

INFORME RIESGO PAÍS

GHANA

Madrid: 24 de octubre de 2017



Modelo de democracia en África. Desde 1992 se celebran cada cuatro años elecciones consideradas justas y libres. Presidencia limitada a dos mandatos. Entorno institucional estable, justicia independiente y prensa libre.

Akufo-Addo, del National Patriotic Party, accedió a la presidencia en diciembre de 2016, tras ocho años de gobierno del NDC. **La creciente frustración social** ante el deterioro de la evolución económica, la crisis eléctrica y los escándalos de corrupción favorecieron la alternancia en el poder.

Segunda economía de la región, con un papel destacado en los mercados internacionales del **cacao** y del **oro**. Grandes esperanzas en el sector de los **hidrocarburos** tras el descubrimiento de yacimientos petrolíferos en 2007.

Desaceleración del crecimiento desde 2012 (3,5% en 2016). El elevado dinamismo de los años previos vino acompañado de la generación de grandes desequilibrios; tanto externos como fiscales. La monetización del déficit público y la depreciación de la divisa alimentaron la inflación, que llegó a superar el 15%. Todo ello derivó en un rápido aumento de la deuda pública y externa y en una caída de las reservas. El gobierno se vio forzado a pedir un programa de asistencia al FMI en dos ocasiones (2012 y 2015) para tratar de reconducir la situación. Este año se ha prorrogado un año más el programa trienal aprobado en 2015.

Deficiente gestión de las cuentas públicas. Déficit público de carácter estructural, que se dispara los años de elecciones. Deuda pública (73,4% del PIB) en ascenso. Creciente dificultad de financiación.

Perspectivas muy positivas sobre la base del dinamismo del sector petrolero. La política de consolidación y mejora de la gestión fiscal comienza a dar frutos. Mejora de todos los indicadores en 2017.

Elevado déficit por cuenta corriente (6,7% en 2016), a causa del déficit estructural de la balanza comercial. **Exportación concentrada en petróleo, oro y cacao**, existiendo vulnerabilidad ante fluctuaciones de sus precios. Nivel de reservas en el límite inferior de lo recomendado.

Ghana se ha beneficiado de la condonación de su deuda en el marco de la iniciativa HIPC. Actualmente, se registra una seria tendencia al **alza de la deuda externa** (52,9% del PIB en 2016). El análisis de sostenibilidad de deuda elaborado por el FMI valora el riesgo de que la deuda se vuelva insostenible como "elevado".

1. SITUACIÓN POLÍTICA

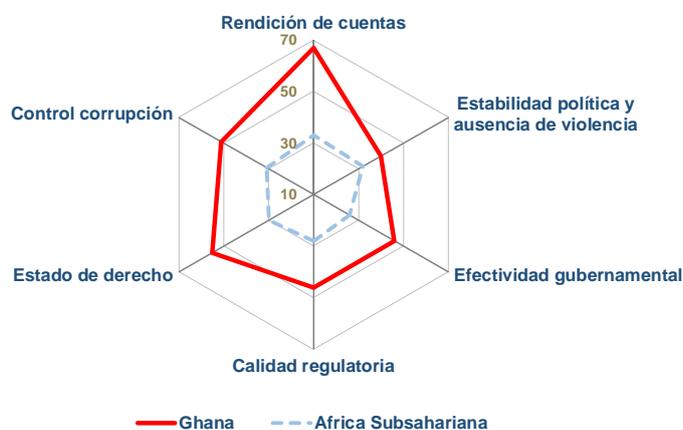
- Ghana es un referente en términos de estabilidad y consolidación democrática en la región. Siete elecciones democráticas y tres alternancias de gobierno pacíficas ratifican la consolidación del sistema multipartidista establecido en 1992. Polarización en torno a los dos grandes partidos.
- Akufo-Addo, del National Patriotic Party, accedió a la presidencia en diciembre de 2016, tras vencer a Mahama que se vio penalizado por la notable desaceleración económica, la crisis eléctrica y los sonados escándalos de corrupción.
- Las medidas de ajuste necesarias para corregir los desequilibrios junto con los crecientes niveles de desigualdad pueden generar ciertas tensiones en una población frustrada por las pocas mejoras en su calidad de vida tras los descubrimientos petroleros de 2007.

POBLACIÓN	28,2 mill.hab.
RENTA PER CÁPITA	1.380 \$
EXTENSIÓN	238.540 Km ²
RÉGIMEN POLÍTICO	REPUBL. PRESIDENCIAL
CORRUPCIÓN	70/176
DOING BUSINESS	108/190

Ghana ha vuelto a demostrar sus sólidas credenciales democráticas en las últimas elecciones celebradas en diciembre de 2016. Tras cuatro años en el poder, John Dramani Mahama, del partido National Democratic Congress (NDC), ha sido vencido por Akufo-Addo, del National Patriotic Party (NPP). La rapidez y normalidad del traspaso de poderes pone de manifiesto la estabilidad y madurez democráticas del país, algo poco frecuente en

el continente africano. Se trata de las séptimas elecciones y de la tercera alternancia de gobierno desde que en 1992 se estableció un sistema multipartidista. Existe, no obstante, una fortísima polarización del electorado en torno a estos dos partidos mayoritarios: el NDC, de corte socialdemócrata, y el NPP, de centro derecha, con lo que es más correcto hablar de bipartidismo. Además, a diferencia de la mayor parte de los países de la región, en Ghana el poder judicial es independiente, la prensa libre y el ejército se mantiene al margen del escenario político. Todo ello configura un escenario de buen desarrollo institucional, tal y como reflejan los indicadores de gobernabilidad del Banco Mundial. Ghana se encuentra muy por encima de la media subsahariana en todas las categorías.

Indicadores de gobernabilidad 2017



Fuente: Banco Mundial

El recorrido hasta la situación actual ha sido convulso y no exento de violencia. Ghana fue el primer país de África Subsahariana en declarar la independencia, en 1957, de la mano de Kwame Nkrumah. Se fundó a partir de la unión de la colonia inglesa de la Costa de Oro, el imperio Ashanti y la franja británica de Togolandia⁽¹⁾. Nkrumah fue derrocado en un golpe de Estado en 1966, al que siguieron años de continuos cambios políticos violentos e inestabilidad. Este periodo se resolvió con un nuevo golpe de Estado (1981) que, en esta ocasión, dio paso a un periodo de estabilidad. El coronel Jerry John Rawlings gobernó ininterrumpidamente el resto del periodo pre democrático. En 1992, y bajo una fuerte presión internacional, Rawlings promovió la transición democrática. Ese mismo año instituyó su propio partido, el Nacional Democratic Congress (NDC), con el que ganó las elecciones en 1992 y 1996.

La primera sucesión política, que tuvo lugar en el año 2000, fue modélica. La victoria de John Kufour (del NPP) en las elecciones de ese año inauguró la alternancia entre las dos principales formaciones políticas del país. Tras dos mandatos de Kufour, el NDC volvió al poder en 2008 de la mano de Atta Mills, ex ministro de Relaciones Exteriores durante gran parte de la presidencia de Kufour. La muerte repentina del presidente en julio de 2012 colocó al hasta entonces vicepresidente Mahama al frente del ejecutivo; posteriormente venció en las elecciones de diciembre de 2012. Estas elecciones fueron impugnadas por la oposición, pero la Corte Suprema falló a favor de Mahama, lo que fue aceptado sin ambigüedad por parte del NPP, algo que refleja nuevamente la madurez democrática del país.

En las últimas elecciones presidenciales y parlamentarias, celebradas en diciembre de 2016, Akufo-Addo, que había sido derrotado en 2008 y 2012, ganó en la primera vuelta (53,8% de los votos, contra el 44,4% de su rival). El vuelco electoral ha facilitado que el NPP cuente con una amplia mayoría en el parlamento, de 171 asientos de un total de 275, mientras que el NDC cae desde 148 hasta los 104. Los candidatos independientes o representantes de partidos menores, que contaban con 4 escaños en la anterior legislatura, han perdido su representación en el parlamento.

Mahama es el primer presidente, desde que se instauró la democracia, que no ha logrado la reelección. El malestar social era creciente, debido al deterioro de la situación económica y a la intensificación de los continuos apagones de luz⁽²⁾ (denominados “dumsor-dumsor”, que en el idioma local significa “encender y apagar”), que acentuaron el sentimiento generalizado de que Mahama había sido incapaz de articular una política económica adecuada para hacer frente a la adversa coyuntura. A ello se sumaba la frustración por el incumplimiento de las expectativas generadas tras el descubrimiento de petróleo en 2007 frente a la costa oeste de Ghana. En aquel momento se habló de que Ghana podía ser uno de los países con mayores tasas de crecimiento del mundo. En cambio, cinco años más tarde, las autoridades se vieron obligadas a solicitar ayuda financiera al FMI, primero en 2012 y nuevamente en 2015, lo que la población interpreta como una pésima gestión del gobierno.

(1) Esta región se separó del actual Togo en un referéndum organizado por la ONU.

(2) Los cortes de electricidad han conducido a masivas manifestaciones. Aunque el objetivo es lograr el acceso universal a la electricidad en 2020, el 40% de los hogares todavía utiliza leña para cocinar. En Ghana nunca se ha podido garantizar un servicio de electricidad sin cortes, algo que otros países de su entorno superaron hace años.

Por último, también le perjudicaron los numerosos escándalos de corrupción, especialmente el caso de los sobornos a la judicatura⁽³⁾, destapado en 2015, que ha tenido una enorme repercusión y ha hecho tambalearse la reputación de Ghana como uno de los pocos países de África con buen funcionamiento institucional. En 2016 Ghana ha caído cuatro puntos (hasta 43) en el índice de corrupción que elabora Transparencia Internacional, lo que se ha traducido en una caída de 14 puestos en el ranking (hasta el puesto 70), lo que se interpreta como un reflejo de que los ghaneses perciben un aumento en la corrupción. Además del sistema judicial, cuya imagen se ha visto muy perjudicada, también se considera que las irregularidades financieras y el favoritismo son prácticas habituales en la concesión de contratos públicos. No obstante, el índice se mantiene todavía en niveles aceptables, especialmente en el contexto del continente africano.

El nuevo gobierno se enfrenta a una tarea complicada para satisfacer las expectativas generadas. En la vertiente económica, las medidas de ajuste necesarias para subsanar los desequilibrios crónicos, tanto fiscal como exterior, que padece el país serán impopulares. Además, existe el riesgo de tensiones sociales ligadas a las elevadas tasas de desempleo juvenil (se estima que en torno al 50%) y a la desigualdad territorial⁽⁴⁾. Por otro lado, aunque Ghana ha superado el umbral de la renta media, cerca de una cuarta parte de la población vive por debajo del umbral de la pobreza⁽⁵⁾. El motivo por el que esta diferencia no se acorta tiene que ver con que el 70% de la población vive en áreas rurales y depende de la agricultura, y con que la rápida urbanización está produciendo presión sobre los insuficientes servicios públicos. La desigual distribución de la renta, común a la mayor parte de países africanos, se superpone en el caso de Ghana a las considerables diferencias regionales entre el norte y el sur del país, no solo en religión y etnias, sino también en riqueza. El norte tiene una elevada proporción de musulmanes y es comparativamente más pobre, frente al sur, con una población predominantemente cristiana y donde se aglutinan las industrias, los trabajos especializados y los yacimientos petrolíferos. No es descartable que se produzca cierta tensión entre ambas zonas.

Las promesas electorales del NPP incluían algunas medidas populistas, tales como la gratuidad de la escuela secundaria, la reducción de los precios de los servicios públicos y el combustible y la construcción de una fábrica en cada distrito para fomentar el empleo y de una presa en cada municipalidad para garantizar la actividad agrícola todo el año. Estas iniciativas están contempladas en los presupuestos aprobados en marzo de 2017 y algunas ya están en marcha. A partir de septiembre de este año la educación secundaria ya será gratuita⁽⁶⁾. También prometió una reducción del impuesto de sociedades desde el 25% al 20%, que no se ha incluido en estos primeros presupuestos (aunque sí se aprobaron otros recortes y exenciones), lo que despertó

-
- (3) Veinte jueces fueron cesados al hacerse pública una grabación en la que aceptaban sobornos para influir en los juicios. Otros doce fueron objeto de investigación y se estima que unos 180 funcionarios de justicia estaban de alguna manera implicados. Algunos de los acusados también estaban relacionados con escándalos sexuales.
 - (4) Debido a que el 88% de la fuerza laboral está empleada en la economía informal, no hay datos precisos sobre el nivel de paro, pero afecta especialmente a la población juvenil que, a diferencia de otras generaciones, está altamente formada. De hecho, ya se está produciendo una fuga de cerebros, dado que la demanda laboral en el mercado formal excede con creces la oferta, lo que fuerza a muchos jóvenes ghaneses a emigrar.
 - (5) Ghana pasó de ser país de renta baja a media-baja en 2010, tras una revisión estadística que incrementó el PIB instantáneamente en 13.000 mill.\$ debido a un cambio del año base de 1993 a 2006. Las abultadas revisiones al alza no son extrañas en África, donde la baja calidad de las estadísticas tiende a subestimar sistemáticamente el crecimiento.
 - (6) La gratuidad abarca todos los gastos: matrícula, libros, material escolar y comedor.

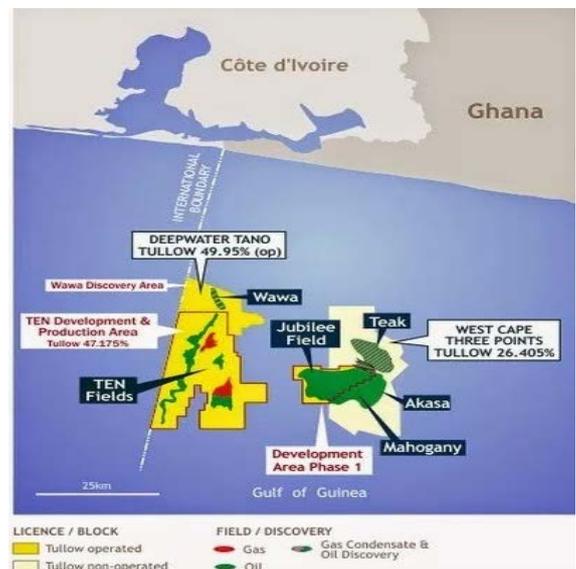
algunas críticas de empresarios. Por otra parte, Akufo-Addo prometió crear una Fiscalía Especial -independiente del gobierno- para luchar contra la corrupción, incluyendo la perpetrada por los cargos políticos. La ley que debe regularla aún debe ser aprobada por el Parlamento, entre otras cosas porque hay un debate acerca de la independencia real de dicha figura.

En el último informe de *Doing Business* del Banco Mundial (octubre de 2016) Ghana mejoró desde el puesto 111 al 108 de un total de 190 economías, lo que en gran parte obedece a la aplicación de la primera fase del proyecto de una ventanilla única nacional que automatiza e integra electrónicamente todos los datos relativos al comercio transfronterizo, lo que acabará eliminando el uso del papel en operaciones aduaneras. Entre las principales trabas que las empresas citan a la hora de hacer negocios se encuentran los **problemas relativos al acceso y coste del crédito**. Ello obedece al deficiente funcionamiento del sistema financiero, que analizaremos más adelante. También afectan negativamente al clima inversor, la extensa burocracia que rodea la apertura de un negocio y la obtención de permisos de construcción, y la **falta de continuidad** en las políticas gubernamentales derivadas de la alternancia entre los dos partidos mayoritarios. Todo apunta a que este nuevo mandato no será distinto, ya que el ejecutivo se ha comprometido a revisar los acuerdos firmados durante la presidencia de Mahama. La inseguridad jurídica que ello supone podría desincentivar la IDE en el futuro, si bien por el momento Ghana continua siendo relativamente atractivo gracias a su estabilidad democrática y potencial de crecimiento.

RELACIONES EXTERIORES

Ghana destaca, dentro de los países africanos, por su papel activo en el escenario internacional como promotor del pan-africanismo desde su misma independencia. Ha ostentado en dos ocasiones la presidencia de la Comunidad Económica de los Estados de África Occidental (CEDEAO/ECOWAS).

Las relaciones con sus vecinos son buenas. Con Nigeria hay lazos económicos y comerciales muy relevantes. Los flujos migratorios desde Nigeria, Togo y Costa de Marfil han ocasionado tensiones puntuales. Costa de Marfil es una de las prioridades de Ghana, debido a la cercanía geográfica y a la inestabilidad política que ha marcado la historia reciente de este país. Asimismo, acaba de registrarse a favor de Ghana el contencioso con respecto a la delimitación de una parte de la frontera marítima entre los dos países. Esta disputa, iniciada en 2014, adquirió una especial trascendencia tras descubrirse yacimientos petroleros en la zona. El Tribunal Internacional de Derechos del Mar se ha pronunciado en septiembre de 2017 a favor de la postura de Ghana, lo que implica que Accra podrá relanzar las perforaciones offshore, que estaban prohibidas desde marzo de 2015.



Fuente: /www.theoacheampong.com

Fuera de la región destacan las buenas relaciones con EEUU, que es uno de los principales donantes de ayuda de Ghana, además de uno de sus principales socios comerciales. Las relaciones bilaterales se están estrechando con países como China, India, Brasil o Turquía. Por último, hay que destacar la importancia de las relaciones políticas, comerciales y de cooperación con Europa y con la UE. La AOD proveniente de la UE y de los Estados miembros supone casi el 50% del total de la ayuda que recibe Ghana. Asimismo, dentro del marco del décimo Fondo de Desarrollo Europeo para 2014-2020, se van a destinar a Ghana 373 mill.€.

2. EVOLUCIÓN ECONÓMICA

- ➔ Segunda economía de la región, con un papel destacado como productor de cacao y oro. Creciente importancia del sector de los hidrocarburos con la puesta en explotación en 2010 de nuevos yacimientos petrolíferos.
- ➔ La falta de capital humano, el enorme sector informal y las deficientes infraestructuras, especialmente en el sector eléctrico, son importantes obstáculos al crecimiento.
- ➔ Notable desaceleración económica desde 2012. Preocupante deterioro del cuadro macroeconómico, que ha conducido a una fuerte depreciación de la divisa y a una seria caída de las reservas, lo que obligó a solicitar la ayuda del FMI en 2015. Este programa acaba de prorrogarse un año más, hasta abril de 2019.
- ➔ Crecimiento del 3,5% en 2016. Perspectivas muy positivas sobre la base del dinamismo del sector petrolero.

ESTRUCTURA ECONÓMICA

Ghana es una economía de tamaño pequeño (42.778 mill.\$), pero tiene relevancia en los mercados internacionales como productor de cacao y oro. Su envidiable estabilidad política viene acompañada de una notable riqueza de recursos naturales. No obstante, el país padece muchos de los problemas estructurales propios del continente africano. Se trata de una economía muy intervenida, con pesada burocracia y unas infraestructuras precarias. Además, el peso del sector público es excesivo y la gestión fiscal deficiente. A lo anterior se suma un frágil sector bancario. Estos rasgos explican gran parte de las vulnerabilidades que sufre el país e impiden que esta riqueza en recursos se traduzca en un crecimiento sostenido en el tiempo.

PIB (mill.\$)	42.778
CRECIMIENTO PIB	3,5
INFLACIÓN	15,4
SALDO FISCAL	-8,9
SALDO POR C/C	-6,7

Datos a 2016

La agricultura ha ido perdiendo peso paulatinamente, hasta situarse en 2016 en torno al 20% del PIB, si bien emplea a casi la mitad de la población. La producción está bastante diversificada y permite prácticamente la autosuficiencia en cultivos alimentarios (mandioca, cereales, frutas ...), aunque el cacao es el cultivo que destaca tradicionalmente. El suelo es fértil, y existe potencial para aumentar la producción, pero el sector adolece de una serie de deficiencias que impiden realizar ese potencial. En primer lugar, el 90% de las explotaciones son familiares y minúsculas, de

menos de 2 hectáreas; la excepción son los cultivos para la exportación (cacao, aceite de palma, piña, caucho ...). Además, el uso de maquinaria anticuada y la dependencia de las lluvias (que son irregulares) determinan una productividad baja. Por último, la escasez de infraestructuras de transporte adecuadas e instalaciones de almacenamiento y refrigeración dificultan la comercialización.

Mención aparte merece el cacao, del que Ghana es el segundo productor mundial después de Costa de Marfil (más de 900.000 toneladas de cacao en grano, que representa en torno al 20% de la producción mundial). Es un sector fuertemente regulado desde la Administración, especialmente en lo que respecta a la comercialización y al control de la calidad. Sin embargo, desde los años 80 las autoridades han acometido un proceso de liberalización gradual. Hoy en día, el Ghana Cocoa Board (Cocobod) mantiene el monopolio de la exportación, pero ya no es el único comprador de las cosechas (aunque sigue siendo el principal, con más de un tercio de la cuota de mercado). El Estado compra a un precio que él mismo fija y que normalmente está por debajo del precio internacional al que luego vende en el exterior, con lo que el cacao, que supone el 30% de las exportaciones, es una importante fuente de ingresos. El Gobierno argumenta que la plena liberalización del sector puede conllevar una disminución de la calidad del producto, que hoy por hoy es una de las más reputadas del mundo. Cada año se espera con expectación que se fije el precio de compra oficial que, al ser normalmente inferior al de mercado, incentiva el contrabando⁽⁷⁾.

El sector secundario supone el 28,2% del PIB. Destacan la construcción, que ha registrado tasas de crecimiento de dos dígitos en los últimos años como resultado del aumento de la inversión inmobiliaria y la mejora de las infraestructuras públicas y, sobre todo, la minería. El sector minero es, con diferencia, el que más inversión extranjera atrae, el que más ingresos aporta por exportaciones y el que más contribuye al presupuesto público. Ghana posee abundantes recursos minerales (manganeso, bauxita, diamantes e incluso petróleo). Sin embargo, si por algo se identifica a esta nación es por la producción de oro, que data de los tiempos previos a la colonización⁽⁸⁾. En la actualidad, Ghana es el segundo productor de África subsahariana, tras Sudáfrica y el décimo del mundo. Este mineral representa en torno al 38,5% del total de sus exportaciones. El sector se liberalizó con la Ley Minera de 1986, lo que motivó un fuerte boom en los años 90. De producir oro en explotaciones a pequeña escala, controladas por la empresa estatal, Ghana pasó a irrumpir en el mercado internacional con una decena de minas de gran dimensión, explotadas por grandes empresas, la mayoría multinacionales.

El descubrimiento de petróleo en 2007 imprimió un fuerte impulso a la actividad económica, pero la caída del precio del crudo ha frustrado las expectativas de aumento de ingresos para las arcas públicas. La producción ha crecido desde 24,5 millones de barriles anuales en 2011 más de 60 millones en 2017 (190.000 b/d), con lo que el crudo ha pasado a contribuir en torno a un 5% al PIB, y su peso en las exportaciones asciende al 15,2%, la tercera partida después del oro y el cacao. En cambio, su aportación a las arcas públicas fue tan solo el 5% de los ingresos totales en 2016. No obstante, se espera que la producción aumente considerablemente en los próximos años,

-
- (7) El precio fijado en octubre de 2016 para la temporada 2017/18 fue de 7.600 cedis por tonelada (aproximadamente 1.726 dólares la tonelada), el mismo que en la temporada anterior. Todavía supone un descuento respecto al precio internacional, si bien mucho menor que en temporadas anteriores, ya que el precio internacional ha caído notablemente (de unos 3.133 dólares la tonelada en 2016 a unos 2.000 dólares en 2017) por un exceso de oferta.
- (8) Los portugueses llamaron a este territorio Costa de Oro en el S.XV.

gracias a la entrada en producción de algunos pozos en alta mar y a la optimización de la capacidad de producción de otros. La sentencia que ha resuelto la disputa con Costa de Marfil es clave en este sentido. Se estima que la producción de crudo de Ghana podría ascender a más de 220.000 b/d en 2018, convirtiéndolo en el cuarto mayor productor de petróleo del África subsahariana para 2020.

El sector servicios abarca en torno al 53% del PIB, predominando el transporte, el comercio, el turismo y las telecomunicaciones. El turismo se ha ido convirtiendo en uno de los sectores de más rápido crecimiento de la economía ghanesa en los últimos años. La epidemia de Ébola en Sierra Leona y Liberia afectó al número de visitantes en toda la región, pero en la actualidad, el sector se está recuperando. En 2016 su contribución al PIB se estima que ascendió al 3% de forma directa (de forma indirecta aumenta hasta el 7%) y un 2,4% del empleo.

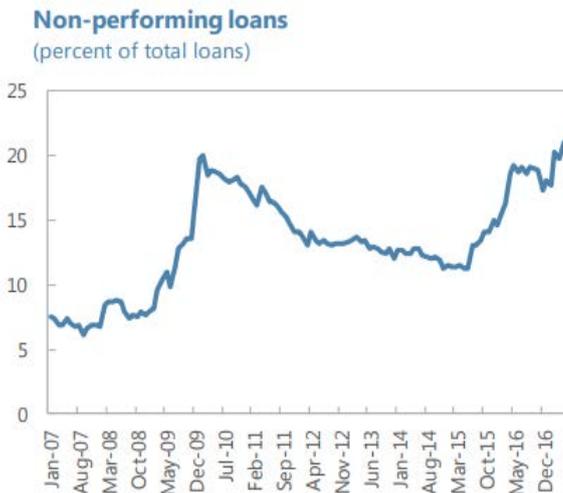
Entre los principales problemas estructurales del país destacan la falta de capital humano, el enorme sector informal, el dualismo empresarial y las deficientes infraestructuras. Hay escasez de mano de obra cualificada en numerosos sectores. Las autoridades sitúan el desempleo en el 5%, cifra nada representativa, ya que se estima que sólo el 8,5% de los trabajadores tienen empleos en el sector formal. El tejido empresarial se caracteriza por la existencia de un número reducido de grandes empresas de participación pública o extranjera y un elevado número de microempresas sin acceso a los circuitos financieros formales y que, en muchos casos, operan en la economía sumergida (especialmente en el sector de la distribución comercial y en el agrícola). Por último, las infraestructuras son escasas y de mala calidad. Muchas localidades, especialmente en el interior del país, carecen de agua corriente. Las infraestructuras de transporte son inadecuadas y la generación y el transporte de electricidad muy deficientes, con cortes constantes en los suministros.

MOROSIDAD CRECIENTE EN EL SECTOR BANCARIO

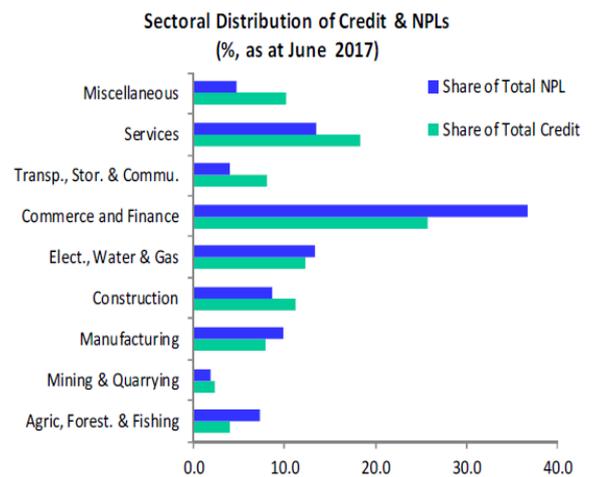
El sector financiero está poco desarrollado y adolece de una serie de ineficiencias que dificultan la adecuada transmisión a la economía real de las decisiones de política monetaria y constituyen un lastre a la expansión económica. En torno al 95% de las transacciones se realizan en efectivo y gran parte de la población se financia en el sector bancario informal.

La competencia es reducida. A pesar de que existen un gran número de operadores (34 bancos comerciales y más de 130 rurales) los cuatro grandes bancos dominan el sector. El Estado es accionista mayoritario del principal banco del país (el Ghana Commercial Bank), es propietario del sexto (el Agricultural Bank of Ghana) y a través del fondo de la seguridad social (el Social Security and National Insurance Trust, SSNIT) mantiene posiciones muy relevantes en muchos otros bancos, incluidas las filiales de Société Générale y Standard Chartered. La ineficiencia en los bancos públicos es acusada. Por otra parte, el recurso del Estado a la monetización del déficit público genera inflación, lo que presiona al alza los tipos de interés nominales. El diferencial bancario (tipo de interés de préstamo menos tipo de depósito) es considerable, entre los 16-20 pp; de hecho, es casi el doble que la media del África negra. El tipo de depósito es muy bajo, lo que desincentiva el ahorro, y el de préstamos muy alto, lo que dificulta la financiación del sector privado. Las pymes tienen especial dificultad para acceder a la financiación, ya que muchas de ellas quedan directamente fuera del sistema financiero formal. Además, se produce un claro efecto expulsión

(crowding out). Las elevadas necesidades de financiación del Estado acaban expulsando al sector privado. Además, el deficiente marco regulatorio y la mala información que proporcionan los prestatarios implica que los bancos mantienen los tipos de interés elevados pese a que el Banco Central realice recortes, lo que dificulta el funcionamiento de la política monetaria.



Fuente: Fondo Monetario Internacional



Fuente: Banco Central de Ghana

El sector bancario está correctamente capitalizado; los niveles de liquidez y solvencia son adecuados. El ratio de Adecuación de Capital (Capital Adequacy Ratio, CAR), asciende a 14,8%, muy por encima del 10% requerido legalmente, pero ha caído casi dos puntos porcentuales entre junio de 2016 y junio de 2017. Además, la calidad de los activos se está deteriorando. La morosidad ha aumentado en los últimos dos años, hasta superar el 20% en junio de este año. El grueso de los créditos morosos (o Non Performing Loans), un 64% del total, se encuentra concentrado en tres sectores: comercio y finanzas, servicios y la electricidad, agua y gas. Los beneficios netos del sector cayeron un 5,2% debido a dicho aumento de los créditos morosos, al crecimiento moderado de los préstamos y anticipos, a la menor rentabilidad en las inversiones y al aumento de los gastos operativos.

Aunque la escasa penetración del sector implica que la posibilidad del riesgo sistémico es muy reducida, a la vez, supone un obstáculo para la inversión y el crecimiento. El ejecutivo ha diseñado una hoja de ruta para fortalecer el sector financiero que incluye la recapitalización de algunos bancos y la liquidación de los insolventes, la introducción de requerimientos de capital bajo el marco de Basilea II y III y un mayor énfasis en la regulación prudencial. En el marco de esta estrategia, el Banco Central retiró la licencia a dos bancos, UT Bank y Capital Bank, en agosto de este año por ser insolventes y otros siete bancos presentan una delicada situación, si bien todos ellos lograron cumplir con los niveles de capitalización exigidos en julio de este año. El Banco Central ha otorgado asistencia financiera (emergency liquidity assistance o ELA) a varios bancos con problemas de liquidez, sin exigir garantías, aumentando su propio nivel de riesgo.

UN CRECIMIENTO DESEQUILIBRADO

Tras más de dos décadas de crecimiento sostenido, Ghana se ha desacelerado drásticamente los últimos tres años. Desde 2008 el país venía creciendo a tasas muy superiores de la media de la región (entre 2008 y 2012 creció por encima del 9%) e incluso capeó muy bien el temporal en 2009 con un crecimiento del 5,8%. En 2011, la bendición petrolera se tradujo en un crecimiento del 14,4%, el mayor de África. No obstante, a partir de ese momento, el crecimiento se ha ido ralentizando.

En 2009 Ghana sufrió una crisis de balanza de pagos, como resultado del elevadísimo déficit público acumulado en 2008, generado por las elecciones de aquel año, y de un descontrolado déficit exterior. La crisis financiera internacional, con el cierre de la financiación exterior, agravó la situación. Con las reservas bajo mínimos Ghana tuvo que acudir al FMI en junio de 2009, que le concedió 613 mill.\$ en el marco de un Servicio de Crédito Ampliado (*Extended Credit Facility*) trienal, con el fin de reconducir la situación y ajustar los preocupantes desequilibrios. El programa incluía severos ajustes fiscales para restaurar la sostenibilidad de la deuda y el nivel de reservas, eliminar el dominio de la política fiscal sobre la política monetaria y salvaguardar la estabilidad del sistema financiero. Estos fondos fueron un balón de oxígeno al tiempo que, se lograron notables progresos en la consolidación fiscal tanto por la vía de los ingresos (con una mayor recaudación) como por la vía del gasto (con mejoras en la técnica presupuestario).

No obstante, en 2012, nuevamente año electoral, el gasto público volvió a descontrolarse y el déficit público alcanzó el 12% del PIB. Además, coincidió con el fin del programa del Fondo y con un acusado descenso de los precios del cacao, lo que contribuyó a un aumento del déficit por cuenta corriente hasta el 12% en 2013. Ghana volvió a repetir el patrón anterior: los elevados déficits gemelos (público y por cuenta corriente) alimentaron una creciente deuda pública y externa. Además, la monetización del déficit público y la depreciación de la divisa dispararon la inflación (17% en 2014). La caída de las reservas a finales de 2014 obligó a Ghana a acudir nuevamente al FMI. En abril de 2015 se aprobó otro Servicio de Crédito Ampliado por un importe de 918 mill.\$ a desembolsar en tres años.

El pasado mes de septiembre se aprobó la extensión del programa un año más, hasta abril de 2019. Además, se concedió una dispensa por el incumplimiento de algunos de los criterios del programa. Ghana ha incumplido los objetivos en materia de déficit fiscal, de nivel de reservas y de reducción del volumen acumulado de retrasos en los pagos del sector público. La próxima revisión será en febrero de 2018.

Crecimiento del PIB



Fuente: FMI

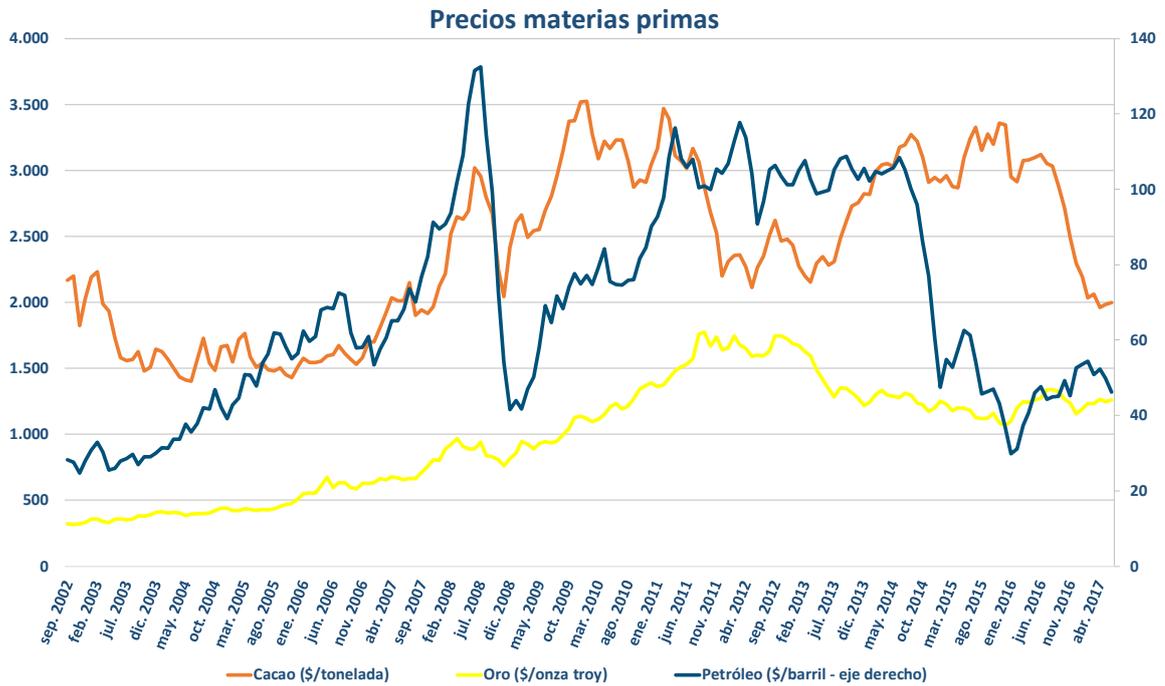
El año 2016 ha cerrado con un crecimiento del PIB del 3,5%, cuatro décimas por debajo del año anterior y la tasa más baja desde 1990. Este decepcionante resultado, muy por debajo de todas las previsiones, obedece a la confluencia de una serie de factores, algunos de ellos transitorios. En primer lugar, el PIB del sector de los hidrocarburos ha caído casi un 17%, frente a una contribución positiva al crecimiento en los años anteriores. El campo petrolífero de Jubilee, el más importante de Ghana, sufrió unos prolongados problemas técnicos, que han reducido la producción de petróleo hasta 73.000 b/d en lugar de los 112.000 previstos. Parte de esta caída fue compensada por la puesta en explotación del campo de TEN, en agosto de 2016.

A esto se suman los problemas en el abastecimiento eléctrico. Es muy difícil calcular su coste económico, si bien varios estudios estiman que ascienden a más de un 2% del PIB⁽⁹⁾. Esto obedece a la inestabilidad en el suministro de gas del Gaseoducto de África Occidental, a los bajos niveles del agua, al deficiente mantenimiento del sistema eléctrico y a la ineficiencia de las empresas públicas encargadas del servicio. El sector arrastra, según el ejecutivo, una deuda de 2.400 mil.\$ por la compra de combustibles y el pago de proveedores de energía bajo el gobierno de Mahama, gastos que aumentaron próximos a la campaña electoral para parchear el problema y que no le penalizara en las urnas.

En tercer lugar, la aplicación de políticas monetaria y fiscal restrictivas, como analizaremos, en el marco del programa con el FMI, también han frenado la actividad.

Por último, los factores externos tampoco han ayudado. La débil demanda global, los bajos precios del petróleo y unas restrictivas condiciones de financiación externa han completado el cuadro.

(9) Según las investigaciones realizadas por el *Ghana Growth and Development Forum*, los cortes de electricidad han provocado una reducción del PIB del país de entre un 2% y un 6%. Ghana con una población de 28,2 millones de habitantes tiene una capacidad instalada de 2.900 MW, frente a España que cuenta con una capacidad de 107.428 MW y una población de 46,4 millones de habitantes. Se calcula que la demanda de electricidad ronda en su punto máximo los 2.100 MW, pero actualmente Ghana sólo consigue generar 1.500 MW, lo que deja al país con un déficit de aproximadamente 600 MW.



Fuente: Indexamundi

En contraste, las previsiones para los próximos años son muy optimistas. Tanto el FMI como el IIF prevén un notable repunte de la actividad este año, con cifras cercanas al 6% y por encima del 8% en 2018. Gran parte de esta mejora se apoya en el dinamismo del sector petrolero. Además, la actividad económica también se está beneficiando de una inflación más controlada, de la caída de los tipos de interés y de un suministro de energía más fiable. El ejecutivo ha diseñado un nuevo plan eléctrico que incluye la posibilidad de que las empresas públicas de suministro de energía coticen en bolsa, lo que favorecerá la entrada de capital privado y posiblemente redunde en una mayor eficiencia. Además, los presupuestos de este año incluyen un ambicioso plan de inversión en energías renovables.

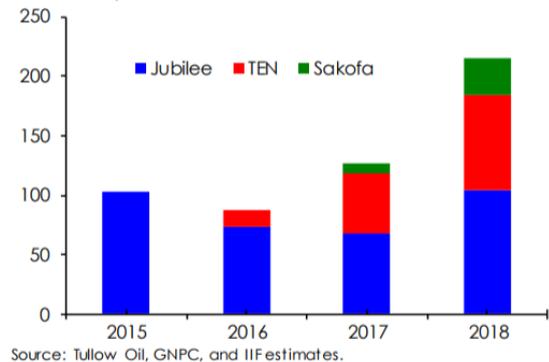
LA PRODUCCIÓN PETROLERA, EN ALZA

- Los principales campos petrolíferos de Ghana son:
 - a) El campo Jubilee, el cual es objeto de extracción desde el año 2010. Una vez resueltos los problemas técnicos padecidos en 2016, se espera que su producción repunte este año a 115.000 b/d.
 - b) El campo TEN (agrupa Tweneboa, Enyenra y Ntomm), cuya explotación estaba en suspenso por la disputa marítima con Costa de Marfil. Se espera que alcance los 80.000 b/d.
 - c) El campo Sankofa, que comenzó a explotarse en agosto de 2017, con una producción estimada en 30.000 b/d.
- Los últimos datos disponibles apuntan a que la producción en marzo de 2017 ha ascendido 165.000 b/d, lo que duplica ya la producción de 2016 y supera las expectativas de muchos analistas (incluido el IIF, como se observa en el gráfico).
- Se prevé que la producción alcance los 220.000 b/d en 2018. La sentencia del Tribunal Internacional de Derechos del Mar a favor de Ghana en el conflicto marítimo con Costa de Marfil ha sido vital de cara a continuar las perforaciones en la zona.

Producción de Petróleo (miles de barriles al día)



Oil Production
thousand bpd



Por último, el precio del petróleo ha aumentado, impulsado por los efectos adversos de los huracanes en América, lo que ha reforzado el efecto de los recortes en la producción de la OPEC⁽¹⁰⁾. No obstante, se mantendrá muy lejos del pico de 2013. El precio del oro ha repuntado y posiblemente continuará aumentando lo que resta del año debido a su papel como valor refugio. Los inversores acuden al metal como valor seguro ante las tensiones geopolíticas y la débil coyuntura económica estadounidense. La depreciación del dólar, que ha perdido un 11% de su

(10) Los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y algunos productores fuera de la organización (un total de 24 países) acordaron en mayo de 2017 prorrogar los recortes de producción de crudo durante nueve meses hasta marzo de 2018, y reducir la producción en 1,2 millones de barriles diarios, hasta 32,5 millones de barriles en 2017.

valor desde enero, también está influyendo en la subida del precio del metal precioso, que cotiza en esta moneda. El precio del cacao, en cambio, registra una fuerte caída desde mediados de 2016 (de unos 3.000 \$/Tm en la primera mitad de dicho año, a unos 2.000 en la actualidad) como consecuencia de la sobreoferta mundial, producto de unas condiciones climatológicas muy favorables y del rápido aumento de las plantaciones en los últimos años, motivadas por los elevados precios.

Por el momento, los datos más recientes confirman esta mejora de la actividad económica. Las tasas de crecimiento interanuales del primer y segundo trimestre de este año han ascendido al 6,6% y al 9% respectivamente. El sector secundario ha sido el principal motor de crecimiento, con una tasa del 19,3% en el segundo trimestre, destacando la minería, que creció un 75% (principalmente el sector del petróleo y el gas). Los datos de confianza reflejan una clara mejora de las expectativas tanto a nivel empresarial como de los consumidores.

Los riesgos que pueden lastrar la expansión incluyen, en primer lugar, una evolución del sector petrolero no tan brillante como la prevista, bien por dificultades técnicas en la producción o bien por una nueva caída en los precios. Ello afectaría tanto a las cuentas públicas como externas, talones de Aquiles de Ghana, lo que dificultaría el ajuste de estos desequilibrios. Un empeoramiento de la situación financiera de las empresas públicas, ya crítica, como analizaremos, podría añadir más presión sobre las ya débiles finanzas públicas. Tampoco se puede descartar un aumento de la morosidad en el sector bancario.

3. SECTOR PÚBLICO

- ➔ Deficiente gestión de las finanzas públicas. Déficit público crónico, que se dispara en los años electorales. El FMI ha mantenido acuerdos con Ghana de forma intermitente durante décadas. El actual programa aboga por la consolidación presupuestaria.
- ➔ El déficit público en 2016 alcanzó el 8,9% del PIB. La aparición de gastos de difícil justificación y atrasos de dudoso origen han puesto el foco, nuevamente, en la necesidad de mejorar la gestión fiscal. Especialmente preocupante es la situación financiera de las empresas públicas del sector de la energía. Se han establecido restricciones a la monetización del déficit público.
- ➔ Fuerte incremento de la deuda desde la última condonación, en 2006. En 2016 equivalía al 73,4% del PIB, con una preocupante proporción a corto plazo (en torno a un 30%). El uso de la financiación no concesional se restringe para proyectos de desarrollo prioritarios.

Ghana adolece de un déficit público crónico que aumenta notablemente en los años electorales. Por una parte, la insuficiente capacidad recaudatoria se traduce en unos ingresos que sistemáticamente están por debajo de los gastos. Las numerosas bonificaciones y exenciones, los problemas de fraude y una ineficiente administración tributaria explican que los ingresos con relación al PIB no lleguen a superar el 20%. A lo anterior se suma el enorme tamaño de la economía informal. Por otra parte, el gasto se dispara cada vez que hay elecciones. El resultado es que el déficit en años electorales llega a superar el 10% del PIB. A esta elevada necesidad de financiación de sector público se suma el tradicional déficit exterior, lo que explica los episodios que han venido

repitiéndose en 2009 y 2012: fuertes presiones sobre la divisa, pérdida de reservas y, finalmente, la necesidad de acudir en busca de ayuda al FMI.

Entre 2012 y 2014, el déficit público promedió el 11% del PIB. En 2015 se logró reducir el déficit a menos de la mitad (un 5,2% del PIB) gracias a las medidas de consolidación presupuestaria aprobadas en el marco del acuerdo con el Fondo. Dichas medidas incluyeron la eliminación de los subsidios a las gasolinas y a la electricidad y el control del gasto salarial mediante el establecimiento de unos parámetros que determinen las subidas anuales, la identificación de los trabajadores fantasmas⁽¹¹⁾ y de los gastos superfluos.

No obstante, en 2016 se ha revertido esta tendencia y se ha producido nuevamente una gran desviación del presupuesto. El déficit, en lugar de reducirse hasta el 3,7%, tal y como estaba previsto, ha aumentado hasta el 8,9% del PIB. Sin embargo, en esta ocasión no se debe al clásico incremento de los gastos corrientes preelectorales que por una vez no se produjo, sino al aumento de las inversiones públicas y también, y mucho más preocupante, a una partida de difícil justificación, que ascendía a un 3% del PIB y que no estaba presupuestada. Según la Oficina Presupuestaria, incluía “reclamaciones pendientes” que no queda claro cuándo ni cómo fueron autorizadas. Además, se hicieron públicos nuevos atrasos, también de dudoso origen, por valor de más de un millón de cedis (cerca de 230.000 \$), con lo que los atrasos acumulados ascendían al cierre del ejercicio de 2016 a 3.200 millones de cedis (730 mill.\$). Los atrasos en los pagos son un problema recurrente en Ghana. El Estado y las empresas públicas pagan tarde, lo cual, en un país en el que el interés nominal de los préstamos supera el 25%, es muy preocupante⁽¹²⁾. En el momento de redacción de estas líneas se está ejecutando una auditoria con el fin de esclarecer el origen de estas partidas y qué procedimientos se siguieron para su aprobación. En cualquier caso, y aparte del propio efecto sobre las cuentas públicas, este descubrimiento originó desconfianza y complicó las posibilidades de financiación del país.

Los ingresos también fueron menores de lo presupuestado, en cierta medida por la caída de los petroleros. Por una parte, las proyecciones del precio del crudo manejadas en los presupuestos eran demasiado optimistas y, por otra, la producción del campo de Jubilee se redujo en un 28%. También cayeron los ingresos impositivos (renta, sociedades) por el débil crecimiento en los sueldos y la reducción de los beneficios empresariales. Como resultado, los ingresos fiscales ascendieron al 17,3% del PIB, cuatro puntos por debajo de las previsiones y por debajo de los del año anterior (19,6% del PIB).

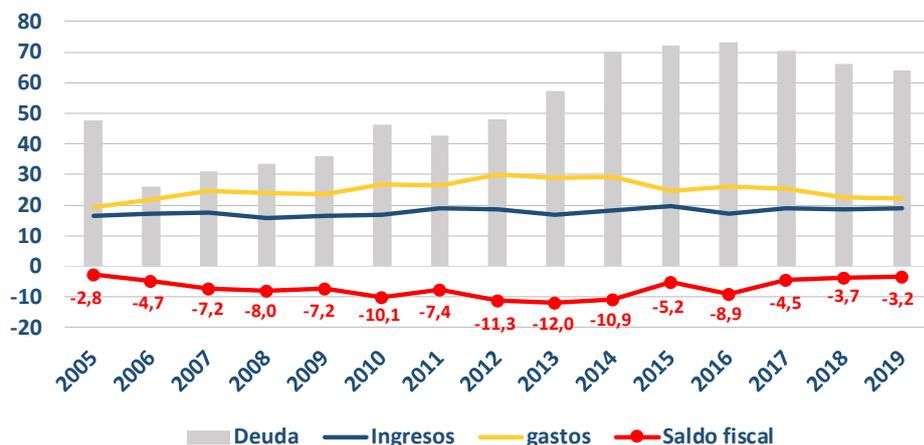
En 2017 se pretende reducir el déficit hasta el 4,5% del PIB. Se prevé un repunte de los ingresos, gracias a la mayor recaudación en los impuestos directos derivada de la reactivación del crecimiento y que se tripliquen los ingresos por royalties en el sector petrolero. Estas proyecciones parecen demasiado optimistas, al igual que ocurre con el crecimiento, que depende, en gran parte, de que se cumplan las predicciones de aumento en la producción petrolera. En cuanto a los gastos,

(11) Trabajadores cuyos nombres figuran en las nóminas pero realmente no trabajan para el sector público.

(12) Eliminar los atrasos se convirtió en una de las prioridades del Gobierno de Atta-Mills, tanto por su volumen como por sus efectos en la credibilidad fiscal, y a este fin se dedicaron los ingresos por las emisiones de bonos (que podrían haber sido utilizados para pagar, por ejemplo, inversiones en infraestructuras) de 2011. Sin embargo, como vemos la situación se repite.

con el fin de evitar las irregularidades el ejecutivo se ha comprometido a promover la disciplina fiscal y a eliminar los gastos que no sean correctamente auditados y autorizados.

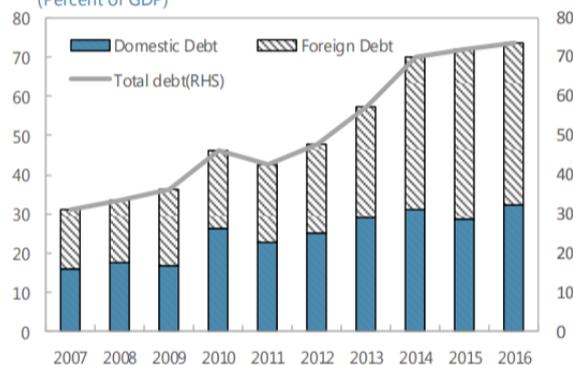
Finanzas públicas (% del PIB)



Fuente: FMI

La deuda pública ha seguido una preocupante tendencia ascendente y ya en 2012 sobrepasó el nivel que tenía en 2006, cuando fue condonada gracias a la iniciativa HIPC. En 2016 equivalía al 73,4% del PIB. Se prevé que este año descienda hasta el 70,5%, gracias al proceso de consolidación presupuestaria y al aumento del PIB. Además, se ha producido un importante cambio en su composición: en 2005 en torno al 80% de la deuda pública era externa, mientras que hoy el 40% es deuda doméstica. Este cambio se explica en gran parte por la mencionada monetización del déficit público.

Government Debt (Percent of GDP)



Fuente: FMI

Parte de esta deuda proviene de las empresas públicas del sector de la energía, que atraviesan actualmente una **situación financiera muy delicada**. Muchas de ellas han registrado notable pérdidas en los últimos años y han alimentado una creciente deuda con los bancos domésticos que está garantizada por el Estado. Una auditoría reciente estima que su deuda asciende al 13% del PIB en junio de 2016⁽¹³⁾. La mala calidad de la información financiera aportada obliga a tomar estas cifras con cautela, pero posiblemente sea superior. Para reconducir esta situación, el gobierno

(13) Esta auditoría ha sido ejecutada por Ernst and Young y refleja la delicada situación financiera de las empresas públicas del sector energético: Electricity Company of Ghana (ECG) (distribuidora de electricidad), Volta River Authority (VRA) (generadora), Ghana Grid Company Limited (GRIDCO) (transmisora) y la refinería de Tema (TOR).

aumentó las tarifas eléctricas e inició la reestructuración de la deuda de dos de ellas (VRA y TOR). Además, pretende mejorar la supervisión de sus cuentas con el fin de mejorar su balance, lo que mejorará el de los bancos domésticos que tienen una fuerte exposición a las empresas del sector de la energía y cuya morosidad repuntó el año pasado. El gobierno está valorando separar de la deuda pública total la deuda de las empresas estatales, especialmente de aquéllas que pueden atender su servicio con ingresos propios.

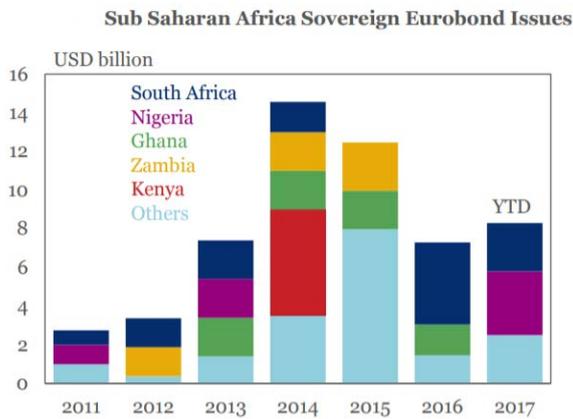
En agosto de 2016 se aprobó una norma con el fin de restringir el recurso al Banco Central para la financiación del déficit público. Por el momento se permite financiar un máximo del 5% del volumen total de los ingresos (antes se permitía hasta el 10%) y el objetivo es eliminar esta posibilidad por completo. También se han establecido límites estrictos en cuanto a la financiación no concesional, cuyo uso se restringe para proyectos de desarrollo esenciales. En 2014 se creó un nuevo organismo encargado de gestionar la financiación de proyectos de infraestructuras estratégicas, el *Ghana Infrastructure Fund* (GIF). Se espera que el GIF se financie en gran parte a través del *Annual Budget Funding Amount*, que se nutre, en parte, con el beneficio por la explotación de los hidrocarburos. El fondo también está abierto a inversores privados e instituciones multilaterales. Estas iniciativas forman parte de una nueva estrategia de gestión de la deuda pública, que también incluye el aumento de la proporción de deuda doméstica y el alargamiento de los plazos de amortización.

El coste del servicio de la deuda ha ido aumentando (representa en torno a un tercio de los ingresos públicos) como consecuencia de las mayores dificultades de financiación ante el deterioro de la situación en los últimos años. En torno al 45% de la deuda doméstica está financiada a corto plazo, con los mayores costes que ello implica. En los últimos cuatro años Ghana ha emitido eurobonos a un tipo de interés superior a otros países de la región. La última vez, en septiembre de 2016, se emitieron bonos a 10 años, denominados en dólares pero dirigidos al mercado doméstico, por valor de 750 mill.\$, en línea con el doble objetivo de financiarse a plazos más largos y en el mercado doméstico. La acogida fue muy buena: la demanda excedió la oferta en 4.000 mill.\$ y el tipo se fijó en el 9,25%, inferior a la emisión anterior (10,75%). Parte de los recursos obtenidos de la emisión de eurobonos y parte de los ingresos procedentes del crudo se están utilizando para refinanciar la deuda a plazos más largos y para servir como fondos de garantía en proyectos de infraestructuras.

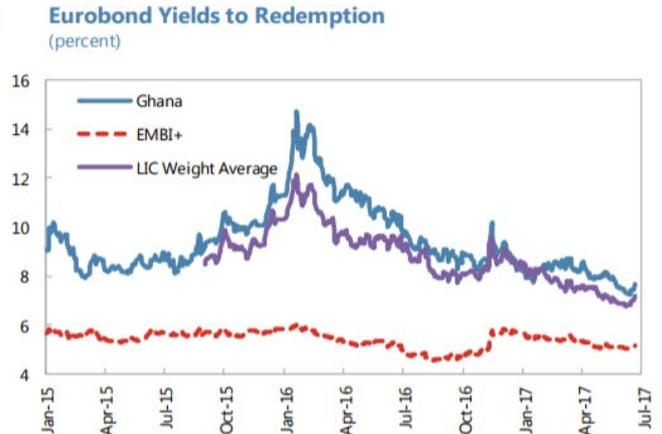
La desconfianza de los mercados se disparó en el momento en que se descubrieron las partidas fiscales no contabilizadas, lo que se puso de manifiesto en el aumento del spread de los bonos, que se ha ido normalizando desde entonces. Las agencias de calificación, por su parte, han mejorado la perspectiva de Ghana a finales de 2016. Moody's y Fitch, de negativa a estable, y S&P, de estable a positiva, si bien las tres agencias lo sitúan en el escalón "muy especulativo". En los tres casos, destacan la reducción del riesgo de liquidez tras la exitosa emisión de eurobonos, la mejora en la dinámica de la balanza exterior y la aplicación de reformas en el marco del programa del FMI.



	Moody's	S&P	Fitch
Calificación	B3	B-	B
Perspectiva	Estable	Positiva	Estable



Fuente: Bloomberg

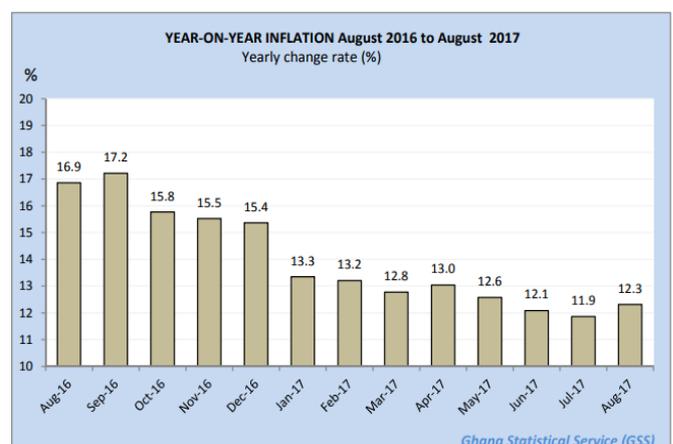


Fuente: Datastream

UNA INFLACIÓN MÁS CONTROLADA

El recurso a la monetización del déficit ha conducido a una preocupante tendencia ascendente de la inflación desde 2012, hasta alcanzar un pico cercano al 20% a principios de 2016. Este aumento respondía tanto al efecto retardado de aumento de los precios administrados como a la depreciación del cedi con respecto al dólar, conforme se disparaba la deuda y caían las reservas. No obstante, desde octubre de 2016, gracias a la aplicación de una política monetaria restrictiva y a la estabilización de la divisa, se ha entrado en un proceso de desinflación que va acercando el crecimiento de los precios al objetivo del Banco Central (8%, más o menos dos puntos porcentuales). En agosto cerró en un 12,3%, con un crecimiento de los precios de los alimentos de 7,4% y del resto de bienes del 14,7%. El Banco Central de Ghana (BCG) es de los pocos bancos centrales de países menos desarrollados que han apostado formalmente por un objetivo de inflación (desde 2007), si bien no ha logrado en la práctica la credibilidad que buscaba. Ello se debe a que el objetivo no está predeterminado, sino que se fija cada año, lo que debilita la principal ventaja del sistema: la capacidad de anclar expectativas.

Para hacer frente a la escalada de precios que sufrió el país a raíz de la crisis de 2012, el BCG emprendió una política de subida de tipos. Estos pasaron del 13,5% a principios de 2012 al 26% en noviembre de 2015, donde se han mantenido durante un año. A partir de entonces, se inició una moderada bajada de tipos, hasta un 21%, en un contexto de desinflación y de una divisa más estable y fuerte. No obstante, los tipos de interés reales permanecen todavía altos, con lo que es previsible que se practiquen más recortes a corto plazo, especialmente si la estabilidad cambiaria se mantiene.





Fuente: Banco de Ghana

La evolución reciente del Cedi refleja una ligera apreciación respecto al dólar. En febrero de 2017 perdió gran parte de su valor tras conocerse el agujero fiscal proveniente de la administración anterior, si bien desde entonces se ha fortalecido y posiblemente se mantenga esta tendencia en el corto plazo, gracias a unos tipos de interés relativamente altos, una inflación controlada, una mayor producción de petróleo y, en definitiva, en paralelo con las mejores perspectivas económicas del país.

Es conveniente que se dote una mayor flexibilidad al tipo de cambio y evitar intervenir para sostener su valor, ya que ello tiene un elevado coste en reservas. En esta línea, en 2016 se ha eliminado la obligación que existía para los exportadores de cacao y oro de remitir los ingresos en divisas al Banco Central. Esto se ha realizado a lo largo de varios años, por fases, para evitar distorsiones en el mercado de divisas. A partir de ahora, se monitoriza la entrada de divisas a través de bancos comerciales. El objetivo último es lograr un mercado cambiario más flexible y menos intervenido. El control de los ingresos de los dos principales productos exportados suponía un fuerte intervencionismo.

Tipo de cambio cedi vs dólar



SOURCE: TRADINGECONOMICS.COM | OTC INTERBANK

4. SECTOR EXTERIOR

- ➔ Déficit por cuenta corriente muy elevado (6,7% en 2016), como resultado del déficit estructural en la balanza comercial. Fuerte dependencia de las fluctuaciones de los precios del oro, cacao y petróleo, principales sectores de exportación.
- ➔ Dependencia de la financiación externa, lo que constituye una fuente de vulnerabilidad.
- ➔ Nivel de reservas aceptable, aunque en el límite inferior.

Ghana es una economía muy abierta, con relevancia a nivel internacional en los mercados de venta de oro y cacao. El rápido crecimiento de la última década ha venido acompañado de la generación de un abultado déficit exterior, de la mano fundamentalmente de un crónico desequilibrio comercial. En 2013 el déficit por cuenta corriente alcanzó un elevadísimo 11,9% del PIB y desde entonces se ha ido corrigiendo gradualmente. 2016 cerró en un 6,7% (2.866 mill.\$). Todas las sub-balanzas de la cuenta corriente presentan de forma continuada un saldo deficitario, salvo la de transferencias corrientes.

La balanza comercial es estructuralmente deficitaria como resultado de la debilidad de la industria nacional, sobre todo en lo que respecta a bienes exportables. Las ventas al exterior están muy concentradas en tres productos: el oro (representa en torno al 38,5% de las exportaciones), seguido del cacao (30,5%) y el petróleo y el gas (15,2%). Se trata, por tanto, de materias primas y productos agrícolas, lo que deja expuesto al país ante las fluctuaciones de los precios internacionales. Clara prueba de ello fue el deterioro de la balanza comercial hasta un déficit próximo al 10% en 2012-13 como resultado de la caída del precio del cacao. No obstante, en 2016 se ha corregido notablemente (ha pasado de un déficit del 8,4% en 2015 a un 4,1% del PIB) gracias a un aumento del 6,8% de las exportaciones (11.137 mill.\$) junto a un descenso del 4,4% de las importaciones (12.900 mill.\$). La mejora se debe, por una parte, al aumento en valor de las exportaciones de oro, cuyo precios, pese a registrar una notable volatilidad, en promedio aumentaron un 7,8% en 2016 lo que compensó la caída de los precios del cacao (-7,8%) y del petróleo (-15,8%). Las importaciones están más diversificadas. Destacan productos de medio y alto valor añadido, como coches y material de transporte, equipos electrónicos, medicamentos y productos de la industria química, maquinaria y textiles. Las importaciones en 2016 descendieron un 4,4%, tanto por la menor factura energética como por la debilidad de la demanda.

Las previsiones apuntan a que la mejora del saldo comercial se mantendrá en el corto plazo. Se espera que crezcan los ingresos por la exportación de petróleo conforme aumente la producción y continúen recuperándose los precios. Además, en 2017 se ha registrado la mejor cosecha de cacao de los últimos seis años, parte de la cual se ha vendido antes de que se produjera la actual caída de los precios; y también se ha aumentado la producción de oro. Este mayor dinamismo de la exportación compensará el aumento de las importaciones que acompañarán el mayor crecimiento económico. Además, el aumento en la producción de gas y energía hidroeléctrica debería progresivamente reducir las importaciones de petróleo.

La UE es, en conjunto, el principal socio comercial, si bien Sudáfrica, con una cuota del 22,4%, constituye el principal destino, seguido de Emiratos Árabes Unidos, Suiza, Italia y Francia. En

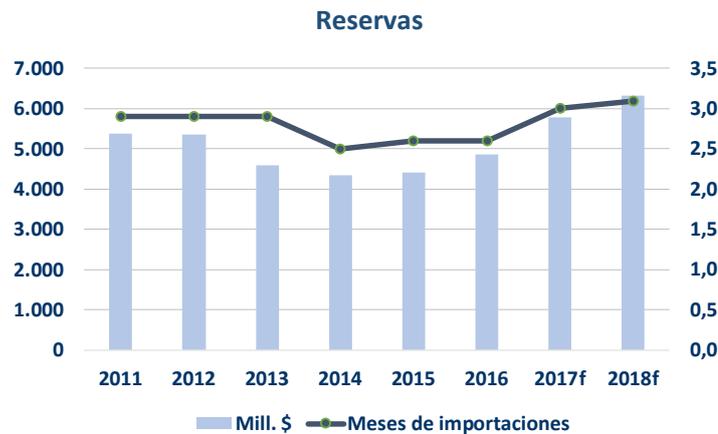
cuanto a los países proveedores, la primera posición la ocupa China, con el 17,8% del total, seguido de EEUU, Bélgica, India y Reino Unido.



Fuente: FMI

La balanza de servicios también es deficitaria. En 2016 registró un déficit de 1.293 mill.\$.. Destacan el turismo, las telecomunicaciones y el transporte como principales servicios exportados. La balanza de rentas presenta asimismo déficits crecientes como consecuencia de las mayores salidas por intereses pagados por la deuda externa y la repatriación de dividendos de las empresas extranjeras. Las transferencias netas se mantienen superavitarias gracias a las remesas de emigrantes, que representan en torno al 0,4% del PIB.

Ghana es receptor neto de flujos de Inversión Directa Extranjera (IDE). A partir de 2011 se registra un fuerte incremento de la entrada de IDE, vinculado tanto a las inversiones petrolíferas y mineras como al deseo de las compañías multinacionales de entrar en esta región, atraídas por el crecimiento y las buenas perspectivas económicas. En 2016 la IDE ascendió a 3,470 mill.\$, (8,1% del PIB), similar a la de los años anteriores. Es significativo que la desaceleración económica de los últimos años no ha hecho mella en la entrada de capitales: tanto la IDE como la inversión en cartera han aumentado. El aumento de ambas, combinado con el menor déficit por cuenta corriente, ha reducido la presión sobre las reservas, que han aumentado un 10% respecto a 2015, hasta 4.800 mill.\$.. No obstante, esta cifra tan solo cubre 2,6 meses de importaciones de bienes y servicios, por debajo de los tres meses recomendados, algo especialmente relevante tratándose de un país vulnerable a variaciones de precios de un número reducido de materias primas.



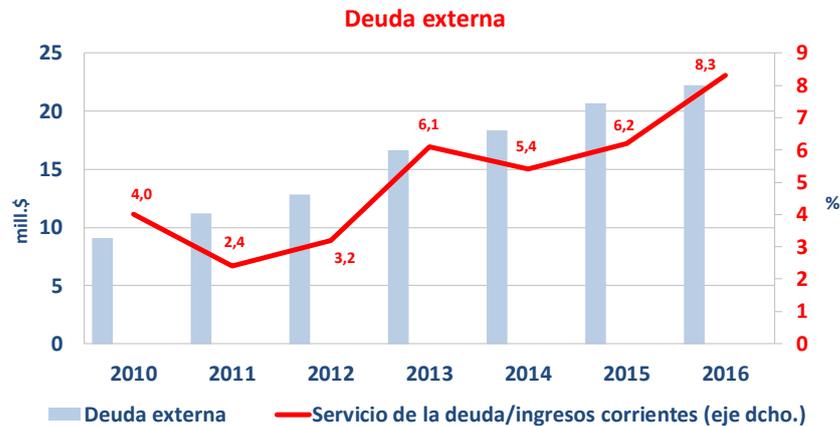
5. DEUDA EXTERNA

- ➔ País HIPC, se ha beneficiado extraordinariamente de las condonaciones de deuda. Tendencia ascendente de la deuda (ha crecido un 65% desde finales de 2011), que ha cerrado 2016 en un 53% del PIB. Más de la mitad de la deuda externa está denominada en dólares, lo que supone un importante riesgo ante depreciaciones del cedi.
- ➔ El Análisis de Sostenibilidad de la Deuda Externa (DSA) elaborado por el FMI califica el riesgo de que la deuda externa se torne insostenible como “elevado”. Bajo el escenario base (algo optimista), tres indicadores sobrepasan los umbrales máximos recomendados.

La deficiente gestión de las finanzas públicas ha generado **repetidos problemas de deuda**. Durante los años 80 y 90, los niveles de deuda externa estrangulaban la economía, al situarse año tras año en torno al 120% del PIB. Retrasos e impagos del servicio de la deuda obligaron a Ghana a acudir al **Club de París en cuatro ocasiones**, la última de ellas en 2004. En esta última ocasión se aplicó una condonación Tipo Colonia (reducción del 90% de la deuda pre-cut off date), en el marco de la iniciativa HIPC, que permitió una reducción de la deuda por valor de 3.500 mill.\$, a lo que hay que sumar otros 3.000 mill.\$ de condonación en 2006 gracias a la Multilateral Debt Relief Initiative, una estrategia de reducción de la deuda multilateral complementaria a la iniciativa HIPC con vistas al cumplimiento de los Objetivos del Milenio.

Finalizadas las rondas de condonación, **en 2006 la deuda externa se había reducido al 10,7% del PIB**. Desde entonces se ha reanudado la tendencia al alza en valor absoluto, aunque el extraordinario crecimiento económico ha amortiguado el incremento en relación al PIB. Al cierre de 2016, la deuda externa ascendía a 22.200 mill.\$ (un 52,9% del PIB) según el FMI. La deuda se sitúa aún en magnitudes moderadas, pero la tendencia ascendente es muy preocupante, ya que supone el doble de su valor en 2012 (8.830 mill.\$). **El servicio de la deuda externa no constituye, hoy por hoy, un problema**. En los últimos años, el ratio del servicio no ha superado el 7% de los ingresos corrientes externos. No obstante, en el último año este ratio ha aumentado por encima del 8% al doblarse la parte correspondiente al pago del principal por la operación de recompra de bonos.

En cuanto al desglose por acreedores, la principal fuente de financiación concesional son las instituciones multilaterales, de las cuales destaca el Banco Mundial y el FMI. Más del 80% de la deuda es a largo plazo y más de la mitad está contraída en dólares, lo que supone que su valor en moneda local se disparó en 2016 como resultado de la fortísima depreciación del cedi.



Fuente: Banco Mundial y Ministerio de Finanzas de Ghana

ANÁLISIS DE SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA (DSA)

El último análisis de sostenibilidad de la deuda (DSA) del FMI para Ghana se publicó en agosto de 2017 y la calificación del riesgo de que la deuda se vuelva insostenible (“debt distress”) ha sido “elevada”, al igual que en la anterior revisión de 2016, si bien algunos indicadores se han deteriorado.

Las principales conclusiones del informe son:

- ▶ Por lo que respecta a la deuda externa, bajo el escenario base (que asume que se cumple con el programa del FMI), tres indicadores sobrepasan los umbrales máximos recomendados. No obstante, dos de ellos (el valor actual neto de la deuda respecto al PIB y respecto a los ingresos públicos) mejoran en un plazo breve de tiempo. En cambio, el servicio de la deuda respecto a los ingresos públicos excede el umbral todo el periodo de proyección⁽¹⁴⁾. El FMI recomienda que las autoridades prosigan en su esfuerzo por aumentar la recaudación, al tiempo que apuesten por un mix adecuado entre la financiación concesional y no concesional⁽¹⁵⁾.

(14) Parte del empeoramiento de los ratios del servicio de la deuda se debe a un cambio de criterio en la definición de deuda externa desde 2015. Desde entonces se utiliza el criterio de la residencia para definir la deuda externa, de manera que se incluye la deuda doméstica en manos de no residentes, frente al criterio de la divisa en que está emitida la deuda del DSA anterior.

(15) El endeudamiento no concesional, definido como aquel con un porcentaje de concesionalidad inferior al 35%, se ha limitado a una cantidad máxima de 1.150 mill.\$ para la gestión de la deuda y 1.730 mill.\$ para proyectos.

INDICADORES DE VULNERABILIDAD DE LA DEUDA EXTERNA				
	2017	2020	2027/26*	2037/36*
VP de la deuda vs PIB				
DSA 2017	49	43	33	27
DSA 2016	42	34	30	25
Umbral	40	40	40	40
VP de la deuda vs ingresos de exportación				
DSA 2017	120	105	89	76
DSA 2016	109	85	91	92
Umbral	150	150	150	150
VP de la Deuda vs ingresos públicos				
DSA 2017	273	229	187	155
DSA 2016	227	183	164	139
Umbral	250	250	250	250
Servicios de la deuda vs exportaciones **				
DSA 2017	19	15	17	14
DSA 2016	16	13	16	16
Umbral	20	20	20	20
Servicio de la deuda vs ingresos públicos				
DSA 2017	42	32	35	28
DSA 2016	36	29	28	25
Umbral	20	20	20	20
* Diez y veinte años más respecto al año de análisis				
** Calculado sobre los ingresos por exportaciones de bienes exclusivamente				

- ▶ El escenario base parte de unas previsiones de crecimiento y de corrección del déficit público muy ambiciosas. Para 2018 considera que el PIB crecerá un 8,9% y la inflación se habrá reducido a la mitad; en un plazo de seis años el déficit público habrá bajado hasta un 1,6% del PIB. Sin embargo, estas premisas podrían ser excesivamente optimistas. Es significativo que, si se aplican valores históricos en parámetros clave (crecimiento del PIB real, deflactor del PIB, déficit exterior y flujos de financiación no generadores de deuda) los ritmos en que los indicadores se sitúan dentro de los umbrales recomendados son mucho más lentos.
- ▶ Las perspectivas de la deuda son especialmente sensibles a shocks en el tipo de cambio y a la caída en el volumen de las exportaciones. El FMI destaca la necesidad de diversificar la economía y aumentar su resistencia a shocks externos.
- ▶ En cuanto a la deuda pública, incluso aunque se cumplan los ambiciosos objetivos de consolidación presupuestaria, no se situará por debajo del 56% del PIB hasta 2022. Su sostenibilidad también es muy sensible a la posibilidad de depreciación del cedi. También en este caso, el escenario que adopta los valores históricos apunta a una trayectoria de insostenibilidad. Por el momento, el objetivo de déficit público del 3,5% fijado en el programa para 2017 se cumplirá con un año de retraso. Las necesidades de financiación (incluida la amortización de las letras emitidas) son superiores al 20% del PIB en 2017, muy por encima del umbral fijado para economías emergentes (15%). Estas se cubrirán fundamentalmente mediante financiación doméstica, sin recurrir a una emisión de Eurobonos. Además, se

emitirá deuda a medio largo plazo mientras que las letras se reducirán desde representar un 10% del PIB hasta un 6% en línea con el objetivo de alargar el periodo de madurez de las obligaciones de pago. Además, el FMI apunta que, dado el aumento del peso de los inversores no residentes en el mercado de deuda doméstico, restaurar la sostenibilidad de la deuda es vital para apuntalar la confianza.

- ▶ Los pasivos contingentes⁽¹⁶⁾, especialmente de las empresas de titularidad pública (SOEs por sus siglas en inglés) del sector de la energía, y del sistema bancario constituyen también factores que afectan a la sostenibilidad. Las SOEs tiene una limitada capacidad para financiarse en los mercados si no cuentan con la garantía del gobierno. La mayor parte de su deuda la contrae el gobierno directamente y posteriormente la presta al sector empresarial público, o es garantizada por el gobierno. Los atrasos acumulados por las SOEs a bancos domésticos, proveedores y otras SOEs se estiman en un 13% del PIB.

6. CONCLUSIÓN

- Ghana es una democracia consolidada y goza de una estabilidad política muy destacable en la región. Es una economía de ingreso medio, con buenas expectativas de crecimiento por el desarrollo del sector de hidrocarburos.
- La expansión del crecimiento registrada desde comienzos de siglo ha venido acompañada de la generación de grandes desequilibrios (fiscal y exterior) que se han acentuado en los momentos de caída de los precios de los principales productos exportados. Todo ello desembocó en el fuerte crecimiento de la deuda pública y externa, una acentuada depreciación de la moneda local, una inflación descontrolada y una caída de las reservas. Ante este panorama el gobierno se ha visto forzado a pedir la asistencia del FMI en dos ocasiones (2012 y 2015) para tratar de reconducir la situación.
- Las medidas adoptadas para controlar la situación están comenzando a dar resultados y ello ha atemperado la alarma que se suscitó en 2016 con la publicación del “agujero fiscal”. Destacan las políticas de consolidación presupuestaria y mejora del marco de gestión del sector público y, especialmente, el menor recurso a la monetización de la deuda. Ello se está reflejando ya en la mejora de la cotización del cedi y en un mayor control de la inflación.
- Según el análisis de sostenibilidad de la deuda elaborado por el FMI, el riesgo de que la deuda se torne insostenible es “elevado”.

(16) Obligación surgida a raíz de sucesos pasados, cuya existencia puede ser consecuencia, con cierto grado de incertidumbre, de un suceso futuro, o que no está recogida en los libros por no obligar a la empresa a desprenderse de recursos o no ser susceptible de cuantificación en ese momento.