

INFORME RIESGO PAÍS

GHANA

Madrid: 6 de octubre de 2021



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 poder desde 2016, ha emprendido medidas que resultan razonables para corregir las principales debilidades estructurales del país. Revalidó su mandato en las elecciones celebradas a finales de 2020; sin embargo, su partido perdió la mayoría en el parlamento, un revés que podría limitar el margen de actuación del Ejecutivo en esta segunda legislatura.

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, el buen clima de negocios y la abundancia de recursos naturales. La dependencia de las materias primas entraña una notable exposición a las variaciones en el precio o en la producción. No obstante, la baja correlación entre el petróleo, el cacao y el oro atempera las oscilaciones.

Coyuntura. La crisis del covid-19 impactó con dureza, especialmente sobre la industria de los hidrocarburos. El encarecimiento del oro suavizó las dificultades y, con todo, Ghana fue uno de los escasos países que no entró en recesión en 2020. Para el presente año se espera un crecimiento del PIB en torno al 4,7%, impulsado por la reactivación de los sectores más afectados y el incremento de los precios del petróleo. A medio plazo, la capacidad del país de recuperar el dinamismo que le ha caracterizado dependerá de que se culminen los proyectos de hidrocarburos en desarrollo.

Cuentas públicas. Persistente déficit fiscal. La pandemia ha interrumpido bruscamente el proceso de consolidación fiscal. La caída de los ingresos y el programa de estímulos fiscales han disparado el desequilibrio hasta niveles muy elevados. La corrección del déficit se antoja compleja, debido a la baja recaudación y a determinadas partidas extra presupuestarias. En consecuencia, la deuda pública ha ascendido hasta valores que comienzan a ser elevados. Resulta preocupante, además, el creciente peso del servicio de la deuda.

Balanza de pagos. Notable dependencia del cacao, del oro y de los hidrocarburos. La baja correlación entre el crudo y la industria aurífera ha suavizado la volatilidad del saldo exterior y, pese a las turbulencias, el déficit por cuenta corriente se ha mantenido en valores moderados. El país ha financiado holgadamente el desequilibrio exterior mediante IED y la emisión de eurobonos. Las reservas se sitúan ligeramente por encima del mínimo recomendado.

Deuda externa. A pesar del importante aumento registrado en los últimos años, el volumen de los pasivos con el exterior continúa en niveles manejables; sin embargo, el servicio de la deuda se sitúa en valores que comienzan a ser elevados. El FMI considera, en el análisis de sostenibilidad de la deuda, que el riesgo de que se vuelva insostenible es "alto".

1. MARCO POLÍTICO

- ➔ Referente de estabilidad en el continente africano. Desde 1992 todas las elecciones han transcurrido en un contexto de normalidad. Las tres alternancias de gobierno ocurridas en este tiempo acreditan el respeto a los valores democráticos. La consolidación del sistema multipartidista se refuerza con la independencia de la judicatura y la libertad de prensa.
- ➔ El ecosistema político está protagonizado por la rivalidad entre los dos principales partidos: el National Democratic Congress (NDC) y el National Patriotic Party (NPP). El presidente, Akufo-Addo (NPP), revalidó su mandato en los comicios celebrados a finales de 2020. Su segunda legislatura se antoja más compleja, dada la igualdad de fuerzas en el parlamento. Hasta el momento el mandatario ha demostrado un cierto pragmatismo para corregir las principales debilidades estructurales del país.

El establecimiento de un sistema multipartidista no siempre es sinónimo de apertura democrática. En un buen número de países africanos -y también de otras latitudes-, el fin del modelo de partido único fue un cambio en la forma pero no en el fondo. En muchos casos las elecciones se han convertido, más bien, en un valioso instrumento para legitimar regímenes autoritarios, donde las opciones de la oposición son marginales, asfixiadas por el férreo control de las instituciones que ejerce el partido oficialista.

El decepcionante avance democrático en buena parte de África Subsahariana ha convertido a Ghana en una anomalía, en una isla en términos políticos, donde los comicios constituyen un verdadero ejercicio de respeto a las diferencias ideológicas y al derecho fundamental al voto de la ciudadanía. Desde la celebración de las primeras elecciones, en 1992, los valores democráticos se cumplen y las opciones de alternancia son reales. En este tiempo se han producido tres relevos en el gobierno, todos ellos en un contexto de normalidad, el mejor indicador para medir la credibilidad de un sistema multipartidista.

La salud democrática se refuerza con la independencia de la judicatura y el distanciamiento de las fuerzas armadas de la vida política. Además, la libertad de opinión se respeta, como evidencia el índice de libertad de prensa -elaborado por Reporteros sin Fronteras-, donde Ghana se sitúa en el puesto 30 de un total de 180 países, por encima de un buen número de naciones occidentales.

Similar diagnóstico se desprende de los resultados en el Índice de Gobernanza, elaborado por el Banco Mundial. En todas las variables Accra se sitúa por encima de la media regional. Así pues, no sorprende que el país sea una de las escasas naciones del continente africano consideraras “libres” en el informe *Freedom in the World*⁽¹⁾.

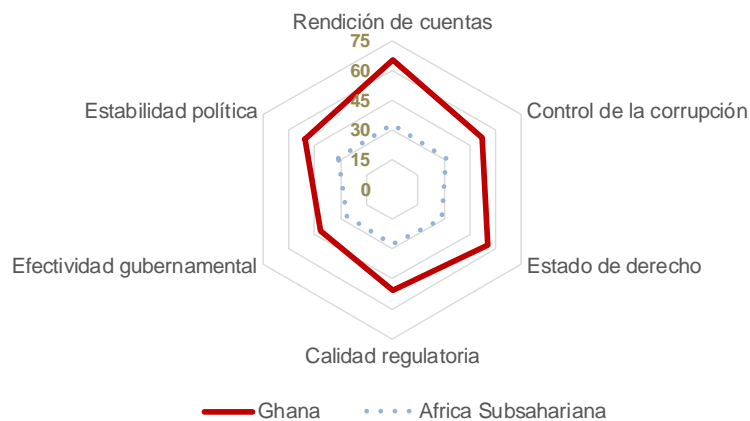
(1) En 2020 Ghana obtuvo una puntuación de 82 sobre 100, la más alta del continente. Tan solo el 42% de las economías del mundo son consideraras “libres”.

POBLACIÓN	31,1 mill. habs.
RENTA PER CÁPITA	2 229 \$
RENTA PER CÁPITA PPA	5.510 \$
EXTENSIÓN	196.190 Km ²
RÉGIMEN POLÍTICO	REP. PRESIDENCIAL
CORRUPCIÓN	75/180
DOING BUSINESS 2020	118/190

El grado de corrupción tampoco es extremo. Está clasificado en el puesto 75 de un total de 180 países en el Índice de Percepción de la Corrupción elaborado por Transparencia Internacional, una posición que se sitúa por encima de la mayoría de los países africanos y, también, de un buen número de naciones de Asia y América Latina. No obstante, no se debe subestimar un problema que, según

algunos cálculos, origina pérdidas equivalentes a 3.000 mill.\$ al año.

Índice de gobernanza de la región



Fuente: Banco Mundial

UN JUEGO DE DOS

En definitiva, Ghana se ha convertido por méritos propios en un referente en la región. Sin embargo, el ecosistema político no se caracteriza por su diversidad. 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 puntualidad británica, cada ocho años. Ninguno de ellos ha logrado, de momento, mantener el apoyo mayoritario de los votantes más de dos legislaturas. Cabe interpretar esta caducidad 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.

Sin embargo, todavía hay una asignatura pendiente que ensombrece el marco político del país: los denominados “grupos vigilantes”, organizaciones vinculadas a los dos principales partidos políticos que, mediante acciones intimidatorias y el uso de la violencia, persiguen debilitar a la formación contraria e influir en la decisión de los electores.

Después de un largo periodo de connivencia, en los últimos años el NDC y el NPP se han distanciado de los grupos vigilantes y han adoptado medidas para reducir su influencia, como la aprobación de una ley que tipifica como delito la pertenencia a estas organizaciones. El establecimiento de un marco legal hostil ha propiciado la disolución de algunos de ellos; sin embargo, otros han adoptado una posición desafiante, cometiendo, incluso, actos violentos contra miembros de los partidos políticos afines.

La última alternancia en el poder se produjo en 2016, cuando el entonces presidente, John Mahama, representante del NDC, perdió las elecciones. Su derrota no sorprendió, dado que los meses anteriores a la convocatoria estuvieron marcados por multitudinarias manifestaciones en contra de su gestión.

Buena parte del hastío popular obedecía a la caída del precio del petróleo⁽²⁾, una variable ajena al control de cualquier gobierno ghanés; sin embargo, no se puede ignorar la responsabilidad del ex presidente, ya que los esfuerzos para corregir los problemas en el sistema eléctrico fueron decepcionantes, a lo que se sumaron los numerosos escándalos de corrupción que salpicaron a miembros de su gabinete.

El relevo en el poder se efectuó en un contexto de normalidad. Su sucesor, Akufo-Addo, líder del NPP, comenzó su andadura en un entorno complicado, con la economía en estado de letargo y 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 pronto en una dirección favorable: mientras que Mahama convivió con un escenario adverso, el nuevo presidente se benefició durante los primeros años de un entorno más benévolo, impulsado por el aumento simultáneo de la producción y del precio del petróleo, uno de los motores de exportación del país.

El extraordinario crecimiento de los ingresos de la industria de los hidrocarburos fue fundamental para lograr la cuadratura del círculo: estabilizar la economía, cumplir el acuerdo con el Fondo e implementar algunas de sus promesas electorales, como el plan “Planting for Food and Jobs” para modernizar el sector agrícola⁽⁴⁾, y el acceso gratuito a la educación secundaria. Además, Akufo-Addo adoptó medidas pragmáticas para corregir las deficiencias del sistema financiero y

-
- (2) El cortocircuito de la industria de los hidrocarburos -uno de los principales motores de exportación de Ghana- provocó una intensa desaceleración de la economía.
 - (3) En 2015 el gobierno de Mahama firmó un programa de asistencia financiera con el Fondo por un importe de 918 mill.\$.
 - (4) Este ambicioso programa incluyó actuaciones como 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.

diseñó un marco fiscal que estableció unas reglas que resultaban razonables para asegurar la sostenibilidad de las cuentas públicas.

En otros ámbitos, en cambio, los resultados fueron discretos. Especialmente decepcionante fue el escaso avance en la lucha contra la corrupción. Como ocurrió con anteriores Gobiernos, se destaparon algunos episodios de dudosa legalidad que involucraban a miembros del Ejecutivo, como la venta irregular de carburantes subvencionados a precios de mercado.

Sin embargo, el coronavirus interrumpió bruscamente los días de vino y rosas del Ejecutivo. La parálisis de la economía y la aprobación de medidas impopulares para frenar la transmisión del virus desembocaron en protestas sociales y erosionaron la holgada ventaja en intención de voto que hasta entonces había disfrutado el presidente. En consecuencia, las elecciones celebradas a finales de 2020 transcurrieron en un contexto de inesperada igualdad entre los dos candidatos: de nuevo Akufo Addo, y su antecesor, John Mahama.

Los resultados otorgaron una exigua mayoría al presidente, que obtuvo el 51,3% de los votos⁽⁵⁾. Sin embargo, su partido perdió la mayoría que ostentaba en el parlamento, dado que la votación dio lugar a una cámara dividida en dos grupos idénticos de 137 asientos cada uno, una igualdad que otorga al único parlamentario que no forma parte de los dos grandes partidos un protagonismo inédito.

Así pues, el segundo y último mandato⁽⁶⁾ de Akufo-Addo se antoja más complejo. En primer lugar, por el creciente descontento de la población, como consecuencia del frenazo brusco de la economía. Y, en segundo término, porque la pérdida de la mayoría en el parlamento podría ralentizar o bloquear la agenda política del Gobierno; una dificultad que, en cualquier caso, no deja de formar parte del juego democrático.

RELACIONES EXTERIORES

Ghana mantiene una buena sintonía con los países de la región. Es miembro, junto a otros 14 países, de la Comunidad de los Estados de África Occidental (CEDEAO).

Las relaciones con la vecina Costa de Marfil son, en líneas generales, correctas, aunque no han estado exentas de fricciones. La más notoria fue la disputa por la delimitación de las fronteras, a raíz del descubrimiento de yacimientos de hidrocarburos en aguas profundas. Estas discrepancias se dirimieron en el Tribunal Internacional de Derecho Marítimo (ITLOD), después

(5) Algunos achacan la derrota del NDC a la propia figura de Mahama, cuya idoneidad para capitalizar el desgaste del Ejecutivo era cuestionable, teniendo en cuenta las protestas sociales que se produjeron durante su mandato.

(6) La Constitución establece un límite de dos mandatos, una regla que todos los presidentes han cumplido hasta ahora rigurosamente.

de que Costa de Marfil demandase a Ghana⁽⁷⁾. Desde entonces las relaciones se han normalizado e, incluso, se han reforzado en algunos ámbitos, como la inédita colaboración de los dos países para diseñar un sistema de fijación de los precios del cacao.

Las relaciones con las potencias occidentales han sido, tradicionalmente, buenas, especialmente con Estados Unidos, uno de los principales países donantes, y con Reino Unido, la antigua metrópoli⁽⁸⁾. Además, la consolidación como un referente democrático en el continente africano ha favorecido la participación de dirigentes ghaneses en las más altas instancias de organismos internacionales⁽⁹⁾.

Al igual que en la mayoría de los países africanos, el peso de las economías emergentes no ha dejado de crecer, especialmente en el caso de China. El gigante asiático ha tenido un papel muy activo en la financiación y en la ejecución de proyectos de infraestructuras. Además, las compañías chinas han aumentado en los últimos años su participación en la explotación de los recursos naturales, principalmente metales, como la bauxita.

Por último, cabe destacar la sintonía con los Organismos Internacionales. Ghana cumplió razonablemente bien el acuerdo *Extended Credit Facility* (ECF) firmado con el Fondo en 2015⁽¹⁰⁾. Posteriormente, a raíz de la crisis del covid-19, el FMI otorgó a Accra 1.000 mill.\$ en condiciones favorables a través del instrumento *Rapid Credit Facility*.

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

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

(9) El ejemplo más célebre es Kofi Annan, secretario general de la ONU entre 1997 y 2006.

(10) El programa concluyó en 2019.

2. ECONOMÍA

- ➔ **Potencia regional.** La estructura económica se sustenta fundamentalmente en tres pilares: oro, cacao e hidrocarburos. La dependencia de las materias primas expone al país a las variaciones en el precio o en la producción. No obstante, la baja correlación entre ellas suaviza, en gran medida, las oscilaciones.
- ➔ **Ghana se caracterizó durante la pasada década por un ritmo de crecimiento superior a la media del continente africano,** gracias a la estabilidad política, el buen clima de negocios y la abundancia de recursos naturales.
- ➔ **La crisis del covid-19 impactó con dureza.** Las restricciones en la movilidad lastraron la demanda interna y, en el contexto internacional, el Gran Confinamiento provocó un desplome de los precios del crudo. El encarecimiento del oro suavizó estas distorsiones y, con todo, Ghana fue una de las escasas economías que no se contrajo en 2020.
- ➔ **Las perspectivas en el presente año son más favorables.** Se estima que el PIB crecerá un 4,7%, sustentado en el aumento del precio del crudo y en la reactivación de la economía. A medio plazo el comportamiento dependerá, en cierta medida, de la evolución de la industria de los hidrocarburos; en concreto, de que se materialicen nuevos proyectos.
- ➔ **El endurecimiento del marco regulatorio y las ayudas del Estado han reforzado la salud de las entidades financieras.** Pese a las dificultades, los ratios de solvencia se mantienen en niveles adecuados. Ahora bien, persisten buena parte de las ineficiencias que obstaculizan el papel del sector como canalizador de la inversión. Además, la crisis ha intensificado la elevada exposición de las entidades al sector público.

Ghana es un país de ingreso medio-bajo (renta per cápita de 2.229 \$). 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 de África Occidental, después de Nigeria.

PIB (mill.\$)	74.260
CRECIMIENTO PIB	4,7%
INFLACIÓN	9,8%
SALDO FISCAL	-14%
SALDO POR C/C	-2,8%

Datos a 2021

La estructura económica se encuentra algo más diversificada en comparación con la media del continente africano. No obstante, la agricultura continúa teniendo un papel protagonista. Representa en torno al 18% del PIB y emplea a más del 45% de la población. El país produce aceite de palma, arroz, caucho, maíz, plátanos, y, sobre todo, cacao (es el segundo productor mundial, con una cuota de mercado del 20%). El grado de modernización

de las plantaciones es reducido; en su mayoría son de pequeño tamaño y están escasamente mecanizadas, lo que entraña una notable sensibilidad de la producción a las condiciones atmosféricas.

Por lo que respecta a los precios, en 2019 Costa de Marfil y Ghana acordaron incluir una prima de 400 \$ por tonelada en las exportaciones de cacao. La importancia de los dos países en el mercado es enorme, ya que entre los dos 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.

Además, 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⁽¹¹⁾. Y, en el caso de que los precios se sitúen por encima de dicho 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. Además, el fondo de estabilización podría ser una herramienta muy interesante para amortiguar futuras eventualidades.

El sector secundario representa el 25% del PIB, liderado por la construcción y 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⁽¹²⁾. Desde hace años Ghana es el segundo productor de este metal de la región, tan solo por detrás de Sudáfrica. Su importancia es tal que representa cerca del 40% de las exportaciones.

Además del cacao y del oro, los pilares tradicionales de la economía ghanesa, en 2007 emergió 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. En los últimos años la producción se ha mantenido relativamente estable, en torno a los 200.000 b/d, y representa alrededor de un tercio de las exportaciones. Aunque el volumen de extracción es modesto en comparación con las naciones del Golfo Pérsico, en el contexto africano es relativamente elevado, dado que supera a varios de los tradicionales países petroleros, como Camerún, Gabón o Guinea Ecuatorial.

El sector terciario contribuye con el 57% del PIB. Destacan el comercio minorista, los servicios inmobiliarios, el transporte, las telecomunicaciones y el turismo (uno de los sectores más dinámicos durante los años anteriores a la pandemia).

La dependencia de las materias primas entraña una exposición a la variación de la producción o de la cotización del oro, el cacao y el petróleo. Sin embargo, la serie histórica evidencia una menor vulnerabilidad en comparación con otras economías intensivas en recursos naturales. En los últimos treinta años el PIB de Ghana no ha registrado ningún ejercicio con tasas de variación negativa, una estabilidad que contrasta con las fuertes oscilaciones de los países petroleros.

(11) 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.

(12) De hecho, los portugueses denominaron esta región del Golfo de Guinea como la “Costa de Oro”.

Esto podría explicarse por la ausencia de correlación entre sus principales fuentes de ingresos externos. En algunos periodos, incluso, el oro y el petróleo han dibujado una correlación negativa, un comportamiento que no resulta sorprendente, sobre todo en momentos de dificultades. Cabe recordar que la atonía de la economía mundial suele provocar una caída de la demanda de hidrocarburos -con el consecuente efecto sobre los precios-, y al mismo tiempo, un encarecimiento de la cotización del oro, debido a su papel como activo refugio.

Además, en el caso del cacao la volatilidad de los ingresos es moderada. Al concentrar un porcentaje tan elevado de la oferta mundial, los precios internacionales están, en cierta medida, vinculados a la producción de Ghana, dos variables que suelen moverse en direcciones opuestas, lo que suaviza las oscilaciones.

La diversificación de la estructura económica y la estabilidad política explican, en buena medida, el extraordinario dinamismo que ha caracterizado al país. Entre 2010 y 2019 el PIB registró un ritmo de crecimiento en torno al 7% anual, muy por encima del promedio de África Subsahariana.

SISTEMA ELÉCTRICO: UN AGUJERO NEGRO DE DIFÍCIL SOLUCIÓN

Ahora bien, no se puede obviar las importantes deficiencias que frenan el potencial del país. Los problemas en el acceso al crédito y las trabas burocráticas dificultan notablemente la actividad del sector privado, especialmente de las pymes. A esto se une el enorme obstáculo que constituye el déficit de infraestructuras. La carencia de redes de transporte e instalaciones de almacenamiento y refrigeración limitan considerablemente la producción y la actividad exportadora del sector agrícola.

Capítulo aparte merece el sistema eléctrico. El diagnóstico es particular y los defectos son múltiples. Uno de los problemas es, paradójicamente, 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 estar disponibles en 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 más de 450 mill.\$ al año⁽¹³⁾.

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 por parte de los

(13) 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 de 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.

clientes y a la estructura de costes, que supera ampliamente el precio de las tarifas⁽¹⁴⁾. 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 utilizados en las centrales térmicas.

En consecuencia, el sector energético se ha convertido en un agujero negro de difícil solución. Algunos estudios estiman que el daño ocasionado en la economía por las deficiencias del sistema supera el 5% del PIB. Por si fuera poco, el sector se ha convertido en un pozo sin fondo para las arcas públicas, dado que los desajustes mencionados obligan a las autoridades a destinar cada año una parte importante del presupuesto para sostener el sistema.

Estos problemas no son nuevos, pero los avances en los últimos años han sido discretos. Cabe destacar positivamente la puesta en funcionamiento de la central eléctrica flotante de Karpower, una infraestructura que utiliza como combustible el gas natural licuado producido en la terminal de Tema, menos costoso en comparación con los derivados del petróleo utilizados en el resto de las centrales térmicas⁽¹⁵⁾. También se espera próximamente una revisión de las tarifas a los consumidores para corregir el actual desajuste y mejorar, así, la solvencia de la compañía estatal de distribución.

Sin embargo, los principales problemas persisten, especialmente el sobrecoste que entrañan los acuerdos “*take or pay*”. El ejecutivo ha iniciado negociaciones con los operadores del sector para sustituir dichas cláusulas por un sistema vinculado al consumo real⁽¹⁶⁾; pero, de momento no se ha alcanzado ningún acuerdo⁽¹⁷⁾.

RESISTIENDO LAS TURBULENCIAS

En términos estrictamente sanitarios, Ghana no ha sido uno de los países más afectados por el covid-19. A finales de septiembre el número de casos confirmados tras año y medio de pandemia se situaba cerca de los 125.000, algo menos del 1% de la población. Aunque las cifras reales sean, seguramente, mucho mayores, debido a las limitaciones del sistema sanitario, la transmisión del virus no ha alcanzado los niveles registrados en otras latitudes. Esto se explica, en buena medida, por la rápida actuación de las autoridades en los primeros compases de la crisis sanitaria. Poco después de detectarse los primeros casos el Gobierno adoptó medidas drásticas, como el cierre de las fronteras, la suspensión de la actividad educativa y el confinamiento de los principales núcleos urbanos.

(14) Las tarifas tan solo cubren el 70% de los costes del sistema.

(15) Solo esto supondrá un ahorro de 60 mill.\$ al año.

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

(17) La modificación de los contratos supondría el pago de una indemnización por parte del Ejecutivo de 900 mill.\$, una cifra que, si bien es elevada, se amortizaría en menos de cinco años, gracias al ahorro de costes que conllevaría (alrededor de 200 mill.\$ por ejercicio).

En el plano económico, en cambio, el impacto fue durísimo. Las restricciones para limitar la movilidad lastraron el funcionamiento de la industria y de la minería y, en el caso de algunos servicios, como el turismo, la actividad se paralizó por completo.

Para compensar esta distorsión las autoridades aprobaron medidas extraordinarias -por valor del 1,8% del PIB-, dirigidas, fundamentalmente, a amortiguar el impacto en el tejido empresarial y en la población con menos recursos. Entre otros, se creó un programa de suministro de alimentos para los más vulnerables; se otorgaron ayudas para el pago de las tarifas de la luz y del gas y se concedieron créditos blandos a las pymes.

El gobierno también diseñó un ambicioso plan cuatrienal para modernizar la economía, el denominado programa CARES, que contempla iniciativas para desarrollar infraestructuras, mecanizar la agricultura, potenciar el tejido industrial y digitalizar las instituciones. Sin embargo, su papel para atemperar el impacto de la crisis fue marginal, dado que las actuaciones planteadas se ejecutarán a lo largo de los próximos años.

Por su parte, el Banco Central recortó en 250 puntos básicos el tipo legal del dinero y rebajó el coeficiente de reservas para favorecer la canalización del crédito. Y, lo que es más relevante, incrementó el programa de compra de deuda pública para facilitar la financiación de la política fiscal del gobierno.

En el contexto internacional, el denominado “Gran Confinamiento” retorció el funcionamiento de la industria de los hidrocarburos hasta niveles que parecían impensables. La paralización de la economía mundial provocó un desplome de la demanda mundial en apenas unas semanas, un *shock* que llevó al límite las infraestructuras de almacenamiento. Como consecuencia, el precio del barril de Brent registró mínimos que no se veían desde la década de los 90 e, incluso, el petróleo referenciado en Estados Unidos, el *West Texas Intermediate*, llegó a cotizar a -40/b el 20 de abril de 2020.

La caída de los ingresos petroleros se compensó, en parte, con el encarecimiento del oro. La contracción de la economía mundial y la desconfianza del mercado dispararon la demanda del metal como activo refugio y, en apenas unos meses, su valor aumentó nada menos que un 40%, hasta el punto de alcanzar máximos históricos a mediados de 2020, por encima de los 2.000 \$ la onza.

La correlación negativa entre los dos principales motores de exportación suavizó las dificultades y, gracias a ello, Ghana fue una de los pocos países del mundo que no registraron una contracción en 2020. Ahora bien, el frenazo de la economía fue durísimo. La tasa de crecimiento del PIB se desplomó hasta el 0,4%, la cifra más baja desde 1983.

Cotización oro (\$/onza) – petróleo (\$/barril)



Fuente: Macrotrends

RECUPERANDO EL OPTIMISMO

Año y medio después del inicio de la pandemia la situación no ha cambiado sustancialmente en los países en desarrollo. A diferencia de Occidente, donde más de la mitad de la población está inmunizada, la campaña de vacunación en el continente africano apenas ha avanzado, debido a las dificultades de las economías con menos recursos para acceder a las dosis. Si bien Ghana fue el primer país africano en recibir vacunas en el marco del programa Covax⁽¹⁸⁾, a finales de septiembre menos del 3% de la población había sido inmunizada.

Así, el continente africano no alcanzará la denominada “inmunidad de rebaño” hasta la segunda mitad de 2022, en el mejor de los casos. En consecuencia, la posibilidad que se produzcan nuevas oleadas de contagios es considerablemente mayor que en los países occidentales, un riesgo que podría ralentizar la reactivación de la economía.

A pesar de estas dificultades, los indicadores adelantados, como el Índice de Gestores de Compras (PMI, por sus siglas en inglés), denotan una recuperación generalizada en lo que llevamos de año de los distintos sectores económicos⁽¹⁹⁾.

Asimismo, el escenario internacional dibuja un panorama más favorable. La reactivación de la economía mundial ha originado un exceso de demanda en el mercado del petróleo. En consecuencia, los precios del crudo han aumentado hasta los 65-70 \$/b, un 60% más con

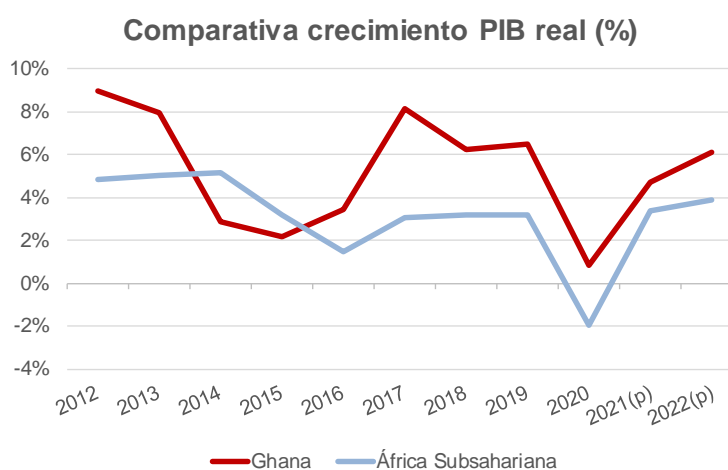
(18) Covax es una iniciativa pública-privada, impulsada por la Organización Mundial de la Salud, que pretende suministrar 2.000 millones de dosis contra el coronavirus a los países en desarrollo, la mayor campaña de vacunación realizada hasta la fecha. A finales de agosto tan solo se había materializado el 15-20% de objetivo fijado por la iniciativa.

(19) El índice se ha situado por encima de 50 desde finales de 2020, el umbral considerado como expansión.

respecto a los valores del pasado ejercicio e, incluso, por encima de la cotización registrada antes de la pandemia.

También se espera una contribución positiva de la industria aurífera. Aunque el precio del oro se ha alejado de los máximos de 2020, la cotización a día de hoy supera en más de un 30% los valores registrados en los últimos años. A esto se une el aumento esperado de la producción, gracias a la puesta en marcha de algunos proyectos en desarrollo, como la ampliación de la mina de Obuasi.

Con todo, las últimas estimaciones del FMI apuntan a un aumento del PIB del 4,7% en 2021. No será hasta el próximo año cuando Ghana recupere el dinamismo que le ha caracterizado en los últimos años, sustentado en la recuperación de los sectores más afectados por la pandemia. En concreto, el FMI prevé un crecimiento en 2022 superior al 6%, de nuevo por encima del promedio de África Subsahariana (3,9%). En cualquier caso, ante la dificultad de predecir la evolución de la pandemia, conviene tener presente que las estimaciones están sujetas a una notable incertidumbre.



Una vez superada la pandemia el FMI estima que el ritmo de crecimiento se mantendrá en torno al 5%, impulsado por la implementación del programa CARES y el aumento de la producción minera⁽²⁰⁾.

Ahora bien, no se pueden ignorar algunos riesgos que podrían conducir a una recuperación más discreta de lo esperado. En primer lugar, es preciso valorar con cautela el grado de materialización del programa CARES. La inversión estimada asciende a 17.500 mill.\$, equivalente al 22% del PIB, un volumen difícilmente asumible para las cuentas públicas. En consecuencia, la ejecución de los proyectos dependerá, en buena medida, de las donaciones y de la participación del sector privado, dos variables ajenas al control del Ejecutivo.

(20) Según algunas estimaciones la producción de oro podría aumentar cada año alrededor de un 5%.

De igual forma, hay que contemplar la posibilidad de que la industria del petróleo ghanesa evolucione peor de lo esperado. La distorsión provocada por el covid-19 ha dejado cicatrices. El desplome de los precios durante 2020 erosionó sensiblemente los balances de las empresas energéticas y, en consecuencia, los participantes del sector han acometido un drástico ajuste de la inversión, especialmente en aquellos yacimientos menos rentables, como los del Golfo de Guinea, de reducido tamaño y situados en aguas profundas.

Todo ello ha agravado el desinterés de las empresas petroleras por el mercado ghanés, un problema que ya se evidenciaba antes de la pandemia. Las autoridades han tenido que posponer la adjudicación de nuevas licencias de exploración y, lo que es más preocupante, algunas de las mayores compañías, como Exxon o BP, han vendido sus activos en el país.

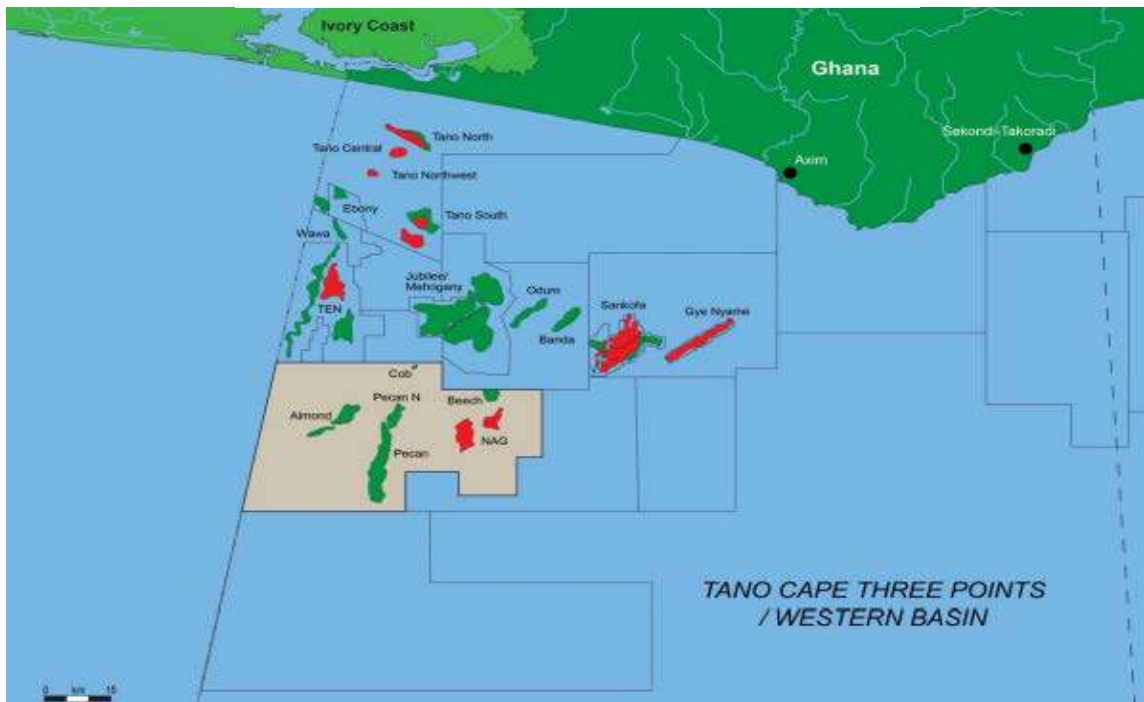
También se ha retrasado la puesta en marcha del ambicioso proyecto para extraer las reservas situadas en el yacimiento de Pecan. Inicialmente se esperaba que entrase en funcionamiento en 2019; pero las últimas estimaciones apuntan más bien a 2024-2025, y este calendario podría ser quizá demasiado optimista. El desarrollo de este proyecto resulta crucial. Cuando se culmine, la producción de crudo de Ghana podría duplicarse, hasta superar los 400.000 b/d; sin embargo, en el caso de que no se materialice, el volumen extraído podría descender paulatinamente en los próximos años.

La falta de interés de las empresas petroleras plantea dos alternativas al Gobierno ghanés: o bien renuncia a capitalizar los reservorios de crudo o bien desarrolla los proyectos por su cuenta. Y, ante esta disyuntiva, el parlamento aprobó recientemente que la compañía estatal, *Ghana Petroleum Company*, adquiera a las compañías extranjeras sus participaciones en los yacimientos de Tano Cape Three Points, un reservorio que incluye el pozo de Pecan⁽²¹⁾.

Si bien esta cifra es elevada para las cuentas públicas ghanesas, posiblemente no constituya el principal escollo. Más incierta resulta aún la capacidad técnica de la empresa estatal para explotar yacimientos *off shore* por sus propios medios.

(21) Esta operación tendría un coste de 1.700 mill.\$.

Ubicación de las reservas de hidrocarburos



Fuente: Aker Energy

INFLACIÓN: EL ETERNO PROBLEMA

Al carecer de abultados volúmenes de reservas, el Banco Central no dispone de instrumentos para sostener artificialmente el tipo de cambio. Se limita a moderar, en lo posible, las oscilaciones en el mercado cambiario. En consecuencia, la contracción de los sectores exportadores provoca, generalmente, un rápido aumento de los precios, con la moneda local, el cedi, como cadena de trasmisión.

Las presiones inflacionistas se acentúan con la monetización del déficit, un instrumento al que han recurrido frecuentemente las autoridades y que está, en cierta medida, vinculado a su vez al comportamiento de las exportaciones, dado que la caída del precio o de la producción de las materias primas suele agravar, también, el desequilibrio fiscal.

Todo ello hace que la variación de precios se sitúe, en ocasiones, en valores elevados, por encima del 20%, algo que contrasta con la estabilidad de precios que caracteriza a los países de la región que comparten el Franco CFA.

Teniendo en cuenta el problema estructural de inflación de Ghana, el comportamiento de los precios en los dos últimos años ha sido razonablemente bueno, gracias a la estabilidad del cedi. Desde principios de 2020 la divisa local se ha depreciado tan solo un 5%, menos que otras

monedas emergentes. Esta menor volatilidad se explica por la intervención del Banco Central en el mercado cambiario, por la caída de las importaciones y, en menor medida, por las operaciones de *swap* suscritas con la Reserva Federal.

Con todo, la crisis ha provocado que la inflación se sitúe en torno al 10,5% desde el pasado año, una cifra moderada en comparación con las fuertes subidas que se produjeron en otros periodos de dificultades. Este comportamiento evidencia, además, que el notable aumento de la compra de deuda pública por parte del Banco Central no ha provocado efectos destacables en la inflación; un potencial riesgo que se compensó con el desplome de la demanda interna.



Fuente: FMI

SISTEMA FINANCIERO

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 provocan 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 los últimos datos disponibles, más del 40% de la población dispone de una cuenta asociada a un dispositivo móvil.

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, precisamente por 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. 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 fue la reordenación del sector. Desde 2015 se han liquidado nueve entidades que presentaban severos problemas de solvencia⁽²²⁾, 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 y ha permitido al sector afrontar las dificultades económicas con suficiente margen de actuación. Aunque la distorsión provocada por el covid-19 ha erosionado el balance de las entidades, la salud del sistema bancario continúa siendo aceptable. A finales de 2020 el ratio de capital se situó en el 19,8%, muy por encima del mínimo recomendado. Ahora bien, el conjunto de ayudas públicas ha tenido un coste significativo, cercano al 7% del PIB.

Pese a la evidente mejora, persisten algunos problemas. El ratio morosidad ha vuelto a registrar una tendencia ascendente. En el primer trimestre de 2021 el volumen de impagos superó el 15% del total de la cartera, un nivel que comienza a ser elevado. Además, 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.

Asimismo, la crisis ha provocado un aumento de las necesidades de financiación del Estado y, en segunda derivada, un aumento de las compras de bonos del tesoro por parte de las entidades. Esto ha agravado la dificultad del tejido empresarial en el acceso al crédito. Y, lo que es más relevante, ha aumentado la exposición del sistema financiero a la posición del soberano. En consecuencia, conviene advertir del riesgo que supone el elevado peso de la deuda pública en la cartera de las entidades financieras (45% del total), dado que el deterioro de las cuentas del Estado podría contagiar a las entidades financieras en caso de que se produjera una crisis de deuda.

(22) Los activos y los pasivos de calidad de estos bancos se transfirieron a una nueva entidad pública, el *Consolidated Bank of Ghana* (CBG). 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, lastrado por el bajo nivel de recaudación y por determinadas partidas extrapresupuestarias.
- Las reformas adoptadas en los últimos años establecieron las bases de un sistema fiscal más sostenible; sin embargo, la pandemia ha disparado el desequilibrio hasta niveles preocupantes. Se espera una paulatina moderación del déficit en los próximos años, sustentado en la reactivación de la economía. Ahora bien, podría persistir en valores elevados si el Ejecutivo no emprende una política de contención fiscal más ambiciosa.
- Todo ello ha provocado un notable aumento del endeudamiento, por encima del 80% del PIB. Resulta preocupante, además, el creciente peso del servicio de la deuda.

La sostenibilidad de las cuentas públicas es, desde hace años, uno de los principales desafíos del país africano. La delicada situación del soberano obedece, en buena medida, al escaso desarrollo del sistema tributario. Los ingresos se han situado, tradicionalmente, alrededor del 13% del PIB, una de las cifras más bajas de la región, lastrados por el elevado peso de la economía informal, la ineficiencia de la administración y el generoso sistema de bonificaciones y exenciones⁽²³⁾. En consecuencia, Ghana ha registrado un elevado déficit fiscal, en torno al 6% del PIB de media en las dos últimas décadas.

La suscripción de un programa con el FMI en 2015 plantó los mimbres de un sistema fiscal más sostenible. Las autoridades cumplieron razonablemente bien las directrices del acuerdo y aprobaron medidas que resultaban oportunas para corregir el desequilibrio. En primer lugar, 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. En segundo término, se aprobó la Ley de Responsabilidad Fiscal, que otorgó 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, una normativa que, sobre el papel, entraña una mayor disciplina fiscal.

Además, el Gobierno adoptó una política de contención del gasto y eliminó algunas exenciones fiscales. El conjunto de medidas permitió registrar un ligero superávit primario durante los años anteriores a la pandemia. Sin embargo, el desequilibrio fiscal continuó siendo elevado, debido a determinadas partidas extraordinarias vinculadas a la restructuración del sistema bancario y a los pasivos del sector eléctrico.

En este contexto, la pandemia ha interrumpido bruscamente la senda de consolidación fiscal. Ante la magnitud de la crisis, las autoridades suspendieron temporalmente la Ley de

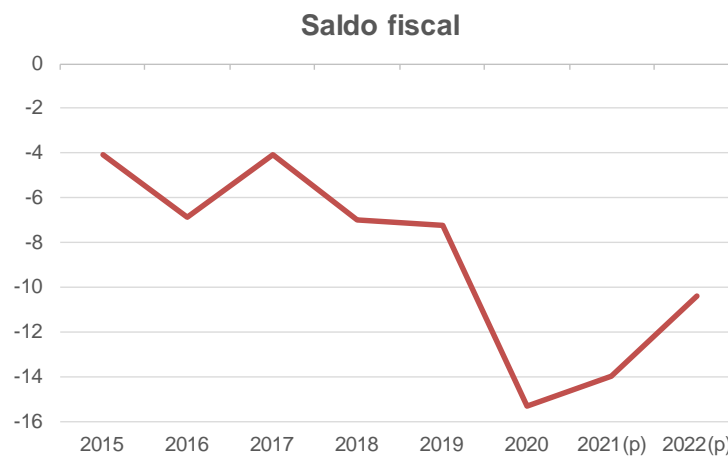
(23) Se calcula que las exenciones y bonificaciones reducen la recaudación en un 2-3 % del PIB al año.

Responsabilidad Fiscal y aprobaron un programa de estímulos equivalente al 2% del PIB⁽²⁴⁾. Al mismo tiempo, la parálisis de la actividad económica erosionó sensiblemente los ingresos fiscales, agravando el deterioro de las cuentas públicas. Con todo, el saldo fiscal registró en 2020 un déficit del 15% del PIB⁽²⁵⁾, a lo que habría que sumar la acumulación de atrasos en el pago a proveedores, equivalentes al 2% del PIB.

Ante este desmesurado desequilibrio, las autoridades han iniciado este año un tímido proceso de consolidación. Por el lado de los ingresos, se ha incrementado el IVA, el impuesto a los carburantes, y se ha introducido una nueva figura impositiva que grava la actividad de las entidades financieras. Al mismo tiempo, han adoptado una política de contención de los gastos corrientes y han retirado algunos estímulos que se aprobaron para mitigar la distorsión provocada por el covid-19.

Estas medidas permitirán compensar el aumento del pago de intereses y regularizar parte de los atrasos acumulados. Sin embargo, serán insuficientes para corregir el desequilibrio fiscal. En consecuencia, el FMI estima que el déficit continuará en valores elevados, en torno al 14% del PIB en 2021.

Para los siguientes años cabría esperar una ligera moderación del desajuste (-10,4% del PIB en 2022), gracias a la retirada del programa de estímulos fiscales y la reactivación de la economía. Ahora bien, el déficit podría mantenerse a medio plazo muy por encima de los límites de la Ley de Responsabilidad Fiscal, a menos que las autoridades emprendan una política de disciplina fiscal más ambiciosa.



Fuente: FMI

- (24) La Ley de Responsabilidad Fiscal establece excepciones 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”.
- (25) Incluye los fondos destinados a cubrir los desajustes del sector eléctrico (1,7% del PIB) y la reestructuración del sistema bancario (2,1% del PIB).

El abultado déficit ha provocado un aumento del endeudamiento de veinte puntos porcentuales en tan solo dos años, hasta el 83,5% del PIB estimado para 2021. Resulta preocupante, además, la espiral de deuda en la que está adentrándose el país. Según los cálculos de Fitch, el pago de las obligaciones absorbe cerca de la mitad de los ingresos fiscales, un nivel muy elevado que limita considerablemente la capacidad del Ejecutivo de corregir el desequilibrio.

Así pues, la sostenibilidad de las cuentas públicas constituye uno de los principales desafíos a los que se enfrenta el Ejecutivo. Si una vez superada la pandemia Ghana recupera el dinamismo que le caracterizó y las autoridades mantienen la disciplina fiscal, cabría esperar una paulatina reducción del endeudamiento a medio plazo. Este comportamiento es plausible y el FMI estima que, en tal caso, la deuda pública alcanzará su máximo en 2024 (87,4% del PIB) y, a partir de entonces, comenzará a descender ligeramente.

Sin embargo, resulta necesario advertir que el margen de error es muy estrecho, por lo que no se pueden descartar escenarios más pesimistas. Así pues, un frenazo de los motores de exportación o una reactivación de la economía más lenta de lo previsto podría conducir a un comportamiento de la deuda pública alejado de las previsiones.

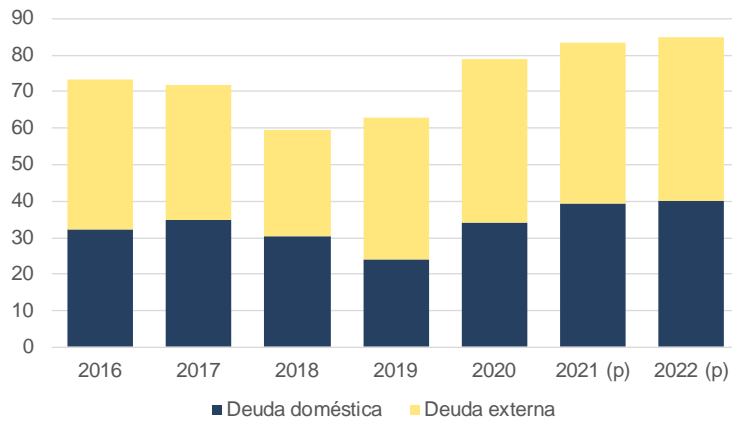
Además de la evolución de la deuda, será relevante el correcto funcionamiento de los canales de financiación. De momento el país ha financiado sin dificultades el desequilibrio de las cuentas públicas. En su mayoría, el Estado ha cubierto sus necesidades en el mercado doméstico, principalmente colocando las nuevas emisiones entre las entidades financieras y el Banco Central⁽²⁶⁾.

En menor medida Ghana también se ha financiado mediante endeudamiento externo. El pasado año el FMI otorgó financiación en condiciones favorables por valor de 1.000 mill.\$ mediante el instrumento *Rapid Credit Facility*. Además, ha sido uno de los países africanos más activos en los mercados internacionales. La última emisión se realizó a principios de año, cuando el Gobierno emitió 3.000 mill.\$. El tipo de intereses exigido fue del 7,75% en los bonos con vencimiento a 7 años; 8,625% en las obligaciones a 12 años, y 8,875% en la deuda emitida a 20 años.

El resultado de la emisión fue razonablemente bueno, teniendo en cuenta que los intereses se situaron cerca de los valores de la emisión realizada a primeros de 2020, antes de que estallase la pandemia. Sin embargo, no se puede excluir la posibilidad de que un endurecimiento de la política monetaria por parte de la Reserva Federal, o un cambio en el sentimiento de la comunidad inversora dificulte en un futuro la capacidad de Ghana de financiarse en los mercados internacionales. En tal caso, la suscripción de un nuevo acuerdo con el Fondo mitigaría considerablemente el riesgo de que se produzcan tensiones de liquidez, dado que el programa cubriría buena parte de las necesidades de financiación del país africano y, además, su correcto cumplimiento reforzaría la capacidad de acceder a la financiación de otros Organismos Internacionales.

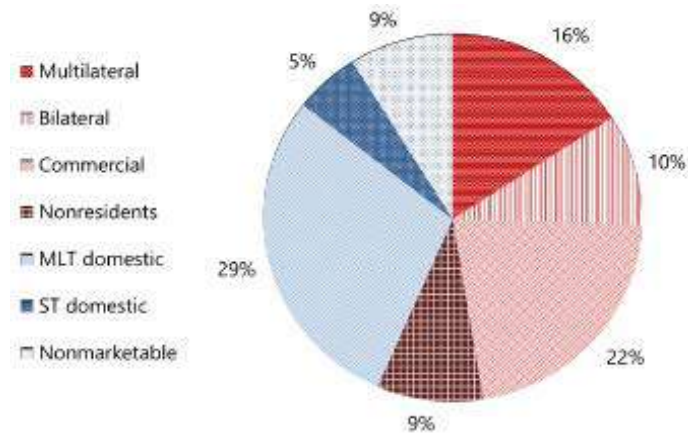
(26) En el marco de las medidas de emergencia para gestionar la crisis del coronavirus, la institución monetaria amplió su programa de compra anual de deuda pública hasta el 6% del PIB.

Deuda pública (% del PIB)



Fuente: FMI

**Estructura deuda pública a finales de 2020
(% sobre el total)**



Fuente: FMI

Como consecuencia del deterioro de las cuentas públicas, a finales de 2020 la agencia de *rating* Standard & Poor's rebajó la calificación de Ghana a B-, seis escalones por debajo del grado de inversión. Por su parte, Fitch mantiene desde hace años el *rating* en B, cinco peldaños por debajo del grado de inversión. En comparación con las economías del entorno, Ghana se encuentra en el mismo rango que Camerún y Nigeria, y por debajo de otros, como Costa de Marfil y Senegal.

	Moody's	S&P	Fitch
GHANA		B-	B
Camerún		B-	B
Costa de Marfil		BB-	BB-
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

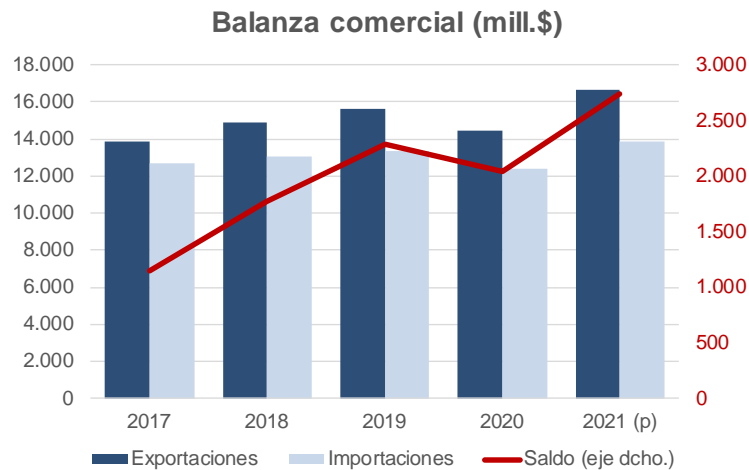
- ➔ El cacao, el oro y el petróleo representan casi la totalidad de las ventas al exterior.
- ➔ La baja correlación entre las tres principales partidas de exportación ha atemperado la volatilidad de la balanza por cuenta corriente, un atributo que se ha evidenciado de nuevo a raíz de la distorsión provocada por la pandemia. En consecuencia, el déficit exterior se ha mantenido en valores moderados a pesar de las turbulencias.
- ➔ A medio plazo el saldo exterior dependerá, en cierta medida, del comportamiento de la industria de los hidrocarburos, una variable difícil de anticipar debido a la incertidumbre sobre el desarrollo de nuevos proyectos.
- ➔ El déficit por cuenta corriente se ha financiado, tradicionalmente, con IED. En los últimos años el nivel de reservas ha aumentado ligeramente, por encima del mínimo recomendado.

La economía ghanesa presenta un grado de apertura al exterior relativamente alto, en torno al 45% del PIB. Las exportaciones están concentradas en tres materias primas: oro (40% del total), petróleo (30%) y cacao (15%).

En consecuencia, las cuentas exteriores están expuestas a la variación en la producción y en la cotización de estos bienes. No obstante, la volatilidad del conjunto de las exportaciones es relativamente reducida, gracias a la baja -o negativa en algunos periodos- correlación entre el oro y el petróleo. Además, al representar un porcentaje tan elevado de la oferta mundial de cacao, el precio en los mercados internacionales oscila, en cierta medida, en función de la producción de Ghana, lo que suaviza las variaciones en los ingresos del sector.

Esta radiografía se ha puesto de manifiesto nuevamente a raíz de la pandemia. La paralización de la economía mundial provocó una abrupta caída del precio del petróleo. Sin embargo, al mismo tiempo la cotización del oro alcanzó máximos históricos, debido a su papel como activo refugio. Por su parte, la producción y el precio del cacao se mantuvieron relativamente constantes. En su conjunto, el total de las exportaciones descendió alrededor de un 7%, una caída moderada teniendo en cuenta la severa distorsión que sufrió la industria de los hidrocarburos. Por su parte, las importaciones -principalmente bienes de equipo, hidrocarburos y automóviles- también se contrajeron, como consecuencia de la atonía de la demanda interna. En consecuencia, el superávit de la balanza comercial se mantuvo por encima del 3% del PIB.

En el presente ejercicio se estima que las exportaciones se incrementarán notablemente, impulsadas por el encarecimiento de los precios de los hidrocarburos (16.640 mill.\$). También se espera un aumento -aunque a un ritmo menor- de las importaciones, en respuesta a la reactivación de la economía. Con todo, se estima que el superávit comercial aumentará hasta los 2.740 mill.€ (3,7% del PIB).



Fuente: FMI

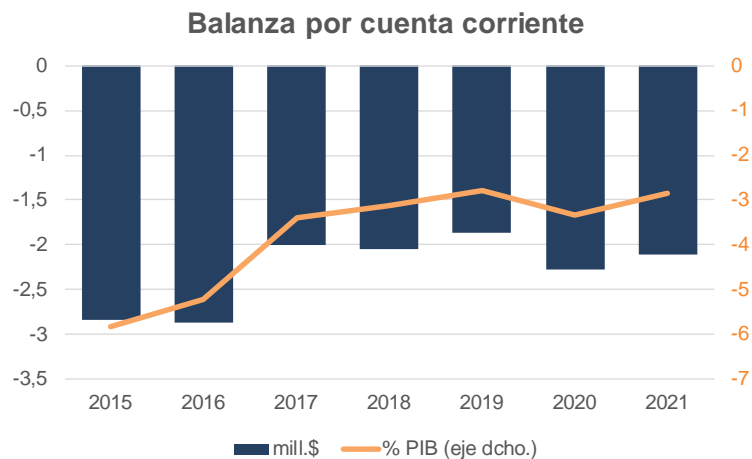
Las balanzas de servicios y de rentas son, tradicionalmente, deficitarias, debido a las necesidades asociadas a los proyectos de infraestructuras; a la repatriación de beneficios por parte de las empresas extranjeras y al pago de la deuda.

El déficit de estas balanzas se ha mantenido constante, debido al efecto contrario de los distintos componentes. En concreto, la caída de la repatriación de beneficios y la paralización de algunos proyectos de infraestructuras ha compensado el desplome de los ingresos turísticos y el aumento del pago de intereses. Para este año se prevé un saldo negativo de 7.700 mill.\$, equivalente al 10% del PIB, una cifra cercana a la del año anterior.

Por su parte, la balanza de transferencias arroja, tradicionalmente, un saldo positivo, gracias a la recepción de remesas y a las donaciones. En los últimos años el superávit se ha situado en un intervalo entre los 3.300-3.700 mill.\$, alrededor del 4,7% del PIB.

Así, el déficit por cuenta corriente aumentó ligeramente en 2020, hasta los 2.300 mill.\$, equivalente al 3,3% del PIB. Para este año se espera que la balanza se mantenga constante en términos nominales; sin embargo, en relación al tamaño de la economía el desequilibrio exterior se moderará ligeramente, hasta el 2,8% del PIB, debido a la aceleración del ritmo crecimiento del PIB.

A medio plazo el saldo exterior dependerá, en parte, del comportamiento de la industria de los hidrocarburos. Si la puesta en marcha de nuevos proyectos se alarga más de lo previsto, cabría esperar una paulatina caída de la producción en los siguientes años, con el consecuente impacto negativo en los ingresos externos. Por el contrario, si finalmente se culmina el yacimiento de Pecan, el volumen de extracción podría duplicarse en el próximo lustro, un hito que corregiría buena parte del déficit por cuenta corriente.



Fuente: FMI

El desequilibrio no ha sido un gran problema para el país africano. La IED ligada a proyectos mineros y de hidrocarburos, generalmente en torno al 5% del PIB, ha financiado con holgura el déficit.

En los últimos ejercicios, la emisión de eurobonos en los mercados internacionales y la financiación otorgada por los Organismos Multilaterales han permitido incrementar ligeramente el volumen de reservas.

Actualmente se sitúan en torno a 7.500 mill.\$, equivalente a 3,3 meses de importaciones, por encima del mínimo recomendado. Así pues, podría considerarse que el riesgo de que se produzcan tensiones de liquidez a corto plazo es reducido. Ahora bien, no se puede obviar que el país es vulnerable a determinados *shocks*, como una caída de las exportaciones, o un endurecimiento de los mercados financieros.



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. Aunque el volumen de los pasivos no es elevado, resulta preocupante el peso del servicio de la deuda.
- DSA “elevado”. En el escenario central tres 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 2004, el país acudió en cuatro ocasiones al Club de París.

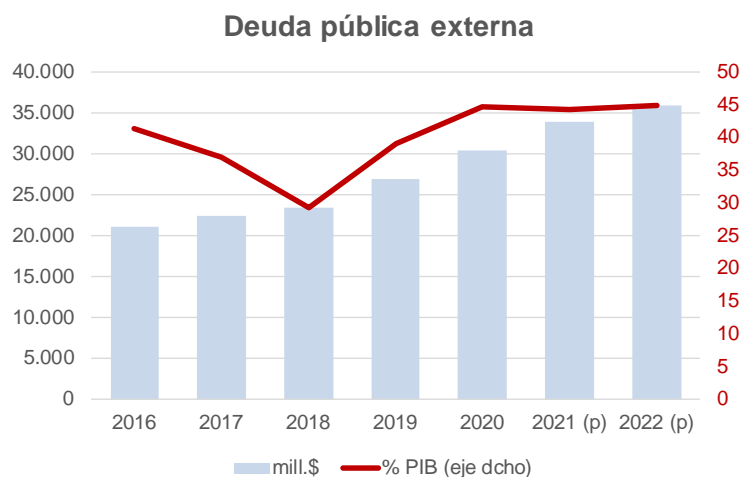
En dicho año se aplicó, en el marco de la iniciativa HIPC, una condonación de tipo Colonia que redujo el importe de la deuda en 3.500 mill.\$. En 2006 se aprobó otra quita de 3.000 mill.\$ dentro de la *Multilateral Debt Relief Initiative*, un programa complementario a la iniciativa HIPC que contemplaba 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, especialmente en los últimos dos años. Se calcula que en 2021 las obligaciones con el exterior ascenderán a 33.835 mill.\$, aproximadamente el 44% del PIB, a lo que habría que añadir los denominados “pasivos contingentes⁽²⁷⁾”, entendidos como las obligaciones contraídas en el pasado que podrían, con cierto grado de incertidumbre, materializarse en el futuro. Incluyendo tales partidas, la deuda podría incrementarse en otros diez puntos porcentuales.

En relación a su estructura, la emisión de eurobonos en los mercados internacionales representa alrededor de un tercio del total, un porcentaje similar a la financiación otorgada por los Organismos Multilaterales. El resto corresponde a deuda bilateral y obligaciones contraídas con entidades bancarias.

(27) Incluye garantías a empresas públicas y privadas; la deuda vinculada al sector eléctrico y determinadas obligaciones crediticias asociadas a proyectos de infraestructuras.

En un ejercicio comparativo con otras economías emergentes, el volumen de la deuda externa en relación al tamaño de la economía no es especialmente elevado. Sin embargo, resulta preocupante la evolución del servicio de la deuda. Se estima que a finales de este año ascenderá a 2.900 mill.\$, equivalente al 19% de los ingresos externos, un nivel que comienza a ser elevado.



Fuente: FMI

ANÁLISIS DE SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA

El FMI considera, en el último DSA publicado en julio de 2021, que el riesgo de insostenibilidad de la deuda pública externa de Ghana es “elevado”. La institución señala que en tres de las cuatro variables analizadas el monto de la deuda supera el umbral de sostenibilidad, especialmente en los indicadores de servicio de la deuda con respecto a los ingresos externos y, sobre todo, el servicio de la deuda en relación a los ingresos públicos, algo que no sorprende teniendo en cuenta la baja recaudación fiscal⁽²⁸⁾.

Esto no implica necesariamente que se vayan a producir tensiones en el pago de los compromisos. El Fondo considera que la deuda pública externa es sostenible si el país recupera el dinamismo anterior a la pandemia, con un crecimiento del PIB en torno al 5% anual y, además, las autoridades logran el objetivo de reducir el desequilibrio fiscal en los próximos años. En este escenario, el FMI calcula que la deuda comenzaría a descender progresivamente a partir de 2026.

(28) 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.

Estas previsiones no resultan descabelladas. Ahora bien, el margen de error es reducido. Se espera que el país recupere el dinamismo que le caracterizó; sin embargo, la capacidad de las autoridades de corregir el déficit fiscal es menos certera, debido al bajo nivel de recaudación, el peso del servicio de la deuda, y los pasivos vinculados al sector eléctrico. Tampoco debe ignorarse la posibilidad de que se materialicen determinados riesgos, como un cambio en las condiciones de mercado, una ralentización de la campaña de vacunación o la caída de la producción de crudo. En consecuencia, conviene contemplar, en un ejercicio de prudencia, escenarios más exigentes.

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, hasta ahora, 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, especialmente cacao, petróleo y oro.
- La pandemia cortocircuitó el funcionamiento de buena parte de los sectores económicos, además de provocar el desplome de los ingresos procedentes de los hidrocarburos. El encarecimiento de la cotización del oro amortiguó las dificultades y, en consecuencia, Ghana fue una de las economías que no llegó a entrar en recesión en 2020. Se espera que el país recupere a partir del próximo año el dinamismo que le ha caracterizado, sustentado en la reactivación de los sectores más afectados por el covid-19, el encarecimiento del petróleo y el aumento de la producción minera. Se prevé, pues, que Ghana sea de nuevo una de las economías más dinámicas del continente africano.
- A medio plazo la capacidad del país de mantener un ritmo de crecimiento del PIB superior al 5% anual dependerá, en cierta medida, de que la industria petrolera salga del actual estado de letargo y se culminen los proyectos que se encuentra en desarrollo, especialmente el de Pecan.
- Más incierto resulta la solvencia del soberano, una de las principales debilidades del país. La distorsión provocada por el covid-19 ha interrumpido la política de contención presupuestaria impulsada por el ejecutivo del presidente Akufo-Addo y, desde 2020, el déficit se sitúa en valores muy elevados. En consecuencia, el monto de la deuda ha

ascendido hasta niveles que comienzan a ser preocupantes. El FMI considera factible un descenso del endeudamiento en los próximos años. Ahora bien, no se puede obviar que el margen de maniobra del ejecutivo es limitado, debido al peso de determinadas partidas extrapresupuestarias y del servicio de la deuda.

© 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.