

25.11. 2010

## Dubai Still Faces Challenges With Debt a Year After Dubai World's Workout

*By Arif Sharif and Stefania Bianchi*

A year after Dubai's corporate flagship stunned global markets with plans to freeze payments on \$25 billion in loans, the emirate is struggling to reduce a total debt load more than four times that amount.

The immediate crisis triggered by Dubai World's announcement last Nov. 25 has passed. Lenders to the government- owned group have agreed to accept a delay in repayments of \$14.4 billion, and access to credit in the Middle East's once- flourishing trading and financial services hub is starting to ease after the worst global recession since the 1930s.

Dubai and its state-controlled companies are grappling to service debt that Barclays Capital estimated in a September report to total about \$112 billion -- equal to more than 140 percent of its gross domestic product. They amassed the loans during years of rapid growth in the property and tourism industries. One of seven sheikhdoms comprising the United Arab Emirates, Dubai lacks the energy wealth of neighboring Abu Dhabi and must boost revenue from trade and other businesses and by selling assets, analysts say.

Dubai should use any revenue and money from asset sales "to reduce the absolute debt burden," said Abdul Kadir Hussain, chief executive officer at Mashreq Capital DIFC Ltd. "Until you see some momentum there, you are essentially going to move from one restructuring to another."

### Property Bubble

Over the past year, Dubai moved to contain some of its biggest problems, notably the impact of a collapsed real-estate market. All of Dubai World's creditors agreed to the company's \$24.9 billion debt restructuring, a person with knowledge of the plans said Oct. 27. Dubai Islamic Bank PJSC, the U.A.E.'s biggest Islamic lender, in September more than doubled its holding in mortgage company Tamweel PJSC to 57.3 percent as part of a plan to revive lending and support the property industry.

## Dubai kämpft ein Jahr nach dem Moratorium von Dubai World weiter mit Schulden

*Von Arif Sharif und Stefania Bianchi*

Ein Jahr nachdem Dubais Flaggschiffunternehmen die Weltmärkte mit seinen Plänen zum Einfrieren von Darlehensrückzahlungen in Höhe von 25 Milliarden USD in Aufruhr versetzte, hat das Emirat Mühe, seine Gesamtschuldenlast in Höhe von mehr als dem Vierfachen dieses Betrags zu verringern.

Die durch die Ankündigung von Dubai World am 25. November letzten Jahres unmittelbar ausgelöste Krise ist vorüber. Die Darlehensgeber der im Regierungsbesitz befindlichen Gruppe haben einem Aufschub der Rückzahlungen in Höhe von 14,4 Milliarden USD zugestimmt, und auch Darlehen sind nach der schwersten weltweiten Rezession seit den dreißiger Jahren im einstmalig florierenden Zentrum für Handels- und Finanzdienste des Nahen Ostens inzwischen wieder einfacher erhältlich.

Dubai und seine staatlich kontrollierten Gesellschaften haben Mühe mit der Bedienung von Krediten, die sich nach Schätzung von Barclays Capital in einem Bericht vom September auf insgesamt ca. 112 Milliarden USD belaufen – das entspricht mehr als 140 Prozent seines Bruttoinlandsprodukts. Die Darlehen wurden während der Jahre des rapiden Wachstums in der Immobilien- und Tourismusbranche angehäuft. Dubai, eines von sieben Scheichtümern der Vereinigten Arabischen Emirate, fehlt es am Ölreichtum seines Nachbarn Abu Dhabi, weshalb es nach Ansicht von Analysten seine Einnahmen durch Handel und andere Geschäfte sowie durch den Verkauf von Vermögen aufbessern muss.

Dubai sollte sämtliche Einkünfte und Gelder aus dem Verkauf von Vermögen zur „Verringerung der absoluten Schuldenlast nutzen“, erklärte Abdul Kadir Hussain, Geschäftsführer von Mashreq Capital DIFC Ltd. „Solange es hier keine Bewegung gibt, werden wir uns im Wesentlichen von einer Umstrukturierung zur nächsten bewegen.“

### Immobilienblase

Im letzten Jahr hat Dubai Maßnahmen zur Begrenzung von einigen seiner größten Probleme ergriffen, insbesondere im Zusammenhang mit den Auswirkungen des zusammengebrochenen Immobilienmarkts. Sämtliche Darlehensgeber von Dubai World haben einer Umstrukturierung der Schulden der Gesellschaft in Höhe von 24,9 Milliarden USD zugestimmt, erklärte am 27. Oktober eine mit den Plänen vertraute Person. Im September erhöhte Dubai Islamic Bank PJSC, der wichtigste islamische

Tamweel and rival Amlak Finance PJSC were once the U.A.E.'s biggest home-loan companies, but the seizure of global credit markets shut their access to funds. Both these companies relied on bulk borrowings from the market to fund home loans.

The restructuring of at least \$10.5 billion of loans and trade-creditor payments are at an advanced stage for property company Nakheel PJSC, a former Dubai World unit and builder of palm tree-shaped islands off Dubai's coast. Similar talks are under way to alter the terms on \$2.6 billion of debt at Dubai International Capital LLC and \$6 billion at Dubai Group LLC, two buyout companies owned by the emirate's ruler, Sheikh Mohammed Bin Rashid Al Maktoum.

## Bond Sale

The growing preference for emerging market debt this year has helped. In September, Dubai raised \$1.25 billion in a two-part bond sale. It was the emirate's first sovereign debt offering since the Dubai World credit scare and generated orders of \$5 billion. The U.A.E.'s central bank and Abu Dhabi stepped in last year to support Dubai with \$20 billion in loans.

"The main cloud on the horizon is still the emirate's large debt overhang," Tristan Cooper, a Dubai-based economist at Moody's Investors Service, said in an e-mail yesterday. "Despite the recent restructuring of Dubai World's debt, the emirate still faces substantial annual debt maturities."

The seizure in credit markets has prevented some of Dubai's companies from raising new loans and has pushed up borrowing costs for others. Dubai and its state-owned companies have \$16 billion of syndicated bank loans and bonds coming due next year and \$15 billion maturing in 2012, said Zafar Nazim, a London-based analyst at JPMorgan Securities Ltd. This doesn't include debt that has been or is being restructured, he said in an e-mail. Loans from single lenders could add \$3.5 billion to \$5 billion to maturities, Nazim said.

Darlehensgeber der Vereinigten Arabischen Emirate, im Rahmen eines Plans zur Wiederbelebung des Kreditmarkts und Unterstützung der Immobilienbranche seine Beteiligung an der Hypothekengesellschaft Tamweel PJSC auf mehr als das Doppelte (57,3 Prozent).

Tamweel und sein Konkurrent Amlak Finance PJSC waren früher die wichtigsten Wohnungsdarlehensgeber der VAE, doch als die weltweiten Kreditmärkte kollabierten, verloren sie den Zugang zu Finanzmitteln. Beide Gesellschaften waren zur Finanzierung von Wohnungsdarlehen auf Massenkredite des Marktes angewiesen.

Die Umstrukturierung von Darlehen und Lieferanten-schulden im Wert von mindestens 10,5 Milliarden USD der Immobiliengesellschaft Nakheel PJSC, einer ehemaligen Geschäftseinheit von Dubai World und Bauherrin der palmenförmigen Inseln vor Dubais Küste, befindet sich in einer fortgeschrittenen Phase. Ähnliche Verhandlungen laufen zur Änderung der Bedingungen für die Darlehen von Dubai International Capital LLC im Wert von 2,6 Milliarden USD sowie von Dubai Group LLC im Wert von 6 Milliarden USD, zwei Übernahmegesellschaften im Eigentum des Herrschers des Emirats, Scheich Muhammad bin Raschid Al Maktoum.

## Verkauf von Staatsanleihen

Als hilfreich hat sich das wachsende Interesse an den Schulden von Schwellenmärkten erwiesen. Im September konnte Dubai durch einen zweiteiligen Verkauf von Staatsanleihen Kapital in Höhe von 1,25 Milliarden USD auf-treiben. Für diese erste Staatsverschuldungsmaßnahme seit der Kreditkrise von Dubai World gingen Aufträge in Höhe von 5 Milliarden USD ein. Im letzten Jahr unterstützten die Zentralbank der VAE und Abu Dhabi Dubai mit Darlehen in Höhe von 20 Milliarden USD.

„Die dunkelste Wolke am Horizont ist weiterhin der große Schuldenüberhang des Emirats“, erklärte Tristan Cooper, Ökonom von Moody's Investors Service in Dubai, gestern in einer E-Mail. „Trotz der kürzlich erfolgten Umstrukturierung der Schulden von Dubai World werden für das Emirat weiterhin jährliche Darlehenszahlungen in erheblicher Höhe fällig.“

Aufgrund der Krise auf den Kreditmärkten waren einige Gesellschaften Dubais nicht in der Lage, sich neue Darlehen zu besorgen; für andere sind die Darlehenskosten gestiegen. Wie Zafar Nazim, Analyst von JPMorgan Securities Ltd. in London, in einer E-Mail erklärte, werden für Dubai und seine im Staatsbesitz befindlichen Gesellschaften im nächsten Jahr Konsortialdarlehen und Staatsanleihen in Höhe von 16 Milliarden USD fällig. Weitere 15 Milliarden USD würden 2012 fällig, wobei Schulden, die bereits umstrukturiert wurden oder momentan

## Fiscal Action

“Short-term, we feel far more positive than a year ago, but longer-term risks remain,” Gabriel Sterne, a London-based emerging market economist at brokerage Exotix Holdings Ltd., said in an e-mail yesterday. “We think more fiscal action will need to be implemented so that Dubai can smoothly manage its 2014 funding cliff without testing further Abu Dhabi’s apparent willingness to provide continuing financial support.”

Dubai allowed foreigners to buy property in some parts of the emirate in 2002, triggering a building boom and a quadrupling of home prices until mid-2008. The credit crisis, which drove away speculators and crimped mortgage lending, caused home prices to plunge by more than 50 percent.

Dubai ran up debt as it tried to diversify its economy and develop into a tourism and financial services center. It built islands into the shape of a world map off the coast and opened a stock exchange. Accessing cheap credit from 2005 to 2008, Dubai’s investment companies bought Madame Tussaud’s, luxury goods retailer Barneys New York Inc. and a stake in U.S. casino operator MGM Mirage.

## Back to Basics

“Dubai has changed a lot in a year,” said Philippe Dauba-Pantanacce, a Standard Chartered Plc economist in Dubai. “Government policies have reoriented the emirate toward its traditional core assets of trade, infrastructure and services.”

The contribution of the property industry to Dubai’s GDP declined to 11 percent this year from 14 percent in 2009 and 17 percent in 2008, Dauba-Pantanacce said in an e-mail.

Hussain of Mashreq Capital pointed to a possible initial public offering by Emirates, the world’s biggest airline by international passengers carried, and sale of an additional stake in DP World Ltd., the world’s fourth-biggest port operator, as ways for the government to raise cash.

umstrukturiert werden, nicht berücksichtigt seien. Nach Ansicht Nazims könnte sich die Höhe der fälligen Schulden aufgrund der Kredite von einzelnen Darlehensgebern um weitere 3,5-5 Milliarden USD erhöhen.

## Fiskalische Maßnahmen

„Kurzfristig sehen wir deutlich optimistischer in die Zukunft als vor einem Jahr – doch die langfristigen Risiken bleiben bestehen“, erklärte Gabriel Sterne, Ökonom für Schwellenmärkte bei der Londoner Maklerfirma Exotix Holdings Ltd., gestern in einer E-Mail. „Wir glauben, dass zusätzliche fiskalische Maßnahmen umgesetzt werden müssen, damit Dubai die Finanzierungsklippe im Jahr 2014 reibungslos umschiffen kann, ohne die offenbar vorhandene Bereitschaft von Abu Dhabi zur fortgesetzten finanziellen Unterstützung weiterhin auf die Probe zu stellen.“

Dubai gestattete im Jahr 2002 Ausländern den Kauf von Immobilien in einigen Teilen des Emirats, was einen Bauboom und eine Vervierfachung der Wohnungspreise bis Mitte 2008 auslöste. Als die Kreditkrise Spekulanten abschreckte und Hypothekengesellschaften unter Druck setzte, fielen die Wohnungspreise um mehr als 50 Prozent.

Dubai verschuldete sich beim Versuch, seine Wirtschaft zu diversifizieren und sich zu einem Zentrum für Fremdenverkehr und Finanzdienste zu entwickeln. Das Emirat baute vor seiner Küste Inseln in Form einer Weltkarte und eröffnete eine Börse. Die Investmentgesellschaften von Dubai nutzten die billigen Kredite in der Zeit von 2005 bis 2008 zum Kauf des Wachsfigurenkabinetts Madame Tussaud’s in London, der Luxus-Kaufhauskette Barneys New York Inc. und eines Anteils am Spielkasinobetreiber MGM Mirage in den USA.

## Zurück zu den Grundlagen

„Dubai hat sich im letzten Jahr stark verändert“, erklärte Philippe Dauba-Pantanacce, ein Ökonom von Standard Chartered Plc in Dubai. „Die Regierung hat das Emirat mit ihrer Politik zu seinen traditionellen zentralen Stärken im Bereich Handel, Infrastruktur und Dienstleistungen zurückgeführt.“

Der Anteil der Immobilienbranche am Bruttoinlandsprodukt von Dubai sei von 17 Prozent im Jahr 2008 und 14 Prozent im Jahr 2009 auf 11 Prozent in diesem Jahr gefallen, erklärte Dauba-Pantanacce in einer E-Mail.

Hussain von Mashreq Capital nannte einen Börsengang von Emirates, der nach Anzahl der internationalen Fluggäste größten Fluggesellschaft der Welt, und den Verkauf eines zusätzlichen Anteils an DP World Ltd., dem weltweit viertgrößten Hafenbetreiber, als mögliche Maßnahmen der Regierung zur Beschaffung von Finanzmitteln.

Dubai's economy shrank 2.5 percent last year after expanding by 5.7 percent in 2008, the government estimates. Standard Chartered forecasts 4 percent growth in 2011.

Whether Dubai will be able to raise new loans to repay older ones is largely a question of pricing, said Raj Madha, an analyst at Rasmala Investment Bank Ltd.

"If Abu Dhabi is seen as fully backing Dubai, then there won't be a problem," he said. "But if some element of doubt were to creep in about their commitment, it would get more difficult."

To contact the reporters on this story: Arif Sharif in Dubai at [asharif2@bloomberg.net](mailto:asharif2@bloomberg.net)

To contact the reporter on this story: Stefania Bianchi in Dubai at [sbianchi10@bloomberg.net](mailto:sbianchi10@bloomberg.net).

Im letzten Jahr schrumpfte Dubais Wirtschaft nach Schätzungen der Regierung um 2,5 Prozent, nachdem sie 2008 um 5,7 Prozent gewachsen war. Standard Chartered prognostiziert für 2011 ein Wachstum in Höhe von 4 Prozent.

Ob Dubai in der Lage sein wird, zum Tilgen von alten Darlehen neue aufzunehmen, hängt nach Ansicht von Raj Madha, Analyst bei Rasmala Investment Bank Ltd., größtenteils vom Preis ab.

„Wenn zu sehen ist, dass Abu Dhabi voll hinter Dubai steht, gibt es keine Probleme“, erklärte er. „Aber wenn hinsichtlich dieses Engagements irgendein Zweifel aufkommen sollte, gestalten sich die Dinge schwieriger.“

Kontakt mit den Autoren dieser Reportage: Arif Sharif in Dubai unter [asharif2@bloomberg.net](mailto:asharif2@bloomberg.net)

Kontakt mit der Autorin dieser Reportage: Stefania Bianchi in Dubai unter [sbianchi10@bloomberg.net](mailto:sbianchi10@bloomberg.net)