

# Hungría y la ayuda financiera de la UE y el FMI: ¿cambio en el mapa de riesgos?

Documento de trabajo 02/12

Abril 2012



## Estudios y Análisis Económico

[www.laCaixa.es/estudios](http://www.laCaixa.es/estudios)

**Àlex Ruiz**

**Economista**

Economía Internacional

## Resumen

- En noviembre de 2011, tras semanas de turbulencias financieras, Hungría solicitó ayuda financiera al FMI y a la UE. Varios meses después, y tras de numerosos desencuentros con las instituciones internacionales, la cuestión de la ayuda sigue abierta, intensificándose las dudas sobre la auténtica situación del país e incluso sobre su necesidad misma.
- Este Documento de Trabajo busca ofrecer una respuesta a dos interrogantes centrales: a) ¿cuáles son los motivos económicos fundamentales que explican la petición de asistencia financiera de Hungría?; b) ¿puede mejorar sensiblemente el balance de riesgos de Hungría tras su concesión?
- En el análisis se concluye que gran parte de los problemas actuales se derivan del patrón de crecimiento seguido en la fase expansiva que se cerró en 2008 y que dejó como herencia un exceso de endeudamiento, con fuerte preponderancia de las deudas en moneda extranjera. A ello se ha sumado una política económica a veces heterodoxa.
- La trayectoria macroeconómica y la situación financiera del país no parecen avalar un escenario de crisis de pagos internacionales inminente. Ello no implica, sin embargo, que la asistencia financiera no sea necesaria (y de hecho esperamos que se acabe materializando), ya que existe fragilidad potencial de la economía ante nuevos *shocks* financieros y macroeconómicos externos.
- En términos de mapa de riesgos del país, la ayuda financiera contribuirá a reducir los riesgos de financiación exterior pero no permitirá eliminar plenamente la incertidumbre que rodea a la política económica del país.

La responsabilidad de las opiniones emitidas en los documentos de esta colección corresponde exclusivamente a sus autores. La **Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona** no se identifica necesariamente con sus opiniones.

© Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona – “la Caixa”, 2012

© Àlex Ruiz

## Hungría, un peticionario reluctante

Tras diversos desmentidos durante el mes de octubre por parte del gobierno húngaro, el 21 de noviembre de 2011 el ejecutivo magiar se dirigió a la Unión Europea (UE) y al Fondo Monetario Internacional (FMI) solicitando asistencia financiera. Tras aceptar la UE y el FMI iniciar conversaciones al respecto, la visita de sus representantes a Hungría en diciembre se truncó antes de tiempo. Durante el curso de la misma se conocieron una serie de medidas legislativas muy ambiciosas, que afectaban a la constitución, a los derechos fundamentales y al funcionamiento de instituciones como la judicatura o el banco central. Estas últimas, en particular, al limitar la independencia del banco emisor, fueron consideradas por los representantes de las instituciones internacionales incompatibles con las condiciones mínimas exigibles para acceder a la financiación oficial multilateral.

Ratificadas las medidas antes mencionadas sin excesivas modificaciones en el trámite parlamentario, la Comisión Europea inició en enero de 2012 tres expedientes por posible infracción del derecho comunitario: por las cuestiones de la independencia del banco central y la judicial y por la protección de datos. Ese mismo mes, la propia Comisión emitía un informe muy crítico con los esfuerzos de ajuste fiscal llevados a cabo en 2011 y por los planeados para 2012. La tesis principal del ejecutivo comunitario era que la estrategia seguida en 2011 estaba mal enfocada, al basarse excesivamente en medidas excepcionales y poco ortodoxas. Concretamente, el Gobierno había eliminado las aportaciones obligatorias a planes de pensiones privados y transfirió las aportaciones acumuladas al sistema público, lo que supuso unos ingresos extraordinarios en 2011 equivalentes a más del 8% del producto interior bruto (PIB). También se establecieron una serie de impuestos sectoriales (banca, grandes cadenas comerciales, etc.) con fuerte presencia de inversores internacionales.

En términos conjuntos, las medidas excepcionales representaron un ingreso extraordinario del orden del 10% del PIB. Descontadas estas medidas, el superávit registrado en 2011, equivalente al 4,1% del PIB, se tornaba en un déficit público de más del 5%, siempre según cálculos de la Comisión. Partiendo de esta situación, las medidas de ajuste propuestas para el presupuesto de 2012 se consideraban insuficientes. A la vista de este

diagnóstico, la Comisión propuso el inicio del llamado procedimiento de déficit excesivo que, en el caso de que el Gobierno magiar no ajuste sus medidas presupuestarias, podría conllevar la pérdida de parte de los fondos de cohesión que Hungría debería recibir en 2013 (concretamente, un montante equivalente al 0,5% del PIB).

A lo largo de esos meses de desencuentros institucionales, el Gobierno húngaro ha ofrecido diferentes perfiles de comunicación. En determinados momentos, ha parecido enfilar de forma decidida por el cumplimiento de las condiciones planteadas por las instituciones internacionales. En otras, en cambio, se ha manifestado como claramente opuesto a lo que entiende que son injerencias externas excesivas. Frente a esos vaivenes, los mercados financieros han mostrado elevada sensibilidad, como sucedió durante las primeras semanas de 2012, cuando todavía pesaba la suspensión inesperada de las negociaciones.

Dicho flujo de noticias, financieras, políticas y económicas, ha enturbiado la discusión pública de la problemática húngara. En particular, es probable que para el lector interesado no quede muy claro cuál es el problema de fondo que subyace a la necesidad de la asistencia financiera. ¿Se trata de una medida preventiva, para afrontar con mayor margen de maniobra un hipotético empeoramiento del contexto financiero y económico internacional? O, por el contrario, ¿existe una necesidad de cubrir un déficit de financiación exterior inminente?

Tampoco se ha hecho excesivo hincapié en si el mapa de riesgos del país quedaría claramente mejorado si se aviniese a participar en el programa financiero de la UE y el FMI o, en cambio, si la fuente de incertidumbre financiera que ha afectado el país en diferentes momentos de los últimos años, la política económica, seguiría intacta incluso si se acordase un crédito oficial internacional. Estas serán las cuestiones que se desarrollarán en el presente Documento.

Para ello, se revisará la trayectoria macroeconómica del país en los dos apartados siguientes (“Crisis financiera exterior y ajuste (2008-2009)” y “Recaída en la crisis y nueva política económica (2010-2011)”). Dicha revisión permitirá establecer cuál es la motivación económica que subyace a la petición de ayuda financiera (en el apartado “¿Por qué está solicitando Hungría ayuda financiera al FMI y a la UE?”) para dar paso a dos apartados finales en los cuales se completa la respuesta a las cuestiones

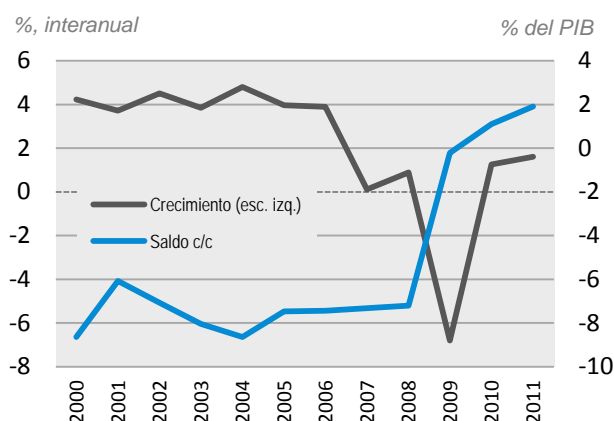
centrales anteriormente planteadas (apartados “¿Es inminente la firma de un acuerdo financiero con el FMI y la UE?” y “¿Qué aportaría en términos de mapa de riesgos la ayuda financiera internacional?”).

## Crisis financiera exterior y ajuste (2008-2009)

A fin de establecer con mayor precisión cuáles son las motivaciones de fondo que subyacen a la petición de asistencia financiera es recomendable alejarnos de los desarrollos más circunstanciales presentados en el apartado anterior y presentar un contexto temporal más amplio.

Cuando se revisa la evolución macroeconómica de Hungría en los últimos años se constata un patrón caracterizado por un fuerte crecimiento en el periodo 2000-2006 basado en una sensible apelación a la financiación exterior. Durante esta expansión se produjo un notable *boom* de crédito que tuvo como característica importante el peso de los créditos en moneda extranjera. En términos cuantitativos, la deuda externa alcanzó el equivalente al 150% del PIB en 2009, fundamentalmente generada por bancos y Gobierno. Del orden de un 60% del crédito privado estaba denominado en divisa extranjera (fundamentalmente, en francos suizos y en euros).

### Notables necesidades de financiación exterior en el boom anterior a la crisis



Fuentes: EIU, Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

Esta doble vulnerabilidad (elevado endeudamiento y peso de la deuda en divisas) situaba en una situación de riesgo a la economía magiar en caso de que se produjese un empeoramiento grave de la confianza financiera. Como es conocido, la crisis *subprime* generó este tipo de deterioro.

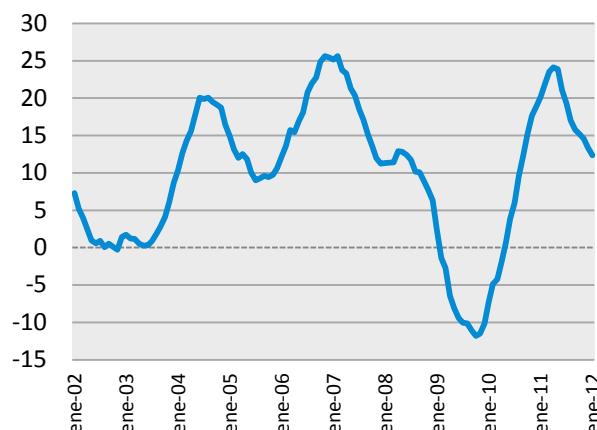
Cuando en 2008 la crisis financiera global provocó un notable aumento de la aversión al riesgo, Hungría sufrió de una notable venta de bonos públicos en manos de tenedores internacionales y una abrupta depreciación del florín húngaro. Todo ello acompañado de fuertes tensiones de liquidez en el sistema bancario. La amenaza de una crisis bancaria en toda regla y el riesgo de contagio a la región justificaron que en noviembre de 2008 se concediese un crédito del FMI y la UE por un importe de 20.000 millones de euros. Se trataba de un importe elevado, superior al 20% del PIB, que permitía garantizar que el más que probable déficit de financiación exterior que en 2009 se iba a generar quedase cubierto.

Dicho programa, como es habitual, estaba condicionado a que el país realizase diferentes ajustes en materia fiscal, monetaria y financiera, y a que se tomasen medidas que ayudasen a mejorar el potencial de crecimiento a medio plazo, incrementándose así la sostenibilidad de la deuda externa del país.

La aplicación de este programa de ajuste provocó una notable contracción del crecimiento en 2009, pero su duración e intensidad fue menor de la esperada porque a partir de 2010 las exportaciones proporcionaron un apreciable apoyo a la actividad. La caída de la demanda interna y la recuperación exportadora facilitó que la cuenta corriente pasase de un déficit del 7,2% del PIB en 2008 a un superávit estimado en 2011 del 1,9% del PIB.

### Las exportaciones apoyaron el crecimiento en 2010

Suma de 12 meses, % interanual



Fuentes: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

## Recaída en la crisis y nueva política económica (2010-2011)

A la vista de los desarrollos anteriores, la situación en 2010 parecía relativamente bien encarrilada. De hecho, el Gobierno decidió en febrero de ese año no utilizar los importes todavía disponibles del crédito con el FMI (con lo cual el crédito efectivamente concedido ascendió a unos 9.000 millones de euros). Sin embargo, el cambio de escenario que iba a representar la crisis de la deuda soberana en la eurozona (en ese momento todavía en apariencia solo circunscrita al caso griego) alteró el discurrir de la economía de forma sensible. Así, los dos *shocks* externos que la economía magiar recibió en forma de fuerte presión financiera (en 2010 y 2011) y de notable empeoramiento de la actividad en su mercado exterior de referencia, la eurozona (en 2011), modificaron notablemente el guión de la política económica del país.

Cuando en mayo de 2010 el nuevo Gobierno de centroderecha liderado por Viktor Orbán accedió al poder se encontró en una difícil tesitura. Por un lado, tenía que hacer frente a una caída de la actividad por el empeoramiento de la demanda externa. Por otro, estaba obligado a mantener el proceso de saneamiento del exceso de endeudamiento del país. Se trata de un equilibrio notablemente difícil de conseguir, y muy semejante al que otros países de la Unión Europea están tratando de alcanzar. No obstante, las opciones adoptadas en Hungría han presentado un carácter excesivamente heterodoxo aderezadas, en ocasiones, con una estrategia de comunicación pública que ha desconcertado a los inversores internacionales.

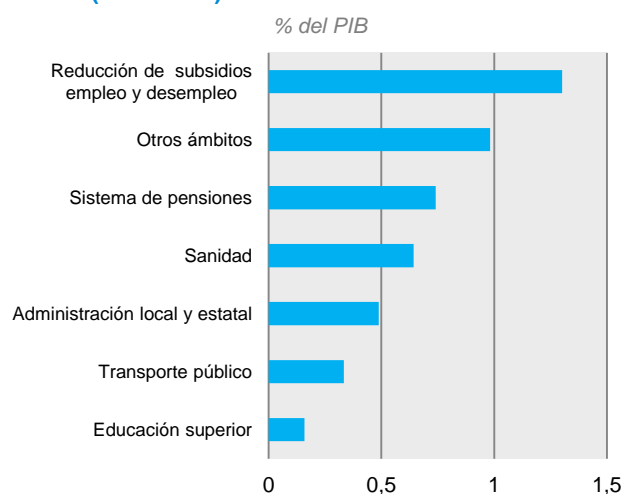
Algunas de estas decisiones se han presentado en el primer apartado. Situémoslas ahora en un contexto conceptual más amplio. Es posible deducir de los desarrollos de 2010 y 2011 una agenda implícita del ejecutivo magiar consistente en la actuación en tres ámbitos distintos que, denominaremos, respectivamente, de mejora estructural, de finalidad paliativa y de ampliación del margen de maniobra.

### Acciones de mejora estructural

En este campo, cuyo objetivo es elevar el potencial de crecimiento de la economía a largo plazo, ampliando la sostenibilidad de la deuda pública y privada y alejando las dudas sobre la solvencia del país, la principal actuación es la puesta en marcha

del llamado Plan Szell Kalman. Dicho plan es un compendio de actuaciones destinadas a restaurar la confianza a largo plazo y, en muchos de sus aspectos, conlleva medidas de ahorro público estructural (reducción de determinados beneficios sociales, restricción para la jubilación anticipada, limitación de ciertos subsidios de sanidad, reforma de la administración local, etc.). De implementarse completamente, el plan implicaría un ahorro equivalente al 4,6% del PIB.

### Ahorro fiscal previsto en el Plan Szell Kalman (2011-2013)



Fuente: FMI y elaboración propia.

### Acciones con finalidad paliativa

Un segundo ámbito es el que podríamos denominar paliativo. Se trata de una serie de medidas destinadas a afrontar algunos problemas derivados del empeoramiento de la economía en 2010-2011 y de algunos desequilibrios heredados de la anterior fase expansiva. En este ámbito se encuadran las dos decisiones más controvertidas del Gobierno: la política presupuestaria y el plan de amortización anticipada de las hipotecas denominadas en divisa extranjera.

La más general de dichas decisiones es la estrategia presupuestaria seguida en 2010 y 2011. En 2010, y a pesar de la evidencia de que se estaba produciendo un deterioro adicional en la actividad, y por extensión en la recaudación, se promovió una reducción de la fiscalidad empresarial y otras figuras impositivas menores. Para compensar en parte el menor ingreso, se decidió aplicar un impuesto especial temporal sobre las instituciones financieras, cadenas de distribución, operadores de telecomunicaciones y empresas del sector energético. Una segunda

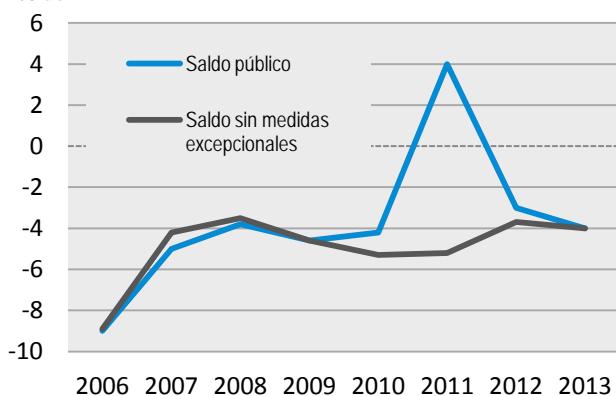
medida fue la nacionalización de parte del pilar privado del sistema de pensiones.

En 2011, se produce una segunda reforma fiscal, esta centrada en la imposición personal. A lo largo de tres años se irán reduciendo el número de tramos y la presión fiscal de manera que se acabe convergiendo a un tipo único del 16%. Adicionalmente, la reforma del impuesto sobre la renta se complementaba con un paquete de deducciones en pro de la natalidad más generoso que el anteriormente existente. A fin de compensar la disminución de ingresos que comportaban estas medidas, se prolongaban los impuestos sectoriales y se ampliaban las medidas de nacionalización de las pensiones.

Dichas medidas han sido criticadas bajo diferentes ópticas por el FMI y la UE, así como por gran parte de los analistas privados. En términos estrictamente presupuestarios, las medidas que debían compensar el descenso de ingresos (en particular, la nacionalización de las pensiones), por su carácter excepcional, tienen un efecto puntual en el tiempo. Además, se considera que dicha estrategia ha pospuesto la toma de medidas que contribuyesen a empezar a reducir el déficit público estructural. La debilidad en este ámbito se pone de manifiesto por el hecho anteriormente mencionado que, sin las medidas excepcionales, el superávit público de 2011 del 4,1% del PIB se hubiese tornado en un déficit del 5% del PIB.

### Escaso esfuerzo de ajuste estructural en materia de presupuesto público

% del PIB



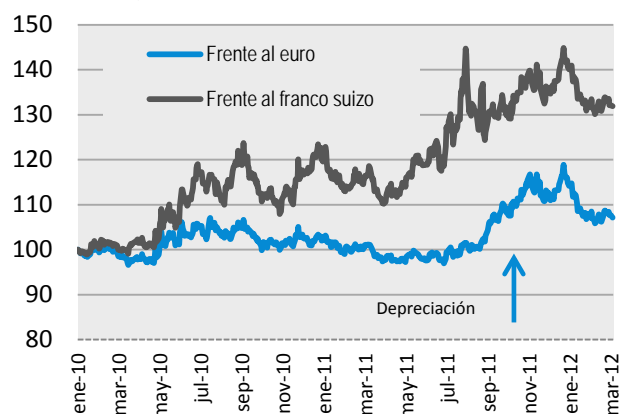
Fuentes: Comisión Europea y elaboración propia.

Asimismo, los impuestos especiales introducen distorsiones por el trato desigual entre sectores y provocan incertidumbre a los posibles generadores de inversión extranjera directa.

La segunda gran medida de carácter paliativo fue el plan de amortización anticipada de las hipotecas denominadas en divisa extranjera. En el periodo 2010-2011, el florín sufrió una notable depreciación frente al euro y, especialmente, frente al franco suizo, del orden del 15% y 40%, respectivamente. Esta evolución, junto con la elevada proporción en que las deudas están suscritas en divisa extranjera, ha provocado que los deudores se hayan visto notablemente presionados. Ello está, a un tiempo, deprimiendo las decisiones de gasto e inversión internas y retardando el necesario proceso de despalancamiento de la economía húngara.

### El florín húngaro se deprecia frente al franco suizo y el euro

Cotizaciones, 1 ene 2010=100



Fuentes: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

A fin de aliviar la presión financiera sobre los hogares, en septiembre de 2011 se aprobó una ley que permite la amortización anticipada de hipotecas en moneda extranjera a un tipo de cambio subvencionado respecto al de mercado. Las entidades financieras están obligadas a asumir el quebranto que el plan ha generado, aunque pueden compensar fiscalmente parte del coste de dicho plan.

A diferencia de lo sucedido con las medidas de mejora estructural, la confianza inversora internacional reaccionó de forma notablemente negativa ante estos desarrollos de acción paliativa, en especial frente al anuncio del plan de amortización anticipada de hipotecas a tipos no de mercado. Entre la fecha de aprobación de dicho plan y principios de enero de 2012, la prima de riesgo del país aumentó en más de 200 puntos básicos, situándose en la zona de los 650 puntos básicos (*credit default swap* del bono soberano a 10 años).

Aunque parte de la evolución anterior se debió indudablemente al empeoramiento de la crisis de la deuda de la eurozona, el episodio húngaro difiere en su desarrollo temporal de forma suficientemente apreciable para concluir que las medidas del Gobierno contribuyeron al aumento de la incertidumbre financiera de ese tramo final de 2011. Por ejemplo, la distensión de las primas de riesgo de los países periféricos de la eurozona a partir de finales de noviembre de 2011 contrastó con un movimiento alcista en Hungría. No es casual que, como se ha mencionado, fuese en noviembre de 2011 precisamente cuando el Gobierno se dirigió al FMI y a la UE solicitando asistencia financiera.

### ***Acciones para ampliar margen de maniobra***

Dicha asistencia financiera se entronca con el tercero de los ámbitos antes presentados, el que denominamos de ampliación del margen de maniobra. Se trata de medidas que tienen como finalidad ampliar la capacidad del Gobierno de llevar a cabo una política económica autónoma. Aunque esta es una pretensión lógica y plenamente legítima, el ejecutivo de Orbán ha sido específicamente incisivo en este ámbito. Los intentos de ampliar su capacidad de actuación en lo económico han sido diversos, pero quizás los dos ejemplos más notorios han sido la nueva legislación que afecta al banco central y la propia demanda de asistencia financiera al FMI y a la UE.

Por lo que respecta a la primera de estas decisiones, preocupan de ella tanto sus aspectos de procedimiento como de contenido. Como han recordado el FMI y el Banco Central Europeo, se trata del noveno cambio legislativo en los últimos tres años que afecta al funcionamiento del banco central de Hungría. Asimismo, han suscitado interrogantes elementos como el cambio de las reglas de votación en el seno del consejo ejecutivo del banco central (rebajando el papel del gobernador, entre otros aspectos), de la forma de nombramiento y asignación de carteras de los subgobernadores (que pasa del gobernador al Gobierno) y de la reducción de determinadas competencias del consejo ejecutivo. La lectura internacional ha concluido, sin demasiados matices, que dicho nuevo marco jurídico puede reducir la independencia del banco central.

Por lo que se refiere a la segunda de estas medidas, la de la petición de ayuda financiera, por su relevancia e implicaciones para el objetivo de este Documento de Trabajo va a ser desarrollada

específicamente en la siguiente sección del Documento.

## **¿Por qué está solicitando Hungría ayuda financiera al FMI y a la UE?**

En el caso húngaro, existen dos grandes justificaciones que podrían subyacer a la decisión de noviembre pasado de demanda de ayuda al FMI y a la UE. La primera es que la situación de la financiación externa de la economía se acercase claramente a una situación insostenible y que fuese necesario disponer de un crédito internacional para evitar un inminente impago internacional del país. La segunda, en cambio, es que el balance de riesgos de la economía magiar se estuviese tornando más tenso y que, por precaución, se estuviesen tratando de ampliar los márgenes de seguridad financiera del país. En su petición de noviembre pasado, el Gobierno afirmó que su demanda era de este segundo tipo, ya que se expresa el deseo que la solución no implique “un aumento de la deuda”. Es decir, se está planteando un compromiso financiero de ayuda rápida pero sin desembolso inmediato.

Para calibrar si la situación actual se asemeja más a la primera o a la segunda de estas proposiciones se va a proceder a presentar dos bloques de información relevante, la referida a las necesidades de financiación externa del país en 2012 y 2013 y la revisión de diferentes riesgos significativos en materia de financiación exterior.

Por lo que se refiere al primero de estos aspectos, se va a partir de las necesidades de endeudamiento de las administraciones públicas. De cumplirse con las previsiones de déficit presupuestario que ahora se manejan y de acuerdo con el calendario de vencimientos previsto, las necesidades totales de endeudamiento del Gobierno ascienden aproximadamente a un montante equivalente al 16,5% del PIB en 2012 y al 12,7% en 2013. Se trata de unas cifras de por sí no excesivas.

### Necesidades de endeudamiento de las administraciones públicas

	2012		2013	
	MM euros	% PIB	MM euros	% PIB
Déficit presupuestario	3,8	3,7	2,8	2,8
Vencimientos				
FMI/UE	3,3	3,2	3,7	3,8
Bonos (emitidos en florines)	2,2	2,1	4,5	4,6
Bonos (emitidos en divisa extranjera)	1,3	1,3	1,4	1,4
Letras del Tesoro	6,4	6,2	0,1	0,1
<b>Total</b>	<b>17</b>	<b>16,5</b>	<b>12,5</b>	<b>12,7</b>

Fuentes: IIF, Comisión Europea y elaboración propia.

Siendo aproximadamente las necesidades totales de endeudamiento de las administraciones públicas equivalentes al 16,5% del PIB en 2012, las obligaciones internacionales del gobierno equivaldrían a aproximadamente un 6% del PIB. Esta cifra es la resultante de añadir a la devolución de las ayudas financieras del FMI y la UE los vencimientos de deuda pública que mantienen tenedores no residentes (del orden de un 40% del total). Para 2013 la cifra equivalente sería ligeramente superior al 6% del PIB.

Adicionalmente, cabe tener en cuenta que el gobierno dispone de una situación de tesorería razonablemente holgada. Se estima que el Tesoro disfruta de una posición de liquidez equivalente a 3.500 millones de euros. Adicionalmente, el gobierno podría liquidar la cartera de activos nacionalizados de los planes de pensiones privados distintos de bonos del gobierno, valorada en unos 1.900 millones de euros. A esta cifra se le podría sumar unos 700 millones de euros en activos que todavía maneja el sistema privado y que se consideran de posible nacionalización. Finalmente, se considera fácilmente privatizable la participación pública en la empresa de energía MOL, cifrada en unos 1.900 millones de euros. En total, el colchón de tesorería alcanzaría los 7.600 millones de euros, aproximadamente equivalente a cubrir las necesidades financieras totales del gobierno durante unos 5 meses.

En el ámbito privado, la situación tampoco se antoja excesivamente preocupante. En 2012, los vencimientos bancarios internacionales representan, aproximadamente, un importe equivalente a un 5% del PIB. A esta cifra habría que sumarles unos vencimientos exteriores privados no bancarios equivalentes a un 1% del PIB. La situación prevista para 2013 mejoraría levemente, con unos vencimientos bancarios del

orden del 5,5% del PIB, y del 0,5% en el caso de vencimientos de empresas no financieras.

Esta percepción de riesgo moderado está siendo compartida por los inversores, ya que las distintas subastas de letras del Tesoro y bonos de los primeros meses del año 2012 se han colocado sin excesivas dificultades.

Parece, por tanto, que la auténtica motivación es la segunda de las mencionadas anteriormente, esto es, ampliar el margen de maniobra financiero en un entorno caracterizado por una elevada incertidumbre macroeconómica y financiera. En este ámbito, algunos de los riesgos que se pueden mencionar son:

1. El nivel de reservas internacionales, a pesar de ser relativamente elevado (37.000 millones de euros, aproximadamente el doble del existente en 2008), puede ser un poco justo para afrontar nuevos desarrollos negativos financieros. Así, por ejemplo, cuando se compara el volumen de reservas con el montante de deuda de vencimiento a corto plazo se constata que esta relación se sitúa en aproximadamente un 80% en 2011, similar valor al existente en 2008.

2. Dado que cerca del 40% de los tenedores de bonos gubernamentales son no residentes, una proporción elevada para lo que es el contexto regional, la financiación pública es notablemente sensible a la evolución de la aversión al riesgo internacional.

3. La situación bancaria europea en 2012 es diferente de la existente en 2008-2009. En ese momento, la relativamente escasa afectación de las matrices bancarias y un entorno de negocios percibido como propicio justificaron que los bancos internacionales comprometiesen una adecuada capitalización y financiación de sus filiales en Hungría, mediante lo que denominaron los acuerdos de Viena (que afectaron a los seis principales bancos del país). Actualmente, probablemente tanto la capacidad como la voluntad financieras pueden ser más limitadas, lo que podría reducir la capacidad del Gobierno de recurrir al sistema financiero para cubrir sus necesidades de endeudamiento.

En este contexto de riesgos con potencial de dañar la posición financiera internacional de Hungría se entiende la voluntad del Gobierno de disponer de una asistencia financiera que pudiese activarse en caso de que se materializase una nueva crisis de confianza inversora internacional respecto a

Hungría. Es decir, que de las dos posibles justificaciones subyacentes para demandar la ayuda, la de una situación ya cercana a la insostenibilidad financiera internacional u otra caracterizada por una acumulación de riesgos potenciales, la de Hungría se puede encuadrar con mayor propiedad en la segunda de estas tesis. El motivo precaución, esgrimido por el Gobierno, está en apariencia fundamentado.

La cuestión, ahora, es dilucidar si, en el transcurso de los próximos meses, el ejecutivo va a estar dispuesto a zanjar sus diferencias de enfoque con el FMI y la UE a fin de ampliar su margen de protección frente a posibles crisis.

## ¿Es inminente la firma de un acuerdo financiero con el FMI y la UE?

Atendiendo al calendario de vencimientos presentados en el apartado anterior, no parece existir una urgencia extrema para que Hungría acepte las condiciones del FMI para retomar las negociaciones sobre el acuerdo que dé cobertura a la asistencia financiera internacional.

De hecho, la actual situación podría encarrilarse hacia lo que a veces se ha denominado un escenario “a la turca”. Dicha expresión hace referencia a la evolución de los contactos entre el FMI y Turquía desarrollados entre finales de 2008 y principios de 2010. Aunque la situación actual de Hungría y la de entonces de Turquía difieren, sí que existía en este segundo país una situación semejante de no inminente suspensión de pagos internacionales pero con elevados riesgos a que la refinanciación pública y privada se hiciese a tipos de interés excesivamente gravosos. En diferentes momentos, Turquía pareció estar a punto de aceptar un acuerdo financiero con el FMI, pero finalmente, la mejora del entorno financiero internacional, y de la propia actividad, evitó que dicho evento se produjese. En algunas fases de fuerte tensión financiera, la perspectiva de disponer de ayuda del FMI permitió, posiblemente, que la financiación turca fuese menos costosa que en ausencia de dicha expectativa.

En el caso de Hungría, replicar esta estrategia dilatoria es más arriesgado. De entrada, se fundamenta exclusivamente en que la aversión al riesgo global mejore (y que se entienda por parte de los inversores que Hungría se está comportando con mayor rigor que en el pasado), ya que la posibilidad de un mayor crecimiento de lo previsto

es, en el mejor de los casos, limitada. Con todo, lo cierto es que, como antes mencionábamos, las distintas subastas del sector público en 2012 se están viendo demandadas, si bien a tipos de interés todavía elevados, y los incentivos a dicho enfoque oportunista se mantienen.

Con todo, existe un elemento que hace pensar que, aunque se difiera en el tiempo, se va acabar cerrando un acuerdo de asistencia financiera con el FMI y la UE. Dado que es probable que el desacuerdo existente en materia de ajuste fiscal adicional entre Hungría y la UE se solvente (la amenaza de suspensión de parte de los pagos en concepto de fondo de cohesión en 2013 es excesivamente lesiva para los intereses magiars para poder ser obviada) existen incentivos para entonces cerrar un acuerdo financiero internacional. Así, si dicho ajuste fiscal se produce, y por tanto el Gobierno ya incurre en el coste en términos de popularidad que probablemente acompañará el recorte, existen pocas razones para no aprovechar la posibilidad de disponer de la ayuda internacional con un esfuerzo adicional modesto.

En definitiva, creemos que el acuerdo financiero no se firmará inmediatamente pero que acabará llegando una vez que el contencioso con la UE entre en fase de resolución (y cuyos primeros pasos deberían ser visibles hacia el verano).

## ¿Qué aportaría en términos de mapa de riesgos la ayuda financiera internacional?

De la ayuda financiera internacional cabe esperar dos beneficios en materia de reducción de riesgos. El primero, directo, es que los riesgos mencionados en el apartado anterior que pueden afectar a la capacidad de financiarse exteriormente quedarán reducidos, alejándose la posibilidad (recordemos que ya actualmente reducida) de un hipotético impago del país.

El segundo beneficio, al que se ha dado cierta prédica por parte de analistas y organismos oficiales, es la recuperación de la credibilidad en materia de política económica. Aunque un dictamen ajustado de la cuestión no es trivial, domina en el sentir de los inversores internacionales que la gestión de la política económica por parte del Gobierno ha tendido a alejarse de los parámetros de predictibilidad y ortodoxia exigibles en momentos de alta



incertidumbre financiera como los que actualmente vivimos.

En particular, se han visto reflejadas en pérdidas de confianza las medidas que antes denominábamos como paliativas (recordemos, nos referimos específicamente a la gestión poco sostenible del presupuesto público y a las medidas idiosincráticas para reducir la carga de la depreciación del florín sobre los deudores privados) y algunas de aumento de margen de la política económica en manos del Gobierno (aquí la medida fundamental es la afectación de la autonomía del banco central). Ahora se confía en que los acuerdos financieros con el FMI y la UE reducirán la utilización de este tipo de medidas y contribuirán a recuperar parte del crédito internacional perdido por Hungría.

En nuestra opinión, este juicio no está plenamente fundamentado ya que, en el fondo, deja de lado dos elementos que tienen su peso en el juego político-económico magiar. El primero es el referido a la importancia que el ejecutivo otorga a las cuestiones vinculadas con la soberanía competencial en distintas materias y, en particular, en las económicas. Este es un rasgo que difícilmente se modificará a corto plazo y que condicionará en profundidad la política gubernamental de toda la legislatura (que finaliza en 2014). Por ello, incluso aunque en ciertos ámbitos, como el presupuestario, se vislumbre mayor contención, en materia de política económica permanecerá un riesgo subyacente.

Un segundo elemento es la política de comunicación del Gobierno en materia económica. En condiciones más convencionales, la política de comunicación debería permitir que la tensión entre mayor disciplina en ciertas materias, como la presupuestaria, y el esfuerzo por mantener la autonomía en otros ámbitos de la política económica, fuese parcialmente encauzada. En particular, dicha política de comunicación permitiría ajustar las expectativas internas (fundamentalmente, de los votantes) y externas (sobre todo de los inversores internacionales) con menores fricciones que las que se han producido hasta la fecha. Desafortunadamente, y vista la experiencia de los últimos años, creemos que tampoco en este segundo ámbito vamos a asistir a una mejoría apreciable.

Un foco en el que sí coincidimos con la valoración común es el referido a la mayor ortodoxia en materia de política presupuestaria. Incluso en ausencia de acuerdo con el FMI, estimamos

altamente probable que el Gobierno ajuste paulatinamente su política fiscal a mucho de lo propuesto por la Comisión Europea en el marco del proceso de déficit excesivo. Por ello, creemos que antes del verano se anunciarán propuestas de ajuste presupuestario estructural, probablemente profundizando en la línea que delinea el Plan Szell Kalman ya puesto en marcha.