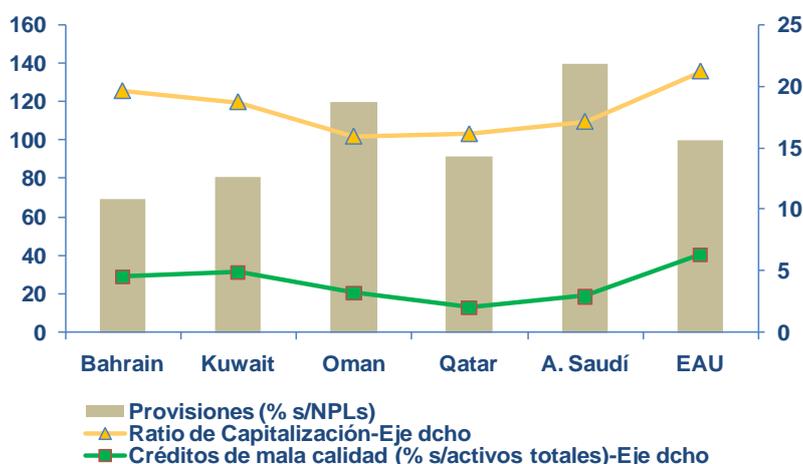
El sector empresarial de los EAU está formado casi en su totalidad por GREs (Government Related Entities o entidades casi-soberanas), compañías que, de una forma u otra, están relacionadas con los gobiernos de los Emiratos o las familias gobernantes. El anuncio, en noviembre de 2009, de la moratoria 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 aquélla). 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 pesar de estas reestructuraciones, no se puede decir todavía que Dubai esté fuera de riesgo ya que la deuda conjunta de este Emirato y la de sus GREs equivale todavía al 132% de su PIB (en 2014 ese porcentaje era del 141%) y podrían aparecer dificultades para hacer frente a los vencimientos si los bajos precios actuales del petróleo se mantuviesen durante un periodo prolongado<sup>(13)</sup>.

Casi seis años después de la suspensión de pagos de Dubai World, **la situación del sistema bancario**, tomado en su conjunto, **ha mejorado de manera evidente**. En mayo de 2015 el ratio de capitalización alcanzó el 18,2%, 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, que en 2015 se estima en un 6,5% de los activos totales, la tasa 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.

#### Sector bancario países del CCG



Fuente: IIF

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<sup>(14)</sup>.

(13) 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.

(14) Debe de señalarse que, aunque la reestructuración de Dubai World fue la más importante, no fue la única ya que otros GREs del Emirato de Dubai debieron de ser también reestructurados, lo que en algunas ocasiones acabó acarreado quitas de cierta consideración a los bancos.

## 5. 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. El superávit comercial y por cuenta corriente es muy voluminoso, aunque en 2014 registró un descenso que se agudizará este año a causa de la fuerte caída de los precios del petróleo.
- ➔ Balanza de capitales deficitaria debido a la salida de flujos destinados a incrementar los fondos soberanos del país. La Inversión Directa Extranjera aumenta en 2014.

**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 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 2014, las exportaciones totales fueron de 366.100 mill.\$**, una cifra muy elevada y sólo ligeramente inferior a la registrada en 2013. Las ventas de hidrocarburos (110.100 mill.\$) fueron inferiores en un 9% a las de 2013. Sin embargo, las re-exportaciones (maquinaria, electrónica, productos químicos, plásticos, material médico, etc.), crecieron un 4% con respecto a las del año anterior (256.000 mill.\$). Si finalmente Irán soluciona sus problemas con la comunidad internacional, es probable que las re-exportaciones a ese destino aumenten sensiblemente. El principal cliente los EAU es Japón, seguido por India, Irán y Corea del Sur.

En cuanto a **las importaciones**, en **2014** fueron de **251.400 mill.\$**, un 2,9% superiores a las del año anterior. 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.

En 2014 el superávit de la balanza comercial equivalió a un 28% del PIB. **En 2015**, debido a la caída del precio del petróleo, **dicho superávit seguirá siendo muy importante pero se reducirá a un 22% del PIB**. Como ya se ha dicho, el precio medio del petróleo estimado para este año es de 58 \$/b, cuarenta dólares inferior al de 2014, en tanto que la producción de petróleo se mantendrá en un nivel similar al de 2014.

### 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 2014 este déficit fue de 65.900 mill.\$, una cifra equivalente a un 16,3% del PIB. En cualquier caso, la balanza por cuenta corriente registra repetidos superávits gracias al abultado superávit comercial. **En 2014 el superávit de la balanza por cuenta corriente siguió siendo muy importante (48.700 mill.\$, equivalente a un 12,1% del PIB)** aunque se redujo en tres puntos porcentuales del PIB respecto del que se registró en 2013.

**La reducción del superávit de la balanza por cuenta corriente se intensificará en 2015.** En este ejercicio se prevé que **sea de 13.100 mill.\$, equivalente a un 3,6% del PIB.**

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 2014, concretamente, fueron de 14.300 mill.\$, lo que implica un crecimiento del 19% con relación a la cifra de 2013.**

Las **reservas de divisas**, se situaron en 2014 en 78.400 mill.\$, una cifra considerable pero que equivale sólo a 4,7 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.

## 6. 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 2014 era de 150.690 mill.\$, equivalentes al 37,3% del PIB y al 38,1% de las exportaciones de bienes y servicios. La deuda a corto plazo equivale al 30,5% 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. En diciembre de 2014 los fondos en el exterior ascendían a 551.600 mill.\$, una cifra equivalente al 136,5% 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.