

INFORME RIESGO PAÍS

GHANA

Madrid: 18 de diciembre de 2019



Marco político estable. La alternancia pacífica de poder en un contexto de normalidad ha consolidado a Ghana como un referente en la región. Los pilares democráticos se refuerzan con la independencia de la judicatura y la libertad de prensa. El presidente Akufo-Addo, en el cargo desde 2016, ha adoptado medidas que, sobre el papel, resultan coherentes para corregir algunos de los principales desequilibrios del país. Las posibilidades de reelección en los comicios que se celebrarán el próximo año son, a día de hoy, elevadas.

Segunda economía de la región. Estructura económica relativamente diversificada. El crecimiento de la economía ha sido, tradicionalmente, superior a la media del continente africano, sustentado en la estabilidad política y en la abundancia de recursos naturales. Ahora bien, la dependencia de las materias primas entraña una notable exposición a las variaciones en el precio o en la producción. La caída de los ingresos externos suele desestabilizar la economía, un riesgo que volvió a materializarse tras el desplome de los precios del petróleo hace cinco años.

Cóyuntura. Desde 2017 Ghana ha recuperado el sólido crecimiento de la pasada década, gracias al extraordinario aumento de la producción de oro, y sobre todo, de crudo. Se espera que este dinamismo se mantenga en los próximos años. El ritmo de crecimiento podría, incluso, acelerarse si se materializan los proyectos de hidrocarburos que se están desarrollando. El menor recurso a la monetización del déficit ha moderado las presiones inflacionistas; sin embargo, el escaso control sobre el tipo de cambio dificulta la estabilización de los precios.

Cuentas públicas. Las reformas aprobadas, en colaboración con el FMI, han asentado los pilares de un sistema fiscal más sostenible. El robusto crecimiento de la economía y la ortodoxia del gobierno han atemperado el desequilibrio de las cuentas públicas; sin embargo, las necesidades de financiación se han mantenido en niveles preocupantes, debido al peso de diversas partidas extrapresupuestarias. No se prevén gastos extraordinarios en los próximos años; ahora bien, cabe mantener una cierta cautela sobre la disciplina fiscal del gobierno una vez finalizado el acuerdo con el Fondo.

Balanza de pagos. Notable dependencia del cacao, del oro y de los hidrocarburos. El extraordinario aumento de la producción de petróleo ha reducido el desequilibrio de la balanza por cuenta corriente hasta niveles moderados. Pese a los flujos de IED y la emisión de eurobonos, el volumen de reservas continúa por debajo del mínimo recomendado, lo que agrava la vulnerabilidad ante shocks externos.

Deuda externa. Los tradicionales déficits gemelos han conducido a un aumento del endeudamiento, aunque se mantiene en niveles manejables. Sin embargo, el FMI valora, en el análisis de sostenibilidad de la deuda, que el riesgo de que se vuelva insostenible es "elevado" debido fundamentalmente a los bajos ingresos públicos.

1. MARCO POLÍTICO

- ➔ Referente de estabilidad en el continente africano. Desde 1992 todas las elecciones han transcurrido sin grandes sobresaltos. Las tres alternancias en el gobierno acreditan el cumplimiento de los valores democráticos. La consolidación del sistema multipartidista se refuerza con la independencia de la judicatura y la libertad de prensa.
- ➔ El marco político está protagonizado por la rivalidad entre los dos principales partidos: el National Democratic Congress (NDC) y el National Patriotic Party (NPP). El actual presidente, Akufo-Addo (NPP), accedió al cargo tras ganar las elecciones celebradas en 2016. El mandatario ha emprendido una política pragmática para cumplir el acuerdo con el FMI, corregir algunas de las principales deficiencias estructurales y aprobar medidas sociales que resultan razonables.
- ➔ Los próximos comicios tendrán lugar el año que viene. Las probabilidades de reelección son elevadas, sustentadas en el sólido crecimiento de la economía y en la baja popularidad del candidato del NDC. En cualquier caso, cabe esperar que la convocatoria electoral se desarrolle en un clima de normalidad.

MODELO DEMOCRÁTICO

POBLACIÓN	29,8 mill. habs.
RENTA PER CÁPITA	2.130 \$
RENTA PER CÁPITA PPA	4.650 \$
EXTENSIÓN	196.190 Km ²
RÉGIMEN POLÍTICO	REP. PRESIDENCIAL
CORRUPCIÓN	81/180
DOING BUSINESS 2020	118/190

Ghana escribió el primer capítulo del complejo -y tortuoso en algunos casos- proceso de descolonización de África Subsahariana. En 1957 alcanzó la independencia de su antigua metrópoli, Reino Unido, liderado por el héroe nacional Kwame Nkrumah, defensor del panafricanismo.

En este tiempo Ghana se ha consolidado, por méritos propios, como un referente democrático. El camino no ha sido sencillo. El vacío de poder,

tras la escisión del imperio británico, desembocó en un periodo de inestabilidad durante las siguientes décadas, marcado por la sucesión de gobiernos autoritarios y de golpes de Estado.

El andamiaje democrático no se cimentó hasta 1992, cuando Jerry John Rawlings, presidente desde que diera un golpe de Estado en 1979, impulsó, presionado por la comunidad internacional, la transición hacia un modelo multipartidista.

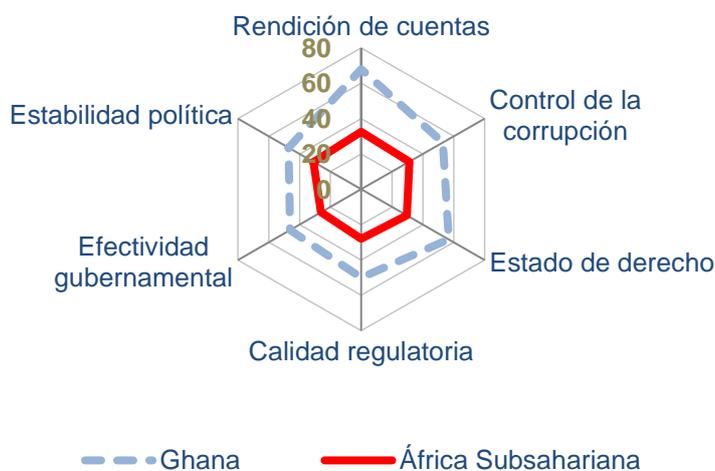
El desmantelamiento del sistema de partido único no siempre es garantía de apertura democrática. En numerosos países africanos, y también de otras latitudes, la transición hacia sistemas multipartidistas se ha convertido, más bien, en un instrumento para legitimar y enmascarar regímenes absolutistas, donde las probabilidades de alternancia son marginales.

En el caso de Ghana, en cambio, los valores democráticos se cumplen. La posibilidad de relevo en el poder es real y, hasta ahora, se han producido tres alternancias en el Ejecutivo, todas ellas en un contexto de normalidad, probablemente el mejor indicador para medir la credibilidad de un modelo multipartidista.

La salud del marco político se refuerza, además, con la independencia de la judicatura, el distanciamiento de las fuerzas armadas de la vida política y la libertad de prensa⁽¹⁾. No sorprende, pues, que Ghana sea una de las escasas naciones del continente africano consideradas “libres” en el informe *Freedom in the World*⁽²⁾.

Similar diagnóstico se desprende de los resultados en el Índice de Gobernanza, elaborado por el Banco Mundial. En todas las variables Ghana se encuentra por encima de la media regional, especialmente en el indicador de rendición de cuentas.

Índice de gobernanza de la región



Fuente: Banco Mundial

La alternancia en el gobierno ha consolidado al país como un referente democrático. Ahora bien, el ecosistema político no se caracteriza por su pluralidad. Las opciones políticas se limitan, fundamentalmente, a los dos grandes partidos: el Congreso Nacional Democrático (NDC, por sus siglas en inglés), de raíces socialdemócratas y el Nuevo Partido Patriótico (NPP), de orientación conservadora.

Los dos partidos se han alternado en el Ejecutivo con una puntualidad británica, cada ocho años. Ninguno de ellos ha logrado, de momento, mantener el apoyo mayoritario de la ciudadanía más de dos legislaturas. Esta caducidad cabría interpretarla como un ejercicio saludable, dado que refleja, en primer lugar, el papel de la ciudadanía como “juez” de la gestión del gobierno y, en segundo término, evidencia que el control de las instituciones no otorga al partido en el poder una ventaja suficiente para bloquear las opciones de la oposición.

(1) Ghana se sitúa en la posición 27 de un total de 180 países en el ranking de libertad de prensa elaborado por Reporteros Sin Fronteras.

(2) El ranking mide el respeto al estado de derecho y el grado de libertad de los países. En 2019 Ghana obtuvo una puntuación de 83 sobre 100, la más alta del continente. Tan solo el 44% de las economías del mundo son consideradas “libres”.

En las últimas elecciones, celebradas en diciembre de 2016, el candidato oficialista del NDC, John Mahama, no consiguió revalidar su mandato, al obtener el respaldo del 44,4% del electorado. El opositor, Akufo-Addo, del NPP, alcanzó, en su tercera participación en unos comicios, la mayoría absoluta, con el 53,8% de los votos.

El desplome de los precios de los hidrocarburos fue determinante en la derrota de Mahama. El frenazo de una de las principales industrias exportadoras desestabilizó la economía del país y provocó una intensa desaceleración. No obstante, no se puede ignorar la responsabilidad del ex presidente en los malos resultados electorales. La ineficiente gestión para corregir los problemas en el sistema eléctrico y los escándalos de corrupción de su gobierno avivaron el descontento de la ciudadanía, un malestar que desembocó en manifestaciones multitudinarias los meses anteriores a las elecciones.

SUPERANDO LAS EXPECTATIVAS

El nuevo presidente comenzó su andadura en un entorno complejo, con la economía en estado de letargo y, además, con la capacidad de actuación maniatada por el compromiso de disciplina fiscal en el marco del programa suscrito con el FMI⁽³⁾. Sin embargo, los acontecimientos evolucionaron en una dirección favorable: mientras que Mahama convivió con un escenario adverso, el nuevo presidente se ha beneficiado de un entorno más benévolo. La cotización del crudo se ha alejado de los mínimos registrados en 2016; además, la producción se ha incrementado notablemente, gracias a la entrada en funcionamiento de nuevos proyectos y a la reactivación de los pozos situados en la zona marítima en disputa con Costa de Marfil.

El extraordinario crecimiento de los ingresos de la industria de los hidrocarburos ha sido fundamental para lograr la cuadratura del círculo: estabilizar la economía, cumplir el acuerdo con el Fondo e implementar algunas de las medidas de su programa electoral, como el plan “Planting for Food and Jobs” para modernizar el sector agrícola⁽⁴⁾. Sería injusto, no obstante, obviar el pragmatismo mostrado por Akufo-Addo en la corrección de las deficiencias del sistema financiero y en el diseño de un marco fiscal más sostenible. También cabe destacar positivamente la aprobación de algunas medidas sociales, como el acceso gratuito a la educación secundaria.

En otros ámbitos, en cambio, los avances han sido discretos. La implantación del programa “one district, one factory”, una de las prioridades del gobierno, cuyo objetivo es impulsar la industrialización del país, ha tenido un recorrido muy limitado. Asimismo, los esfuerzos para luchar contra la corrupción han sido menores de lo esperado, y episodios como la venta irregular de carburantes subvencionados a precios de mercado han empañado la gestión de algunos miembros del Ejecutivo.

(3) En 2015 el gobierno de Mahama firmó un programa de asistencia financiera con el Fondo por importe de 918 mill.\$. En 2018 se acordó prolongar durante un ejercicio más la colaboración, hasta mediados de 2019.

(4) Este ambicioso programa incluye numerosas actuaciones para modernizar la agricultura. Entre otras, el suministro de semillas y fertilizantes a los agricultores con menos recursos; la creación de un programa de ayudas financieras para la adquisición de maquinaria; y la mejora de las redes de transporte.

El grado de corrupción en Ghana no es extremo. El país está clasificado en el Índice de Percepción de la Corrupción, elaborado por Transparencia Internacional, en el puesto 81 de un total de 180 países, mejor que la mayoría de los países africanos y, también, que un buen número de naciones de Asia y América Latina. Sin embargo, no se debe subestimar un problema que, según algunos cálculos, origina pérdidas equivalentes a 3.000 mill.\$ al año. Su erradicación se antoja compleja, dado que la implicación de miembros de los dos principales partidos desincentiva la aprobación de medidas eficaces para combatirla.

Las próximas elecciones se celebrarán, previsiblemente, a finales de 2020. Pese al hastío de una parte de la población contra los escándalos de corrupción y el lento avance de la distribución de la riqueza, el presidente Akufo-Addo cuenta, a día de hoy, con un apoyo mayoritario, con el dinamismo de la economía por bandera.

Su principal rival será, de nuevo, el ex presidente Mahama, que ganó las primarias de su partido el pasado mes de abril. La idoneidad del candidato es cuestionable. Las críticas que generó su gestión constituyen una pesada mochila que reduce sus opciones. Además, parece difícil que Mahama logre capitalizar el hartazgo de la ciudadanía con la corrupción, teniendo en cuenta los escándalos que se destaparon durante su propio mandato. En cualquier caso, cabe esperar que los comicios transcurran en un clima ausente de violencia.

Sin embargo, el país todavía tiene una asignatura pendiente: los denominados “grupos vigilantes”, organizaciones vinculadas al bipartidismo que, mediante acciones intimidatorias, persiguen debilitar a la formación contraria e influir en la decisión de los electores. El desmantelamiento de estos grupos podría estar más cerca gracias a la reciente aprobación de una ley que tipifica como delito la pertenencia a estas organizaciones. El Delta Force, uno de los grupos vigilantes alineados al NPP, anunció hace unos meses su disolución. En cambio, otros han adoptado una actitud desafiante e, incluso, se han producido agresiones contra miembros de los partidos políticos afines.

RELACIONES EXTERIORES

Ghana es, junto con Costa de Marfil, Nigeria y Senegal, una de las principales economías de la Comunidad de los Estados de África Occidental (CEDEAO). La consolidación como referente democrático ha favorecido la participación de dirigentes ghaneses en las más altas instancias de organismos internacionales⁽⁵⁾.

Mantiene, en general, una buena sintonía con los países de la región, aunque no ha estado exenta de fricciones. La más notoria fue la disputa con Costa de Marfil por la delimitación de las fronteras. La rivalidad por la soberanía marítima cobró especial importancia a raíz del descubrimiento de yacimientos de hidrocarburos en aguas profundas. La disputa territorial se dirimió en el Tribunal Internacional de Derecho Marítimo (ITLOD), después de que Costa de Marfil demandase a Ghana.

(5) El ejemplo más célebre es Kofi Annan, secretario general de la ONU entre 1997 y 2006. Políticos ghaneses también han ostentado en dos ocasiones la presidencia de la CEDEAO.

En septiembre de 2017 el Tribunal se pronunció a favor de la posición de Acra, lo que permitió reactivar las perforaciones, que estaban paralizadas desde 2015.

El fallo judicial no ha provocado una ruptura de las relaciones. Ambas naciones han colaborado, de forma inédita, en el diseño de un sistema de fijación de los precios de exportación de cacao a las grandes compañías agroalimentarias más favorable para los dos países africanos.

Las relaciones con las potencias occidentales son, en líneas generales, buenas, especialmente con Estados Unidos, uno de los principales países donantes, y con Reino Unido⁽⁶⁾. Asimismo, el peso de las economías emergentes no ha dejado de crecer. Al igual que en la mayoría de los países de la región, las compañías chinas han tenido un papel muy activo en la financiación y en la ejecución de proyectos de infraestructuras en los últimos años.

Por último, cabe destacar la buena sintonía con los Organismos Internacionales. Ghana ha cumplido, razonablemente bien, el acuerdo Extended Credit Facility (ECF) firmado con el FMI.

2. ECONOMÍA: EN LA DIRECCIÓN CORRECTA

- **Potencia regional.** La estructura económica se encuentra relativamente diversificada. No obstante, las materias primas (principalmente cacao, hidrocarburos y oro) tienen un papel fundamental en el comportamiento de la economía, una dependencia que expone al país a las variaciones en el precio o en la producción.
- El ritmo de crecimiento del PIB ha sido, habitualmente, superior a la media del continente africano, sustentado en la estabilidad política, el buen clima de negocios y en la abundancia de recursos naturales.
- Desde 2017 Ghana ha recuperado el extraordinario dinamismo de la pasada década, gracias, principalmente, al aumento de la producción minera y de petróleo. Se prevé que el sólido crecimiento se mantenga en los próximos años. A medio plazo el escenario podría ser, incluso, más favorable una vez que se materialicen los proyectos de hidrocarburos que se están desarrollando.
- El buen comportamiento de la economía y las restricciones en el recurso a la monetización ha favorecido la moderación de las presiones inflacionistas. No obstante, continúa en niveles elevados, en torno al 9%. Su estabilización se antoja compleja debido a la capacidad limitada del país de controlar el tipo de cambio.
- El proceso de saneamiento del sistema bancario continúa avanzando. El endurecimiento del marco regulatorio y las ayudas del Estado han reforzado la salud de las entidades financieras. Ahora bien, persisten buena parte de las ineficiencias que obstaculizan el papel del sector como canalizador de la inversión.

Ghana es un país de ingreso medio-bajo (renta per cápita de 2.130 \$). El tamaño de la economía es reducido para los estándares internacionales; sin embargo, tiene un peso importante en la región, dado que es la segunda potencia de África Occidental, después de Nigeria.

(6) Ghana es miembro de la Commonwealth desde 1957.

En 2018 se llevó a cabo una actualización de la metodología de cálculo de la contabilidad nacional. La valoración más precisa de la actividad agrícola e industrial y la inclusión de servicios hasta entonces no contabilizados, como la distribución y la transmisión de electricidad, elevó un 25% el tamaño del PIB⁽⁷⁾.

La estructura económica se encuentra relativamente diversificada, aunque el sector agrícola continúa siendo uno de los principales componentes del PIB (en torno al 18% del total) y emplea a más del 45% de la población. Destaca el cacao, del que Ghana es el segundo productor, con el 20% de la oferta mundial, únicamente superado por Costa de Marfil (40% del total)⁽⁸⁾. En la mayoría de los casos las plantaciones son familiares, de reducido tamaño y escasamente mecanizadas.

El sector secundario representa el 25% del PIB, liderado por la construcción y, especialmente, la minería. Ghana cuenta con abundantes reservas de bauxita, diamantes, manganeso y oro. La explotación de materias primas no es una actividad reciente. Al contrario, la nación se ha distinguido por la extracción de oro desde los primeros asentamientos portugueses en el siglo XV⁽⁹⁾. Desde hace años, Ghana es el segundo productor de este metal del continente africano, por detrás de Sudáfrica. La explotación de oro tiene un papel fundamental en los ingresos externos, al representar más de una tercera parte de las exportaciones.

Además del cacao y del oro, pilares tradicionales de la economía ghanesa, en la última década ha emergido otro vector de crecimiento: la explotación de hidrocarburos en los yacimientos de Jubilee y de Tweneboa-Enyenra-Ntomme (TEN), ambos localizados en aguas del Golfo de Guinea. Desde que se iniciaran los primeros proyectos, en 2007, la importancia de la industria del crudo no ha dejado de aumentar, y actualmente contribuye con el 30% de las exportaciones.

El peso del sector terciario asciende al 57% del PIB. Destacan el comercio minorista, los servicios inmobiliarios, el transporte, las telecomunicaciones y el turismo (uno de los sectores más dinámicos de los últimos años).

PIB (mill.\$)	67.077
CRECIMIENTO PIB	7,5%
INFLACIÓN	9,3%
SALDO FISCAL	-7,1%
SALDO POR C/C	-3%

Datos a 2019

Así pues, Ghana cuenta con un tejido económico diversificado para un país de sus características. Sin embargo, adolece de importantes deficiencias estructurales que frenan considerablemente su potencial, como los problemas en el acceso al crédito o las trabas burocráticas, un diagnóstico que se evidencia en el último informe de Doing Business, elaborado por el Banco Mundial (posición 118 de un total de 190 países). Otro de los tradicionales obstáculos es el déficit de infraestructuras. Uno de los mayores exponentes es la carencia de redes

- (7) El cambio metodológico contó con el aval del FMI. No es la primera vez que se revisa el cálculo estadístico. La anterior actualización, realizada en 2010, incrementó el PIB más de un 60%. Este tipo de ejercicios no es algo exclusivo de Ghana. La inclusión de sectores inexistentes décadas atrás condujo a un aumento del PIB de Nigeria de nada menos que el 80% en 2010.
- (8) Además de cacao, Ghana produce aceite de palma, arroz, caucho, maíz y plátanos, entre otros.
- (9) De hecho, los portugueses denominaron esta región del Golfo de Guinea como la "Costa de Oro".

de transporte e instalaciones de almacenamiento y refrigeración, que limitan notablemente la actividad del sector agrícola.

Capítulo aparte merece el sistema eléctrico. El diagnóstico es particular y los defectos son múltiples. Uno de los problemas es el exceso de capacidad instalada, una pesada carga que encarece el precio de la electricidad. A esto se unen determinadas cláusulas que añaden costes al sistema, como los pagos por capacidad a algunas centrales eléctricas por su disponibilidad en el caso de necesidad -unos gastos prescindibles teniendo en cuenta que la potencia instalada prácticamente duplica los picos de demanda- o los contratos denominados “take or pay”, que obligan al pago de una cuantía fija independientemente del consumo, una disposición que genera anualmente un sobrecoste de 454 mill.\$ al año⁽¹⁰⁾.

Las ineficiencias se agravan con la delicada posición de solvencia de la compañía de distribución estatal, Electricity Company of Ghana (ECG), debido al retraso en el pago de los clientes y a la estructura de costes, que supera ampliamente el precio de las tarifas. La frágil situación de la empresa impide la modernización de la red de distribución y, además, contagia a los productores de electricidad que, en algunos casos, tienen serias dificultades para importar los combustibles (principalmente gas) utilizados en las centrales térmicas. Algunos estudios estiman que el daño ocasionado por las deficiencias del sistema en la economía equivalente al 2-6% del PIB.

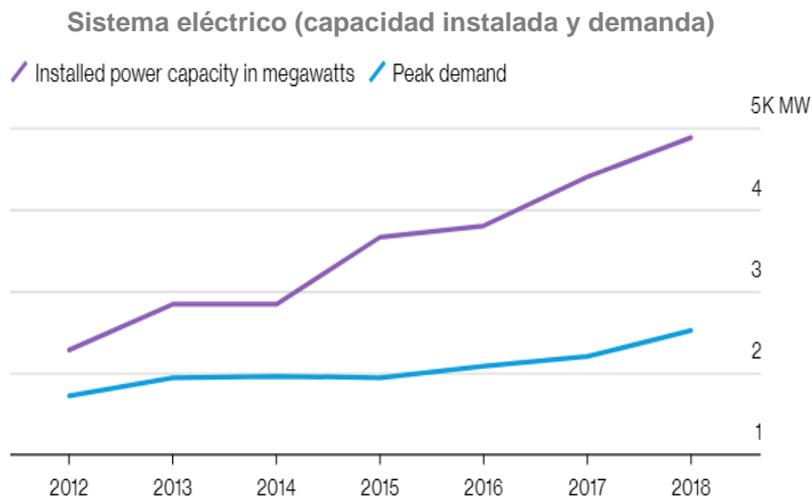
Los problemas no son recientes y, hasta ahora, ningún gobierno ha logrado avances significativos. La medida más reciente ha sido el aumento, el pasado mes de junio, del 11,17% de las tarifas de electricidad, con el fin de mejorar la situación financiera de ECG⁽¹¹⁾. Por el lado de los costes, las autoridades están negociando con algunas empresas productoras de electricidad la sustitución de las cláusulas “take or pay” por un sistema vinculado al consumo real⁽¹²⁾.

De aprobarse el cambio regulatorio, el Estado probablemente tendrá que asumir una penalización por incumplimiento que podría ascender al 1,5% del PIB; una indemnización que debería compensarse sobradamente a medio plazo por el abaratamiento del precio de la electricidad.

(10) Estas disposiciones se adoptaron entre 2013 y 2015. En aquel momento el país sufría de un déficit de electricidad como consecuencia de la caída de la producción de las centrales hidroeléctricas y las dificultades económicas de las empresas públicas para importar combustibles fósiles. Para paliarlo, el gobierno estableció un marco legislativo muy generoso con el fin de incentivar la entrada de empresas privadas. Por si fuera poco, las primas se incrementarán a partir del próximo año en 850 mill.\$ por contratos “take or pay” para la compra de gas natural licuado.

(11) De momento es pronto para valorar el impacto de esta medida. El aumento de las tarifas debería incrementar los ingresos de la compañía de distribución; sin embargo, también podría aumentar el ratio de morosidad.

(12) Los contratos objeto de negociación equivalen a 1.500 MW, alrededor del 30% de la capacidad instalada.



Fuente: Bloomberg / Comisión de Energía de Ghana

RECUPERANDO EL DINAMISMO DEL PASADO

El ritmo de crecimiento de Ghana se ha situado, tradicionalmente, por encima de la media del continente, gracias a la abundancia de materias primas y a la estabilidad en el marco político. Ahora bien, el país no es inmune a las condiciones atmosféricas y a las variaciones en el precio y en la producción de las materias primas. El frenazo de los motores de exportación suele desestabilizar el comportamiento de la economía. Además, Ghana registra habitualmente déficits gemelos, lo que limita el margen de maniobra para suavizar las distorsiones. La delicada posición de las cuentas públicas reduce la capacidad de introducir planes de estímulo y, por otra parte, el bajo volumen de reservas restringe la facultad del Banco Central de atemperar los movimientos de la moneda.

Si bien no se debe infravalorar el riesgo que entraña la dependencia de las materias primas, la serie histórica denota una menor vulnerabilidad de Ghana en comparación con otras economías muy intensivas en recursos naturales. En los últimos treinta años el PIB no ha registrado ningún ejercicio con tasas de variación negativas, a diferencia, por ejemplo, de los países petroleros.

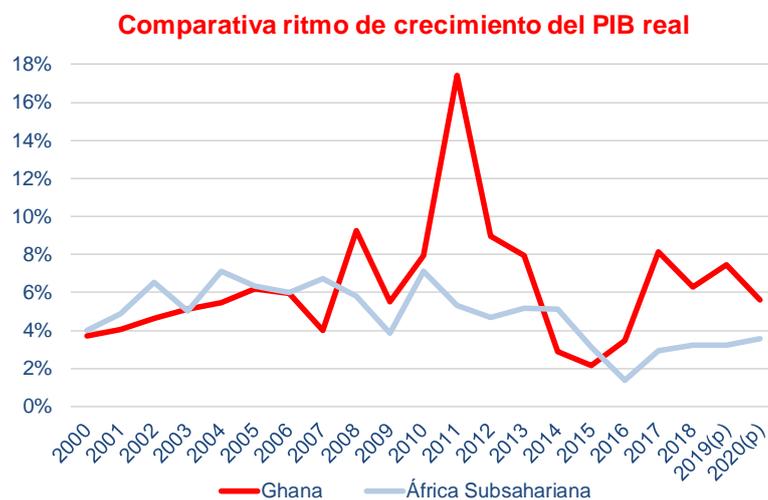
Esto podría explicarse por la ausencia de correlación entre las cotizaciones del cacao, el oro y el petróleo, las tres principales partidas de exportación. Asimismo, al concentrar un porcentaje tan elevado de la oferta mundial de cacao, los precios internacionales están, en cierta medida, vinculados a la producción de Ghana. Estas dos variables suelen moverse en direcciones opuestas, lo que suaviza las oscilaciones en los ingresos del sector.

Pese a todo, la abrupta caída del precio de los hidrocarburos en la segunda mitad de 2014 tuvo un impacto muy considerable, magnificado, además, por los problemas técnicos en los yacimientos de Jubilee y la paralización de la actividad en la cuenca de TEN como consecuencia de la disputa fronteriza con Costa de Marfil. El crecimiento del PIB, que había superado en promedio el 8% entre 2008 y 2013, se redujo más de la mitad, hasta el entorno del 2-3%. Aunque no llegó a entrar en

recesión, la caída de los ingresos fiscales y externos forzaron a las autoridades a solicitar un programa de asistencia financiera al FMI en 2015.

Desde entonces la fotografía ha cambiado sustancialmente. Los precios del petróleo se han alejado de los mínimos registrados a principios de 2016, y, lo que es más relevante, la producción de crudo se ha incrementado de forma extraordinaria. La reanudación de los proyectos en la cuenca de TEN, tras el fallo favorable del Tribunal Internacional de Derecho Marítimo, y la corrección de los problemas en el campo de Jubee han elevado el volumen extraído un 75%, hasta los 175.000 b/d, un máximo histórico.

El dinamismo se ha acentuado gracias al buen comportamiento de la agricultura, la minería y los servicios vinculados al sector de la energía. Con todo, Ghana ha mantenido, desde 2017, uno de los ritmos de crecimiento más altos del continente africano y, para el presente año, las estimaciones apuntan a una expansión del PIB del 7,5%.



Fuente: FMI

A medio plazo el escenario podría ser, incluso, más favorable. Las exploraciones realizadas por las compañías petroleras en las aguas de la zona de Cabo de Tres Puntas han arrojado unos resultados mejores de lo previsto⁽¹³⁾. Estas elevadas expectativas han incentivado el desarrollo de nuevos proyectos, liderados por las compañías Agm Petroleum, Aker Energy y Exxon Mobil. Si se cumplen las estimaciones, la producción de petróleo podría duplicarse en 2021, hasta superar los 400.000 b/d.

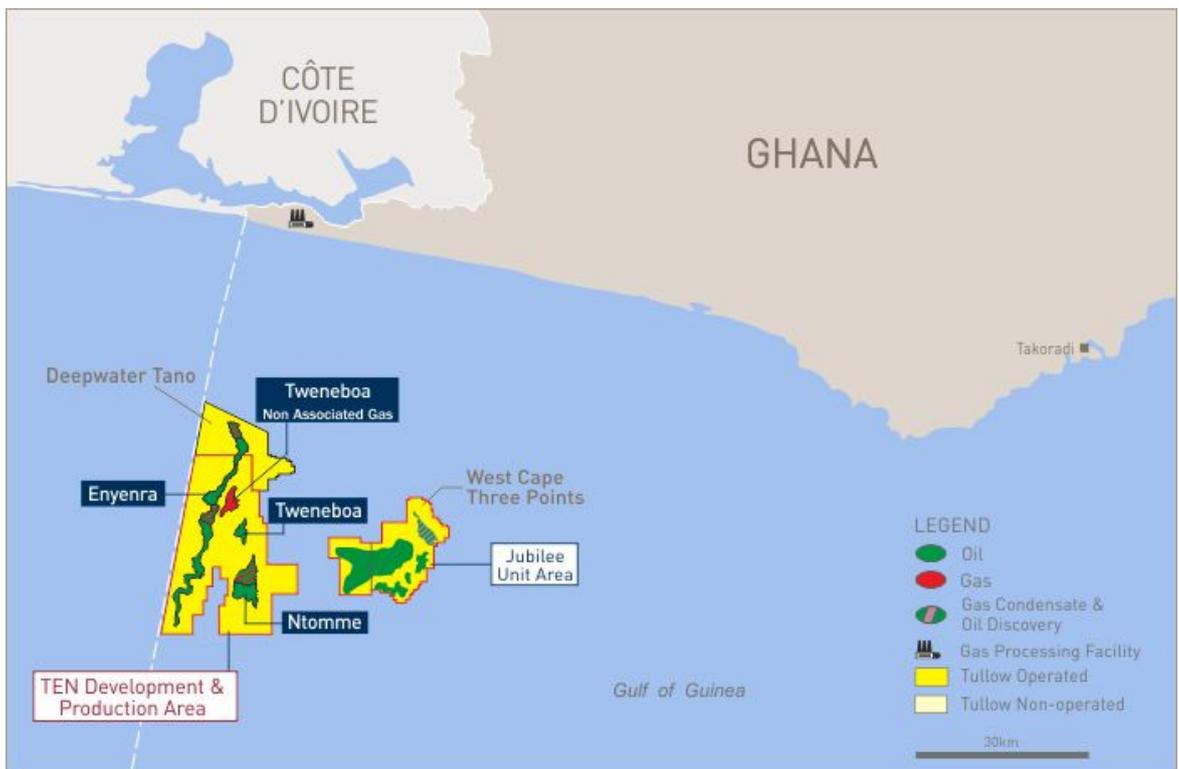
(13) Por ejemplo, en uno de los yacimientos las reservas estimadas se han duplicado tras las últimas exploraciones, hasta 500 millones de barriles.

Las previsiones también son optimistas en el sector gasista. La compañía ENI anunció recientemente el descubrimiento de un nuevo reservorio que alberga entre 550 y 650 billones de pies cúbicos de gas (Bcf).

Aunque la industria de los hidrocarburos ghanesa está muy lejos de las cifras de otros países africanos, como Nigeria (2 mill.b/d) o Angola (1,5 mill.b/d), el desarrollo de nuevos proyectos constituirá un importante vector de crecimiento, como se ha demostrado en los últimos años. El FMI estima que, si finalmente se culminan, el PIB podría crecer por encima del 10% anual en 2021 y 2022.

Si bien es cierto que este tipo de proyectos tiene un efecto limitado en el empleo y la redistribución de la riqueza, al menos constituye una fuente relevante de ingresos públicos y externos. Asimismo, la producción de gas podría contribuir notablemente a corregir las deficiencias del sistema eléctrico del país, dado que evitaría la dependencia de la importación de combustibles para generar electricidad. Ahora bien, a largo plazo el dinamismo que ha caracterizado al país dependerá, en mayor medida, de la integración de la actividad informal en el sistema y del desarrollo de sectores como la industria agroalimentaria.

Ubicación reservas de hidrocarburos



Fuente: Tullow oil Company

Una medida que podría contribuir a asegurar unos ingresos mínimos para los agricultores es el nuevo sistema diseñado conjuntamente por Costa de Marfil y Ghana para fijar los precios de las exportaciones de cacao. A partir de la próxima temporada, los dos países introducirán una prima de 400 \$ por tonelada (\$/t)⁽¹⁴⁾.

La importancia de los dos países en el mercado del cacao es enorme, ya que concentran el 60% de la oferta mundial. Para ponerlo en contexto, la Organización de Países Productores de Petróleo (OPEP), uno de los cárteles más notorios del mundo de las materias primas, aglutina alrededor del 35% de la producción mundial de hidrocarburos. La prima acordada amortiguará, en parte, la caída de los precios del cacao en los últimos años, como consecuencia del exceso de capacidad del sector⁽¹⁵⁾. El nuevo sistema supondrá, teniendo en cuenta los datos de producción de cacao del año pasado, un aumento de los ingresos para Ghana de 360 mill.\$.

Al mismo tiempo, los organismos reguladores de los dos países, que actúan como intermediarios entre los pequeños productores y las grandes compañías agroalimentarias, se han comprometido a pagar a los agricultores un mínimo de 1.820 \$/t y un máximo de 2.900 \$/t, en función de la cotización del cacao⁽¹⁶⁾. En el caso de que los precios se sitúen por encima del intervalo los ingresos extras se destinarán a un fondo de estabilización.

Esta normativa dibuja, sobre el papel, un escenario más estable y predecible para los dos millones de trabajadores que emplea el sector en Costa de Marfil y en Ghana⁽¹⁷⁾. Asimismo, el fondo de estabilización podría ser una herramienta muy interesante para amortiguar futuras eventualidades. La incógnita, ahora, es si en la práctica se cumplirá esta estructura de pagos, o si por el contrario, los compromisos se perderán en la enmarañada red de intermediarios.

-
- (14) Inicialmente acordaron establecer un precio mínimo de 2.600 \$/t, una propuesta rechazada por los principales compradores internacionales de cacao.
- (15) La cotización del cacao ha oscilado desde 2017 entre los 2.000 - 2.500 \$/t, un descenso del 30% respecto a los valores de hace unos años.
- (16) El Ghana Cocoa Board (Cocobod) establece anualmente el precio de compra de las cosechas a los agricultores. Posteriormente el organismo exporta el cacao a un valor que oscila en función de la cotización en los mercados internacionales. Por ejemplo, para la temporada 2019/20 el Cocobod había fijado, antes de que se implantase el nuevo sistema, un precio cercano a los 1.500 \$/t.
- (17) En Costa de Marfil un cuarto de la población depende, directa o indirectamente, del cacao.



Fuente: Nasdaq

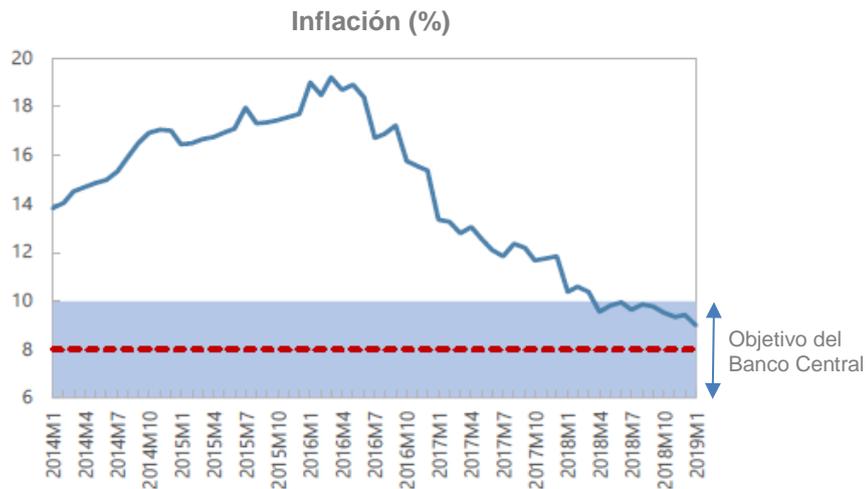
INFLACIÓN: EL ETERNO PROBLEMA

Al importar gran parte de lo que consume y debido a la escasa capacidad de intervención del Banco Central para sostener el tipo de cambio, la contracción de los sectores exportadores provoca, generalmente, un rápido aumento de los precios, con la moneda local, el cedi, como cadena de transmisión⁽¹⁸⁾. Las presiones inflacionistas se acentúan como consecuencia de la monetización del déficit, un instrumento al que han recurrido usualmente las autoridades y que está, en cierta medida, vinculado al comportamiento de los sectores exportadores, dado que la caída de las materias primas agrava el desequilibrio fiscal. Como consecuencia, la inflación se ha situado con cierta frecuencia por encima del 10%, algo que contrasta con la estabilidad de precios que caracteriza a los países de la región que comparten el Franco CFA.

Esta fragilidad se evidenció, de nuevo, tras el desplome de los precios del crudo. Entre 2014 y 2016 la inflación escaló por encima del 15%. Desde entonces, se ha moderado paulatinamente, gracias al aumento de la producción de petróleo y al menor recurso a la monetización. Se prevé que la inflación se sitúe a final de 2019 en torno al 9%, la cifra más baja desde 2012 y dentro del objetivo establecido por el Banco Central (8% más una horquilla del +/-2%).

La estabilización a largo plazo es compleja, debido a la incapacidad del Estado de controlar el tipo de cambio. Sin embargo, si se mantiene el compromiso del gobierno de no monetizar el déficit cabría esperar una volatilidad menor de los precios en el futuro.

(18) Al carecer de abultados volúmenes de reservas, el Banco Central se limita a moderar, en lo posible, las oscilaciones en el tipo de cambio.



Fuente: FMI

DEPURANDO EL SISTEMA FINANCIERO

La moderación de la inflación ha permitido adoptar una política monetaria más laxa. A principios de año el Banco Central recortó los tipos en 100 puntos básicos, hasta el 16%. No obstante, cabe matizar que el ineficiente funcionamiento del sistema financiero limita enormemente el impacto de la política monetaria.

El nivel de bancarización de Ghana es reducido. Cerca de la mitad de la población no dispone de una cuenta corriente. Las elevadas comisiones y los tipos de interés exigidos desincentivan la expansión de la actividad bancaria. A excepción de los núcleos urbanos, el pago con tarjeta está poco extendido. Además, las elevadas necesidades de financiación del Estado originan un efecto expulsión que dificulta el acceso al crédito de las pequeñas y medianas empresas.

Estas carencias se han mitigado, en parte, con el uso del teléfono móvil para realizar transacciones. Aunque no alcanza el nivel de Kenia -el referente mundial en este campo-, Ghana es uno de los países del continente africano con un mayor uso de esta tecnología. Según el Banco Mundial, en 2017 (últimos datos disponibles) más del 40% de la población disponía de una cuenta asociada a un dispositivo móvil, una cifra que triplica los datos de 2014.

Actualmente el sector financiero se encuentra en un estado de convalecencia. La expansión desordenada, la minusvaloración de los riesgos y el laxo marco regulatorio originaron considerables grietas a lo largo de la pasada década. La posibilidad de que las entidades más vulnerables desencadenaran una crisis sistémica era limitada, dada la escasa penetración del sistema bancario; sin embargo, las fragilidades del sector frenaban, más si cabe, la canalización del crédito.

El primer paso en el proceso de saneamiento fue una auditoría exhaustiva de la calidad de los activos, realizada por el Banco Central en 2015. Una vez cuantificados los daños las autoridades diseñaron, junto con el FMI, un plan de actuación.

Una de las prioridades fue reforzar el marco regulatorio y supervisor. Para ello se otorgó más poderes al Banco Central, se incrementaron los requerimientos de capital y se endureció la regulación para limitar los entramados financieros entre los bancos y sus filiales.

El siguiente capítulo ha sido la reordenación del sector. Desde 2015 se han liquidado nueve entidades que presentaban severos problemas de solvencia⁽¹⁹⁾, otras seis han culminado un proceso de fusión y dieciséis bancos han sido recapitalizados para cumplir con los requisitos de capital.

La hoja de ruta del Ejecutivo ha sido razonable. Cuatro años después de la auditoría, la posición del sector ha mejorado notablemente⁽²⁰⁾. A finales de 2018 el ratio de capital se incrementó tres puntos porcentuales con respecto al año anterior, hasta el 21,9%, muy por encima del mínimo recomendado. Por su parte, el ratio de morosidad se ha moderado hasta el 18%, cinco puntos porcentuales menos que el máximo alcanzado en 2018. Ahora bien, el conjunto de ayudas públicas ha tenido un coste significativo, superior al 5% del PIB.

Pese a la evidente mejora, persisten algunos problemas. Aunque el ratio de morosidad seguirá descendiendo en los próximos años, la regularización de los créditos dudosos contraídos con el sector energético (cerca de una quinta parte) será compleja, debido a la difícil situación del sistema eléctrico. Por tanto, no se puede descartar que el volumen de impagos siga siendo alto. Asimismo, las actuaciones no se han dirigido a corregir los obstáculos que frenan la inclusión bancaria, por lo que el papel de las entidades como canalizadoras del ahorro hacia la inversión continuará siendo limitado.

(19) Los activos y los pasivos de calidad de estos bancos se transfirieron a una nueva entidad pública, el Consolidated Bank Ghana (CBG).

(20) Tras la reestructuración el número de entidades se ha reducido de 35 a 23, en su mayoría de capital extranjero o de control estatal. El ecosistema financiero está integrado, además, por 114 entidades rurales, 423 oficinas de cambio y 484 compañías de microfinanzas.

3. CUENTAS PÚBLICAS

- El crónico desequilibrio de las cuentas públicas constituye una de las principales debilidades del país. Las reformas adoptadas por el gobierno en los últimos años han establecido las bases de un sistema fiscal más sostenible.
- El dinamismo de la economía y la política de contención del gasto han permitido registrar superávit primario desde 2017. Sin embargo, las necesidades de financiación del Estado se han mantenido en niveles elevados como consecuencia de partidas extra presupuestarias.
- La ausencia de gastos extraordinarios en los próximos años debería moderar el déficit hasta el 4% del PIB. Ahora bien, la finalización del programa con el FMI y la celebración de elecciones podrían traducirse en una relajación de la disciplina fiscal.
- La revisión del cálculo estadístico de la contabilidad nacional ha reducido el endeudamiento hasta niveles manejables en términos relativos. Sin embargo, el peso de la deuda externa constituye una importante vulnerabilidad ante las variaciones en tipo de cambio y/o el sentimiento de la comunidad inversora.

El sistema tributario se encuentra poco desarrollado. Los ingresos fiscales se sitúan en torno al 13% del PIB, una de las cifras más bajas de la región, debido al elevado peso de la economía informal, a las numerosas bonificaciones y exenciones y a la ineficiencia de la administración⁽²¹⁾.

En consecuencia, Ghana registra un persistente déficit fiscal, un desequilibrio que se acentúa sensiblemente en los años en los que se celebran elecciones presidenciales. En el periodo 2000-2017 el saldo negativo se situó de media cerca del 6% del PIB, lo que provocó un preocupante aumento del endeudamiento (por encima del 70% del PIB) y la acumulación de atrasos en el pago a los proveedores.

En línea con las directrices del programa con el FMI, las autoridades han plantado en los últimos años los mimbres de un sistema fiscal más sostenible. Para empezar, en 2016 se redujo la capacidad legal del Banco Central como prestamista del Estado a la mitad, hasta el 5% de los ingresos públicos, con el compromiso añadido de prescindir gradualmente de esta vía de financiación⁽²²⁾.

En segundo lugar, en 2018 se aprobó la Ley de Responsabilidad Fiscal, que otorga poderes al parlamento para iniciar un voto de censura contra el Ministro de Finanzas si el déficit supera el 5% del PIB o si no se registra un superávit primario. Esta normativa obliga, sobre el papel, a una mayor disciplina fiscal; sin embargo, cabe advertir que la ambigüedad de algunas de las excepciones contempladas abre la puerta a que se incumpla la regla de gasto⁽²³⁾.

(21) Se calcula que las exenciones y bonificaciones reducen la recaudación en un 2-3 % del PIB al año.

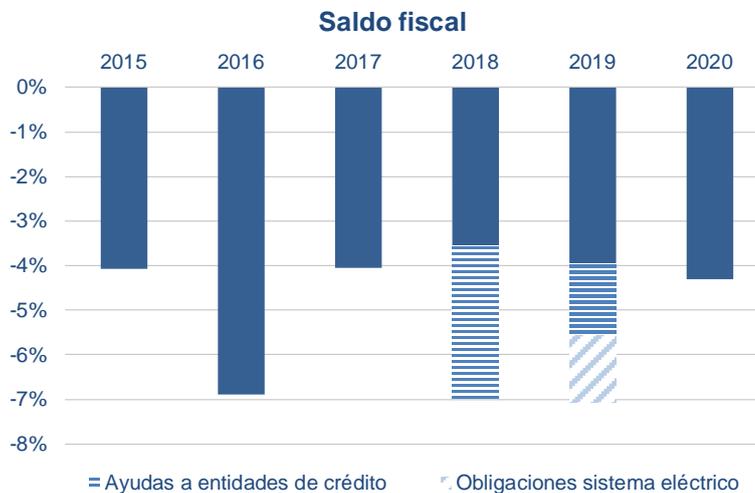
(22) Desde entonces las autoridades apenas han recurrido a la monetización del déficit.

(23) La norma no es de obligado cumplimiento en los siguientes escenarios: una drástica caída de las materias primas; si el ritmo crecimiento del PIB desciende por debajo del 1% y/o en casos de "fuerza mayor".

En términos numéricos, el desequilibrio fiscal se ha moderado notablemente en los últimos años, gracias, en gran medida, al dinamismo de la industria de los hidrocarburos, pero también a la política presupuestaria conservadora del Ejecutivo. Por el lado de los ingresos se han incrementado algunas figuras impositivas y se han eliminado diversas exenciones. Al mismo tiempo, se ha compensado el aumento de la inversión con la contención de los sueldos públicos. Como resultado, desde 2017 las cuentas arrojan un ligero superávit primario, entre el 1-2% del PIB y, además, se han regularizado un tercio de los atrasos acumulados.

Aun así, las necesidades de financiación del soberano siguen siendo elevadas, como consecuencia de determinadas partidas extra presupuestarias. Por ejemplo, en 2018 el déficit se incrementó hasta el 7% del PIB, debido a las ayudas para sanear el sistema bancario. Para este año la cuantía destinada a reforzar el mercado financiero se ha reducido a la mitad; sin embargo, el déficit podría mantenerse en cifras similares si, finalmente, el Estado tiene que indemnizar por la modificación de los contratos de aprovisionamiento del sector eléctrico.

En principio no se espera ninguna partida extraordinaria para las cuentas de 2020. Si esto fuera efectivamente así, el déficit se situaría en torno al 4,3% del PIB. No obstante, la celebración de elecciones presidenciales el próximo año podría conducir -como ha ocurrido en anteriores ocasiones- a un desvío mayor de lo previsto. Tampoco se puede descartar que una vez finalizado el programa con el FMI el gobierno adopte una posición más laxa. Por todo ello, la gestión de las cuentas públicas durante el próximo año será un buen termómetro para medir la efectividad de los “cortafuegos” antes mencionados para apuntalar la disciplina fiscal.



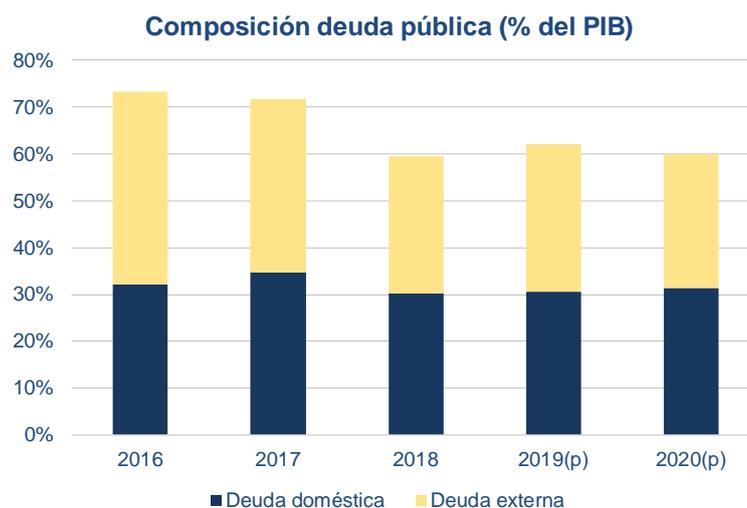
El déficit público se suele financiar en el mercado doméstico y, en menor medida, mediante la emisión de eurobonos. Ghana es una de las economías de la región que ha emitido un mayor volumen de deuda en los mercados internacionales. A principios de 2019 Acra realizó la mayor colocación hasta la fecha: 3.000 mill.\$.. El tipo de interés fue del 7,875% en los bonos con

vencimiento a 7 años; 8,125% en las obligaciones a 12 años y, por último, 8,95% en la deuda emitida a 30 años.

Para contener el aumento del endeudamiento las autoridades han explorado también vías no convencionales de financiación. En 2018 la empresa china Sinohydro acordó con el Ejecutivo invertir 2.000 mill.\$ para desarrollar infraestructuras (incluye, entre otras cosas, carreteras, puentes y hospitales) a cambio de los derechos de explotación de minas de bauxita. Asimismo, Acra está negociando la monetización en el presente ejercicio de 500 mill.\$ correspondiente a los royalties que recibirá por la explotación de oro en 2020; esto constituye una herramienta perniciosa, ya que compromete los ingresos futuros.

Después de la actualización estadística de la contabilidad nacional, en 2018, el monto de las obligaciones del sector público con respecto al PIB descendió diez puntos porcentuales, hasta el 60%. Para este año se espera que el dinamismo de la economía suavice el aumento del endeudamiento. En función de cómo concluyan las negociaciones con las empresas eléctricas, la deuda pública podría cerrar en 2019 entre el 62-64% del PIB. Para los próximos años se espera que el monto de la deuda se estabilice. En el escenario más optimista podría disminuir ligeramente, si se mantiene el superávit primario y el sólido crecimiento de la economía.

Pese a todo, el endeudamiento del sector público continúa siendo manejable. Sin embargo, resulta preocupante el elevado peso de la deuda externa, cerca de la mitad. La dependencia de la financiación exterior constituye una importante vulnerabilidad, dado que acentúa la sensibilidad del país a las variaciones de la moneda y al sentimiento de la comunidad inversora. La elevada demanda de la última emisión (seis veces superior a la cuantía de los eurobonos) y los rendimientos relativamente bajos de las obligaciones que vencen en 2050 ponen de manifiesto la favorable percepción de los inversores; ahora bien, hay que entender esta “confianza” desde la óptica de la extraordinaria anomalía que constituye la situación del mercado de renta fija, escenificada en el colosal volumen de deuda con rendimientos negativos (17 billones españoles).



Fuente: FMI

El rating de Ghana para las principales agencias de calificación se ha mantenido estable. El último movimiento se produjo en septiembre de 2018, cuando S&P lo mejoró a B, cinco escalones por debajo del grado de inversión. Similar rating le asigna Fitch desde 2013. Por su parte, Moody's sitúa desde hace años al país en B3, seis peldaños por debajo del nivel considerado como inversión. En comparación con las economías del entorno, el rating de Ghana se encuentra en el mismo rango que Camerún y por debajo de otros, como Costa de Marfil y Senegal.

	Moody's	S&P	Fitch
Ghana	B3	B	B
Camerún		B	B
Costa de Marfil			B+
Nigeria		B	B+
Senegal	Ba3	B+	

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

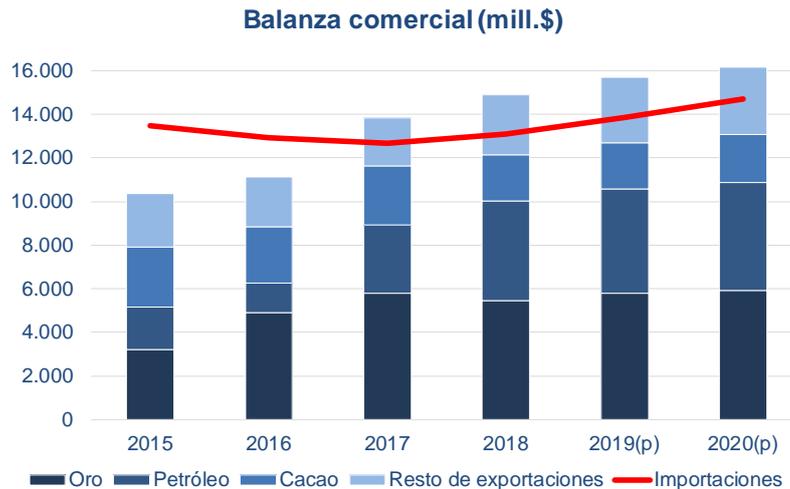
4. BALANZA DE PAGOS

- El cacao, el oro y el petróleo representan casi la totalidad de las exportaciones, lo que expone al país a las fluctuaciones de los precios.
- El extraordinario crecimiento de la producción de crudo ha corregido el habitual déficit comercial. En consecuencia, el desequilibrio exterior se ha reducido hasta niveles moderados.
- El déficit por cuenta corriente se ha financiado holgadamente con los flujos de IED, vinculados, principalmente, a proyectos mineros y de hidrocarburos. Pese a la entrada de inversión y la emisión de eurobonos, las reservas continúan en niveles reducidos, por debajo del mínimo recomendado.

La economía ghanesa presenta un grado de apertura al exterior relativamente alto, en torno al 45%. Las exportaciones están concentradas en tres materias primas: oro (40% del total), petróleo (30%) y cacao (15%). Esta dependencia provoca que las cuentas exteriores oscilen, en gran medida, en función de la producción y la cotización de estos bienes.

El notable aumento de la extracción de oro y, sobre todo, de petróleo en el último lustro ha disparado un 50% las exportaciones, hasta los 15.670 mill.\$ estimados en 2019. Por su parte, las importaciones -principalmente bienes de equipo, hidrocarburos y automóviles-, también se han incrementado durante el mismo periodo, aunque a un ritmo más moderado (13.860 mill.\$ en 2019).

El extraordinario crecimiento de las ventas al exterior ha permitido registrar, desde 2017, un ligero superávit en la balanza de bienes (en torno al 2,7% del PIB), algo impensable hace unos años. El comportamiento del saldo comercial en los próximos ejercicios estará condicionado, en buena medida, por el desarrollo de los nuevos proyectos de hidrocarburos. Si finalmente entran en funcionamiento, las exportaciones podrían incrementarse más de un 30%. Aunque no se cumplan las previsiones más optimistas, parece probable que, al menos, se mantendrá el superávit en los intercambios comerciales.

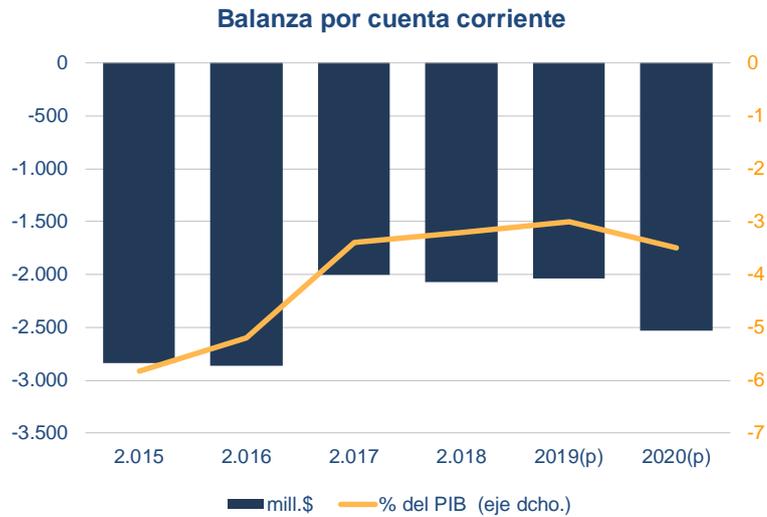


Fuente: FMI

Las balanzas de servicios y de rentas son, tradicionalmente, deficitarias, debido a las necesidades asociadas a los proyectos de infraestructuras; a la repatriación de beneficios por parte de las empresas extranjeras y al pago de la deuda. Se estima que en 2019 la suma de ambas arrojará un déficit en torno a 6.470 mil.\$ (equivalente al 9,6% del PIB).

Esto se compensa, en parte, con el habitual superávit en la balanza de transferencias, gracias a la recepción de remesas. Para 2019 se prevé un saldo similar al de los años anteriores, en torno a 2.600 mill.\$ (3,9% del PIB).

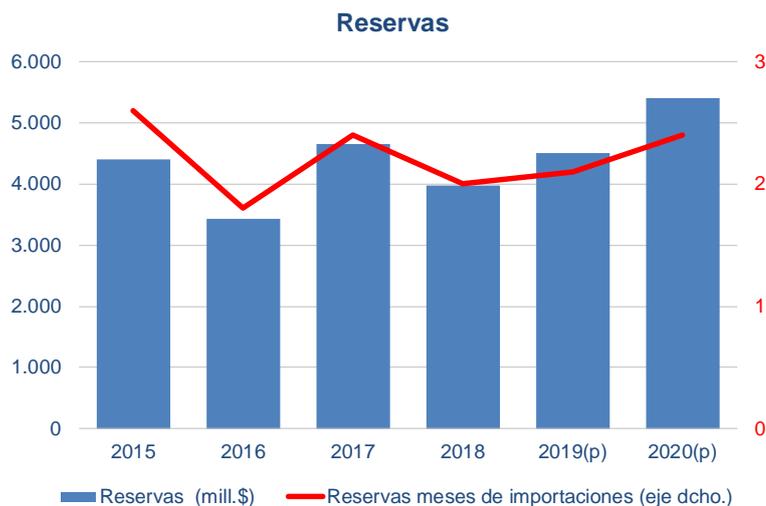
En conjunto, el notable dinamismo de las exportaciones ha moderado el saldo negativo en la balanza por cuenta corriente. Se espera que en 2019 el déficit disminuya hasta los 2.000 mill.\$, equivalente al 3% del PIB, la mitad que en 2014. Según los cálculos del Fondo el desequilibrio se estabilizará entre el 3 y el 3,5% del PIB, un nivel moderado.



Fuente: FMI

El desequilibrio exterior no ha sido un gran obstáculo en los últimos ejercicios. Ghana ha financiado el déficit con holgura, gracias a la entrada de IED (5% del PIB) ligada a proyectos mineros y de hidrocarburos. Sin embargo, las reservas han registrado un comportamiento errático, como consecuencia de las intervenciones del Banco Central en el mercado cambiario para suavizar los movimientos del cedi. El pasado año, además, la salida de divisas se acentuó como consecuencia de la desinversión de activos de renta fija por parte de no residentes.

La emisión de eurobonos a principios de este año ha permitido reforzar ligeramente el volumen de reservas. Aun así, continúan por debajo del mínimo recomendado (4.500 mill.\$, equivalente a 2 meses de importaciones); una debilidad que agrava la exposición ante shocks externos.



Fuente: FMI

5. DEUDA EXTERNA

- ➔ Participante de la iniciativa HIPC. Ghana alcanzó el punto de culminación en 2005.
- ➔ Desde entonces el endeudamiento externo ha registrado una tendencia ascendente. Actualmente se sitúa en torno al 45% del PIB, un nivel manejable.
- ➔ DSA “elevado”. En el escenario central dos de los cuatro indicadores sobrepasan los umbrales máximos recomendados.

Durante las décadas de los 80 y los 90 los problemas de insostenibilidad de la deuda pública fueron una constante. En aquellos años el endeudamiento se situaba cerca del 120% del PIB, un nivel elevadísimo. La incapacidad de asumir las obligaciones crediticias condujo a la acumulación de impagos y, hasta el año 2004, el país acudió en cuatro ocasiones al Club de París.

En dicho año se aplicó, en el marco de la iniciativa HIPC, una condonación Tipo Colonia que redujo el importe de la deuda en 3.500 mill.\$. En 2006 se aprobó otra quita de 3.000 mill.\$ dentro de la Multilateral Debt Relief Initiative, un programa complementario a la iniciativa HIPC que contemplaba la reducción de la deuda contraída con los organismos multilaterales para facilitar la consecución de los Objetivos de Desarrollo del Milenio. Estos dos hitos permitieron que el volumen de las obligaciones externas descendiera hasta un reducido 10% del PIB.

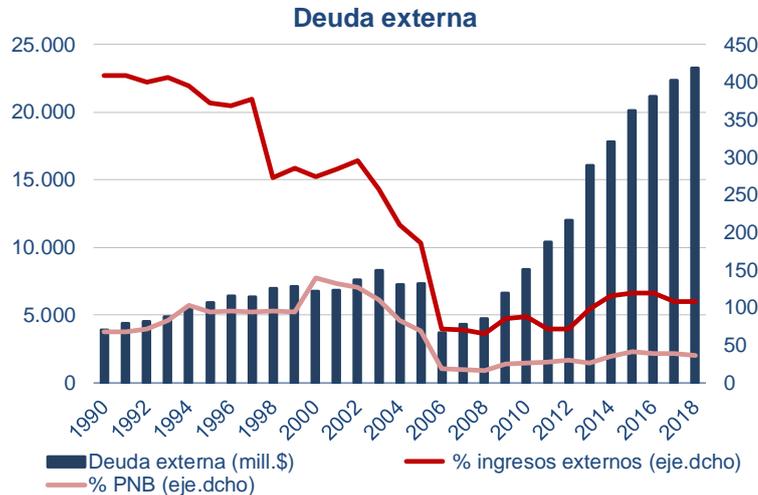
Desde entonces las necesidades de financiación del sector público han conducido a un aumento ininterrumpido de la deuda externa en valor nominal. Las autoridades han combinado la suscripción de deuda multilateral, bilateral y la emisión en mercados financieros. Se calcula que en 2019 el monto del endeudamiento externo ascenderá a 26.250 mill.\$, un aumento del 8,5% respecto al año anterior. Por su parte, el servicio de la deuda se situará al cierre del año en torno a 2.975 mill.\$, equivalente al 17% de los ingresos externos. Con respecto a su estructura, algo más de la mitad está denominada en dólares, lo que entraña una notable exposición a las variaciones en el tipo de cambio.

A pesar de este aumento, la deuda externa sigue siendo moderada en términos relativos. Además, en relación al tamaño de la economía ha descendido ligeramente tras la revisión estadística, hasta el 45% del PIB, un nivel manejable. No obstante, hay que tener en cuenta la existencia de los denominados “pasivos contingentes”, entendidos como las obligaciones contraídas en el pasado que podrían, con cierto grado de incertidumbre, materializarse en el futuro⁽²⁴⁾. Incluyendo tales partidas, la deuda podría incrementarse en ocho puntos porcentuales.

El FMI prevé un paulatino descenso del endeudamiento público externo en los próximos ejercicios, gracias a la corrección del déficit fiscal y, sobre todo, al sólido dinamismo de la economía. Si se cumplen las estimaciones, en 2020 la deuda pública externa se moderará hasta el 38% del PIB.

(24) Dentro de esta categoría el FMI incluye los pasivos de las empresas estatales no contemplados dentro de la categoría de deuda pública; potenciales ayudas financieras para reforzar el sistema financiero y, por último, obligaciones vinculadas a proyectos público privados.

Este escenario es, quizá, algo optimista y dependerá del grado de compromiso de las autoridades con la disciplina fiscal una vez finalizado el acuerdo con el FMI. No obstante, cabría esperar, como escenario central, que se mantenga en niveles moderados.



DSA

El pasado mes de mayo el FMI publicó el último análisis de sostenibilidad de la deuda pública (DSA) de Ghana. El Fondo destacó la importancia de la Ley de Responsabilidad Fiscal aprobada por el gobierno para contener el desequilibrio fiscal. Asimismo, reconoció la mejora de los indicadores de deuda tras la actualización del cálculo de contabilidad nacional.

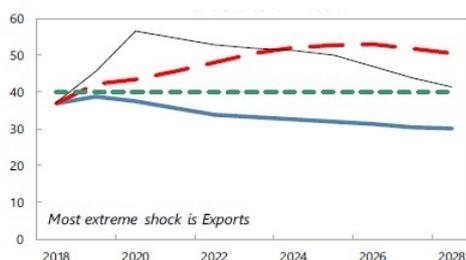
Sin embargo, concluyó que el riesgo de insostenibilidad de la deuda de Ghana sigue siendo “elevado”, una categoría que se mantiene desde 2015. Esta valoración obedece no tanto al tamaño o al ritmo de crecimiento de la deuda como a la carga del servicio y a la posibilidad de que se vea afectada por factores que constituyen debilidades habituales del país, como la sensibilidad a las variaciones de las exportaciones. En efecto, en el análisis de los factores de sostenibilidad se observa que el valor actual de la deuda con relación al PIB y con respecto a los ingresos externos se mantiene por debajo del umbral de sostenibilidad⁽²⁵⁾. En cambio, los otros dos indicadores analizados en el DSA (el servicio de la deuda con respecto a los ingresos externos y, sobre todo,

(25) La medición se realiza con respecto al valor actualizado; es decir, descontando las futuras amortizaciones de deuda (principal e intereses) al momento actual, utilizando una tasa de descuento determinada. Esta metodología establece con mayor precisión el coste financiero de los nuevos préstamos, ya que tiene en cuenta el tipo de interés exigido y el plazo de amortización.

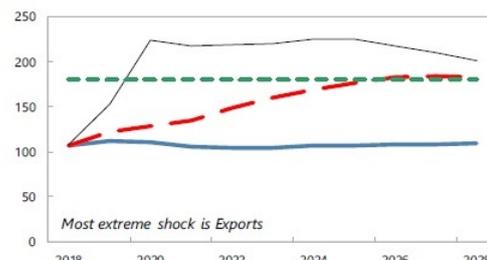
el servicio de la deuda en relación a los ingresos públicos) superan los umbrales, incluso en el escenario base⁽²⁶⁾, algo que no sorprende teniendo en cuenta la baja recaudación fiscal.

Indicadores Análisis de Sostenibilidad de la Deuda (DSA)

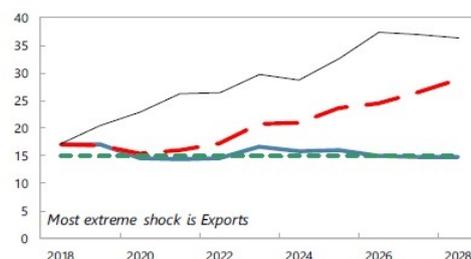
Valor actual de la deuda (% PIB)



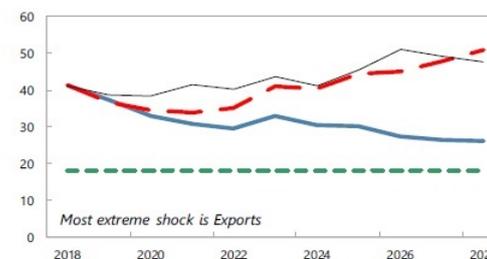
Valor actual de la deuda / ingresos externos



Servicio de la deuda / ingresos externos



Servicio de la deuda / ingresos públicos



— Baseline - - - - - Historical scenario — Most extreme shock ^{1/} - - - - - Threshold

Fuente: FMI

En cualquier caso, merece la pena plantearse si la evaluación del Fondo refleja con precisión la situación del país. Si bien la deuda ha aumentado en valores nominales, en relación al PIB está muy lejos de las cifras que alcanzó hace dos décadas y, además, por debajo de otras economías con DSA “moderado”.

El servicio de la deuda es, pues, el talón de Aquiles, un riesgo que se acentúa con el reducido volumen de reservas; sin embargo, algunos elementos mitigan notablemente la posibilidad de impago. Ghana cubre sobradamente el déficit exterior con la entrada de IED y, por tanto, el problema obedece, más bien, a la prelación de las autoridades de amortiguar las oscilaciones de la moneda. Asimismo, una hipotética caída de las exportaciones o de la IED, no conduciría inevitablemente a un impago del servicio de la deuda. Pese al deterioro de la balanza exterior, el país seguiría teniendo margen de maniobra. Las autoridades podrían mitigar el impacto reajustando la estrategia cambiaria, priorizando el mantenimiento de un nivel mínimo de reservas a costa de

(26) En el escenario base el FMI estima un crecimiento medio del PIB del 5,7% durante el periodo 2018-2023 y del 4,2% anual entre 2024-2038. Asimismo, considera que el país registrará un superávit fiscal primario del 0,7-0,9% del PIB a lo largo de la próxima década.

reducir el papel del Banco Central en el mercado de divisas. Además, Ghana cuenta con un mix de financiación diversificado, lo que reduce la posibilidad de un estrangulamiento crediticio. En el caso extremo, la sintonía con los Organismos Multilaterales otorga al país un balón de oxígeno añadido: la solicitud de un programa de asistencia financiera al FMI.

Por todo lo anterior, la decisión de mantener el DSA en “elevado” es, quizá, una efectiva herramienta para que las autoridades ghanesas mantengan la disciplina fiscal; sin embargo, atendiendo a la fotografía completa del país resulta una calificación demasiado exigente. En un ejercicio de cautela no se puede descartar que se produzcan tensiones de liquidez, pero, para ello, deben acumularse determinadas circunstancias que, desde luego, no cabría contemplar como escenario central.

6. CONCLUSIONES

- A lo largo del informe se ha reiterado la particularidad del marco político de Ghana. El país se ha consolidado como un referente de estabilidad en África Subsahariana. Los fundamentos de los sistemas multipartidistas se cumplen y han tenido lugar tres relevos de poder en un contexto de normalidad. Los pilares democráticos se refuerzan, además, con la libertad de prensa, la independencia de la judicatura y el distanciamiento de las fuerzas armadas de la vida política, atributos ausentes en numerosos países de África Subsahariana y también en otras regiones.
- La estructura económica está relativamente diversificada para un país de sus características. Asimismo, el ritmo de crecimiento ha sido, tradicionalmente, superior a la media de la región, sustentado en la estabilidad política, el buen clima de negocios y la abundancia de recursos naturales.
- Ahora bien, la dependencia de las materias primas entraña una importante vulnerabilidad frente a las variaciones en el precio y en la producción. Además, los tradicionales déficits gemelos limitan considerablemente el margen de actuación del gobierno para introducir medidas anticíclicas y atemperar las distorsiones en el tipo de cambio en periodos de dificultades.
- El extraordinario aumento de la producción de petróleo en los últimos años ha permitido recuperar el dinamismo que caracterizó a Ghana durante la pasada década. Aunque el volumen de extracción está lejos de los principales países petroleros, en pocos años el crudo se ha convertido en uno de los pilares de la economía, junto con el cacao y el oro. En consecuencia, desde 2017 el PIB ha aumentado en torno al 6-8% al año. Este extraordinario ritmo de crecimiento se mantendrá, o incluso, se acelerará si entran en funcionamiento en los próximos años, tal como se prevé, los nuevos proyectos de hidrocarburos.

- En paralelo, se ha producido una mejora de las principales macromagnitudes, y singularmente una moderación de los déficit gemelos. Evidentemente, el buen comportamiento de los motores de exportación ha sido esencial para lograr esta estabilización de la economía; pero también hay que reconocer la contribución de las medidas ortodoxas del gobierno de Akufo-Addo. Las reformas introducidas han sentado las bases de un marco fiscal más sostenible, que se va a poner a prueba ahora, una vez terminado el acuerdo con el FMI.
- La disciplina fiscal es esencial para encarar una de las tradicionales debilidades de Ghana: la solvencia del soberano. El sólido crecimiento económico y, especialmente, la actualización estadística de la contabilidad nacional han reducido el endeudamiento en relación al PIB hasta niveles moderados, el elevado peso del servicio de la deuda, constituye un factor de vulnerabilidad, que cobra mayor importancia a la vista del limitado volumen de reservas.
- En definitiva, Ghana está atravesando uno de los mejores períodos económicos de su historia. El auge de los hidrocarburos ha disparado la actividad económica. Ahora mismo el país no solo se caracteriza por la estabilidad política, sino, también, por su elevado ritmo de crecimiento, muy por encima de la media del continente africano. Al mismo tiempo las autoridades han dado importantes pasos en la construcción de un modelo económico más equilibrado en el futuro. Con todo, la evolución en los últimos años arroja -sin obviar las principales debilidades del país-, suficientes argumentos que permiten ser razonablemente optimistas.

© 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.