

INFORME RIESGO PAÍS

GHANA

Madrid: 21 de julio de 2015



A destacar

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.

John Mahama, presidente desde julio de 2012, se enfrenta a masivas manifestaciones resultado de la creciente frustración social ante el deterioro de la evolución económica, la crisis eléctrica y los escándalos de corrupción. No se descarta una nueva alternancia en el poder en la próxima cita electoral de 2016, con el retorno del partido NPP de la mano de Akufo- Addo.

Segunda economía de la región, con un papel destacado en los mercados internacionales del cacao y del oro. El sector de los hidrocarburos ha ganado importancia con el descubrimiento de yacimientos petrolíferos en 2007 si bien, por el momento, no han generado los ingresos esperados.

Preocupante deterioro del cuadro macroeconómico: elevados déficits gemelos (público y por cuenta corriente) que alimentan una creciente deuda pública y externa. La monetización del déficit público y la depreciación de la divisa han disparado la inflación (17% en 2014). La política monetaria está al servicio de la defensa del tipo de cambio y fuertemente condicionada por la política fiscal. La caída de las reservas a finales del año pasado obligó a Ghana a acudir en marzo de este año al FMI en busca de fondos para estabilizar la situación.

Deficiente gestión de las cuentas públicas. Déficit público (12,1% del PIB en 2014) de carácter estructural, que se dispara los años de elecciones. Deuda pública (49,4% del PIB) en preocupante ascenso, con una creciente dificultad de financiación.

Elevadísimo déficit por cuenta corriente (9,2% en 2014), 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 aceptable, si bien 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** (36,5% del PIB en 2014, un aumento del 13% respecto al año anterior). El análisis de sostenibilidad de deuda elaborado por el FMI valora el riesgo de que la deuda se vuelva insostenible como "elevado".

SITUACIÓN POLÍTICA

- Ghana es un referente en términos de estabilidad y consolidación democrática en la región. Seis elecciones democráticas y dos alternancias pacíficas en el poder ratifican la consolidación del sistema multipartidista establecido en 1992, caracterizado por la polarización en torno a los dos grandes partidos.
- John Mahama, que accedió a la presidencia en julio de 2012, ha perdido popularidad como resultado de la peor evolución económica y sonados escándalos de corrupción. La próxima cita electoral en 2016 posiblemente volverá a enfrentarse a Mahama con Akufo - Addo. No se descarta una tercera alternancia en el poder.

Tras seis elecciones democráticas y dos alternancias pacíficas en el poder, Ghana constituye un referente en términos de estabilidad y consolidación democrática en la región. A diferencia de la mayor parte de los países africanos, Ghana goza de un poder judicial independiente, una prensa libre y un ejército que se mantiene al margen del escenario político desde que en 1992 se estableció un sistema multipartidista con la aprobación de la Constitución.

POBLACIÓN	26,4 mill.hab.
RENTA PER CÁPITA	1.620 \$
EXTENSIÓN	238.540 Km ²
RÉGIMEN POLÍTICO	REPUBL. PRESIDENCIAL
CORRUPCIÓN	61/175
DOING BUSINESS	70/189

El recorrido hasta la situación actual ha sido convulso y no exento de violencia. Ghana fue el primer país de África Subsahariana en declarar su independencia del dominio colonial, en 1957, de la mano de Kwame Nkrumah, héroe de la independencia y defensor del pan-africanismo. 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 al que sucedieron años de continuos cambios políticos violentos e inestabilidad. Este periodo se resolvió con un nuevo golpe de Estado pero que, en esta ocasión, dio paso a un periodo de estabilidad. El coronel Jerry John Rawlings gobernó casi ininterrumpidamente el resto del periodo pre democrático. En 1992, y bajo una fuerte presión internacional, Rawlings promovió la transición democrática que culminó con la aprobación de la constitución. Ese mismo año el mandatario creó su propio partido, el Nacional Democratic Congress (NDC), con el que ganó las elecciones en 1992 y 1996.

La sucesión política en el año 2000, tras veinte años de dominio del NDC, fue modélica. La victoria de John Kufour en las elecciones de ese año inauguró la alternancia política entre las dos principales formaciones políticas del país, el National Democratic Congress (NDC), de corte socialdemócrata, y el National Patriotic Party (NPP), de centro derecha. Tras dos mandatos de Kufour (desde el año 2000 hasta 2008), el NDC volvió nuevamente al poder en las elecciones de 2008 de la mano de Atta Mills, ex ministro de Relaciones Exteriores durante gran parte de la presidencia de Kufour.

(1) Se tomó la decisión de separar esta región del actual Togo en un referéndum organizado por la ONU.



Las últimas elecciones presidenciales y parlamentarias se celebraron en diciembre de 2012 y sus resultados no hicieron más que confirmar el intenso proceso de polarización de los ghaneses en torno a estos dos partidos mayoritarios. El NDC y NPP sumaron el 98,44% de los votos. John Dramani Mahama (NDC) venció en primera vuelta con el 50,7% de los votos frente a Nana Akufo-Addo (NPP), que obtuvo el 47,74%. Mahama se convirtió así en el cuarto Presidente de la República tras Rawlings (NDC), Kufour (NPP) y Atta Mills (NDC). El NPP impugnó la validez del resultado oficial ante la Corte Suprema, quien falló a favor de Mahama en agosto de 2013. Es significativo que esta decisión fue aceptada sin ambigüedad por parte de la oposición, lo que no es sino reflejo de la madurez democrática del país. Otro hecho que avala esta madurez es la elevada tasa de participación, que rozó el 80%.

Las próximas elecciones se celebrarán a finales de 2016. Todo apunta a que volverán a rivalizar Mahama y Akufo-Addo, quien fue reelegido como candidato del NPP en las recientes elecciones primarias con el 94% de los votos. Frente a la unidad del partido de la oposición, el NDC adolece de cierta división interna como resultado de la peor evolución económica y varios escándalos de corrupción⁽²⁾. Varios pesos pesados del partido han optado por distanciarse de Mahama, aparentemente con el fin de asegurar su propia reelección. Los recientes escándalos posiblemente no alterarán la imagen exterior del país, ya muy negativa en este campo, si bien dotan de amplia munición a la oposición en la campaña electoral y podrían conducir a la vuelta al poder del NPP. La corrupción es un mal extendido en todas las esferas de poder. Irregularidades financieras y favoritismos son prácticas habituales en la concesión de contratos públicos en Ghana. El país ocupa el puesto 61 de 175 países en el Indicador de Percepción de la Corrupción de Transparencia Internacional. Es significativo que 40% de los ciudadanos encuestados reconocieron haber pagado un soborno en los últimos 12 meses.

A lo anterior se suma una creciente frustración en las calles. Los continuos apagones de luz, la elevada inflación y el programa de austeridad al que se ve abocado el gobierno han sido motivo de protesta en multitudinarias manifestaciones. Las reformas necesarias, especialmente en el sector público, serán sin duda dolorosas y podrían costarle al NDC las elecciones de 2016. En Ghana nunca se ha podido garantizar un servicio de electricidad sin cortes, algo que otros países de su entorno superaron hace muchos años⁽³⁾. Esta situación ha empeorado en los últimos meses, con cortes de 24 horas seguidos de suministros de 12 horas, lo que incrementa el coste de hacer negocios, como veremos. Esta crisis, que se ha denominado “dumsor-dumsor” que en el idioma local significa “encender y apagar”, posiblemente penalizará a Mahama en las próximas elecciones.

- (2) Uno de los más sonados es el de los “trabajadores fantasma” en el sector público. El FMI considera que entre un 20% y un 30% de los gastos en sueldos y salarios del sector público corresponde a puestos inexistentes. Además, en diciembre de 2014 el Ministro de Finanzas tuvo que esclarecer el uso de 1.000 mill.\$ obtenidos en la emisión de eurobonos de septiembre, ante las críticas de la oposición de uso fraudulento de los mismos. Acusaciones de fraude también han rodeado a la agencia estatal Ghana Youth and Entrepreneurship Development Agency por supuesto favoritismo en los contratos con proveedores de servicios privados.
- (3) Los cortes de electricidad han generado un creciente malestar en la sociedad y han conducido a masivas manifestaciones. El país se ha fijado el objetivo de lograr el acceso universal a la electricidad en 2020; sin embargo, el 40% de los hogares todavía utilizan leña para cocinar.



La frustración popular es mayor dado que, tras el descubrimiento de petróleo en 2007 frente a la costa oeste de Ghana y posterior puesta en explotación, en diciembre de 2010, el optimismo dominó el país, y se habló de que Ghana podía ser uno de los países con mayores tasas de crecimiento del mundo. Cinco años más tarde, las autoridades se han visto obligadas a solicitar una ayuda financiera al FMI en un contexto, como analizaremos, de creciente deuda pública y externa, elevados déficit por cuenta corriente y público, inflación descontrolada y pérdida de valor de la moneda local. Gran parte de la población acusa al gobierno de mala gestión y parece improbable que se logre reconducir la situación económica de aquí a las elecciones de 2016 de forma que efectivamente el votante aprecie cierta mejora. En todo caso, la gestión de los recursos del petróleo es, sin duda, un importante reto para el país en el medio plazo. Se corre el riesgo de que se convierta en una “maldición”, tal y como ha ocurrido en países como Angola o Nigeria, y que los ingresos acaben sufragando un coste público desmesurado e ineficiente y tejiendo una red de influencias y corrupción que redunde en un deterioro institucional sin apenas mejoras en la calidad de vida de la población. En el caso de Ghana, este riesgo es moderado, dado que la producción de petróleo no es excesivamente elevada y la economía cuenta con otros sectores relevantes de exportación, fundamentalmente el oro y el cacao.

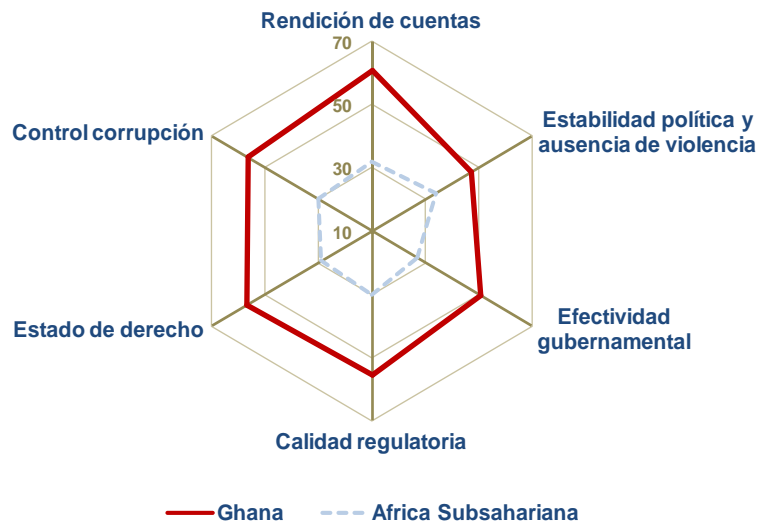
Ghana ha superado el umbral de la renta media fijado por el Banco Mundial⁽⁴⁾. Sin embargo, cerca de una cuarta parte de la población vive por debajo del umbral de la pobreza. La desigual distribución de la renta, común a la mayor parte de países africanos, se superpone en el caso de Ghana a las considerables diferencias regionales. Existe una importante división entre el norte y el sur del país tanto en religión como en etnias y riqueza. El norte tiene una elevada proporción de musulmanes y es comparativamente más pobre, frente al sur, más rico y con una población predominantemente cristiana. Los yacimientos petrolíferos se encuentran también en el sur. No es descartable que se produzca cierta tensión entre ambas zonas.

En cuanto a la facilidad para hacer negocios Ghana ocupa el puesto 70 de 189, lo que lo sitúa en el cuarto mejor puesto de África Subsahariana después de Mauricio, Sudáfrica y Ruanda. Su relativa seguridad, transparencia y estabilidad democrática junto con la calidad regulatoria y de sus instituciones lo convierten en una excepción y un referente en la región tal y como reflejan los indicadores de gobernabilidad del Banco Mundial. Como principales obstáculos a los que se enfrentan las empresas destaca el difícil acceso tanto a la electricidad como a la financiación. La financiación bancaria en Ghana es muy difícil de conseguir a precios competitivos. Ghana es el segundo país africano con mayores tipos de interés en los préstamos bancarios, que están alrededor del 25%. Otro factor que afecta negativamente al clima inversor es la falta de continuidad en las políticas gubernamentales derivadas de la alternancia entre los dos partidos mayoritarios. El NDC ha tenido numerosas disputas con empresas extranjeras desde que volvió al poder en 2009, sobre la base de que los contratos firmados bajo el mandato del NPP no cumplían los necesarios requisitos legales. La inseguridad jurídica que supone que no se respeten los contratos firmados bajo gobiernos anteriores 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.

- (4) Mejoró su clasificación en 2010, desde país de renta baja a media-baja, tras una revisión estadística que supuso una revisión al alza del PIB de más de un 60%, gracias a un cambio del año base de 1993 a 2006. Esto supuso un incremento instantáneo del PIB en 13.000 mill.\$.. Las abultadas revisiones al alza no son extrañas en África, donde la baja calidad de las estadísticas tiende a subestimar sistemáticamente el crecimiento.



**Indicadores de gobernabilidad, 2014
Banco Mundial**



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). Kufuor llegó a ser presidente de la Unión Africana (UA) entre 2007 y 2008.

Buenas relaciones con sus vecinos. Con Nigeria hay fuertes lazos económicos y comerciales. 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, existe un contencioso con respecto a la delimitación de una parte de la frontera marítima, asunto en el que media la ONU. Esta disputa ha adquirido una especial trascendencia tras descubrirse yacimientos petroleros en la zona. Por el momento, la sentencia del Tribunal de los Derechos del Mar del 26 de marzo de 2015⁽⁵⁾ prohíbe a Ghana realizar perforaciones petrolíferas offshore mientras no resuelvan el conflicto. Las relaciones con Togo se han intensificado en los últimos años, de manera paralela al proceso de consolidación democrática en el país vecino.

Fuera de la región destacan las buenas relaciones con EE.UU. La primera potencia mundial es uno de los principales donantes de ayuda de Ghana, además de uno de sus principales socios comerciales. Las relaciones con China se han estrechado significativamente en estos últimos años. Por último, hay que destacar la importancia de las relaciones políticas, comerciales y de cooperación con Europa y con la UE, con un importante apoyo presupuestario. 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 millones de Euros.

(5) Por el momento el Tribunal ha fallado en contra de la petición de Costa de Marfil de prohibir todo tipo de perforaciones lo que habría supuesto un importante freno a las perspectivas del sector.

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.
- Fuerte desaceleración económica por tercer año consecutivo. 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 ha obligado a solicitar la ayuda del FMI.
- Elevadísima Inflación (17% en 2014), alimentada por la depreciación del tipo de cambio y la monetización del déficit público. La política monetaria está al servicio de la política cambiaria y fuertemente condicionada por la política fiscal.

ESTRUCTURA ECONÓMICA

Ghana es una economía de tamaño pequeño (38.648 mill.\$) si bien es la segunda mayor economía de África occidental tras Nigeria, y la decimosegunda de África subsahariana. En cuanto a su estructura productiva, Ghana destaca en los mercados internacionales como productor de cacao y oro.

PIB (mill.\$)	38.648
CRECIMIENTO PIB	4,2
INFLACIÓN	17
SALDO FISCAL	-9,8
SALDO POR C/C	-9,2

Datos a 2014

La agricultura ha ido perdiendo peso paulatinamente, hasta situarse en 2014 en torno al 23,7% del PIB, si bien emplea a más de la mitad de la población. Dentro de este sector ha destacado tradicionalmente el cacao, aunque en las últimas décadas Ghana ha diversificado su oferta agrícola, desarrollando la producción de cereales, legumbres, frutas y pescado. En cualquier caso, Ghana no explota todo el potencial que le ofrece el sector, ya que tan sólo tiene cultivadas en torno a 8 mill. de hectáreas de las 13,6 mill. disponibles. Los principales obstáculos que enfrentan los agricultores son la ausencia de infraestructuras adecuadas, el uso de maquinaria anticuada, la dependencia de las lluvias (que son irregulares) y el elevado coste de la inversión. El Banco Mundial ha contribuido a financiar varias reformas del sector agrícola ghanés, que han tendido a una mayor liberalización de la producción y comercialización agrícolas, y al levantamiento de las restricciones que afectan al comercio exterior.



Mención aparte merece el cacao, que es una de las principales exportaciones del país. Ghana, con una producción anual superior a las 900.000 toneladas métricas de cacao en grano (lo que representa en torno al 20% de la producción mundial), es el segundo productor mundial después de Costa de Marfil. Es un subsector fuertemente regulado desde la Administración. El Ghana Cocoa Board (Cocobod), a través de la Produce Buying Company (PBC), es el único comprador de cacao del país y tiene además el monopolio de la exportación. El Gobierno considera que la 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 el PBC fije el precio de compra oficial que, al ser normalmente inferior al de mercado, incentiva el contrabando⁽⁶⁾.

El sector secundario supone el 26,2% del PIB. Destacan la construcción y la minería. Ghana posee abundantes recursos minerales, como manganeso, bauxita, diamantes e incluso petróleo, sobre cuya explotación ha sostenido su crecimiento económico de los últimos años. 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⁽⁷⁾. En la actualidad, Ghana es el segundo productor de África subsahariana tras Sudáfrica y este mineral representa en torno al 38% 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 fértiles minas auríferas de gran dimensión, explotadas por grandes empresas, la mayoría multinacionales.

El descubrimiento de petróleo en 2007 ha supuesto un fuerte impulso a la actividad económica, si bien, como veremos, la fuerte caída del precio del crudo ha implicado que las expectativas de aumento de ingresos para las arcas públicas no se hayan materializado. La producción ha aumentado desde 24,5 millones de barriles anuales en 2011 a casi 40 millones en 2014 (109.600 b/d), con lo que el crudo ha pasado así a contribuir un 6% al PIB y su peso en las exportaciones asciende al 28,3%, la segunda partida después del oro. Su aportación a las arcas públicas tan solo implica el 8% de los ingresos totales en 2014. No obstante, se espera que la producción aumente considerablemente en los próximos años⁽⁸⁾. Otro sector de gran dinamismo es la construcción, que ha registrado tasas de crecimiento de dos dígitos en los últimos años como resultado de la inversión inmobiliaria, la mejora de las infraestructuras públicas y las inversiones en el sector minero. Entre 2011 y 2014 el sector ha crecido a una media del 14% y se prevé que mantenga este dinamismo hasta 2017 en parte por la necesidad de construir viviendas dada la escasez de oferta.

El sector servicios abarca en torno al 50% del PIB, predominando el transporte, el comercio, el turismo, y, sobre todo, el de las telecomunicaciones. El gobierno ha aprobado una inversión de 10.000 mill.\$ durante los próximos tres años en la construcción de la "City of Hope" (Ciudad de la Esperanza), un gran centro de Tecnologías de la Información y la Comunicación (TIC), cuya construcción se inició en junio de 2013 en las afueras de Accra, y será el mayor de África.

- (6) Para la temporada 2013-14 dicho precio fue de 3.392 cedis por tonelada (aproximadamente 1.058 dólares la tonelada), lo que equivale a un 70 % de descuento sobre el precio del mercado mundial.
- (7) Los ingleses llamaron a este territorio Gold Coast, la Costa de Oro.
- (8) Desde la puesta en explotación del primer yacimiento en Jubilee, se han descubierto 23 nuevos pozos y en noviembre de 2014 el parlamento ratificó dos nuevos acuerdos para las explotaciones de Tweneboa-Enyoram-Ntome y Sankofa. Se prevé para 2020 una producción de 200.000 b/d.

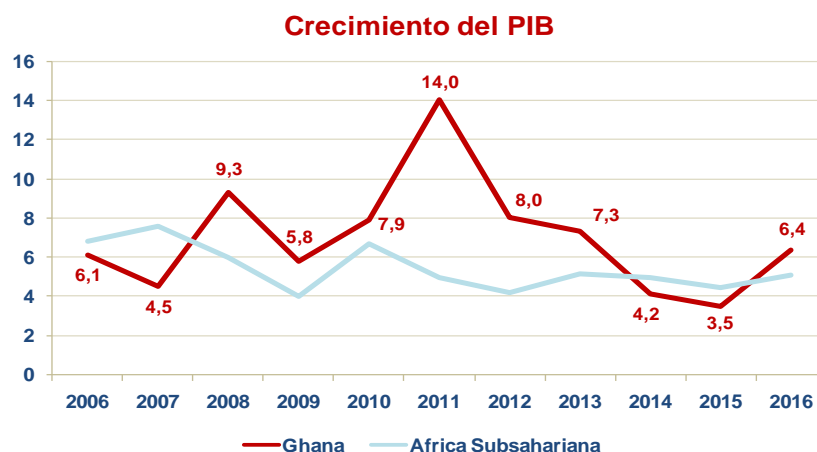


Entre los principales problemas estructurales del país destacan la falta de capital humano, el enorme sector informal, el dualismo empresarial y las deficientes infraestructuras. Hay escasez de mano de obra cualificada en numerosos sectores, lo cual dificulta su desarrollo y merma la calidad de la oferta. 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, en muchos casos, operando 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.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA RECIENTE

El fuerte dinamismo económico que venía registrando Ghana desde 2008 se ha truncado drásticamente. Ghana ha cerrado 2014 con una fuerte desaceleración (ha crecido un 4,2% frente al 7,3% del 2013) y las previsiones para 2015 mantienen esta tendencia (3,5%).

Desde 2008 el país venía creciendo a tasas muy por encima de la región (entre 2008 y 2013 creció a una media superior al 8%) e incluso capeo 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%, la mayor tasa de África. No obstante, a partir de ese momento, el crecimiento se ha ido ralentizando. El elevado dinamismo de los últimos años ha venido acompañado de la generación de grandes desequilibrios, que han ido socavando las bases de la expansión, al tiempo que la caída de los precios de los principales productos exportados ha hecho el resto. Los déficits fiscales y exteriores se han desbocado y la inflación media supera el 15%, lo que ha venido acompañado de una creciente deuda pública y externa, una drástica depreciación de la moneda local y una caída de las reservas. Ante este panorama, el gobierno se ha visto forzado a pedir un programa de asistencia al FMI para tratar de reconducir la situación.



Fuente: Fondo Monetario Internacional

Los cortes en la electricidad, la fuerte depreciación de la divisa y la caída de los precios del oro y el petróleo han hecho mella en la economía en 2014. La crónica crisis de producción eléctrica se ha intensificado si cabe; Ghana tiene una capacidad instalada de 2.900 MW⁽⁹⁾ de la que solo emplea en torno al 50%. Esta situación obedece a la oferta inestable de gas del Gaseoducto de África Occidental, a los bajos niveles del agua y a las dificultades de mantenimiento del sistema eléctrico. La producción de petróleo continúa impulsando la actividad con un creciente peso en el PIB y en las exportaciones, pero las empresas mineras han sido forzadas a reducir el consumo de electricidad en un 30% lo que, unido a la caída de precio del crudo, ha forzado a algunas empresas a cerrar. En el caso del oro, la fuerte caída de los precios (desde 1.410 \$ la onza en 2013 a 1.198 \$ en mayo de 2015) han implicado una caída del valor de las exportaciones de oro en un 26% en 2014. Todas las previsiones apuntan a que los precios del metal precioso a corto plazo, van a continuar bajos⁽¹⁰⁾. El sector de la construcción continúa dinámico, como resultado de la fuerte demanda de viviendas y oficinas, reflejo del fuerte crecimiento de la clase media. En cuanto al sector de la agricultura, gracias a unas condiciones climáticas favorables creció un 5,2%. El reciente aumento en los precios del cacao podría impulsar el sector en 2015.

Las previsiones del FMI para 2015 son de una nueva desaceleración del crecimiento (3,5%), pero para 2016 se espera que la economía se reactive gracias a un aumento en la producción de petróleo y gas, a la inversión privada y a la mejora en las infraestructuras públicas. El FMI confía en que el programa aprobado con Ghana impulsará la confianza y con ello la inversión, dada la fuerte condicionalidad de los desembolsos. No obstante, existen importantes riesgos a la baja. En primer lugar, existe el riesgo de un retraso o una aplicación incompleta de las reformas acordadas con el FMI, máxime teniendo en cuenta que el año que viene es año electoral, lo que acostumbra a disparar el gasto público. En segundo lugar, la mencionada sentencia del Tribunal de los Derechos del Mar del 26 de marzo de 2015 (que prohíbe a Ghana realizar perforaciones petrolíferas offshore mientras no resuelva la disputa sobre la frontera marítima en Costa de Marfil) puede desincentivar seriamente la inversión en el sector petrolífero⁽¹¹⁾. Por último, si la crisis energética no se resuelve y los precios del petróleo y el oro continúan bajos, la recuperación económica podría verse en entredicho.

- (9) Ghana con una población de 26,4 millones de habitantes tiene una capacidad instalada de 2.900 MW frente a España que cuenta con una capacidad de 107.428MW y una población de 46,4 millones de habitantes.
- (10) Además, la principal mina del país, Ashanti Gold's Obuasi ha cerrado y otras han reducido los niveles de producción como resultado de la caída de precios y cortes en la energía.
- (11) Por el momento el Tribunal ha fallado en contra de la petición de Costa de Marfil de prohibir todo tipo de perforaciones, lo que habría supuesto un importante freno a las perspectivas del sector.



SECTOR PÚBLICO

- **Deficiente gestión de las finanzas públicas. Crónico déficit público que se dispara en los años electorales. El FMI ha mantenido acuerdos de forma intermitente durante décadas. El actual programa aboga por una necesaria consolidación presupuestaria.**
- **El déficit público en 2014 alcanzó el 10,4% del PIB. Elevado peso de los gastos corrientes, en particular sueldos y salarios, subsidios y pago de intereses, dada la creciente deuda pública y mayores costes de financiación.**
- **Fuerte incremento de la deuda desde la última condonación en 2006. 2014 ha cerrado en un 67,6% del PIB de deuda, con una preocupante proporción a corto (en torno a un 30%). Uno de los objetivos del gobierno es refinanciar parte de esta deuda a plazos más largos.**

El crónico déficit público es uno de los principales problemas de Ghana. Además, de forma periódica, y en clara coincidencia con los ciclos electorales, este déficit se dispara, alcanzando cifras próximas al 10% del PIB. A lo anterior se suma una crónica necesidad de financiación exterior del país, lo que acaba traduciéndose en elevados déficits gemelos que conducen a fuertes presiones sobre la divisa y caída de reservas. Ya 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 un descontrolado déficit exterior. La crisis financiera internacional, con el cierre de la financiación exterior, hizo el resto. Con las reservas bajo mínimos Ghana tuvo que acudir al FMI, que le concedió 613 mill.\$ bajo un *Extended Credit Facility* en un programa trienal, con la finalidad de reequilibrar la situación fiscal. Las elecciones de 2012 no fueron una excepción y nuevamente el gobierno sucumbió a la presión de gastar generosamente y el déficit cerró ese año en el 12,2% del PIB.

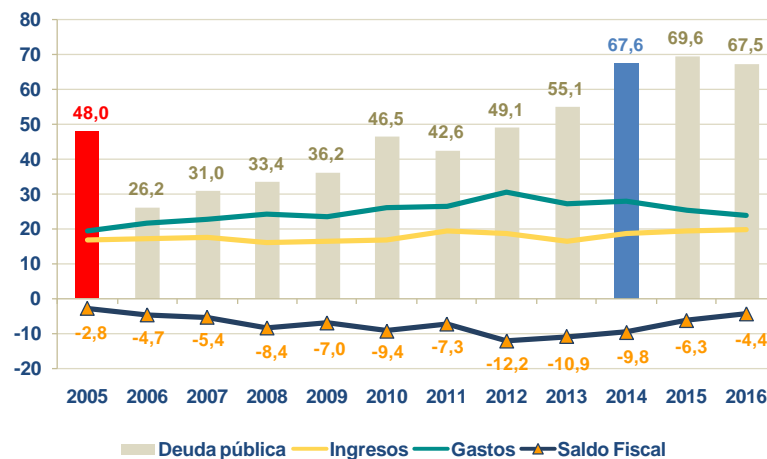
Pese al esfuerzo de los dos últimos años por aumentar ingresos y contener los gastos, en 2014 se registró un déficit del 9,8%. Los ingresos impositivos ascendieron al 17,4%, cifra muy por debajo del objetivo fijado (21,6%). Por otra parte, los gastos aumentaron un 6,4% respecto a 2013. En Ghana los gastos corrientes ascienden hasta un elevado 23,2% del PIB, con un importante peso de la partida de sueldos y salarios e intereses, con lo que el margen que queda para gastos de capital es mínimo (5,3% del PIB).

Gastos e ingresos como % del PIB		
	2007-10	2011-14
Ingresos totales	16,5	19,3
Ingresos crudo	0	1,9
Ingresos excluido crudo	13,6	16,3
Donaciones	2,8	1,1
Gastos totales	20,9	29,2
Sueldos y salarios	7,6	11,3
Gasto en capital	5,2	5,1
Pago de intereses	2,6	4,8
Otros gastos corrientes	5,4	8



Las medidas de consolidación aprobadas incluyen 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⁽¹²⁾, la identificación de los trabajadores fantasmas⁽¹³⁾ y de los gastos superfluos. Sin embargo, para acabar con el déficit estructural el FMI aconseja, junto con el recorte de los gastos, el aumento de los ingresos, así como eliminar el recurso a la financiación a corto plazo para financiar el déficit, que ha llevado aparejad o elevados tipos de interés y, por tanto, un aumento del servicio de la deuda.

Finanzas públicas (% del PIB)



Fuente: FMI

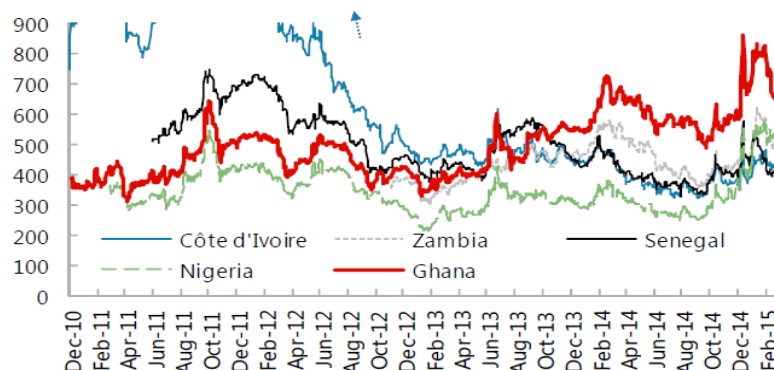
La deuda pública ha seguido una preocupante tendencia ascendente y ya en 2012 sobrepasó el nivel que tenía en 2006, cuando fue condonada gracias a la iniciativa HIPC. En 2014 ascendió al 67,6% del PIB. Además, se ha producido un importante cambio en su composición: en 2005 en torno al 80% de la deuda pública era externa, mientras que hoy el 45,5% es deuda doméstica. Este cambio se explica en gran parte por la mencionada monetización del déficit público. El gobierno está estudiando el separar de la deuda pública total la deuda de las empresas estatales, especialmente de aquellas que pueden atender su servicio con ingresos propios.

- (12) La adopción del Single Spine Salary Scheme en 2012 disparó el coste de los salario públicos. Se trata de una estructura salarial que obliga que los empleados públicos cobren lo mismo por un trabajo igual con independencia del lugar donde trabajen. Inicialmente se esperaba una adopción progresiva a lo largo de cinco años, pero en 2012 ya se había completado, lo cual supuso un coste enorme: en 2011 la nueva estructura prácticamente absorbió todos los ingresos procedentes del petróleo y en 2012 el ya de por sí elevado gasto en nóminas subió de 4.500 millones de GHS a 6.600 GHS (cerca de 7 veces los ingresos del petróleo), poniendo en peligro todas las ganancias en estabilidad fiscal logradas en los años anteriores.
- (13) Trabajadores cuyos nombres figuran en las nóminas pero realmente no trabajan para el sector público.

El gobierno se ha enfrentado a crecientes dificultades para financiar la deuda pública lo que explica el aumento del coste del servicio de la deuda (representa en torno a un tercio de los ingresos públicos). En septiembre de 2014 emitió eurobonos por valor de 1.000 mill.\$, si bien a un tipo de interés superior a otros países de la región. El gobierno ha tenido que recurrir a la financiación a corto plazo, que hoy día financia en torno al 30% de la deuda pública doméstica. El tipo de interés de estos instrumentos ha ido creciendo, (a septiembre de 2014, era del 25,5%, frente al 19,2% de 2013). El coste de los intereses ha pasado de representar un 4,6% en 2013 al 6,9% en 2014. Uno de los objetivos de la gestión de la deuda es la refinanciación de la deuda a corto plazo en deuda a medio y largo y el uso de préstamos únicamente para proyectos de infraestructuras. De hecho, parte de los recursos obtenidos de la emisión de eurobonos y parte de los ingresos procedentes del crudo están siendo utilizados para refinanciar la deuda a plazos más largos y para servir como fondos de garantía en proyectos de infraestructuras.

El Gobierno de Ghana ha anunciado también la creación de 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 principalmente con el 2,5% de incremento del IVA aplicado recientemente y 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.

Sovereign Spread, SSA Frontier Markets
(USD-denominated, basis points)



Fuente: Bloomberg

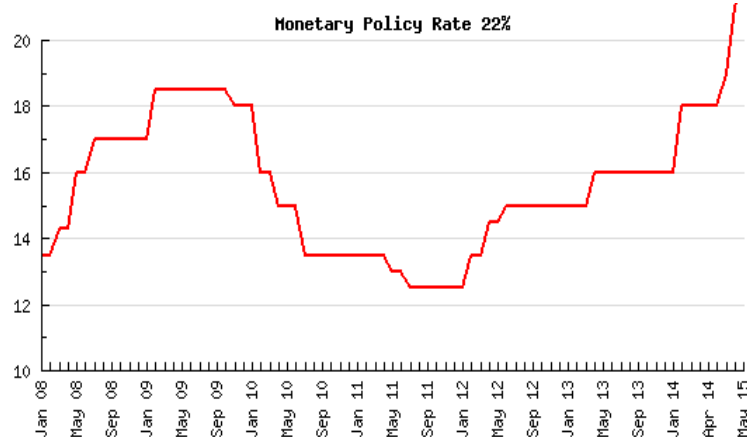
INFLACIÓN CRECIENTE Y DEPRECIACIÓN DE LA DIVISA

La tasa de inflación cerró en diciembre de 2014 en el 17% y ha mantenido estos niveles en lo que va de año, muy por encima del objetivo fijado (8% más o menos dos puntos porcentuales)⁽¹⁴⁾. El Banco Central de Ghana (BCG) es de los pocos bancos de países menos desarrollados que han apostado formalmente por un objetivo de inflación si bien no ha logrado en la práctica la credibilidad que buscaba. El aumento de los precios responde tanto al efecto retardado de aumento de los precios administrados como a la depreciación del 31% del cedi con respecto al dólar el año pasado, conforme se disparaba la deuda y caían las reservas.

(14) El Banco Central adoptó formalmente una política de objetivo de inflación en 2007. No obstante, el objetivo no está predeterminado, sino que el BC lo fija cada año, lo que debilita la principal ventaja del sistema: la capacidad de anclar expectativas.

El BCG ha aumentado los tipos de interés en varias ocasiones, desde el 16% en mayo de 2014 hasta el 22% en mayo de este año, con el fin de contener la fortísima depreciación de la moneda y la creciente inflación. Las autoridades se vieron forzadas incluso a solicitar una ayuda de emergencia al FMI para poder financiar el déficit fiscal y sostener la moneda. En abril de este año el FMI aprobó la concesión de fondos en el marco del *Extended Credit Facility*⁽¹⁵⁾ en un programa de tres años por un monto de 664,20 mill de derechos especiales de giro (918 mill.\$, lo que equivale al 180% de su cuota en el FMI). El programa incluye 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.

A pesar de la política de subida de tipos, el crédito doméstico ha continuado aumentando, como reflejan los agregados monetarios⁽¹⁶⁾, lo que obedece, en gran parte, a la financiación doméstica de la deuda pública (monetización del déficit público). Por otra parte, en Ghana se produce el clásico efecto expulsión del sector privado por parte del público: las necesidades de financiación del Estado son tan grandes y el ordenamiento y la práctica jurídica mercantil tan primarios, que los bancos prefieren prestar al Estado que al sector privado, que se enfrenta a dificultades de financiación y a unos tipos muy elevados. El ratio de crédito al sector privado con respecto al PIB se situó en junio de 2013 en el 16,6%, frente a ratios del 18,3% en Costa de Marfil, 20,9% en Nigeria y 36,6% en Kenia. A lo anterior se suma la ya mencionada polarización empresarial: la mayor parte de la financiación se ha dirigido a empresas grandes, reflejo de las dificultades de la pymes para acceder a financiación.



Fuente: Banco Central de Ghana

Con el fin de controlar la inflación (y efectivamente cumplir con el objetivo anual fijado) Ghana se ha comprometido, dentro del programa de ajuste del FMI, a eliminar progresivamente la financiación del sector público y de las empresas públicas. Esta financiación se limitará al 5% de los ingresos de 2014 para 2015 y será del 0% a partir de 2016. Para reforzar la transparencia y separar las operaciones de liquidez de las de financiación del sector público, el Banco Central no emitirá letras a tres meses (que se vienen utilizando para monetizar el déficit público).

- (15) El *Extended Credit Facility* proporciona asistencia financiera a los países con problemas prolongados de balanza de pagos.
- (16) El indicador M2+ creció un 36,8% en 2014 frente a un crecimiento del 19,1% en 2013.

Por otra parte, Ghana se ha comprometido también con el FMI a promover una mayor actuación del mercado en la fijación del tipo de cambio. Se ha fijado en marzo de este año un tipo de cambio de referencia diario y se prevé para mediados de 2016 la eliminación de los depósitos obligatorios a la importación y a ciertas operaciones en divisas de sectores clave de la economía. Ghana se enfrenta a un dilema de “trinidad imposible”⁽¹⁷⁾. La volatilidad y la tendencia a la depreciación de la divisa local, el cedi, han causado problemas de hoja de balance: al depreciarse el cedi respecto al dólar, aumenta el peso de la deuda externa, denominada en dólares. Asimismo, la depreciación crea tensiones inflacionistas internas. La subida de tipos y la caída de las reservas no han logrado contener la fuerte depreciación del cedi en 2014. Con un tipo de cambio menos intervenido la política monetaria podría ganar cierta autonomía y no estar supeditada enteramente a la estabilización del tipo de cambio.

SECTOR EXTERIOR

- **Déficit por cuenta corriente muy elevado (9,2% en 2014), 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.**

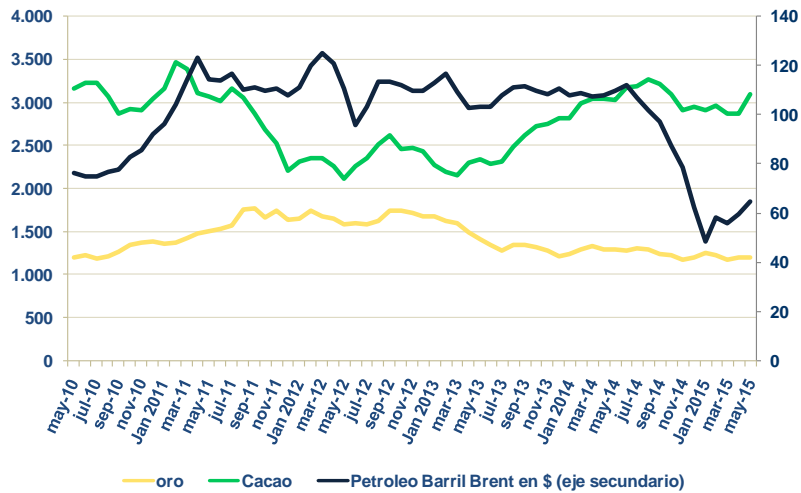
Ghana es un país fuertemente abierto al exterior, con relevancia a nivel internacional en los mercados de venta de oro y cacao. El fuerte crecimiento de la última década ha venido acompañado de la generación de un abultado déficit exterior, de la mano fundamentalmente de un crónico déficit comercial. En 2012 y 2013 el déficit por cuenta corriente alcanzó un elevadísimo 11,7% del PIB y 2014 cerró en un 9,2% (3.562 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 de Ghana están muy concentradas en tres productos: el oro (representa en torno al 44% de las exportaciones), seguido del petróleo (18%) y el cacao (17%). Se trata, por tanto, de materias primas y productos agrícolas, lo que expone al país ante las volátiles fluctuaciones de los precios internacionales. En 2014 la caída del precio del oro en los mercados internacionales (desde enero de 2013 hasta mayo de 2015 los precios han caído un 40%) ha implicado una seria reducción de los ingresos de las exportaciones. El cacao ha remontado algo la caída que registró en 2012 y 2013, pero en 2015 nuevamente se aprecia una tendencia descendente de los precios. En cuanto al petróleo, que ha superado al cacao en cuota de exportación, la caída de los precios internacionales ha afectado seriamente a las perspectivas de crecimiento y al atractivo para la inversión en un sector que estaba floreciendo tras el descubrimiento de las reservas en 2007 y el comienzo de la producción en 2011.

(17) Imposibilidad de combinar la apertura de la cuenta de capitales, estabilidad en el tipo de cambio y política monetaria autónoma.



Precios de los principales productos de exportación



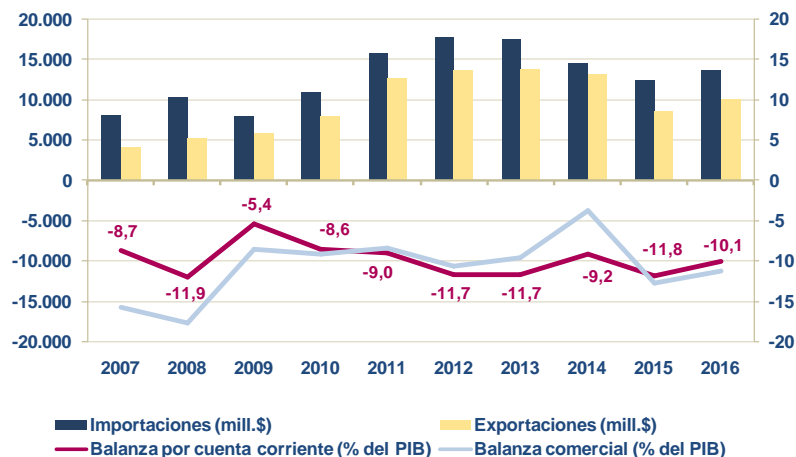
Fuente: Indexmundi

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 presentaron un gran dinamismo en 2012 y 2013, con un valor superior a los 17.000 mill.\$, si bien en 2014 como resultado de la severa desaceleración económica y de la depreciación del cedi han caído hasta los 14.600 mill.\$.

Esto ha permitido una considerable corrección del déficit comercial, que ha pasado del 9,6% del PIB hasta el 3,8%. Dicha corrección, sin embargo, obedece exclusivamente a la caída de las importaciones, ya que las exportaciones también han caído.

La UE es, en conjunto, el principal socio comercial, si bien Sudáfrica, con una cuota del 27%, sería el principal destino, seguido de Emiratos Árabes Unidos, Suiza, Francia e Italia. En cuanto a los países proveedores, la primera posición la ocupa China con el 20% del total, seguido de EE.UU., Bélgica, Reino Unido y Holanda.

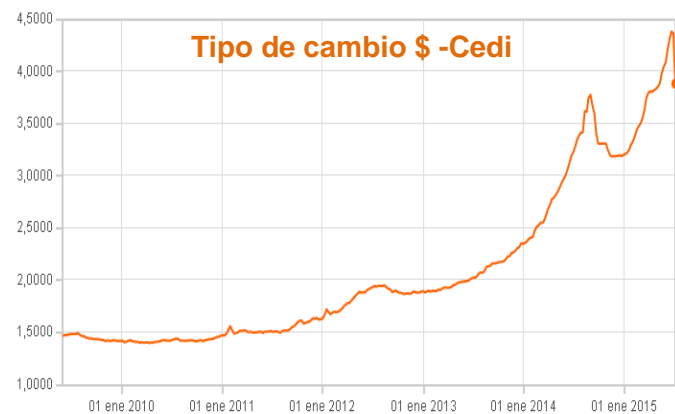
Sector exterior



Fuente: Business Monitor International

La balanza de servicios también es estructuralmente deficitaria. En 2014 registró un déficit de 2.280 mill.\$.

Destacan el turismo, las telecomunicaciones y el transporte como principales servicios exportados. La balanza de rentas también presenta déficits estructurales y crecientes, por 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 0,5% del PIB.

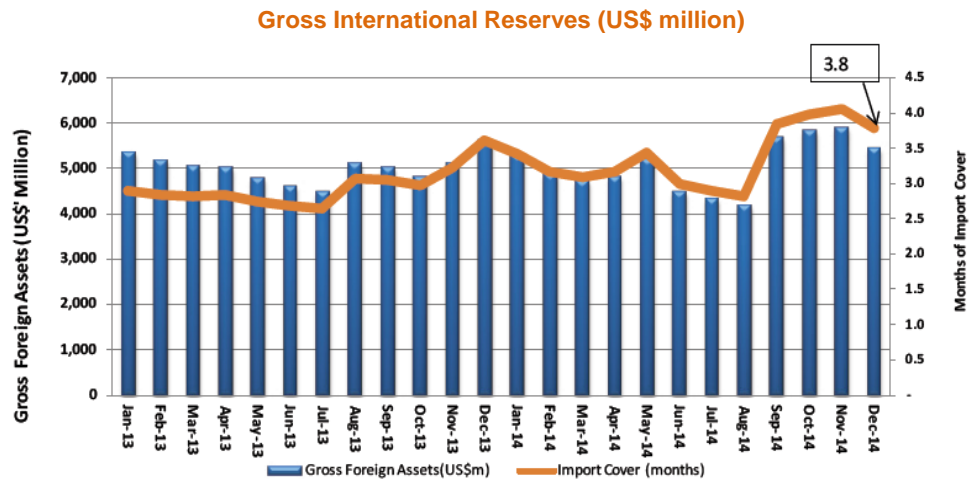


Fuente: Oanda

Ghana es receptor neto de flujos de Inversión Directa Extranjera (IDE). En 2014 la IDE ascendió a 3,350 mill.\$, (lo que representa un 8,7% del PIB), cifra en línea con los años anteriores desde que en 2011 se registrase 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. La desaceleración económica actual aún no ha hecho mella en la entrada de capitales: tanto la IDE como la inversión en cartera (IC) han aumentado en 2014. La IC aumentó más de un 25% respecto a 2013 (ascendió a 835 mill.\$). Desde que en 2006 se abriera el acceso del exterior, los demandantes internacionales han sido los principales compradores de bonos a medio plazo. Ghana ha hecho tres emisiones de Eurobonos, la última en septiembre de 2014 que tuvo una buena acogida en los mercados, con suscripciones por valor de 2.900 mill.\$ frente a los 1.000 mill.\$ esperados por el Gobierno, si bien a una tasa elevada (del 8,25%). El carácter inestable de la inversión supone una vulnerabilidad, ya que podría ocasionar problemas de financiación en caso de cambiar el sentimiento de los mercados.

El saldo negativo de la cuenta corriente generó fuertes presiones depreciatorias: el cedi sufrió en 2014 una depreciación de su valor en torno a un 31,2%, aún mayor que la registrada en 2013, (14,5%). Esta fortísima depreciación empujó al gobierno a solicitar ayuda al FMI para estabilizar la moneda y restablecer la confianza en el país. En lo que va de año, no obstante, el cedi se ha depreciado en torno a un 35% lo que, dada la elevada proporción de deuda contraída en moneda extranjera, supone un importante factor de riesgo.

Ghana ha incrementado ligeramente sus reservas en los últimos años, situándose, no obstante, en el límite inferior de lo aceptable en términos relativos, en especial tratándose de un país vulnerable a variaciones de precios de un número reducido de materias primas. Parte de los fondos captados en la emisión de eurobonos del pasado septiembre se han destinado a restablecer el nivel de reservas que, no obstante, se encuentran en niveles bajos: en diciembre de 2014 ascendían a 5,400 mill.\$, lo que cubre 3,8 meses de importaciones (ligeramente por encima del umbral de 3 meses considerado como el mínimo aceptable).



Fuente: Banco Central de Ghana

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 2014 en un 36% 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. Los supuestos de consolidación presupuestaria y ajuste del desequilibrio exterior en el escenario base son muy optimistas, máxime teniendo en cuenta que 2016 es año de elecciones.

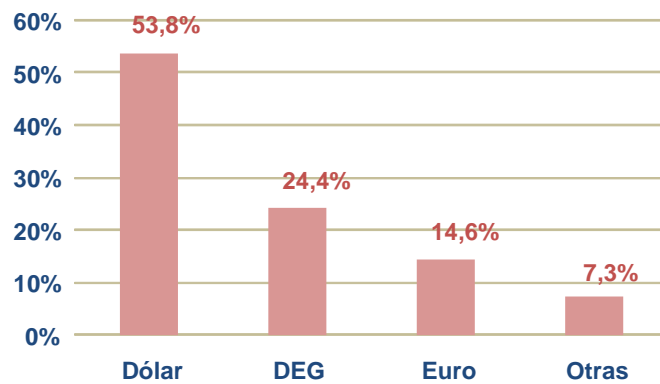
La deficiente gestión de las finanzas públicas ha generado **repetidos problemas de deuda**. Durante los años 80 y 90, los niveles de deuda externa estrangulaban la economía, al situarse año tras año en torno al 120% del PIB. Retrasos e impagos del servicio de la deuda obligaron a Ghana a acudir al **Club 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**. Sin embargo, desde entonces se ha reanudado la tendencia al alza en valor absoluto, aunque el extraordinario crecimiento económico ha amortiguado el crecimiento de la deuda externa en relación al PIB. Al cierre de 2014 la deuda externa ascendía a cerca de 13.000 mill.\$ (lo que supone un 36,5% del PIB) lo que implica un aumento del 13,1% respecto a 2013.

En cuanto al desglose por acreedores, la principal fuente de financiación concesional son las instituciones multilaterales (34,9% de la deuda externa), dentro de las cuales destaca el Banco Mundial y el FMI. Los acreedores bilaterales representan un 28,5% de la deuda y los acreedores comerciales el 36,6%. Es importante destacar que el 53,8% de esta deuda está contraída en dólares, lo que supone que su valor en moneda local se ha disparado como resultado de la fortísima depreciación del cedi.

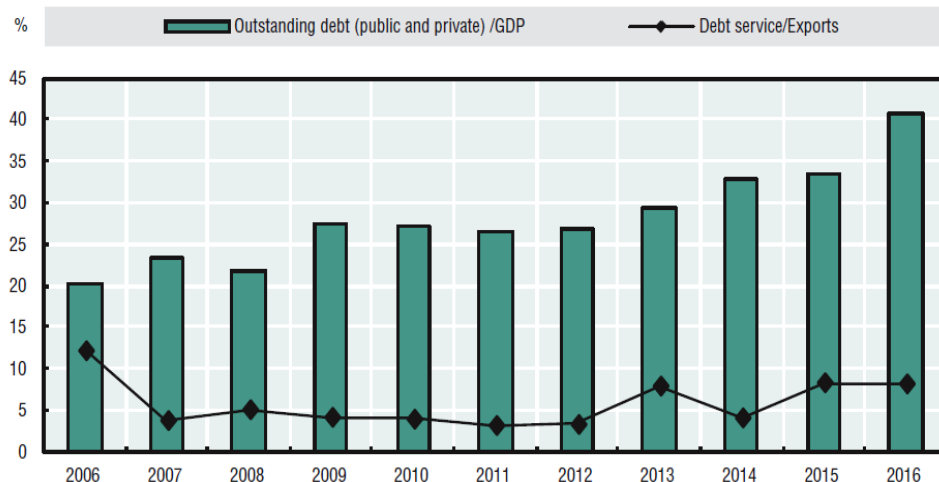
El servicio de la deuda externa no constituye, hoy por hoy, un problema. En los últimos años, el ratio del servicio de la deuda no ha superado el 5% de los ingresos corrientes externos. En cuanto a la clasificación de la deuda por parte de las agencias de calificación, todas ellas han rebajado su rating recientemente y lo sitúan en el nivel de activo altamente especulativo. Fitch Ratings rebajó su clasificación a B con perspectiva “negativa” y Standard & Poor’s lo hizo el año pasado a B- con perspectiva “estable”. Moody’s, en marzo de esta año, rebajo el rating a B3 con perspectiva negativa como consecuencia del deterioro de la dinámica de la deuda resultado del elevado déficit fiscal y por cuenta corriente y de la severa depreciación de la moneda combinado con unas crecientes dificultades de financiación.

Desglose de la deuda externa por divisas



Fuente: Banco Central de Ghana

Stock of total external debt (percentage of GDP) and debt service (percentage of exports of goods and services)



Fuente: FMI



ANÁLISIS DE SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA (DSA)

El último análisis de sostenibilidad de la deuda (DSA) del FMI para Ghana se publicó en marzo de 2015 y la calificación del riesgo de que la deuda se vuelva insostenible (“debt distress”) ha sido “elevada”, frente a la anterior revisión de 2011, en que se consideró “moderada”.

Según dicho análisis, los indicadores de deuda se han deteriorado respecto a la anterior revisión, y, pese a que en el escenario base todos los indicadores salvo el del servicio de la deuda respecto a los ingresos públicos, se sitúan por debajo de los límites establecidos, el Fondo considera que la fuerte depreciación de la divisa y el elevado endeudamiento exterior suponen un mayor riesgo que en la revisión anterior.

Las principales conclusiones del informe son:

- Bajo el escenario base (que asume que se cumple con el programa del FMI), todos los indicadores salvo el del servicio de la deuda respecto a los ingresos se sitúan por debajo de los límites establecidos. Los indicadores aumentan en 2015 y a partir de entonces caen a niveles moderados durante todo el periodo de proyección, si bien todos ellos se sitúan al final del periodo por encima de lo proyectado en la anterior revisión. Parte del empeoramiento de los ratios del servicio de la deuda se debe a un cambio de criterio en la definición de deuda externa⁽¹⁸⁾.

INDICADORES DE VULNERABILIDAD DE LA DEUDA EXTERNA				
	2015	2018	2024	2034
VP de la deuda vs PIB				
DSA 2014	31	32	29	23
DSA 2015	37	35	34	25
Umbral	50	50	50	50
VP de la deuda vs ingresos de exportación				
DSA 2014	73	70	71	56
DSA 2015	111	98	113	94
Umbral	200	200	200	200
VP de la Deuda vs ingresos públicos				
DSA 2014	158	134	134	112
DSA 2015	202	173	171	131
Umbral	300	300	300	300
Servicios de la deuda vs exportaciones				
DSA 2014	8	7	11	11
DSA 2015	19	12	18	18
Umbral	25	25	25	25
Servicio de la deuda vs ingresos				
DSA 2014	16	13	20	22
DSA 2015	35	21	27	25
Umbral	22	22	22	22

(18) Este DSA 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.



- Las perspectivas de la deuda son especialmente sensibles a shocks en el tipo de cambio y en los flujos de capitales. En caso de que el déficit por cuenta corriente se mantenga próximo a los niveles históricos (en torno al 8%), en lugar de la intensa corrección que prevé el escenario base (en el periodo de 2015-2020 asume que baja hasta un 5,2% del PIB) y si los flujos de IDE se reducen hasta un 5,6% (en lugar de los niveles actuales del 8% del PIB), los indicadores del servicio de la deuda respecto a ingresos públicos y respecto a ingresos de exportaciones sobrepasarían los umbrales recomendados, al igual que el ratio del valor presente de la deuda respecto al PIB.
- El FMI también advierte del riesgo que supone la emisión de eurobonos a elevados tipos de interés. Ghana ha realizado tres emisiones de eurobonos en la pasada década. La última emisión en 2014 se colocó a unos tipos de interés del 8,1% (con un spread de 550 puntos básicos), lo que es una rentabilidad mucho más elevada que el resto de los países de la región.
- Las operaciones de swap llevadas a cabo por el Banco Central de Ghana también son una fuente de riesgos. Estas obligaciones a corto plazo denominadas en dólares han sido refinanciadas de forma sistemática, lo que supone un riesgo en un contexto de creciente tipos de interés y depreciación de la divisa.
- La deuda doméstica en manos de no residentes denominada en cedis (que representa en torno un 20% de la deuda doméstica total) presenta riesgos de refinanciación ante un posible escenario de salida de capitales.
- Las empresas de titularidad pública (SOEs por sus siglas en inglés) 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. Además, las SOEs están endeudadas externamente sin garantía estatal por una cuantía próxima a los 200 mill.\$ a finales de 2014. A lo anterior se añade la deuda en dólares contraída con banco residentes, que podría exceder los 1000 mill.\$.
- En cuanto a la sostenibilidad de la deuda pública, el DSA asume que el gobierno va a cumplir con el ambicioso programa de consolidación presupuestaria (con una reducción del déficit primario de alrededor 4,5 puntos porcentuales) lo que resultaría en un déficit de alrededor un 2% en 2017. Bajo este escenario base los indicadores se encuentran dentro de los márgenes recomendados, si bien en el caso de que se apliquen valores de déficit históricos o se produzcan fluctuaciones cambiarias, con una prolongada depreciación del cedi, los indicadores se deterioran sustancialmente. A lo anterior se suma que el coste de refinanciación de la deuda pública doméstica está aumentando. Dado que el peso de la deuda doméstica a corto plazo ha aumentado en 2014 (del 45% en 2013 al 56% a diciembre de 2014) el riesgo de refinanciación ha aumentado. Por último, los pagos del sector público registran fuertes retrasos, en 2014 ascendieron a 6.200 mill. de cedis (en torno a 1.400 mill.\$). El gobierno planea cancelar estos retrasos para finales de 2017.



De lo anterior se desprende que el escenario base es excesivamente optimista: prevé unas correcciones de los déficits gemelos que es posible que en los plazos señalados no sean alcanzables. 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) varios indicadores exceden los umbrales aconsejados por el FMI. El DSA asume que el gobierno ghanés va a cumplir con los compromisos del programa a tres años, que fija objetivos cuando menos ambiciosos. Las previsiones de crecimiento del PIB real también son optimistas: para el periodo 2015-2020 fija un crecimiento medio del 5,8%, cuando en 2015 se prevé que la economía crezca en torno al 3,5%. Por último, las expectativas de consolidación presupuestaria se antojan complicadas de cumplir: una reducción tan grande del déficit primario para 2017 siendo 2016 un año de elecciones sería una consolidación sin precedentes en este país que tradicionalmente ha aumentado sistemáticamente el déficit en las citas electorales.

CONCLUSIÓN

- Ghana goza de una estabilidad política y de una democracia consolidada muy destacable en la región. El fuerte crecimiento de los últimos años ha venido acompañado de la generación de grandes desequilibrios (fiscal y exterior) que han ido socavando las bases de la expansión al tiempo que la caída de los precios de los principales productos exportados ha hecho el resto. Los tradicionales déficits gemelos se han desbocado, lo que ha venido acompañado de una creciente deuda pública y externa, una drástica depreciación de la moneda local, una inflación descontrolada y una caída de las reservas. Ante este escenario el gobierno se ha visto forzado a pedir un programa de asistencia al FMI para tratar de reconducir la situación.
- Según el análisis de sostenibilidad de la deuda elaborado por el FMI, el riesgo de que la deuda se torne insostenible es “elevado”. Las hipótesis con las que se ha realizado dicho análisis son cuando menos optimistas: se prevé que Ghana va a cumplir con los compromisos del programa del FMI, entre los que se contempla una consolidación presupuestaria sin precedentes en un periodo con un año electoral, así como una fuerte corrección del déficit exterior. Bajo un escenario alternativo que toma como base valores históricos de las variables clave, se aprecia que varios indicadores sobrepasan los umbrales recomendados por el FMI.

