

Il crack di Dubai World

di Carmelo P. Parello

Sommario: 1. Il gruppo Dubai World; 2. lo scoppio della crisi e gli interventi della EAU *Central Bank*; 3. La reazione dei mercati finanziari; 4. Rischi di contagio e impatto su valute e tassi d'interesse; 5. Prospettive; 6. Cosa ci insegna DW?

1. Il gruppo Dubai World

Dubai World (DW) è una holding semi-governativa d'investimento che gestisce e supervisiona, per conto del governo di Dubai, tutta una serie di progetti di investimento volti a sponsorizzare l'emirato del Dubai come potenziale snodo logistico, turistico e commerciale per tutta l'area del Golfo Persico. La DW nasce, per volere dello sceicco Mohammed bin Rashid Al Maktoum (tutt'oggi maggiore azionista della società), nel marzo del 2006. Con la sua nascita, Dubai si proponeva di sopperire alla mancanza di flussi in entrata di capitali dovuta all'assenza di risorse petrolifere, e allo stesso tempo diventare uno dei principali operatori mondiali del comparto delle costruzioni e della logistica. Nel giro di pochi anni, DW diventerà il principale veicolo finanziario del piccolo emirato arabo nel mondo, nonché uno dei maggiori gestori di porti del pianeta.

Dal punto di vista strategico, le imprese più importanti del gruppo sono la Dubai Ports World, gestore del porto di Dubai e competente in materia di logistica e trasporto via mare, e la Nakheel Inc., società attiva nello sviluppo di progetti edilizi e di "real estate", nota a livello globale per lo sviluppo e la costruzione della futuristica isola di Palm Island e per il moderno Dubai Waterfront. Completano il profilo proprietario del gruppo le società:

- Economic Zones World;
- Dubai Waterfront, The World and The Universe Islands ;
- Dubai Drydocks;
- Dubai Maritime City;
- Dubai Multi Commodities Centre;
- Istithmar World;
- Infinity World Development part owner of City Center;
- Island Global Yachting;

- Limitless;
- Leisurecorp;
- Inchcape Shipping Services;
- Tejari;
- TechnoPark
- P&O Maritime
- Discovery Gardens
- Tamweel

Complessivamente, il gruppo DW è presente in più di 100 città e dà lavoro a quasi 50.000 lavoratori; il suo patrimonio immobiliare/finanziario comprende immobili ed attività logistico/commerciali in molti Paesi considerati avanzati, con particolari esposizioni in USA, GB e Sud Africa.

2. Lo scoppio della crisi e gli interventi della EAU Central Bank

Già nel marzo 2009, un rapporto della Citi Bank (*Industry Focus*, 3 marzo 2009) annunciava i prodromi del crack segnalando sia il rallentamento dell'economia di Dubai, sia la pesante situazione finanziaria in cui versavano molte società del gruppo. La situazione è precipitata il 26 Novembre scorso quando, attraverso un secco comunicato da parte della società stessa, l'opinione pubblica mondiale è venuta a conoscenza della richiesta della moratoria di 6 mesi avanzata dalla DW e riguardante il pagamento di un bond islamico (sukuk)¹ di 3,5 miliardi di dollari della Nakheel Inc. in scadenza il 14 dicembre, più un altro bond islamico da 980 milioni di dollari con scadenza 13 maggio 2010 e un bond da 750 milioni con scadenza il 16 gennaio 2011.

Alla data dell'annuncio, la massa complessiva di debiti a carico di DW ammontava a quasi i 3/4 dello stock di debito dell'intero stato di Dubai. In cifre, esso si aggirava intorno ai 59 miliardi di Dollari. L'escalation negativa della DW è principalmente dovuta all'insorgere della crisi dei subprime ed al concomitante aggiustamento del prezzo degli immobili, la cui caduta, nel caso del mercato immobiliare di Dubai, si stima si aggiri intorno al 45%. La caduta del prezzo degli immobili rappresenta, nel caso di DW, sia una caduta del valore degli *assets* collaterali a garanzia degli ABS (il cui accesso è non facile a causa delle opache leggi di proprietà in vigore in Dubai), sia una formidabile contrazione

¹ I bond islamici, o sukuk, sono certificati di debito che non prevedono il pagamento di interessi. I sukuk sono simili ai nostri pronti contro termine ed hanno una motivazione etico-religiosa poiché quelle che noi chiamiamo obbligazioni sono proibite dalla legge islamica. Il debitore che emette il sukuk consegna al prestatore un certificato che ha come base uno specifico progetto di sviluppo, o una quota di una infrastruttura immobiliare, impegnandosi a ricomprarlo domani a un determinato prezzo, dove la differenza di prezzo rappresenta un sorta di tasso di interesse simulato. In caso di insolvenza del debitore, il prestatore non si trova in mano un titolo di debito tutelato come nella finanza occidentale, bensì la quota parte di un bene o di un progetto di sviluppo tutelato in maniera particolare delle leggi islamiche.

del prezzo di offerta del proprio prodotto di riferimento, le cui ripercussioni reali si sono immediatamente concretizzate in un brusco rallentamento dei flussi di capitale in entrata verso l'emirato.

La richiesta di moratoria ha indotto Standard & Poor's a mettere sotto "Credit Watch negativo" alcuni importanti istituti finanziari degli Emirati Arabi Uniti (EAU), tra cui la Emirates Bank International, la National Bank of Dubai, la Mashreqbank e la Dubai Islamic Bank. Complessivamente queste banche detengono il 30% del debito di Dubai World, e la sola National Bank of Abu Dhabi, il secondo istituto di credito dell'emirato, risulta esposta per circa 345 milioni di dollari di debito. La Nakheel Inc. è considerata il "ventre molle" del gruppo. I suoi principali progetti, come la costruzione di altre due isole a forma di palma – Palm Deira e Palm Jebel Ali – e di un arcipelago che riproduce i continenti della Terra - Dubailand e The World -, sono attualmente bloccati e rinviati ad una non ben precisata data. Complessivamente, la percentuale dei progetti fermi rappresenta poco più del 20% del totale di quelli presentati, ma copre l'80% del valore complessivo.

Il 1 dicembre scorso, e con ben 4 giorni di ritardo, la Banca Centrale degli EAU è intervenuta dicendo che si sarebbe attivata a sostegno del mercato monetario e del debito di Dubai, ma che non avrebbe intrapreso nessuna politica di aiuto diretto per DW. In base alle ultimissime esternazioni delle autorità di Abu Dhabi, la Banca Centrale degli EAU garantirà agli istituti di credito la liquidità necessaria per far fronte all'indebitamento di Dubai sia attraverso la creazione di un canale di accesso facilitato alle linee di credito, sia attraverso l'immissione di una liquidità addizionale per i conti delle banche presso l'istituto di emissione.

Quasi in concomitanza con l'annuncio della Banca Centrale, la DW ha avviato delle trattative con le banche creditrici per la ristrutturazione del debito. Le trattative si sono concretizzate in un piano di estinzione che dovrebbe portare al ripianamento dell'intero debito entro e non oltre il 2012. La tabella di marcia inclusa nel piano prevede la restituzione di 3,8 miliardi quest'anno, 12,3 miliardi nel 2010, e 19 miliardi nel 2011, ed infine 19 miliardi di dollari nel 2012. Nella ristrutturazione sono inclusi anche i debiti di un'altra società, la Limitless, che qualche anno fa era stata ad un passo dall'acquisizione dell'ex area Falck a Sesto San Giovanni. La ristrutturazione non dovrebbe invece riguardare Infinity World, Istithmar World e Dubai Ports World .

3. La reazione dei mercati finanziari

La reazione a caldo dei mercati finanziari è stata particolarmente negativa facendo registrare una forte contrazione degli indici azionari in tutte le principali borse del vecchio continente e dell'Asia. Fortunatamente il comunicato della società è arrivato proprio quando alcune borse mondiali, tra cui Wall Street (a causa dei festeggiamenti del Thanksgiving) e la stessa borsa di Dubai (a causa della ricorrenza islamica dell'Eid-al-adha), erano chiuse per festività.

Questa "coincidenza" non ha evitato che la caduta dei corsi azionari si allargasse anche alle borse arabe. Alla ripresa, infatti, tutti i mercati finanziari del golfo hanno fatto registrare un crollo

generalizzato degli indici di borsa, estendendo la caduta delle quotazioni anche alle società che non fanno capo a DW. Le vendite non hanno risparmiato neppure Dubai Ports World, principale operatore mondiale nel settore portuale, e ciò nonostante DW abbia annunciato l'esclusione della società dal piano di ristrutturazione del debito. A subire il colpo maggiore è stata paradossalmente la Borsa di Abu Dhabi, il cui indice è precipitato del 12,3% in due soli giorni, segno evidente che la crisi di Dubai è destinata ad allargarsi a tutta l'area malgrado l'interessamento della Banca Centrale di Abu Dhabi e la ferma volontà dello sceicco Al Maktoum di ridare credibilità al capitalismo arabo. A peggiorare ulteriormente il clima delle borse arabe è stata la recente notizia del pignoramento del W Hotel di Manhattan, di proprietà della Istithmar World, a causa dell'impossibilità del gruppo ad onorare un prestito di circa 2 milioni di dollari che gravava sulla struttura.

L'iniziale isteria dei mercati è stata sostanzialmente guidata (1) dalla paura che l'insolvenza della DW potesse innescare una spirale involutiva simile a quella avutasi alla fine del 2008 e nei primi mesi del 2009, (2) dai timori che il punto di minimo della crisi finanziaria non fosse ancora stato toccato dai mercati, (3) dalla crescente diffidenza che aleggia intorno alla finanza araba a causa dell'opacità dei bilanci delle società coinvolte nel crack.

In seguito alla comunicazione dei dettagli del piano di ristrutturazione del debito di alcune delle controllate di DW, le borse occidentali hanno ripreso fiato cominciando a recuperare le perdite delle settimane scorse. I rialzi hanno riguardato sia il comparto delle costruzioni, sia quello bancario, coinvolgendo anche i titoli delle banche europee maggiormente coinvolte nel crack. Attualmente (10 dicembre 2009), il *mood* dei mercati sembra essere quello di snobbare il caso DW e di accelerare il processo di ritiro dei capitali dall'emirato, iniziato già a partire dall'inizio del 2009. L'unico timore che aleggia sui mercati è la possibilità che il CEO possa procedere alla vendita di alcuni assets ritenuti strategici per il *core business* di DW.

4. Rischi di contagio e impatto su valute e tassi d'interesse

I rischi di contagio finanziario non sembrano elevati. All'inizio della crisi, un'analisi della Credit Suisse faceva emergere una esposizione delle banche del vecchio continente non superiore a 40 miliardi di dollari. La Hsbc è tra le banche europee quella finanziariamente più esposta in Dubai (17 miliardi di dollari), seguita da Standard Chartered (7,8 miliardi), Barclays (3,6 miliardi), Royal Bank of Scotland (2,2 miliardi), Citi (1,9 miliardi), Bnp Paribas (1,7 miliardi), Lloyds (1,6 miliardi). Quanto ai portafogli crediti immobiliari/residenziali, la Ncb Stockbrockers ha calcolato che Standard Chartered è la più esposta con il 7 per cento del suo totale negli Emirati arabi uniti, poi Hsbc con il 2 per cento, il trio Barclays, Rbs e Lloyds con meno dell'1 per cento. Una recente nota del Financial Times (3 dicembre 2009) ha però ridimensionato l'analisi del Credit Suisse, limitando il coinvolgimento delle quattro banche britanniche a soli 5 miliardi di dollari.

Per quanto riguarda l'Italia, l'esposizione del nostro sistema bancario è considerata non preoccupante. Malgrado la non obbligatorietà a rivelare al mercato il proprio grado di esposizione nei confronti

dell'economia di Dubai, alcuni istituti bancari italiani, tra cui Unicredit, Ubi Banca, Banco Popolare e Popolare di Milano, hanno sottolineato che la loro esposizione nei confronti di DW non é rilevante, e che molte banche presenti negli EAU hanno soprattutto uffici di rappresentanza con cui seguono anche all'estero i clienti italiani ed europei.

Dal punto di vista macroeconomico, la crisi di Dubai ha messo in discussione il grado di solvibilità di molte piccole e medie economie mondiali. I Credit Default Swap (CDS), lo strumento derivato che misura il rischio di insolvenza di una data posizione debitoria, sono inizialmente balzati verso l'alto per poi ritornare ad assestarsi intorno ai valori pre-crisi. Nel caso di Dubai, i CDS erano inizialmente saliti da 318 a 570, per poi scendere a valori più contenuti ma superiori rispetto al livello di partenza. Andamenti simili si sono inoltre riscontrati anche per i CDS sul debito di Abu Dhabi, del Bahrain, del Qatar e dell'Arabia Saudita, anche se la preoccupazione sulla solvibilità di questi ultimi paesi continua ad essere limitata.

L'iniziale ascesa del CDS sul debito di Dubai è dovuta alla scarsa fiducia che gli operatori internazionali nutrivano nei confronti della politica di intervento annunciata della Banca Centrale di Abu Dhabi. L'annuncio del piano di risanamento di DW e l'avvicendamento alla guida del gruppo – affidata a Aidan Birkett – hanno rincuorato i mercati circa la possibilità che la crisi possa prendere la via del risanamento.

Sul fronte valutario e dei tassi d'interesse, la liquidità proveniente dal golfo si è fin dall'inizio indirizzata verso flussi di acquisto di beni e monete rifugio, come l'oro, alcune materie prime, il dollaro e la sterlina, ed ha incoraggiato un processo di "fly to quality" a tutto vantaggio dei Bund tedeschi, il cui tasso di rendimento ha toccato quota 3.88 per cento (per il bund trentennale) nei primissimi giorni della crisi, e dei titoli di stato a lunga scadenza del tesoro americano. La tendenza opposta si è invece verificata per i paesi dell'area dell'euro che da qualche tempo erano nel mirino dei mercati a causa dei loro conti pubblici. A soffrire più di tutti è stata la Grecia, già sotto pressione nei giorni scorsi per le notizie negative sul bilancio e le incognite sul suo sistema bancario (ed il cui spread rispetto alla Germania è salito da 182 a 200 punti base), ma anche l'Irlanda e la Lituania a causa delle loro precarie prospettive di crescita.

Il caso DW si è anche riverberato sul debito di alcuni paesi giudicati storicamente meno solidi nelle finanze pubbliche, tra cui l'Italia, come anche su quello dei tanti paesi che per vari aspetti risultano essere particolarmente vincolati al flusso dei finanziamenti esterni, ad es. Turchia, Ungheria e Russia.

5. Prospettive

Da una stima fornita dal RGE Monitor di Roubini (e ripresa anche dal WSJ), DW ascriverebbe in bilancio 40 miliardi di dollari di attività e poco più di 60 miliardi di passività. Rapportato al PIL di Dubai, le passività complessive di DW ammontano a quasi il 100 per cento della ricchezza lorda dell'emirato arabo, mentre la capacità finanziaria degli EAU, i quali si sono detti pronti a sostenere la solvibilità di Dubai, ammonta a quasi 500 miliardi di dollari. Malgrado le attività dipendano in gran parte da tutta

una serie di non ben definiti ricavi futuri attesi, l'opinione comune tra gli analisti è che DW sia *too big to fail* (troppo grande per fallire) e che quindi la storia si risolverà in maniera positiva.

Sulla base di questo ragionamento, i mercati finanziari sembrano aver attutito lo scossone provocato dal caso DW limitandosi a far rientrare i propri capitali. All'iniziale apprezzamento del dollaro è difatti seguito un ritorno ad una fase di indebolimento del biglietto verde che ha riportato il cambio EUR/USD sopra quota 1.51. La ritrovata debolezza del dollaro, unita ad una ripresa della crescita del prezzo del petrolio e dell'oro, confermano l'opinione condivisa degli operatori finanziari che il caso DW resterà confinato all'area del golfo (ed ai pochi operatori bancari occidentali direttamente coinvolti nella faccenda DW), senza particolari ripercussioni per l'occidente, il Giappone e la Cina.

La massa di capitali in fuga da Dubai e dagli EAU dovrebbe comunque assestarsi nei prossimi giorni, ed è probabile che gli investitori internazionali manterranno una posizione attendista in vista della prima scadenza prevista del piano di risanamento intrapreso da DW. Nel frattempo, la mole di liquidità proveniente dal golfo dovrebbe continuare a muovere i CDS di alcuni paesi europei e contribuire al mantenimento di una strategia di investimento "fly to quality" in favore dei titoli di stato dei paesi più virtuosi, dell'oro e di alcune materie prime.

Per l'Italia, lo scenario macroeconomico dovrebbe ritornare alla sua routine pre-crisi. Tuttavia, se le notizie positive provenienti dalla ripresa dovessero proseguire anche nei prossimi mesi, non è da escludere che la tendenza al rialzo del CDS e dello spread tra BTP decennali e Bund tedeschi (pari a 86,6 punti base l'1 dicembre) possa arrivare ad un punto d'arresto e tornare ai livelli del 25 novembre scorso.

6. Cosa ci insegna DW?

Il crack di DW arriva a quasi un anno dal fallimento di Lehman Brothers. Da allora le condizioni dei mercati sono migliorate considerevolmente insieme ad un moderato ottimismo nei confronti del sistema finanziario internazionale e delle prospettive reali dell'economia globale. Il caso DW, però, ci insegna quanto sia fragile l'ottimismo della finanza mondiale e precario l'equilibrio su cui si basano i suoi scambi. Sono infatti bastati quattro giorni di silenzio da parte delle autorità di Dubai per far saltare i nervi degli operatori di borsa ed innescare reazioni isteriche da parte dei mercati finanziari. E questa ipersensibilità dei mercati la dice lunga su come basti poco per bruciare i pochi guadagni che le borse mondiali hanno accumulato in poco meno di sette mesi di ripresa.