

# INFORME RIESGO PAÍS

# ANGOLA

*Madrid: 17 de marzo de 2021*



**Marco político.** Desde su llegada al poder, en 2017, el presidente Joao Lourenço ha emprendido una agenda reformista -en colaboración con el FMI- para corregir algunas de las principales debilidades estructurales del país. En este tiempo, además, ha endurecido la lucha contra la corrupción. La justicia angoleña ha enjuiciado a parte del círculo de confianza del anterior presidente, Eduardo dos Santos, algo impensable hasta hace bien poco. Estos avances contrastan con el escaso compromiso con la mejora del deficiente marco democrático, lo que ha alimentado el descontento de parte de la ciudadanía; un clima de tensión inédito hasta ahora en el país.

**Económica escasamente diversificada.** El riesgo que entraña la extrema dependencia del crudo se ha evidenciado con dureza. Angola se enfrenta no solo al abaratamiento del petróleo, sino también a la paulatina caída de la producción, como consecuencia del agotamiento de los pozos maduros y el elevado coste de extracción de sus yacimientos. Entre 2016 y 2020 el PIB se ha contraído de manera ininterrumpida. Se espera que en el presente año Angola vuelva a registrar una variación positiva del PIB, impulsada por el repunte del precio del petróleo. A medio plazo el comportamiento de la economía resulta difícil de predecir, ante la incertidumbre sobre la evolución de los precios del crudo y de la producción. En el mejor de los casos, los ingresos petroleros se mantendrán en valores similares a los actuales; sin embargo, cabe la posibilidad de que la producción descienda notablemente a lo largo de esta década.

**Cuentas públicas.** El ejecutivo de Lourenço ha demostrado una sorprendente disciplina fiscal. Angola ha llevado a cabo un drástico ajuste presupuestario para compensar el desplome de los ingresos petroleros, cumpliendo con creces con los objetivos del programa con el FMI. Se estima que en 2021 el saldo fiscal recuperará el equilibrio. La caída de los ingresos petroleros y la depreciación de la moneda han provocado un considerable aumento del endeudamiento público hasta niveles preocupantes (134% del PIB en 2020).

**Balanza de pagos.** El desplome de las importaciones ha amortiguado la abrupta caída de las exportaciones. Se prevé que en el presente año Angola registre, de nuevo, un ligero superávit por cuenta corriente. La flexibilización del tipo de cambio ha permitido mantener las reservas en niveles muy por encima del mínimo recomendado.

**Deuda externa.** El desplome de la moneda ha disparado el endeudamiento público externo en relación al PIB. Los acuerdos de reestructuración de la deuda, la colaboración de las IFIs y la disciplina de las autoridades han mitigado considerablemente el riesgo de tensiones de liquidez a corto plazo. El FMI considera, en su último informe, que la deuda pública externa descenderá en los próximos años hasta niveles moderados. No obstante, dada la incertidumbre sobre los ingresos petroleros en los próximos años deben contemplarse escenarios más pesimistas.

## 1. SITUACIÓN POLÍTICA

- ➔ Después de 40 años al frente del país, José Eduardo dos Santos renunció a optar a un nuevo mandato en 2017. El perfil de su sucesor, Joao Lourenço, hombre fuerte del partido del gobierno, el MPLA, auguraba un relevo continuista; sin embargo, en apenas unos meses el nuevo presidente apartó de las instituciones a buena parte del círculo de confianza de Dos Santos. La ruptura respecto a la anterior Administración escaló a una nueva dimensión con el inicio de las investigaciones, por supuestos delitos de corrupción, a los hijos del ex presidente, José Filomeno e Isabel dos Santos.
- ➔ El riesgo de que el entorno del anterior presidente intente recuperar el poder y desestabilice al gobierno no parece elevado. En este tiempo Lourenço se ha consolidado en su cargo, y cuenta con el apoyo de las Fuerzas Armadas y del MPLA. Cabe esperar que logre la reelección en los comicios que se celebrarán en 2022.
- ➔ El presidente ha emprendido una sorprendente agenda para corregir las principales debilidades económicas del país. En cambio, los avances en términos de desarrollo democrático han sido hasta ahora marginales, lo que ha alimentado el descontento de parte de la población. El creciente hastío de la ciudadanía ha desembocado en importantes movilizaciones, una inestabilidad social inédita hasta ahora.

Angola no fue una excepción en el caótico y violento escenario que originó el proceso de descolonización del continente africano en la segunda mitad del siglo XX. La competencia por el poder desembocó en una dramática guerra civil con un trasfondo ideológico y étnico.

POBLACIÓN	31,8 mill. hab.
RENTA PER CÁPITA	3.050 \$
RENTA PER CÁPITA PPA	6.390 \$
EXTENSIÓN	1.246.700 Km <sup>2</sup>
RÉGIMEN POLÍTICO	República presidencial
CORRUPCIÓN	146/180
DOING BUSINESS	177/190

El conflicto entre el Movimiento Popular de Liberación de Angola (MPLA), principalmente miembros de la etnia mbundo, y la Unión Nacional para la Independencia Total de Angola (UNITA), que representaba los intereses de la etnia ovimbundu, se convirtió en una ramificación más de la guerra fría. EEUU y Sudáfrica -en aquel momento dirigido por el régimen racista del *apartheid*- financiaron y aportaron equipamiento militar a la UNITA. Por su parte, el MPLA, de

ideología marxista, contó con el apoyo financiero de la URSS y el despliegue de 40.000 soldados cubanos, un contingente militar que resultó determinante para desequilibrar la balanza.

Una vez finalizada la contienda, el MPLA se alejó de la ideología comunista, ante la necesidad de abrirse a la inversión extranjera y explotar las abundantes reservas de petróleo, las segundas mayores de África Subsahariana.

Sin embargo, la apertura económica no vino acompañada de la democratización del país. Desde la independencia, el otrora presidente, José Eduardo dos Santos, y su partido, el MPLA, han controlado con firmeza las instituciones, las Fuerzas Armadas y los medios de comunicación, unas deficiencias que recuerdan, en la práctica, a un sistema de partido único.

En esta tipología de democracias personalistas el espacio de la oposición es muy limitado. En consecuencia, las posibilidades de alternancia se limitan, en la mayoría de los casos, al relevo en el poder cuando el Jefe de Estado no puede continuar con sus funciones -generalmente por motivos de salud-, un guion que se ha repetido en el caso de Angola.

En efecto, la primera alternancia no se produjo hasta 2017, cuando José Eduardo dos Santos, en el cargo desde 1978, renunció a optar a un nuevo mandato debido -según la hipótesis más generalizada- a su frágil estado de salud<sup>(1)</sup>. La concentración de poder en torno al círculo afín de Dos Santos auguraba un episodio más de la lista de “repúblicas hereditarias” africanas. Se esperaba, pues, que la sucesión recayese sobre un familiar, en particular, en su hijo José Filomeno o en su hija Isabel, la mayor exponente de la riqueza de la élite angoleña<sup>(2)</sup>.

Finalmente, se nombró a un dirigente destacado del MPLA, Joao Lourenço, entonces ministro de Defensa, con escasa experiencia de gobierno, pero militar de carrera y hombre fuerte dentro del partido. Según parece, la candidatura de los hijos de Dos Santos no se veía con buenos ojos por parte de la jerarquía política y militar, que recelaba de la consolidación, cada vez más acentuada, de la familia del ex presidente en las instituciones. Además, existía una inquietud en los altos mandos del partido sobre la limitada credibilidad de Dos Santos para contener el deterioro económico tras el desplome de los precios del crudo en 2014 y, sobre todo, para combatir la corrupción, un problema de cara a la opinión pública y ante las organizaciones multilaterales, en un momento en el que Angola necesitaba presentar reformas creíbles para recabar apoyo financiero. Para allanar el relevo, se garantizó la inmunidad vitalicia a Eduardo dos Santos y, en un principio, se preveía que su familia seguiría ejerciendo una importante influencia en el gobierno.

Así pues, en 2017 el país africano celebró los primeros comicios de su historia sin la participación de Eduardo dos Santos. La convocatoria transcurrió sin sobresaltos. Como se esperaba, el candidato del MPLA logró la mayoría absoluta, con el 60% de los votos, seguido de la UNITA, con el 25%.

## UN CAMBIO INESPERADO

---

La victoria de Lourenço auguraba, pues, un escenario continuista; sin embargo, desde su toma de posesión el nuevo presidente se distanció de su predecesor con una sorprendente celeridad y, sobre todo, contundencia. Poco después de llegar al poder, el mandatario destituyó a José Filomeno dos Santos al frente del fondo soberano y cesó a Isabel dos Santos como presidenta de la compañía de hidrocarburos del país, Sonangol, la joya de la corona. También apartó a más de 60 miembros del gobierno y altos cargos de empresas públicas; entre otros, Manuel Vicente

---

(1) Su renuncia puso fin al segundo “reinado” más largo de un Jefe de Estado africano después de Teodoro Obiang, presidente de Guinea Ecuatorial.

(2) Bajo el paraguas de su padre Isabel construyó un poderoso imperio empresarial, con ramificaciones a nivel internacional y, en particular, en Portugal. Según Forbes, Isabel dos Santos es la mujer más rica del continente africano, con un patrimonio cercano a 3.000 mill.\$.

(Vicepresidente Ejecutivo), Valter Filipe, (Gobernador del Banco Central) y Antonio José Maria (Jefe del Servicio de Inteligencia).

La ruptura respecto al régimen de Dos Santos alcanzó una nueva dimensión con el procesamiento de parte de su círculo de confianza, algo impensable en la mayoría de los regímenes despóticos. A finales de 2019 la fiscalía angoleña ordenó congelar las cuentas bancarias y los activos financieros de Isabel dos Santos, imputada por supuestos delitos de blanqueo de dinero, malversación y tráfico de influencias. Según la investigación, la hija del mandatario desvió, presuntamente, más de 1.000 mill.\$ de fondos públicos<sup>(3)</sup>. Su enjuiciamiento parece complejo, dado que Isabel abandonó el país poco después de ser cesada de Sonangol. Menos suerte tuvo su hermano, José Filomeno. A mediados del año pasado el Tribunal Supremo de Angola le condenó a cinco años de prisión por su implicación en la salida fraudulenta de 500 mill.\$ del fondo soberano.

Las consecuencias económicas del sistema clientelar han sido dramáticas. Según el propio gobierno angoleño, el anterior régimen desvió cerca de 24.000 mill.\$, una cifra sangrante en un país donde cerca de la mitad de la población vive por debajo del umbral de la pobreza.

Las acciones judiciales contra los hijos de Eduardo dos Santos han alimentado la posibilidad de que el Gobierno se viera desestabilizado por parte de elementos leales al ex presidente. Sin embargo, este riesgo no parece ser particularmente elevado. Lourenço cuenta con el apoyo de las Fuerzas Armadas y, además, su gobierno ha mantenido una cierta sintonía con algunas figuras de la anterior administración, con el fin de consolidar su posición. Un ejemplo de ello es la concesión de contratos de suministros por parte de Sonangol a compañías vinculadas con acólitos de Dos Santos.

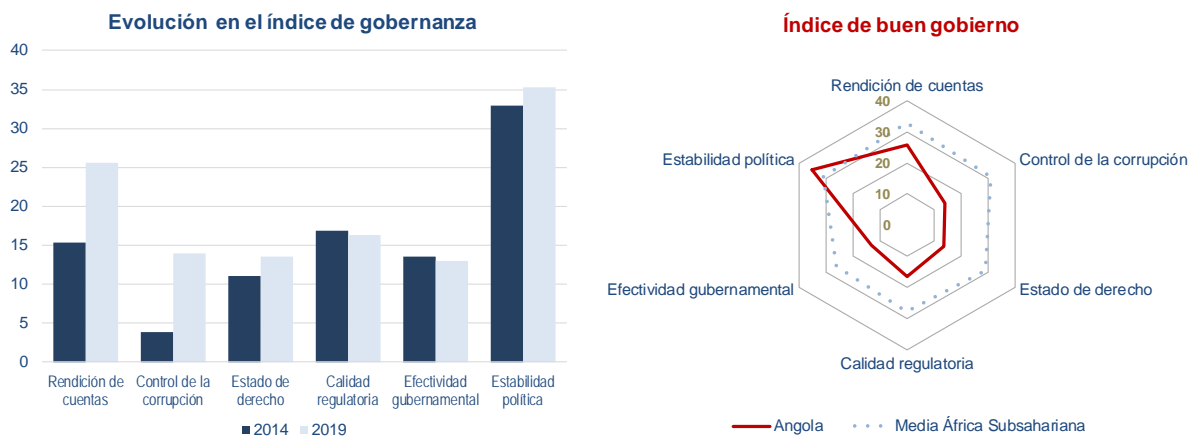
Dentro del partido tampoco parece que haya divisiones evidentes. Recientemente el consejo del MPLA propuso a Lourenço como único candidato a la presidencia del partido. Así pues, todo indica que el mandatario será el representante del partido oficialista en las próximas elecciones presidenciales que se celebrarán en 2022.

Los contrarios a Lourenço consideran que la lucha contra la corrupción responde en realidad a una estrategia para purgar la administración y afianzar su poder con el nombramiento de personas afines. Si bien no se puede descartar este trasfondo, tampoco se puede obviar las numerosas medidas que ha introducido el nuevo Gobierno para corregir el deficiente funcionamiento de las instituciones angoleñas. La agenda reformista incluye actuaciones que resultan razonables, como la reforma del sector de los hidrocarburos, las medidas para reforzar el sistema bancario y la disciplina fiscal para frenar el deterioro de las cuentas públicas. El compromiso del Ejecutivo se evidencia, además, en el correcto cumplimiento de los objetivos marcados en el programa *Extended Fund Facility* suscrito con el FMI en 2018.

---

(3) En enero de 2020 salió a la luz el escándalo conocido como Luanda Leaks. La investigación, realizada por un consorcio de periodistas, desveló, en los más de 700.000 documentos publicados, actividades ilícitas de malversación, blanqueo de capitales y transferencias de dudosa legalidad a través de un complejo entramado vinculado al imperio de Isabel dos Santos. La hija del ex presidente denuncia ser objeto de una persecución política.

La política emprendida por el Gobierno se ha traducido en una mejora de 20 posiciones en el índice de Percepción de la Corrupción elaborado por Transparencia Internacional (puesto 146 de un total de 180 países en 2019). Similar diagnóstico se desprende en el Índice de Buen Gobierno, elaborado por el Banco Mundial. Desde la llega de Lourenço, Angola ha mejorado notablemente la puntuación en las variables de rendición de cuentas y control de la corrupción.



Fuente: Banco Mundial

Ahora bien, el país continúa estando muy por debajo de la media regional en todas las variables medidas en el Índice de Buen Gobierno, a excepción de la estabilidad política. Asimismo, el informe "Freedom in the World", sigue considerando a Angola "un país no libre", lo que refleja las deficiencias del marco político.

En efecto, las voces críticas con el gobierno consideran que, en términos democráticos, nada ha cambiado, dado que el principal problema es el férreo control sobre las instituciones que ejerce el MPLA. Se esperaba que la celebración de las primeras elecciones municipales, una de las promesas electorales de Lourenço, fuera el primer paso en la apertura democrática del país; sin embargo, el aplazamiento de los comicios ha alimentado el sentimiento de decepción de parte de la ciudadanía. La convocatoria debería poner fin al actual sistema, donde el presidente elige a los gobernadores regionales, quienes, a su vez, tienen las competencias para nombrar a los administradores locales, y que constituye uno de los ejes del sistema clientelar del MPLA. La oposición critica que el aplazamiento de las elecciones, supuestamente debido a la crisis sanitaria provocada por el coronavirus, obedece al temor del presidente a perder parte de su poder sobre las instituciones.

La pérdida de popularidad del Ejecutivo se ha agravado a raíz de la crisis económica en la que está sumida Angola desde mediados de 2014. Todo ello desembocó a principios de noviembre de 2020 en una oleada de movilizaciones inéditas en el país. La tensión social probablemente persistirá e, incluso, se agravará en los próximos años, teniendo en cuenta que la atonía de la economía no tiene visos de terminar.

En este contexto, las decisiones que adopte el Gobierno para gestionar el descontento de la ciudadanía serán un valioso termómetro para medir el distanciamiento de la actual Administración respecto a la era Dos Santos. De momento, la excesiva respuesta de las fuerzas de seguridad, que utilizaron munición real para disolver las protestas, pone de manifiesto la escasa tolerancia del presidente Lourenço con las voces críticas, un estilo que recuerda al de su antecesor.

## **BUENAS RELACIONES EXTERIORES**

---

Angola ha sido, tradicionalmente, uno de los países africanos más activos en política exterior. El tamaño de sus Fuerzas Armadas, notablemente superior a la media regional, se convirtió en una poderosa herramienta para proyectar la influencia del país en la región. Pocas naciones africanas han participado en tantos conflictos como Angola. En algunos casos, como en Costa de Marfil o en Guinea Bissau, el resultado para los intereses de Luanda fue decepcionante. En otros, como en la guerra civil de la República del Congo, la intervención de las tropas angoleñas fue determinante<sup>(4)</sup>.

En la actualidad el papel del Ejército se limita al control de las fronteras, una prioridad debido a la creciente presión migratoria y a la disputa territorial con la República Democrática del Congo sobre los yacimientos de petróleo situados en la región de Cabinda<sup>(5)</sup>.

Fuera del contexto regional Angola ha mantenido, históricamente, una estrecha relación con Brasil y, especialmente, con Portugal. Más de 2.000 empresas de capital luso y alrededor de 300.000 ciudadanos portugueses residen en el país africano. La tradicional relación entre la metrópolis y la ex colonia se invirtió durante la crisis económica de 2008. Capital angoleño, vinculado en la mayoría de los casos al entramado empresarial de Isabel dos Santos, adquirió importantes participaciones en algunas de las empresas portuguesas más emblemáticas, como Galp, Eurobic, BPI y NOS<sup>(6)</sup>. Parte de estas operaciones se encuentran actualmente bajo investigación, por los presuntos casos de corrupción de dirigentes angoleños.

- 
- (4) El apoyo de Luanda fue decisivo en la victoria del bando liderado por Sassou Nguesso, quien ostenta el cargo de presidente desde el fin del conflicto armado, en 1997.
- (5) En 2018 el gobierno de Angola llevó a cabo una campaña de expulsión masiva de inmigrantes. Numerosas ONGs denunciaron la violencia de las fuerzas de seguridad angoleñas; entre otras cosas, se acusó al ejército de cometer supuestos casos de torturas, agresiones sexuales y robos. Se calcula que en apenas unas semanas Luanda deportó a más de 300.000 congoleños.
- (6) La prensa lusa e internacional llegó a comentar que Portugal se estaba convirtiendo en una colonia angoleña.

La influencia lusa ha perdido peso en los últimos años ante el extraordinario protagonismo de China. El gigante asiático concentra el 50% de las exportaciones. Asimismo, buena parte de los proyectos de infraestructuras han sido planeados, financiados y ejecutados casi íntegramente por empresas y trabajadores del país asiático<sup>(7)</sup>.

Por último, cabe destacar la sintonía con los Organismos Multilaterales desde la llegada al poder de Lourenço. Hasta ahora Luanda ha cumplido con creces los objetivos marcados en el acuerdo *Extended Fund Facility* firmado con el FMI en 2018, una meritoria disciplina teniendo en cuenta el exigente escenario económico al que se enfrenta el país.

## 2. SITUACIÓN ECONÓMICA

- El auge de la industria petrolífera, tras el fin de la guerra civil, disparó el crecimiento económico de Angola, que se consolidó como la tercera mayor economía de África Subsahariana. Sin embargo, este extraordinario desarrollo desencadenó los síntomas de la denominada “enfermedad holandesa”. La estructura económica está escasamente diversificada, y lastrada, además, por el pésimo clima de negocios y la elevada corrupción.
- La fragilidad que entraña la excesiva dependencia del petróleo se ha evidenciado con dureza en los últimos años. Además del abaratamiento del crudo, Angola se enfrenta a un problema añadido: la falta de competitividad de sus yacimientos.
- El impacto ha sido durísimo. El PIB de Angola se ha contraído de manera ininterrumpida desde 2016. A pesar de las dificultades, el nuevo Gobierno logró estabilizar la economía entre 2018 y 2019, gracias al apoyo de los Organismos Multilaterales y el repunte de los precios del petróleo.
- La crisis del covid-19 interrumpió el proceso de recuperación. Esta distorsión será temporal y, para el presente ejercicio, se espera un ligero crecimiento de la economía. Ahora bien, el desafío a medio plazo es mayúsculo. No se puede descartar la posibilidad de que la producción de crudo descienda sustancialmente a lo largo de esta década.

### LA BENDICIÓN PETROLERA

El petróleo es el corazón de la economía angoleña. Es difícil exagerar su protagonismo. El crudo representa cerca del 40% del PIB, prácticamente la totalidad de las exportaciones y casi dos tercios de los ingresos públicos, una dependencia extrema, por encima, incluso, de otras economías petroleras.

(7) Angola ha sido el país africano con mayor presencia de trabajadores chinos (alrededor de 250.000), la mayoría empleados por las empresas chinas presentes en el mercado angoleño (medio centenar públicas y otras 400 privadas). Debido a la crisis que atraviesa el país africano, se cree que la mayor parte ya habrían vuelto su país de origen.



La pacificación del país, en 2002, dio paso a un periodo de asombroso crecimiento. El fin de las hostilidades impulsó la entrada de inversión extranjera y el descubrimiento de nuevos yacimientos. Este proceso coincidió con un entorno internacional muy favorable. El sólido dinamismo de las economías del sudeste asiático, especialmente de China, y la política de la OPEP de mantener tensionado el mercado mediante el establecimiento de cuotas de producción, impulsaron los precios del petróleo hasta niveles nunca vistos. En apenas unos años la cotización del crudo se cuadruplicó, lo que avivó el interés de las compañías extranjeras por explotar las reservas de petróleo angoleñas<sup>(8)</sup>.

El comportamiento de la industria entre 2002 y 2008 fue extraordinario. El volumen de crudo extraído se disparó desde los 700.000 b/d hasta cerca de 2 mill.b/d, lo que convirtió a Angola en el segundo productor de África Subsahariana, después de Nigeria. El aumento simultáneo de la producción y de los precios se tradujo en un crecimiento exponencial de los ingresos petroleros, lo que situó a Angola entre los países con mayor renta per cápita del continente africano, muy por encima de la media de la región. Un sueño hecho realidad.

## ESCASO DESARROLLO DEL RESTO DE SECTORES

---

La abundancia de petróleo ha proporcionado una ingente cantidad de ingresos; sin embargo, al mismo tiempo ha sido una suerte de maldición. El petróleo ha actuado como una especie de agujero negro, donde la industria de los hidrocarburos ha concentrado, cada vez más, la actividad económica del país en torno a sus rentas.

Angola es un claro exponente de la denominada “enfermedad holandesa”, fenómeno por el cual la exportación de una materia prima provoca una fuerte apreciación del tipo de cambio efectivo real, lo que lastra notablemente la competitividad de las empresas locales.

A esto hay que sumar el deficiente clima de negocios y la ausencia de un marco económico e institucional sólido. La burocracia puede ser asfixiante, y los trámites son caros, lentos y complejos, casi imposibles de manejar sin contactos en los círculos de poder. Todas estas trabas, en definitiva, constituyen una notable barrera de entrada para competidores potenciales, y dan como resultado una estructura de mercado cercana al oligopolio y estrechamente vinculada a las elites políticas. El informe Doing Business, elaborado por el Banco Mundial, sitúa a Angola en la parte baja de la clasificación, en el puesto 177 de un total de 190 países.

---

(8) Las autoridades angoleñas han controlado el funcionamiento de la industria a través de la petrolera estatal, Sonangol, que ostenta el monopolio de la distribución y participa mayoritariamente en casi todos los yacimientos, habitualmente colaborando con los grandes actores del sector, como Exxon, Chevron, BP, ENI o Sinopec. La compañía angoleña, sustentado en los ingresos petroleros, fue expandiendo sus actividades hacia sectores relacionados con la explotación de hidrocarburos, como transporte marítimo o industria química, pero también hacia otros ámbitos variopintos. Sonangol entró como accionista mayoritario (35%) en el capital del mayor banco del país (BESA), heredero del otrora Banco Espíritu Santo Angola. También cuenta con el 9% en la segunda entidad, el Banco Angolano de Inversiones, así como el 30% del Banco Millennium Angola (8º del país).

En consecuencia, la inversión es inferior a la media regional y está ligada, en su mayoría, al sector de los hidrocarburos. Además, dos terceras partes corresponden a inversión pública, en ocasiones grandes proyectos que priorizan el interés político sobre el económico.

Así pues, el desarrollo del resto de sectores es muy limitado, salvo contadas excepciones, como la minería<sup>(9)</sup>. El escaso aprovechamiento del potencial del país se evidencia, incluso, dentro de la industria de los hidrocarburos. Pese a la abundancia de recursos petroleros, el negocio de “downstream” (refino) se encuentra poco desarrollado. Angola únicamente cuenta con una refinería, construida hace más de 60 años, con capacidad de procesamiento de 60.000 b/d, cuyo elevado coste de funcionamiento hace que resulte más barato importar los productos del exterior.

Igual de llamativo resulta la incapacidad -o falta de interés- por capitalizar las reservas de gas natural, estimadas en unos 300.000 mill.m<sup>3</sup>, las terceras de África Subsahariana. En 2013 se inauguró la planta de licuefacción de gas en Soyo -cuyo coste ascendió a 10.000 mill.\$-, con capacidad para producir y exportar 5,2 toneladas al año; sin embargo, poco después de su puesta en marcha tuvo que detener su actividad por problemas en el funcionamiento. Una vez solventados, la planta retomó la actividad, aunque de forma intermitente.

El desarrollo de la agricultura también es marginal. La mayoría de las plantaciones (cultivos de frutas, vegetales, caña de azúcar y café) se caracterizan por su bajísima productividad. Además, únicamente se labra un tercio de la superficie cultivable, ya que todavía hay una extensa área que esconde minas colocadas durante la guerra civil. A día de hoy, el sector agrícola continúa empleando a casi dos tercios de su la población y su aportación al PIB es muy reducida, en torno al 6%.

El resto de la estructura económica lo componen las manufacturas (contribuye con un escaso 4% del PIB), la construcción (10%) y los servicios (40% del PIB), donde destacan la actividad inmobiliaria, las finanzas y los servicios públicos.

## EL DESPERTAR DE UN SUEÑO

---

La dependencia del petróleo no constituyó una gran preocupación durante el periodo de bonanza. La lluvia de ingresos procedentes del crudo relegó a un segundo plano la diversificación de la economía, una debilidad que se ha evidenciado con dureza en los últimos años.

En efecto, desde 2014 Angola se enfrenta a un panorama diametralmente opuesto al de la pasada década. El origen es bien conocido: el nacimiento de la industria del *shale* en Estados Unidos. El crecimiento del *fracking* ha sido tal que la primera potencia mundial se ha convertido en el mayor productor de petróleo y de gas del mundo, algo impensable hace unos años.

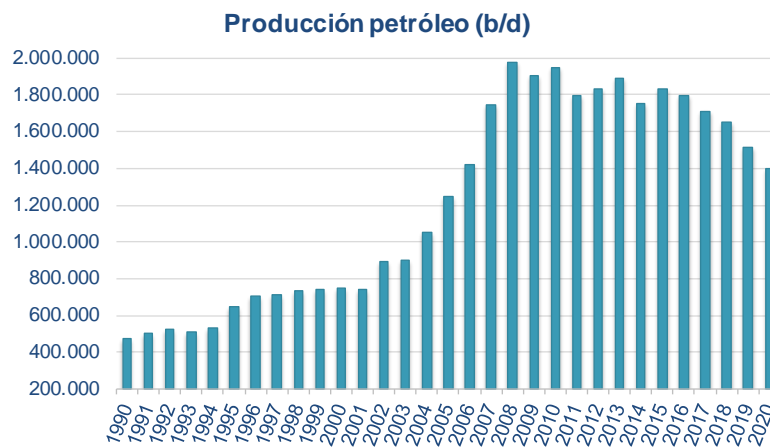
---

(9) Aunque ha perdido algo de peso -en su día fueron una fuente de ingresos tan importante como el crudo-, Angola continúa siendo uno de los mayores productores del mundo de diamantes.

La frenética expansión de los hidrocarburos no convencionales ha superado con creces el aumento de la demanda, lo que ha conducido a un exceso de capacidad en el mercado. Además, la asombrosa mejora de competitividad de la industria del *shale* y su flexibilidad para activar o detener la actividad en función de la cotización han desactivado, en buena medida, la capacidad de la OPEP de controlar los precios. En consecuencia, el crudo ha oscilado en los últimos años en un intervalo entre los 50-70 \$, muy alejado de las cifras que se vieron hace una década.

Por si no fuera suficiente, la industria de hidrocarburos de Angola se enfrenta a un desafío añadido: el agotamiento de los pozos maduros. Al contrario de lo que podría pensarse, el país no tiene un problema de reservas. Tras los descubrimientos realizados en los últimos años, se calcula que los reservorios recuperables equivalen a 18 años de producción, un horizonte temporal razonablemente amplio. La principal debilidad de la industria angoleña es la rentabilidad de los proyectos, un diagnóstico que comparte con el resto de economías petroleras del golfo de Guinea. Cerca del 75% de las reservas son *off-shore*, en aguas profundas y ultra profundas, una tipología de yacimientos más complejos de extraer, con un coste de producción que varía entre los 40-60 \$/b, un intervalo superior al de los pozos *on shore*, e, incluso, al de los hidrocarburos no convencionales.

El abaratamiento del petróleo no solo ha reducido los ingresos de la industria sino que, además, ha desincentivado la inversión en nuevos proyectos, sobre todo en los yacimientos menos competitivos, como los de Angola. El menor interés por desarrollar nuevos proyectos junto con el agotamiento de los pozos maduros se ha traducido en un descenso del 20% de la producción angoleña desde 2014.



Fuente: EIA, FMI

## COMIENZA LA TRAVESÍA POR EL DESIERTO

La caída simultánea del precio y de la producción ha supuesto un severo revés para la economía angoleña. El impacto fue especialmente intenso entre 2014 y 2016. En apenas dos años los ingresos procedentes del petróleo se redujeron a la mitad, un shock sin precedentes que desestabilizó las cuentas públicas e, incluso, obligó a las autoridades a adoptar medidas excepcionales para frenar la caída de las reservas, como el establecimiento de controles de capital y la priorización de las importaciones.

El cambio de estrategia de la OPEP a finales de 2016 supuso un punto de inflexión. La arriesgada apuesta del cártel de eliminar las cuotas de producción estaba teniendo un coste muy elevado y, además, había resultado ineficaz para expulsar al *shale*. En consecuencia, la organización cesó en sus intentos de frenar a la industria estadounidense y priorizó la corrección del exceso de oferta en el mercado de petróleo, una estrategia que alejó la cotización de los mínimos registrados<sup>(10)</sup>.

Aunque la producción de crudo continuó descendiendo en Angola entre 2017-2019, el repunte del precio del crudo, que osciló en ese periodo en un intervalo entre los 50 y los 70 \$, otorgó al gobierno algo más de margen de maniobra para frenar el deterioro de las cuentas públicas y atemperó las presiones sobre el kwanza. Si bien la economía angoleña no llegó a salir de la recesión, la progresiva normalización del marco económico permitió reducir los tipos de interés, relajar gradualmente las restricciones en las importaciones y levantar los controles de capital.

Todo ello estuvo acompañado de un sorprendente cumplimiento de los objetivos marcados en el programa *Extended Fund Facility* suscrito con el FMI en 2018. Pese a las dificultades, se logró un ligero superávit tanto en las cuentas públicas como en la balanza por cuenta corriente en 2018 y 2019. Además, el gobierno flexibilizó el tipo de cambio y regularizó gran parte de los atrasos que se habían acumulado con los proveedores, siguiendo las recomendaciones del Fondo<sup>(11)</sup>.

- 
- (10) Este movimiento tuvo un elemento novedoso, ya que una veintena de países exportadores de petróleo -entre ellos Kazajstán, México y Rusia- se adhirieron a la política de la OPEP, lo que se bautizó como la OPEP+.
- (11) En el marco de la estrategia para flexibilizar el tipo de cambio, el Banco Central ha aumentado el número de subastas de divisas; se ha autorizado a las empresas petroleras a vender sus ingresos en moneda extranjera directamente a los bancos; se ha implantado una nueva plataforma de negociación electrónica para transacciones cambiarias, y, además, se han reducido los impuestos aplicados a las operaciones en moneda extranjera. La flexibilización del tipo de cambio ha corregido notablemente el diferencial entre el tipo de cambio oficial y la cotización en el mercado negro, desde el 150% a finales de 2017 a un mínimo histórico cercano al 6% en los últimos meses.

## UN NUEVO OBSTÁCULO EN EL CAMINO

---

Así pues, la economía angoleña encaraba el 2020 con un cierto optimismo. El desequilibrio fiscal y por cuenta corriente se habían corregido y, por primera vez en cinco años, las estimaciones auguraban un ligero crecimiento del PIB (en torno al 1%), que, aunque discreto, al menos suponía salir de la interminable recesión.

Sin embargo, la crisis desencadenada por la covid-19 ha supuesto un nuevo obstáculo en el proceso de recuperación de la economía angoleña. En términos puramente sanitarios la incidencia del virus en Angola -al igual que en la mayor parte del continente africano- ha sido inferior a otras regiones. La rápida actuación de las autoridades, que introdujeron medidas drásticas de distanciamiento social en la fase inicial de la pandemia, logró mantener en niveles marginales la transmisión del virus<sup>(12)</sup>.

Al igual que ha ocurrido en un buen número de países, la circulación del virus se aceleró de nuevo al inicio del otoño, coincidiendo con el levantamiento de las restricciones impuestas en la primera mitad del año. No obstante, lo peor ya ha pasado y el número de casos diarios se ha situado a lo largo del mes de febrero por debajo de 50, una sexta parte respecto al máximo alcanzado en octubre.

En el plano económico, las draconianas medidas para frenar la epidemia lastraron la demanda interna; sin embargo, su impacto fue moderado en comparación con la distorsión que provocó el virus en la industria de los hidrocarburos.

En el primer trimestre de 2020 el consumo mundial de crudo se desplomó nada menos que un 30%, y el barril de Brent llegó a cotizar a 16 \$, un valor que no se registraba desde la década de los 90. La distorsión fue tal que, incluso, el petróleo referenciado en Estados Unidos (el West Texas Intermediate) llegó a cotizar por primera vez en su historia en negativo el 20 de abril. El crudo convertido en un pasivo.

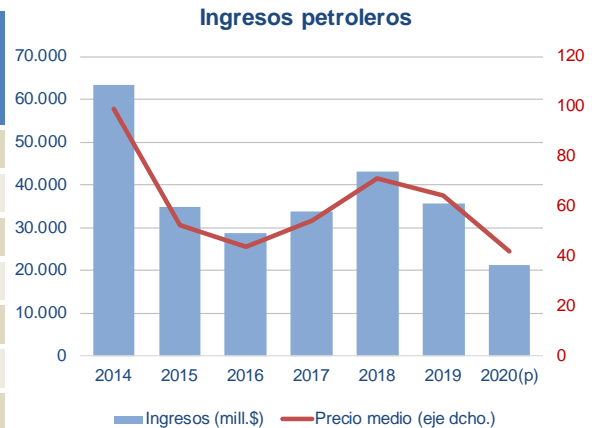
Afortunadamente para los países petroleros, el funcionamiento de la industria del petróleo recuperó el equilibrio en la segunda mitad del año, lo que permitió la estabilización de los precios entre los 50-55 \$.

Ahora bien, el promedio de la cotización a lo largo de 2020 fue de 41,8 \$/b, un descenso del 35% respecto al año anterior. Además, en el marco de los compromisos de la OPEP, Angola recortó la producción cerca de un 10%, lo que ahondó aún más la caída de los ingresos petroleros.

---

(12) Se declaró el “estado de calamidad” a finales de marzo del año pasado y se implantaron medidas drásticas, como el cierre de fronteras, el confinamiento domiciliario, la obligación de llevar mascarillas, la suspensión de la actividad educativa y el aislamiento de la capital, Luanda.

Año	Producción (mill.b/d)	Precio medio (\$)	Ingresos aproximados (mill.\$)
2014	1,76	98,9	63.389
2015	1,83	52,3	34.909
2016	1,8	43,6	28.624
2017	1,7	54,2	33.750
2018	1,65	71,3	43.071
2019	1,51	64,4	35.541
2020(p)	1,39	41,8	21.345



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la EIA

Al igual que el resto de economías, el Gobierno angoleño diseñó un paquete de estímulos para amortiguar el impacto de la crisis. Sin embargo, el tamaño del programa fue discreto, debido al escaso margen de las autoridades, encorsetado por el elevado endeudamiento. Gran parte de las ayudas públicas fueron exenciones y moratorias fiscales a las empresas y a los consumidores. En términos de política monetaria, el Banco Central aumentó las líneas de liquidez a las entidades financieras; recortó en tres puntos básicos el tipo marginal de crédito; y modificó el marco regulatorio para favorecer la financiación a los sectores considerados esenciales.

PIB (mill.\$)	62.724
CRECIMIENTO PIB	-4
INFLACIÓN	25
SALDO FISCAL	-1,7
SALDO POR C/C	-0,7

Datos a 2020

inflacionistas, hasta el 20-25%.

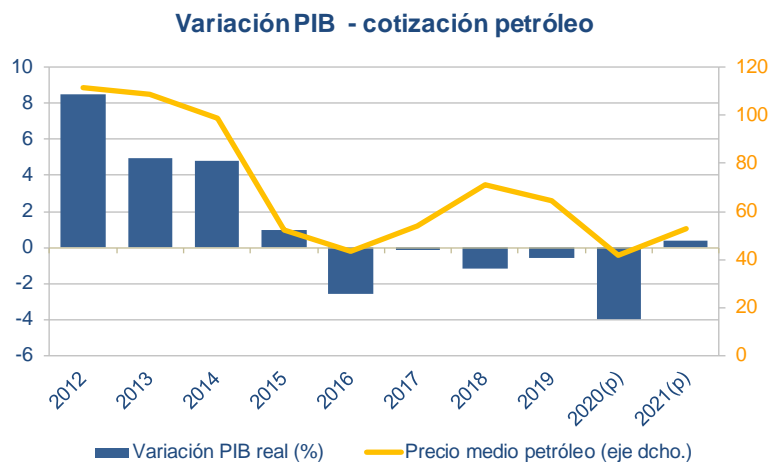
El conjunto de medidas resultaron insuficientes para sostener la economía y, en 2020, el PIB de Angola cayó un 4%, un descenso similar al de otras naciones petroleras. Además, el desplome de los ingresos petroleros provocó una depreciación del 35% del kwanza (el tipo de cambio actualmente se encuentra en torno a 630 kwanza/\$), una pérdida de valor que ha deteriorado sustancialmente los ratios de solvencia del país y ha alimentado las presiones

En el lado positivo, la tempestad ha amainado. El escenario en el presente año es considerablemente menos exigente. Si se cumple el calendario previsto, a finales del primer semestre un importante porcentaje de la población mundial se habrá vacunado, un salto cualitativo en la lucha contra la pandemia que incrementará, en segunda derivada, la demanda de hidrocarburos.

Las últimas estimaciones de la Agencia Estadounidense de Energía (EIA) apuntan que el precio medio del barril de Brent se situará en torno a los 53 \$ en el conjunto de 2021, lejos de los valores de hace una década, pero, al menos, supone un aumento cercano al 25% respecto al precio medio de 2020. No sería descabellado que el petróleo oscile en un intervalo mayor, entre los 60-75 \$. Ahora bien, un encarecimiento mucho más pronunciado no parece el escenario más probable,

salvo que se produzcan eventos geopolíticos que tensionen el mercado. Cabe tener en cuenta que la salida del abultado volumen de reservas de crudo almacenadas durante el pasado año presionará a la baja los precios. Tampoco parece probable que la recuperación de la economía mundial conduzca a un notable exceso de demanda y, que, en consecuencia, la cotización se dispare. En tal caso, la OPEP+ probablemente suavizaría el drástico sistema de cuotas acordado el pasado año; sin olvidar la capacidad de la industria del *shale* estadounidense de incrementar su actividad cuando el precio supera su umbral de rentabilidad<sup>(13)</sup>.

En cualquier caso, el escenario será, indudablemente, más favorable. Se espera, pues, que el PIB registre en 2021 el primer ejercicio con tasas de variación positivas desde 2015. Ahora bien, será un crecimiento muy discreto, del 0,4% según el FMI y del 0,6% de acuerdo a los cálculos de Oxford Economics. Estas estimaciones son, probablemente, algo conservadoras, dado que contemplan un precio medio del petróleo por debajo del consenso (48 \$/b en el caso del Fondo). No obstante, no cabe esperar un dinamismo mucho mayor de la economía angoleña, ya que la caída de la producción de petróleo compensará, en parte, el repunte de los precios.



Fuente: FMI, EIA

## ¿CUALQUIER TIEMPO PASADO FUE MEJOR?

En los últimos años Angola ha dado pequeños pasos en la diversificación de la economía. El gobierno ha puesto en marcha un programa para modernizar la agricultura y la industria pesquera. También se han producido avances en la minería. Algunas compañías extranjeras están desarrollando proyectos para extraer las denominadas “tierras raras”, una variedad de minerales muy demandados en la fabricación de dispositivos móviles, baterías eléctricas y paneles fotovoltaicos. Sin embargo, en líneas generales el proceso de diversificación está avanzando a un

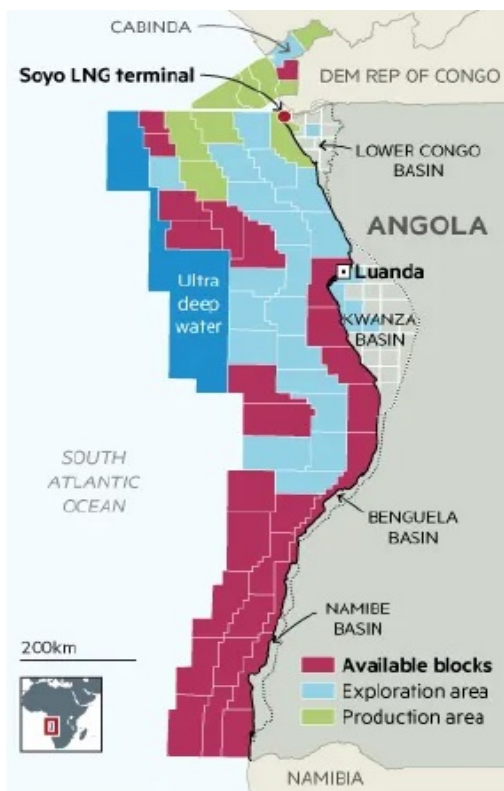
(13) A principios de año la OPEP+ acordó aplazar el aumento de las cuotas de producción, ante el restablecimiento de restricciones de movilidad en numerosos países occidentales para frenar el virus.

ritmo menor de lo esperado, lastrado, además, por el escaso margen fiscal del Estado para acometer inversiones o planes de desarrollo.

Así pues, a medio plazo los hidrocarburos continuarán siendo el eje de la economía. Anticipar el comportamiento de los precios del petróleo resulta enormemente complejo, debido a la multitud de variables e intereses que intervienen.

Tampoco resulta evidente la evolución de la producción en Angola en los próximos años. La Administración de Lourenço ha adoptado medidas que resultan razonables para mejorar el atractivo del sector. El pasado año reestructuró el consejo de administración de Sonangol y puso en marcha el denominado “Programa de Regeneración”, una hoja de ruta para mejorar la eficiencia de la compañía estatal y reducir sus costes.

### Ubicación reservas de petróleo



Fuente: Financial Times

En el plano normativo, las competencias de supervisión y adjudicación de licitaciones de exploración se han confiado a la Agencia Nacional de Hidrocarburos y Biocombustibles (ANHB), una institución de nueva creación que pretende evitar cualquier conflicto de interés<sup>(14)</sup>.

Además, se ha modificado el marco regulatorio para favorecer la entrada de inversión extranjera. Entre otros aspectos, se ha reducido el tipo impositivo del 20% al 10% en los denominados yacimientos marginales<sup>(15)</sup>; se ha levantado la prohibición de otorgar a las compañías extranjeras derechos de explotación sobre las reservas de gas asociadas a los yacimientos de crudo (hasta entonces eran automáticamente propiedad de Sonangol); y a partir de ahora las empresas petroleras podrán extender las áreas de explotación asignadas sin necesidad de nuevas licitaciones<sup>(16)</sup>.

Los cambios regulatorios aumentaron, en los años anteriores a la pandemia, el interés de las empresas extranjeras por los yacimientos angoleños. A finales de 2019 se adjudicaron 10 bloques *off shore* en las cuencas de Benguela, Kwanza y Namibe a las compañías BP, Eni, Equinor y Total<sup>(17)</sup>.

- (14) Hasta entonces dichas funciones eran desempeñadas por Sonangol.
- (15) La legislación angoleña considera yacimientos marginales a aquellos que albergan menos de 300 millones de barriles. Dentro del paquete de reformas se ha ampliado la definición de pozo marginal a cualquier proyecto con una TIR inferior al 15%, independientemente de su tamaño.
- (16) Siempre que la zona no esté ya adjudicada a otra empresa.
- (17) La ANHB diseñó una hoja de ruta para adjudicar 55 bloques en el periodo 2019-2025.



La consultora noruega especializada en petróleo, Rystad Energy, estimó en 2019 que la producción en estas zonas adjudicadas podría ascender, como máximo, a 750.000 b/d a finales de esta década, suficiente para mantener el volumen de extracción en niveles similares a los actuales. Sin embargo, la crisis del covid-19 ha modificado estas previsiones.

Como consecuencia del desplome de los precios y de la demanda, las empresas petroleras han acometido un severo ajuste de los gastos, empezando por las inversiones, lo que se ha traducido en la paralización de algunos proyectos en desarrollo. Esta hibernación se ha producido, principalmente, en los pozos con unos costes más elevados y, en consecuencia, menos rentables, como es el caso de los yacimientos *off shore*.

Todo ello ha supuesto un severo revés para la industria petrolera angoleña. El regulador ha pospuesto, de momento sin fecha, la nueva ronda de licitaciones que se iba a celebrar a mediados de 2020 y, lo que es más importante, se ha retrasado la puesta en marcha de algunos proyectos.

En consecuencia, las previsiones se han revisado a la baja. La consultora Rystad Energy estima que, debido a la caída de la inversión, la producción no volverá a los niveles actuales. En el mejor de los casos, el volumen extraído en 2025 se situará en torno al millón de barriles diarios, lo que representa una caída del 40% con respecto a los datos pre pandemia. Estos cálculos no se alejan demasiado de los que maneja la ANHB, que estima que el volumen de producción podría descender hasta los 900.000 b/d en 2025.

A medida que se amplía el horizonte temporal la incertidumbre es aún mayor. A largo plazo Rystad Energy dibuja un escenario algo menos pesimista. La consultora prevé una estabilización de la producción entre 2025 y 2035, en torno a 1 - 1,2 mill.b/d. Por su parte, el regulador angoleño dibuja un escenario más extremo: en el caso de que la mayoría de los proyectos previstos no lleguen a materializarse, al final de esta década la producción caerá hasta los 400.000 b/d, un desplome del 70% respecto a las cifras actuales.

Conviene insistir en la necesidad de valorar las predicciones con especial cautela. El desarrollo de nuevos proyectos en Angola está estrechamente correlacionado con la evolución de los precios del crudo, una variable difícil de predecir más allá del corto plazo.

Si no fuera suficiente la multitud de elementos que influyen en la volatilidad de la cotización, en los últimos tiempos ha emergido una nueva incógnita: hasta qué punto la pandemia provocará cambios estructurales en la demanda de hidrocarburos. Una de las mayores empresas energéticas, la británica BP, considera posible que la demanda de petróleo no vuelva a recuperar los niveles anteriores a la crisis. Esto no implica necesariamente que el consumo de hidrocarburos vaya a desplomarse en los próximos años. Es probable que la demanda dibuje una especie de meseta, con un descenso gradual. Sin embargo, a largo plazo cada vez cobra más fuerza la posibilidad de que la economía mundial se desconecte en buena medida del crudo, una hipótesis que, de cumplirse, obligaría a las economías petroleras a competir en precios para mantener su cuota de mercado, algo inédito hasta ahora. Este escenario sería especialmente exigente para aquellas naciones, como Angola, cuyos yacimientos de petróleo son menos competitivos.

En definitiva, pronosticar los ingresos petroleros de Angola resulta prácticamente una quimera. A diferencia de otras economías, en el caso del país africano no solo es incierta la evolución del precio, sino también de la producción, lo que añade una mayor complejidad a la ecuación.

No obstante, dada su importancia en la economía resulta interesante calcular, en un ejercicio orientativo, el intervalo en el que podrían situarse los ingresos a lo largo de la próxima década.

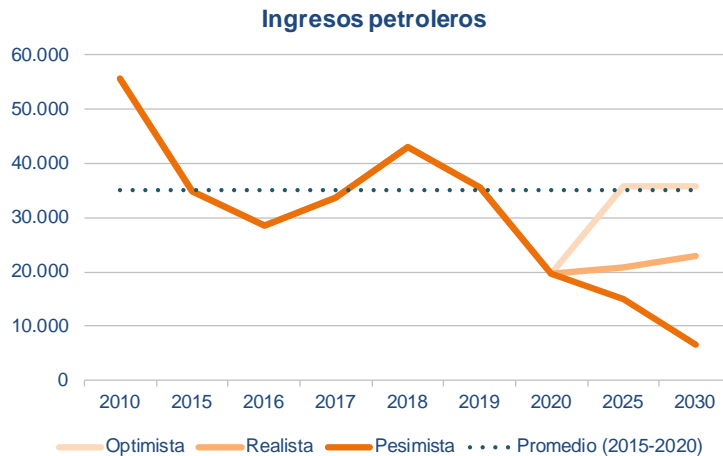
A continuación se plantean tres hipótesis que resultan verosímiles.

- ➔ En el escenario **más realista** (55% probabilidad), los precios se mantendrían en valores similares al promedio de los últimos cinco años, y se cumplirían los pronósticos de Rystad Energy; es decir, una estabilización de la producción en torno a 1 - 1,2 mill.b/d a partir de 2025.
- ➔ En la hipótesis **optimista** (10% probabilidad), la cotización en los próximos años se incrementaría ligeramente respecto a los ejercicios anteriores, lo que favorecería el desarrollo de nuevos proyectos de hidrocarburos *off shore* y, en consecuencia, la producción se mantendría relativamente constante respecto a los valores actuales.
- ➔ En el escenario **pesimista** (35% probabilidad), la hipótesis de una paulatina caída de la demanda de crudo se materializaría, lo que conduciría a un exceso de oferta en el mercado y, en consecuencia, a un abaratamiento del precio del petróleo. Todo ello se traduciría en el retraso o en la cancelación de nuevos proyectos en Angola, cumpliéndose, así, las previsiones más pesimistas del regulador angoleño.

Si se cumple el escenario que, a día de hoy, parece más probable, los ingresos petroleros oscilarán en los próximos años entre los 20.000 mill.\$ - 25.000 mill.\$, unos valores similares a los registrados en 2020.

En el caso de que se cumplan la mejor de las hipótesis, los ingresos superarán los 35.000 mill.\$, una cifra cercana a la media de los últimos cinco años. Y por último, en el caso más extremo los ingresos descenderían considerablemente a lo largo de esta década.

En definitiva, en el ejercicio planteado los ingresos se mantendrán relativamente estables en el escenario más optimista. Esto supondría frenar la actual tendencia descendente, pero conviene recordar que se situarían lejos de los datos registrados en la última década, lo que conduciría, posiblemente, a un crecimiento discreto de la economía angoleña en los próximos años. En el caso de que se cumplan las hipótesis menos favorables la travesía por el desierto de Angola será cada vez más exigente, un desafío mayúsculo para una economía escasamente diversificada.



		Escenarios planteados			Promedio Brent (2015-2019)
		2020	2025	2030	
Optimista	Barril Brent (\$)	41	68,6	68,6	57,2
	Producción (miles b/d)	1.320	1.430	1.430	
Realista	Barril Brent (\$)	41	57,2	57,2	
	Producción (miles b/d)	1.320	1.000	1.150	
Pesimista	Barril Brent (\$)	41	45,7	45,7	
	Producción (miles b/d)	1.320	900	400	

Fuente: elaboración propia

## SISTEMA BANCARIO

El sector bancario se encuentra escasamente diversificado. Las cinco mayores entidades representan tres cuartas partes de los activos. Al igual que el resto de la economía, el peso del Estado es muy elevado. Además de los bancos públicos, buena parte de las entidades privadas cuentan con participaciones significativas de empresas públicas o de la élite angoleña.

La actividad bancaria se concentra, principalmente, en Luanda. Los residentes de la capital (30% del total) aglutinan el 90% del acceso al crédito. En cambio, en el resto del país la penetración es reducida: menos de la mitad de la población tiene una cuenta bancaria.

La actividad del sector está, en líneas generales, alejada del negocio tradicional bancario. En su mayoría las entidades canalizan el capital hacia la suscripción de deuda pública o depósitos en el banco central (cerca de la mitad de los ingresos). La concesión de préstamos se concentra en las empresas públicas, mientras que solo una de cada diez Pymes tiene acceso al crédito. La deficiente canalización del ahorro hacia la inversión constituye una notable barrera de entrada que

limita el proceso de diversificación económica. Este diagnóstico se evidencia en el ranking Doing Business, donde Angola se sitúa, tradicionalmente, en la parte baja de clasificación en la variable que mide la obtención de crédito (posición 185 de 190 países). Este problema se ha agudizado a raíz de la crisis, dado que las entidades han incrementado aún más su exposición a la deuda emitida por el soberano.

El mal comportamiento de la economía ha provocado un notable deterioro de la salud del sistema bancario. No obstante, resulta necesario diferenciar entre entidades privadas y públicas. En el primer caso, los bancos continúan teniendo, pese a las dificultades, una posición de solvencia aceptable, gracias al elevado nivel de capitalización del que partían. Según datos de IHS Markit, el ratio de capital (CAR) de las entidades privadas se sitúa en torno al 30%, muy por encima del mínimo recomendado.

En cambio, la situación de los bancos públicos resulta preocupante. El porcentaje de los créditos en mora se ha disparado hasta el 32,5%, un nivel insostenible. En buena medida, la cartera de impagos corresponde a la mayor entidad del país, el banco público BCP, que concentra cerca de un 20% del total de los activos del sistema. Para reforzar su viabilidad, las autoridades han creado una entidad pública para adquirir los activos problemáticos. Hasta ahora el “banco malo”, denominado Recredit, ha transferido al BCP 1.600 mill.\$ por la compra del 80% de su cartera de impagos.

Además del mayor banco del país, otras seis entidades también se encuentran infra capitalizadas. Se calcula que, en su conjunto, el Estado inyectará 2.400 mill.\$ (equivalente al 3,7% del PIB) para que todas cumplan con el mínimo de capital exigido.

La actuación del Estado ha alejado la posibilidad de que se produzca una crisis financiera. Ahora bien, conviene advertir del riesgo que supone la elevada exposición del sistema bancario a la deuda pública, dado que el deterioro de las cuentas del soberano podría contagiar a las entidades financieras en una potencial crisis de deuda.

### 3. SECTOR PÚBLICO

- ➔ La extrema dependencia del crudo entraña una elevada exposición de las cuentas públicas al comportamiento de la industria petrolera.
- ➔ Las autoridades han emprendido en los últimos años un severo ajuste presupuestario para compensar el desplome de los ingresos. Gracias a la disciplina fiscal, las cuentas públicas registraron un ligero superávit en 2018 y 2019, algo meritorio dadas las circunstancias. La pandemia ha supuesto un nuevo desafío, que ha obligado a endurecer la ya draconiana política de austeridad. Para este año se espera que el repunte de los precios del crudo permita recuperar el equilibrio fiscal.
- ➔ Los desajustes presupuestarios de los últimos ejercicios y el desplome del kwanza han provocado un aumento de la deuda pública en relación al PIB hasta niveles preocupantes (134% en 2020).
- ➔ La financiación concedida por las IFIs y la reestructuración de la deuda, en el marco de la DSSI, así como los acuerdos alcanzados con China, mitigan el riesgo de insostenibilidad de la deuda a corto plazo. Sin embargo, valorar la capacidad de pago del país a medio plazo resulta complejo, debido a la incertidumbre sobre la evolución de la producción y el precio del petróleo.

Al igual que el resto de la economía, las cuentas públicas giran en torno a la industria de los hidrocarburos. El oro negro representa el 75% de los recursos del Estado, un protagonismo que se acentúa como consecuencia del elevado peso de la economía informal y la baja presión impositiva.

El mal comportamiento de la industria petrolera en los últimos años ha tenido un durísimo impacto. En apenas unos años los ingresos se redujeron a una tercera parte. En respuesta, las autoridades adoptaron un ajuste draconiano. En 2019 el presupuesto fue de 17.600 mill.\$, lo que representa un descenso del 65% con respecto a 2014. El Estado paralizó o aplazó numerosos proyectos de infraestructuras, reduciendo la inversión pública hasta niveles marginales, en torno al 2% del PIB. También se adoptaron medidas muy sensibles en términos políticos, como la revisión de la generosa política de subsidios al consumo de agua y de electricidad<sup>(18)</sup>.

Por el lado de los ingresos, el gobierno eliminó algunas exenciones tributarias e incrementó la base fiscal, con la introducción del IVA en 2019. Asimismo, se puso en marcha un plan para privatizar más de 40 empresas estatales, aunque su contribución a las arcas públicas ha sido, de momento, muy limitada<sup>(19)</sup>.

El drástico ajuste presupuestario junto con el ligero repunte del precio del petróleo permitió corregir el desequilibrio en las cuentas públicas en 2018 y 2019, después de cuatros años con un déficit

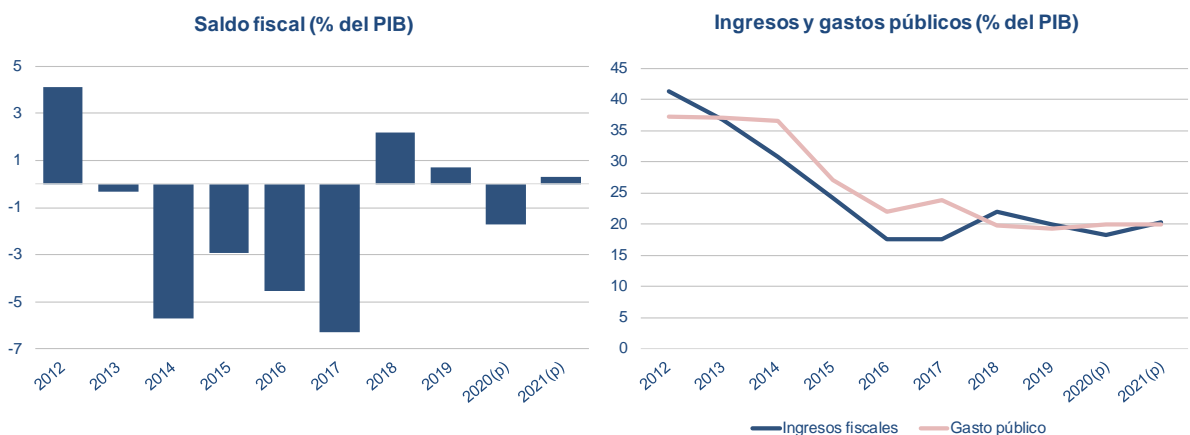
(18) El precio del consumo de agua se han incrementado un 150% y, en el caso de la electricidad un 70%. El gobierno ha diseñado un programa de transferencias directas dirigido a las familias más desfavorecidas para amortiguar el aumento de las tarifas. El programa, con un importe estimado de 320 mill.\$, ha sido financiado por el Banco Mundial.

(19) Hasta ahora se han privatizado 40 compañías públicas por valor de 53 mill.\$.

cercano al 5% anual. Al mismo tiempo, la administración regularizó buena parte de los atrasos acumulados con los proveedores durante los años anteriores, una disciplina que superó con creces los objetivos marcados en el programa suscrito con el FMI.

Sin embargo, la crisis del covid-19 interrumpió el proceso de consolidación fiscal. El drástico cambio de la coyuntura obligó a las autoridades a diseñar un presupuesto suplementario a mediados de 2020, asumiendo un precio del barril en torno a los 33 \$, un escenario muy prudente. Para compensar el descenso tanto de los ingresos petroleros como del resto de tributos, se incrementaron algunas figuras impositivas -como la adquisición de bienes de lujo y el consumo de tabaco- y se paralizó las compras de bienes no esenciales. La rápida actuación de las autoridades atemperó la erosión de las cuentas públicas y, en 2020, el FMI estima que el déficit fiscal se situó en torno al 1,7% del PIB, la mitad de lo previsto inicialmente.

Este revés será, aparentemente, puntual. Aunque la economía mundial continúa sobre arenas movedizas, lo peor ya ha pasado. La paulatina recuperación de la actividad internacional y, en segunda derivada, de los precios del petróleo, constituye un valioso balón de oxígeno que ha permitido diseñar un presupuesto para 2021 menos restrictivo, con un aumento del gasto del 10%. Esto no implica que el gobierno haya abandonado la prudencia que le ha caracterizado. Al contrario, las cuentas públicas para el presente año parten de un precio del petróleo de 39 \$/b, unas premisas muy conservadoras. También se espera que contribuya positivamente el paquete de medidas que la Administración espera aprobar en los próximos meses. En concreto, la siguiente fase de la reforma de los subsidios, que contempla un aumento del precio de los carburantes y de las tarifas del transporte público; la ampliación de la base fiscal del IVA y del impuesto sobre la renta; y el establecimiento de un tipo mínimo en el impuesto de sociedades<sup>(20)</sup>. Con todo, el FMI estima que el saldo fiscal podría arrojar un ligero superávit, en torno al 0,3% del PIB; unas previsiones que no parecen descabelladas.



Fuente: FMI

(20) Estas medidas podrían traducirse, según los cálculos del Fondo, en un aumento de la recaudación entre el 0,6 - 1% del PIB.

La erosión de las cuentas públicas ha conducido a un extraordinario aumento de la deuda, hasta el 134% del PIB en 2020, el doble respecto a las cifras de hace tan solo cinco años. En su mayoría (80% del total) está contraída en divisas, un protagonismo que expone al país a las oscilaciones de la moneda. Esta vulnerabilidad se ha evidenciado especialmente en el último año y, según Fitch, la fuerte depreciación del kwanza en 2020 provocó un aumento del endeudamiento en relación al PIB medido en dólares de nada menos que 18 puntos porcentuales.

También resulta preocupante el elevado coste de la deuda emitida en los mercados internacionales. El interés exigido en los eurobonos colocados a finales de 2019 fue del 8% en las obligaciones con vencimiento a 10 años y del 9,125% en los bonos a 30 años; unos tipos similares a la emisión realizada en 2018. En consecuencia, el pago de los intereses absorbe actualmente un tercio de los ingresos fiscales, lo que obliga a cuestionarse sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas.

A corto plazo algunos elementos mitigan considerablemente este riesgo. En primer lugar, se espera que a partir de este año el monto de las obligaciones comience a descender, gracias a la corrección del desequilibrio fiscal y la reactivación de la economía (120% del PIB en 2021, según las estimaciones del Fondo).

En segundo término, y tal como se explicará posteriormente, la adhesión a la Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda del G20 (DSSI, por sus siglas en inglés) y, lo que es más importante, la reestructuración de los pasivos contraídos con China han suavizado el calendario de vencimientos en los próximos años.

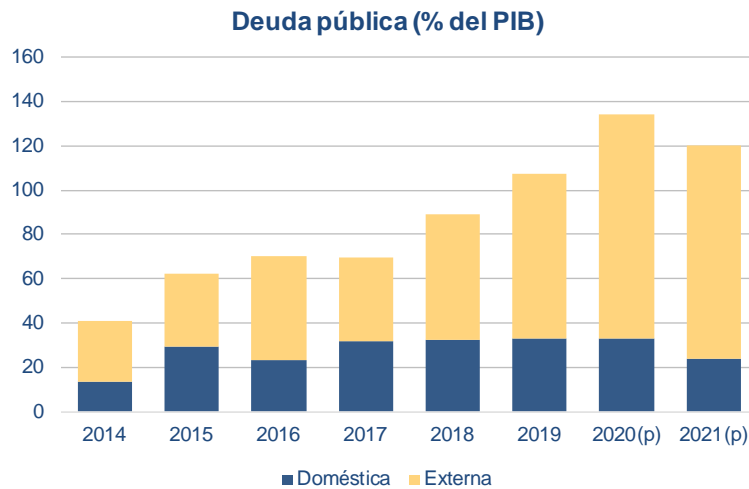
Y, por último, las necesidades de financiación a corto plazo están cubiertas gracias a la profundización de las relaciones con los organismos multilaterales. En septiembre de 2020 el FMI aceptó aumentar los fondos vinculados al programa EFF<sup>(21)</sup>. Asimismo, se espera que Luanda firme próximamente varias líneas de financiación con el Banco Mundial y con el Banco Africano de Desarrollo por un valor total de 1.665 mill.\$.

Estos préstamos implican, además, unas condiciones más laxas respecto a las emisiones de eurobonos.

Así pues, la probabilidad de que se produzcan tensiones a corto plazo se ha reducido notablemente. No obstante, conviene tener en cuenta que el riesgo continúa siendo muy elevado. Hacer valoraciones sobre la capacidad de pago del país a medio plazo resulta complejo. El FMI calcula que en 2025 la deuda pública descenderá hasta el 78% del PIB; sin embargo, en vista de la enorme incertidumbre sobre la evolución tanto de los precios como de la producción de petróleo, conviene contemplar escenarios más pesimistas, donde la evolución de la deuda se aleje de las previsiones del Fondo. La disciplina fiscal del ejecutivo de Lourenço y la colaboración con los organismos multilaterales refuerzan la credibilidad de las instituciones angoleñas. Ahora bien, todo ello podría ser insuficiente si, finalmente, la producción de petróleo cae drásticamente a lo largo de esta década.

---

(21) El cumplimiento de los acuerdos marcados en la tercera revisión del programa se tradujo en un desembolso, por parte del Fondo, de 1.000 mill.\$. Además, el organismo amplió en 765 mill.\$ la financiación vinculada al programa.



Fuente: FMI

El mal comportamiento de la industria del petróleo y el notable aumento del endeudamiento ha motivado la rebaja de la calificación crediticia en los últimos años. Todas las agencias han recortado la categoría recientemente. Moody's y Fitch sitúan al país siete peldaños por debajo del grado de inversión, en Caa1, y CCC, respectivamente. Por su parte, S&P califica a Angola en CCC, ocho escalones por debajo del grado de inversión.

	Moody's	S&P	Fitch
Angola	Caa1	CCC+	CCC
Camerún	-	B-	B
Costa de Marfil	-	-	B+
Ghana	-	B-	B
Nigeria	-	B-	B
Sudáfrica	Ba2	BB-	BB-

El grado de inversión comienza en **Baa3** (Moody's) y **BBB-** (S&P y Fitch)



## 4. SECTOR EXTERIOR

- ➔ Economía mono exportadora; el crudo representa el 90% del total.
- ➔ Desde 2014 las ventas al exterior se han reducido a una tercera parte. La caída en la misma proporción de las importaciones ha atemperado la erosión de la balanza por cuenta corriente. En 2020 Angola registró un déficit del 1,4% del PIB, un desequilibrio discreto teniendo en cuenta la caída de los ingresos petroleros. Al igual que en el caso de las cuentas públicas, las perspectivas favorables del mercado del petróleo para el presente año se traducirán en un ligero superávit en las cuentas exteriores.
- ➔ Al inicio de las turbulencias las autoridades utilizaron las reservas acumuladas durante los años de bonanza para sostener la cotización del kwanza. Sin embargo, la rápida erosión de las mismas obligó al Ejecutivo a reorientar su política económica en 2018. Desde entonces, Angola ha flexibilizado el tipo de cambio, lo que ha permitido estabilizar las reservas, actualmente muy por encima del mínimo recomendado.

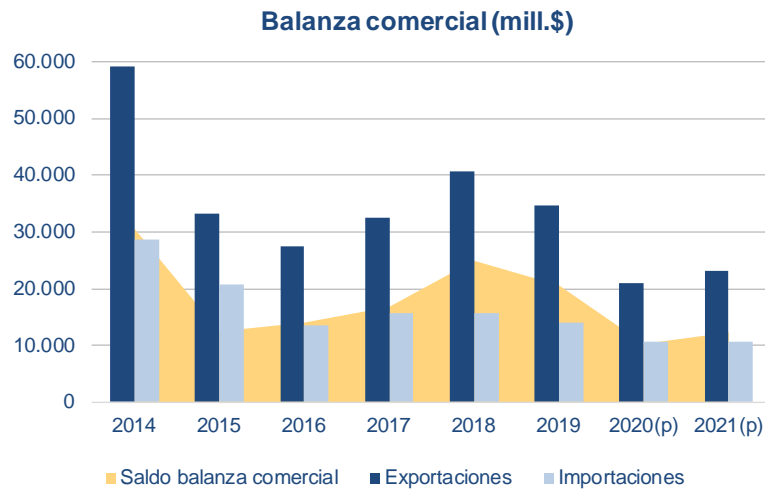
Angola es una economía monoexportadora. El crudo concentra el 90% de las ventas al exterior. El resto corresponde, principalmente, a la extracción de diamantes. China es, con diferencia, el principal socio comercial, al adquirir más de la mitad del petróleo angoleño.

La absoluta dependencia del crudo se traduce en una notable volatilidad de la balanza por cuenta corriente en función de las variaciones en el precio y en la producción de hidrocarburos. Desde el auge del *shale* estadounidense, el valor de las exportaciones angoleñas se sitúa muy lejos de los máximos alcanzados durante los años de bonanza.

La distorsión provocada por el coronavirus ha ahondado esta caída y, en 2020, las ventas al exterior descendieron hasta los 20.930 mill.\$, una tercera parte respecto a las cifras registradas hace tan solo cinco años. Las perspectivas para 2021 son más favorables. Se estima que el repunte de los precios del crudo se traducirá en un incremento del 10% de las exportaciones, hasta los 23.080 mill.\$.

Por el lado de las importaciones, Angola compra del exterior la mayor parte de los bienes que consume. La partida más voluminosa ha sido, habitualmente, la maquinaria y el equipamiento ligado a los proyectos de infraestructuras. Desde hace algunos años China es el principal suministrador, arrebatando, pues, la histórica posición de Portugal. El drástico ajuste fiscal y el encarecimiento de las compras al exterior, como consecuencia de la pérdida de valor del kwanza, ha conducido a un desplome de las importaciones. En 2020 descendieron hasta los 10.620 mill.\$, prácticamente una tercera parte en comparación con los datos de 2014.

Con todo, el tradicional superávit comercial se ha reducido notablemente en los últimos años. En 2020 ascendió a 10.310 mill.\$, una cifra considerable que, sin embargo, se situó lejos de los 40.000 mill.\$ registrados hace una década; semejante desplome explica el sustancial deterioro de las cuentas externas y, en general, de la economía.



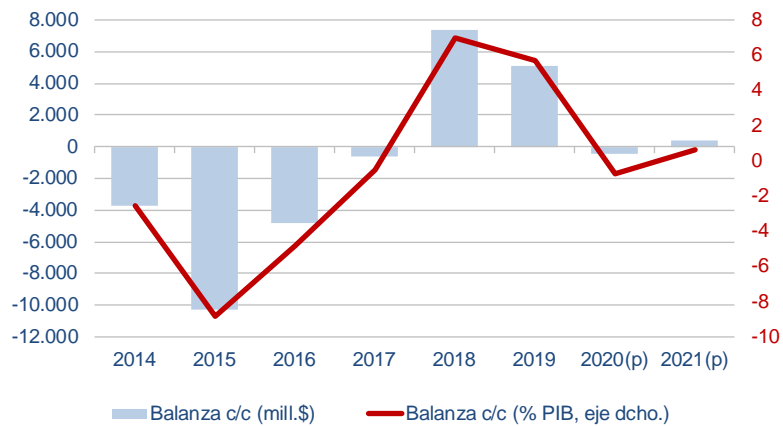
Fuente: FMI

Las balanzas de servicios y de rentas primarias son, tradicionalmente, deficitarias, debido a las necesidades asociadas a los proyectos de infraestructuras; la repatriación de beneficios por parte de las empresas extranjeras y el pago de la deuda. En los últimos años estos desequilibrios se han moderado como consecuencia del desplome de la inversión pública y de la caída de los beneficios de las compañías petroleras, lo que ha ayudado a amortiguar parcialmente el deterioro de las cuentas externas. La balanza de transferencias también arroja, habitualmente, un saldo negativo, como consecuencia de la salida de remesas. En 2020 la suma de las tres balanzas arrojó un déficit de 10.770 mill.\$.

Con todo, el saldo de la balanza por cuenta corriente en los últimos años ha registrado un comportamiento muy errático, alternando ejercicios de superávits con ligeros desequilibrios. El shock provocado por el coronavirus condujo a un saldo negativo en torno a 460 mill.\$ en 2020, equivalente al 0,7% del PIB.

Al igual que en el caso de las cuentas públicas, se espera que esta distorsión sea transitoria. Si, tal y como se prevé, los precios del petróleo se sitúan en torno a los 55- 60 \$, las cuentas exteriores probablemente registrarán un superávit en 2021 cercano al 1% del PIB.

**Balanza por cuenta corriente**



Fuente: FMI

**RESERVAS**

Las reservas acumuladas durante los años de bonanza otorgaron margen de maniobra a las autoridades para sostener artificialmente la moneda cuando el precio del petróleo comenzó a descender. Sin embargo, la capacidad de actuación del país africano en comparación con las economías del Golfo Pérsico que adoptaron la misma estrategia era notablemente inferior.

A medida que el escenario de precios bajos del crudo se prolongaba, las opciones de Angola para mantener el tipo de cambio se redujeron vertiginosamente. En apenas unos años las reservas cayeron a la mitad, lo que obligó a las autoridades a reorientar sus prioridades. Desde 2018 el tipo de cambio se ha flexibilizado paulatinamente para evitar, así, una mayor erosión de las reservas.

El desequilibrio en el pasado ejercicio se financió, en parte, mediante el uso de reservas, que descendieron hasta los 14.100 mill.\$.

No obstante, continúan muy por encima del mínimo recomendado, en torno a los 10 meses de importaciones.

Por tanto, el riesgo de que se produzcan tensiones de liquidez a corto plazo, como consecuencia de la carencia de reservas, es reducido. Además, Angola dispone de 2.200 mill.\$ en el Fondo Soberano.

Ahora bien, como sucede con todas las variables fundamentales de Angola, no se puede obviar la posibilidad de que se produzcan variaciones significativas en los próximos años, en función del comportamiento de la industria del petróleo y de la evolución del servicio de la deuda.



## 5. DEUDA EXTERNA

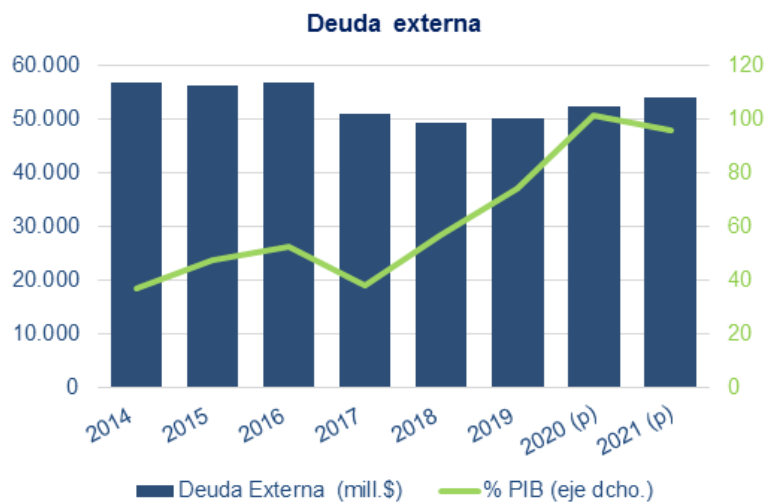
- ➔ **Notable incremento de la deuda pública externa.** Aunque en términos nominales se ha mantenido relativamente estable, en relación al tamaño de la economía medido en dólares se ha disparado, como consecuencia de la fuerte depreciación del kwanza.
- ➔ **En 2020 el monto de las obligaciones con el exterior aumentó hasta el 101% del PIB, un nivel insostenible.** El FMI estima que la corrección de los déficits gemelos permitirá reducir paulatinamente el endeudamiento externo en los próximos años. No obstante, advierte de los numerosos “shocks” que podrían conducir a un escenario más estresado, como una depreciación de la moneda.
- ➔ **Pese a las dificultades, Angola ha continuado cumpliendo con sus compromisos de pago,** una disciplina que le ha caracterizado en las dos últimas décadas. El riesgo de insostenibilidad a corto plazo se ha reducido considerablemente, gracias a los acuerdos de reestructuración. A medio plazo resulta complejo hacer valoraciones sobre la capacidad de pago del país. La disciplina fiscal, la colaboración con los organismos multilaterales y el compromiso del gobierno de Lourenço de corregir las principales deficiencias económicas refuerzan la credibilidad de las instituciones angoleñas. Ahora bien, la sostenibilidad de las cuentas públicas seguirán dependiendo de los hidrocarburos. Por tanto, si la producción continúa descendiendo, la deuda se alejará de las previsiones del FMI.

La caída de los ingresos petroleros y la depreciación de la moneda han provocado un notable deterioro de la posición de solvencia del país. En términos nominales el volumen de las obligaciones con el exterior se ha mantenido relativamente estable, entre los 50.000 - 55.000 mill.\$; sin embargo, en términos relativos el peso de la deuda se ha incrementado sustancialmente. La pérdida de valor del kwanza, alrededor del 75% en el último lustro, ha provocado que el PIB medido

en dólares de Angola se haya reducido a la mitad. En consecuencia, la deuda externa ascendió en 2020 hasta el 101% del PIB<sup>(22)</sup>, un nivel insostenible para un país en desarrollo.

China posee casi la mitad. Se calcula que desde 2003 el país asiático ha otorgado créditos por valor de más de 30.000 mill.\$, buena parte de ellos garantizados con el envío de petróleo. El protagonismo de Pekín se ha acentuado a raíz del abaratamiento del crudo, creando, de hecho, una situación de dependencia financiera.

Por ello, en los últimos años Luanda ha emprendido una estrategia de diversificación de las fuentes de financiación a través de los Organismos Multilaterales y de la emisión de eurobonos, animado por las condiciones extraordinariamente laxas en los países desarrollados.



Fuente: Banco Mundial, FMI

A pesar de las dificultades, Angola ha mantenido un notable compromiso con el pago de las deudas, una disciplina que no es reciente. El país africano saldó favorablemente sus obligaciones contraídas con el Club de París, incluso en condiciones relativamente buenas para los acreedores, lo que es algo excepcional en África Subsahariana. En 2006 canceló el principal de la deuda impagada por unos 2.300 mill.\$, y en 2007 se alcanzó un acuerdo para afrontar el pago del 80% de los intereses de demora.

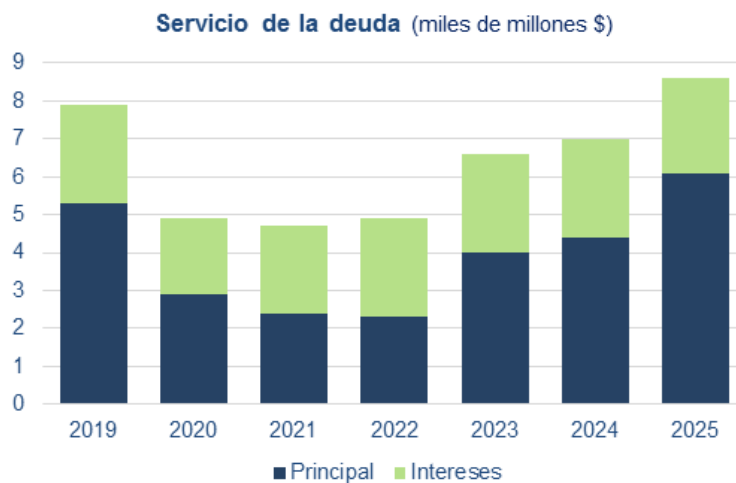
Sin embargo, el creciente peso de la deuda está poniendo a prueba la capacidad de las autoridades para cumplir con sus compromisos. El servicio de la deuda antes de la pandemia se situaba en torno a los 8.000 mill.\$, el doble que en 2014. Aunque era un nivel manejable, la caída del precio del petróleo en 2020 disparó las obligaciones crediticias en relación a los ingresos externos por encima del 30%, un umbral insostenible.

(22) El endeudamiento público externo incluye la deuda garantizada por el Estado y los pasivos de Sonangol y de la aerolínea estatal, TAAG. Los datos de deuda externa privada son poco fiables y no se recogen en las estadísticas. En cualquier caso, su peso es muy reducido en el total de la deuda externa del país.

En este contexto, las autoridades solicitaron adherirse a la Iniciativa de Suspensión de Deuda, impulsada por el G20 y los organismos multilaterales<sup>(23)</sup>. Y, lo que es más importante, el Gobierno acordó con dos de los principales acreedores comerciales, el China Development Bank y el Industrial and Commercial Bank of China, aplazar los vencimientos entre junio de 2020 y junio de 2023. Dichos importes se abonarán durante un periodo de 7 años a partir de junio de 2023.

La restructuración de la deuda dentro y fuera del G20 se traducirá, según cálculos del FMI, en un descenso del servicio de la deuda de 7.000 mill.\$ entre 2020 y 2023, equivalente a una tercera parte del total, un ahorro que reduce considerablemente el riesgo de que se produzcan tensiones en el cumplimiento de las obligaciones a corto plazo<sup>(24)</sup>. Ahora bien, el calendario de pagos se endurecerá sensiblemente una vez que finalicen los aplazamientos.

La disciplina fiscal y la colaboración con los organismos multilaterales refuerzan la credibilidad de las instituciones angoleñas; sin embargo, el comportamiento de la economía y la capacidad de pago del país seguirán dependiendo, en gran medida, de la evolución del mercado del petróleo. Así pues, si se agudiza el descenso de la producción de crudo, no sería extraño que el país negociase una nueva restructuración cuando finalice la moratoria actualmente en vigor, a partir de 2023.



Fuente: FMI

- (23) La iniciativa DSSI contempló, inicialmente, el aplazamiento de los vencimientos comprendidos entre el 1 de mayo y el 31 de diciembre de 2020 y los impagos comunicados antes del 24 de marzo de 2020. Posteriormente, los participantes acordaron extender la iniciativa hasta el 30 de junio de 2021. El objetivo del DSSI es reforzar los recursos de los países menos desarrollados para afrontar las consecuencias de la pandemia.
- (24) A mediados de 2020 varios medios angoleños señalaron que Luanda había acordado con Pekín una reducción del número de barriles de petróleo entregados anualmente al país asiático como pago de la deuda, una de las principales recomendaciones del FMI para reforzar la posición del soberano. Sin embargo, en el informe publicado por el Fondo el pasado mes de enero, el volumen de deuda garantizada con petróleo no solo no había disminuido, sino que aumentará en los próximos años, aparentemente en contratos suscritos con China.

## ANÁLISIS DE SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA

---

En el último DSA, publicado en enero de 2021, el FMI considera que la deuda pública externa de Angola continúa siendo sostenible. La institución estima que a partir del presente año el monto de las obligaciones descenderá considerablemente, gracias al mejor comportamiento de la industria del petróleo y la disciplina fiscal del Gobierno. En concreto, prevé que en 2025 la deuda se sitúe en torno al 78% del PIB, una caída del 40% respecto a los valores actuales.

Ahora bien, el Fondo advierte que las estimaciones están sujetas a una elevada incertidumbre. Potenciales shocks, como una depreciación de la moneda superior al 30%, podrían conducir a un incremento de la deuda hasta el 146% del PIB, un escenario que no resulta inverosímil.

En cualquier caso, conviene tomar las previsiones del FMI con cautela, dado que los supuestos planteados se adoptan en un escenario de elevada incertidumbre. Así, el FMI calcula que el crudo oscilará en torno a los 45 - 50 \$ en el periodo 2020-2025. Sin embargo, aunque difícilmente la cotización volverá a los valores de hace una década, no parece descabellado que, una vez superada la pandemia, el crudo se mueva en un intervalo similar al de 2018 y 2019, es decir, entre los 60 y 70 \$.

Por el contrario, el FMI prevé un ligero incremento de la producción de petróleo en Angola en los próximos años, unas estimaciones optimistas y diferentes a las de otras fuentes reflejadas en este informe. Teniendo en cuenta la paralización de algunos proyectos, como consecuencia de la crisis, difícilmente se podrá compensar, al menos a corto plazo, el declive de los pozos maduros.

En definitiva, el marco planteado por el Fondo es una referencia más, y no deben descartarse escenarios alternativos, algunos de ellos notablemente más exigentes.

## 6. CONCLUSIONES

Pocos podían prever el vertiginoso dismantelamiento del círculo de confianza de Eduardo Dos Santos de las instituciones. Menos aún el encarcelamiento de altos cargos de la anterior Administración, especialmente el de su hijo, Filomeno dos Santos, un giro de guion inesperado.

El presidente Lourenço ha emprendido, además, una agenda reformista que incluye medidas que resultan razonables para corregir las principales debilidades estructurales. Un compromiso que se refuerza con la suscripción de un acuerdo con el FMI, algo impensable con la anterior Administración. Hasta ahora, el nuevo Ejecutivo ha demostrado un sorprendente cumplimiento de los objetivos marcados -por encima de lo previsto-, sustentado en una firme disciplina fiscal.

Por el contrario, no se han impulsado cambios significativos para corregir las graves deficiencias democráticas, una ausencia de reformas que ha alimentado el hastío de parte de la población.

Este descontento, junto con el mal comportamiento de la economía, ha desembocado en importantes protestas sociales, un clima de tensión inédito en Angola.

En el plano económico, el país africano padece desde hace seis años las consecuencias de los cambios estructurales que se están produciendo en el mercado del petróleo. Las dificultades se han acentuado como consecuencia de la falta de competitividad de los yacimientos angoleños, con un coste de extracción superior al de los pozos on shore e, incluso, al de la industria de los hidrocarburos no convencionales.

La crisis provocada por el covid ha supuesto un nuevo revés. Esta distorsión será transitoria. Si la campaña de vacunación avanza al ritmo esperado, a lo largo del año la economía mundial recuperará buena parte de la normalidad anterior a la pandemia, un proceso que, en segunda derivada, conducirá a un incremento de los precios del petróleo, algo que ya se está materializando en estos momentos. Así pues, las previsiones para el presente año son más favorables y, se estima que Angola volverá a registrar tasas de variación del PIB positivas, después de contraerse de manera ininterrumpida desde 2016.

A medio plazo el grado de incertidumbre es considerable. No solo por la volatilidad que caracteriza a los precios del petróleo, sino, también, por la complejidad de predecir la producción de crudo en Angola. En un escenario optimista el país logrará estabilizar los ingresos petroleros; sin embargo, en el peor de los casos la producción a lo largo de esta década descenderá de forma acusada.

El comportamiento de la industria del petróleo angoleña será determinante en la evolución de la economía en los próximos años y, sobre todo, en la capacidad del país de cumplir con sus obligaciones de pago. El desplome del kwanza en los últimos años ha incrementado el peso de la deuda pública hasta niveles preocupantes, pero que el FMI todavía califica de sostenibles. La disciplina fiscal, la colaboración con las IFIs y los acuerdos de reestructuración de la deuda con los principales acreedores han mitigado notablemente el riesgo de que se produzcan tensiones en el pago de los compromisos. El FMI prevé que la deuda pública externa descienda significativamente en los próximos años hasta niveles manejables, si bien son unas previsiones llenas de suposiciones sobre variables poco predecibles. Ante el elevado grado de incertidumbre, resulta necesario contemplar escenarios alternativos, por lo que no se puede descartar que, a medio plazo, el país tenga que reestructurar parte de la deuda, tal y como ya lo ha hecho recientemente con su principal acreedor.

© CESCE, S.A. Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial, la distribución o comunicación pública de este documento, así como la edición de todo o parte de su contenido a través de cualquier proceso reprográfico, electrónico u otros sin autorización previa y expresa de su titular. La información contenida en este documento refleja exclusivamente comentarios y apreciaciones propias de esta Compañía, por lo que CESCE declina cualquier tipo y grado de responsabilidad por el uso incorrecto o indebido de dicha información.