

## Havi kitekintés – December

### Cserhádi András: Du(baj) – nem minden arany, ami fénylik

Fordult a kocka: kiváló lépések a pénzügyi reputáció lerombolására

A múlt héten, az állami tulajdonban lévő Dubai World, (amely összesen mintegy 59 milliárd amerikai dollárnyi adóssággal rendelkezik) sokkolta a nemzetközi piacokat azzal, hogy hat hónapos fizetési halasztást kért, mikor megpendítette partnereinek, hogy követeléseik érvényesítésével legalább 2010. május 30-ig szíveskedjenek várni. Mint az ismeretes, a Dubai World holding a tulajdonosa a galibát elindító dubaji Nakheel vállalatnak, amely a „pálmafa sziget” ingatlanfejlesztést is végezte. A Nakheel által kibocsátott kötvények idén december 14-én jártak volna le, és a hazai, valamint a nemzetközi befektetők is egyöntetűen azt várták, hogy a cég a kötvények ellenértékét teljes egészében vissza fogja fizetni.

A helyzetet tovább nehezítette, hogy a bejelentést követően az amerikai piacok a Hálaadás ünnepe miatt zárva tartottak, valamint a muszlim világhoz tartozó Dubajban jelenleg is tart az Eid al-Adha (Áldozati ünnep), amely a Ramadan hónapot követő Eid Al-Fitr mellett a legfontosabb vallási ünnep. Az Egyesült Arab Emírségek (EAE) részvénypiacai így a héten csak november utolsó és december első napján voltak nyitva és majd csak december 6-án fognak újra kinyitni. Keddre virradóra a történet tovább finomodott: a Dubai World holding bejelentette, hogy átütemezi mintegy 26 milliárd dollárnyi adósságát. Az átütemezés kizárólag a holding Nakheel World és a Limitless World nevű cégeire vonatkozik. Mindez részben megnyugtató, hiszen a közlemény szerint a többi leány cég, köztük a világ harmadik legnagyobb kikötő-üzemeltetője, a Dubai Ports World pénzügyi helyzete továbbra is stabil. Kitértek továbbá arra is, hogy az átütemezést több szakaszban hajtják végre, valamint az átütemezés által érintett adósságból 6 milliárdot tesznek ki a Nakheel iszlám kötvényei, a sukukok. Az események komolyan megkérdőjelezték az emirátus képességét – és ami még ennél is fontosabb, a hajlandóságát –, hogy a jövőben a határidőknek megfelelően teljes mértékben kiegyenlíti-e majd az állami tulajdonú vállalatok adósságát.

Dubaj helyzete jelenleg nem könnyű, az emírséget sem kerülte el a globális gazdasági válság. Kevesen tudják, hogy az olaj, melyet 1966-ban találtak, a legvalószínűbb becslések szerint, 20 éven belül el fog fogyni és az olaj üzlet már ma is csak a GDP 6 százalékaért felelős. Előrelátó módon, az 1980-as években és a kilencvenes évek elején Dubaj stratégiai döntést hozott, hogy az egyik legnagyobb, nemzetközi színvonalú turistacélponttá válik. A kezdetben még az olaj bevételekből finanszírozott turisztikához kapcsolódó infrastrukturális beruházások az évek során meghozták gyümölcseiket, és ezzel párhuzamosan az ingatlanárak is az egekbe emelkedtek. Ugyanakkor a kétezres évek kezdetével, az Egyesült Arab Emírségeket alkotó hét “állam” hitelfelvétele, és közöttük különösen Dubaj kölcsönei (az EAE teljes hitelállományának kétharmada Dubajnak tudható be) drámai mértékben kezdtek növekedni. 2009 második negyedévére az EAE teljes hitelállománya elérte a 123 milliárd dollárt, amely 2005-höz képest négyszereződést jelent. Ami igazán aggasztó, az a hitelek GDP arányos nagysága, amely négy év alatt 23%-ról 51,3%-ra nőtt! Nem másról volt itt szó, mint egy hatalmas, egyre dagadó hitellufiból finanszírozott óriás-beruházásról. A válság kirobbanásával azonban a turizmus jelentősen csökkent, és az ingatlanárak ez elmúlt 12 hónapban 50 százalékkal estek. A hat éven át tartó gazdasági növekedés után, 2008 második fele óta az ország recesszióban van.

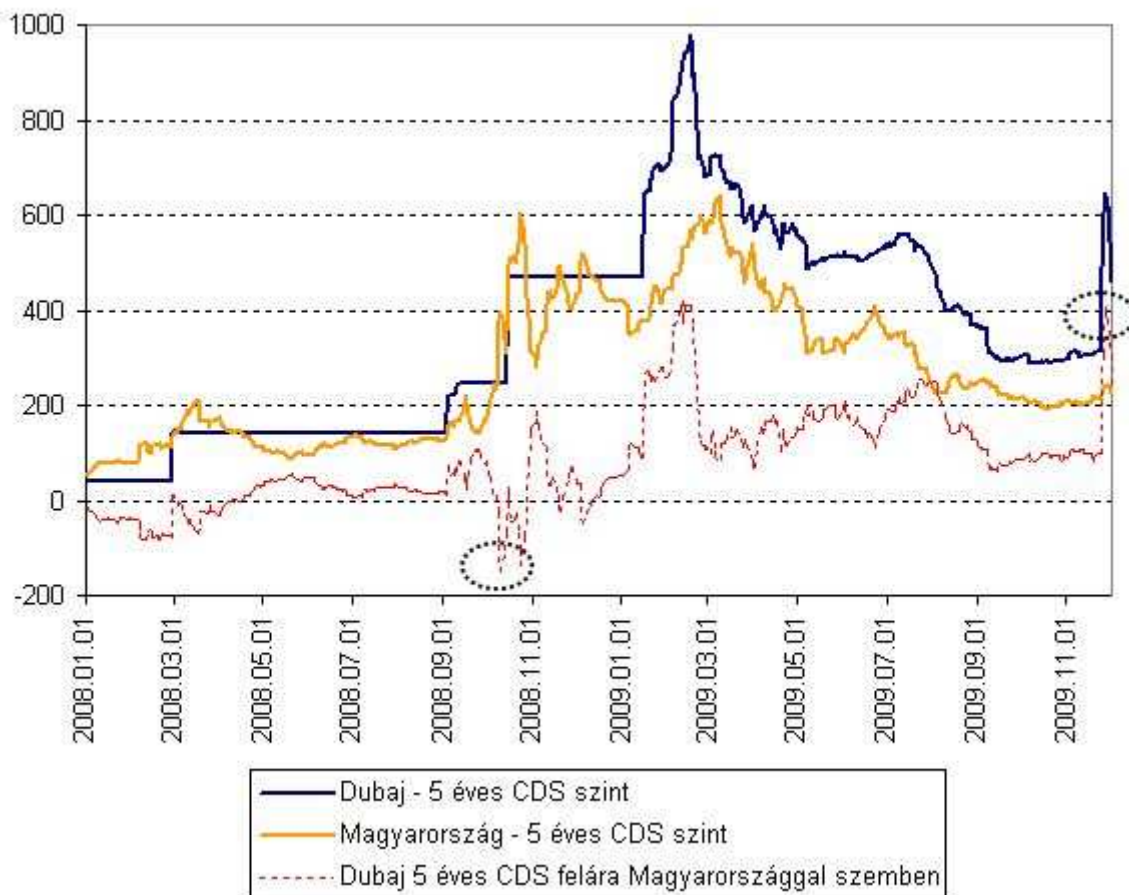
A helyenként már az esztelen mértékű pompa és luxus fellegvárának számító városállam adósságállománya a hivatalos adatok szerint 80 milliárd dollár, de sokkal valószínűbb, hogy Dubaj implicit és explicit kötelezettségeinek összege 200 milliárd USD, vagy ha úgy tetszik a GDP 250 százaléka környékére is rúghat.

Természetesen, a fenti igen negatív események megmutatkoznak az államadósság törlesztésének bizonytalanságát számszerűsítő CDS (Credit Default Swap) szintekben is, amelyek Dubaj esetében szó szerint kilóttek, jelentősen megnövelve a térségben található többi állam, és más egyéb fejlett és fejlődő ország (így hazánk) CDS szintjét is. Külön érdekes, hogy fordult a kocka Magyarországra javára: Dubaj 5 éves CDS szintje november 27-én 647 pont volt, ami 407 ponttal volt magasabb Magyarországra 5 éves CDS értékénél, amely ekkor 240 ponton állt. A grafikonon jól látható, hogy 2008 októberében a helyzet fordított volt, mivel hazánk CDS pontértéke a nagy pánikban 148,5 ponttal meghaladta Dubaj-ét, azaz a befektetők nagyobb esélyt adtak Magyarországra nemfizetésének. További hatás, hogy a Moody's és a Standard & Poor's Dubaj valamennyi állami tulajdonú társaságának hitelminősítését lerontotta, így több cég besorolása a bővli kategóriába került. A világ részvénypiacai és ezen belül is a bankpapírok (pl. a Barclays, a Deutsche Bank, a Royal Bank of Scotland, az ING, a UBS) komolyan megéreztek a bejelentést. Mindez nem meglepő, hiszen az Egyesült Arab Emírségek teljes hitelállományának, közel 40%-a az Egyesült Királysághoz, 9-9%-a Németországhoz, Franciaországhoz és az Amerikai Egyesült Államokhoz, 7%-a Japánhoz, 4-4%-a Hollandiához és Svájcra, 2%-a Ausztriához, 1%-a Belgiumhoz, míg a fennmaradó 15% egyéb országokhoz köthető.

Mit jelent mindez a jövő szempontjából? Először is a dubaji helyzet rendezése a kezdeti nagy ijedtség, majd az ezt követő relatíve gyors megnyugvás ellenére is időigényes folyamat lesz. A fentiekben láthattuk, hogy nem egy lokális, hanem sokkal inkább egy újabb globális gócpontról van szó. Azok az országok, amelyek a térségben jelenleg is erős fundamentumokkal bírnak (Abu Dhabi, Kuvait, Katar és Szaúd-Arábia), könnyebben átvészelik a jelen szituációt. Mások, - beleértve azon országokat, amelyek nem is a térségben vannak, de nagy a hiányuk és az államadósságuk, (pl. Közép-Kelet-Európa, illetve a Balkán bizonyos országai) - esetleg nagyobb nyomás alá kerülhetnek a jövőben.

Végezetül, Dubaj egyszerre két intő példával is szolgál, melyeket érdemes megszívlelnünk. (1) Hosszú távon semmilyen országban nem megengedhető az ilyen mértékű hitelfelvételre alapozott gazdasági növekedés. (2) Példátlan mértékű globális gazdaságélénkítés ide, vagy oda, nem minden problémát lehet ezzel elkendőzni, sokuk a mai napig is velünk él. A befektetőknek pedig érdemes úgy tekinteni a múlt szerdai dubaji bejelentésre, amely nem feltétlenül volt az utolsó a gazdasági világválság elhúzódó pénzügyi hatásai közül.

**Dubaj és Magyarország 5 éves CDS szintjének alakulása 2008 elejétől napjainkig**



Forrás: Bloomberg

Készítette az AEGON Magyarország Befektetési Alapkezelő Zrt. (1091 Budapest, Üllői út 1.)  
 Cserhádi András – senior termékmanager  
 Felügyeleti szerv: Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete

Az oldalon megjelenő valamennyi információ kizárólag tájékoztatásul szolgál. A múltbéli hozamok nem jelentenek garanciát a jövőbeni hozamokra nézve. Az AEGON Magyarország Befektetési Alapkezelő Zrt. nem vállal felelősséget a jelen kiadvány alapján hozott befektetési döntésért és annak következményeiért, illetve a dokumentumban található adatok esetleges hiányosságaiért vagy pontatlanságaiért.