



de Fundación Mediterránea

Informe de Coyuntura del IERAL Semanal

Año 20 - Edición N° 666
12 de Mayo de 2011

Tel: (011) 4393-0375
info@ieral.org

Investigadores:

Jorge Vasconcelos
(Coordinador)
Inés Butler
Guadalupe Gonzalez
Eliana Miranda

Editorial
Hernán Ruffo y Manuel
Nachón

En Foco 1
Néstor Grión y Silvina Rubio

En Foco 2
Joaquín Berro Madero

En Foco 3
Guadalupe Gonzalez

En Foco 4
Eliana Miranda

Edición y
compaginación:
Karina Lignola

www.ieral.org

Editorial:	<i>Las piedras en el camino de la reducción de la informalidad</i>	2
- La informalidad se ha reducido en forma sostenida desde 2003, pero con progresos cada vez más modestos - Para seguir avanzando en este terreno se requiere reducir la brecha entre el costo de los contratos formales e informales - Otros instrumentos pasan por el rediseño de planes sociales que hoy incentivan la informalidad, junto con reglas de juego que apuntalen avances sostenidos de productividad		
En Foco 1:	<i>La Recaudación Nacional aumentó 34,5% interanual en el primer cuatrimestre</i>	6
- El IVA DGA, vinculado a importaciones, es el que más avanzó, con un 50,8% interanual, junto con Ganancias, que lo hizo 46,4% interanual - Los ingresos de Seguridad Social subieron un 35,8% interanual en el período analizado - Los tributos vinculados al comercio exterior son los de mayor prociclicidad, habiendo resentido la marcha de la recaudación durante la recesión de 2009 (lo que fue compensado por la eliminación de las AFJP)		
En Foco 2:	<i>El crédito de consumo, un factor clave en la expansión del nivel de actividad</i>	13
- El crédito de consumo creció al 47,4% a/a en promedio entre 2005 y este año, duplicando su participación en el PIB, hasta el 4% actual - Pese a este dinamismo, los ratios de morosidad se mantienen bajos, en torno a 2,9% de la cartera - Las cuotas de estos créditos, no "compiten" con los hipotecarios, debido a la escasez de estas líneas. La incidencia de los préstamos al consumo sobre la masa salarial parece aceptable, en torno al 20%		
En Foco 3:	<i>En Mayo, el precio de las materias primas perdió lo ganado desde principio de año</i>	17
- En las últimas dos semanas, el precios de las commodities se desplomó 9% en promedio, volviendo a los niveles de principio de año - En este mismo período, el dólar se fortaleció 4,5% respecto al euro - Con datos hasta Abril, los precios de las materias primas que exporta Argentina se ubicaban 82,2% por encima del promedio de la serie		
En Foco 4:	<i>Internacional: Grecia en etapa de definiciones, con interrogantes acerca del alcance del efecto contagio</i>	19
- La fatiga del ajuste y la necesidad de un nuevo plan de salvataje para Grecia hicieron disparar el riesgo país y aumentar la probabilidad de una reestructuración - Luego de haberse fortalecido hasta una paridad de 1,49 dólares por euro, la moneda de la Unión Europea se debilitó hasta una paridad de 1,42 - España ha logrado diferenciarse en forma nítida del resto de los PIGS		

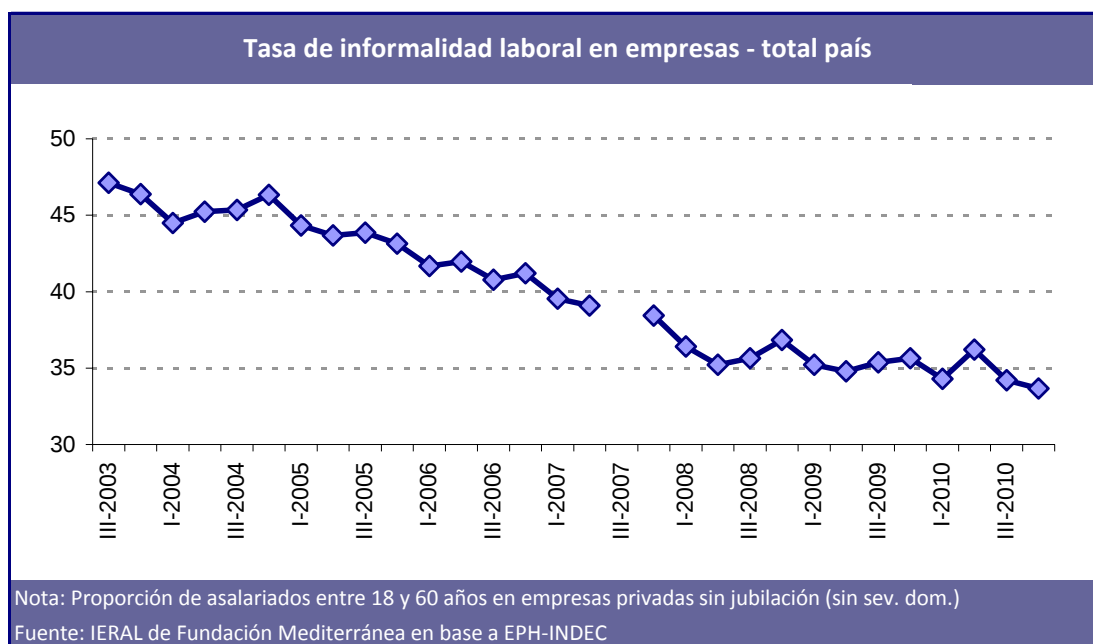
Editorial

Las piedras en el camino de la reducción de la informalidad

- La informalidad se ha reducido en forma sostenida desde 2003, pero con progresos cada vez más modestos
 - Para seguir avanzando en este terreno se requiere reducir la brecha entre el costo de los contratos formales e informales
 - Otros instrumentos pasan por el rediseño de planes sociales que hoy incentivan la informalidad, junto con reglas de juego que apuntalen avances sostenidos de productividad
-

A partir de 2003, la tasa de informalidad se ha reducido en forma sostenida. En parte esta evolución se basa en mejoras en las condiciones para contratar trabajadores, que incrementaron la demanda de empleo de todas las empresas, y en un mayor esfuerzo de fiscalización.

La tasa de informalidad en empresas privadas ha llegado en los últimos datos disponibles a un 33,7% en el cuarto trimestre de 2010. Se trata de una mejora evidente desde el 46,4% del mismo período de 2003. Sin embargo, subsisten muchos factores preocupantes.



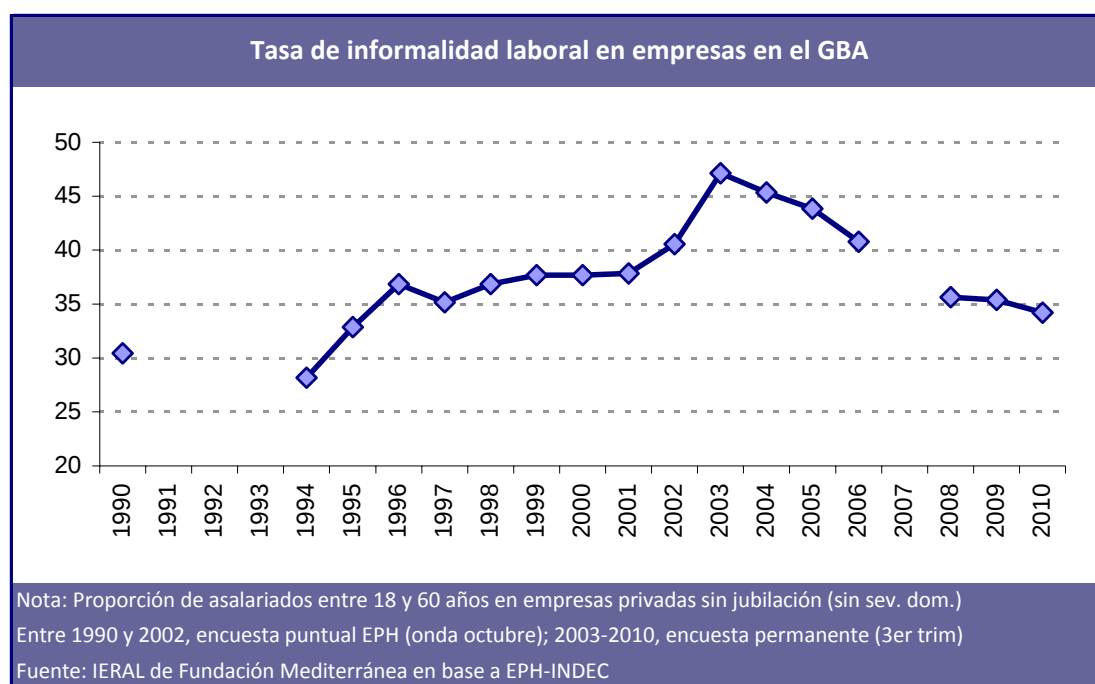
En primer lugar, la demanda de empleo relativa a la variación del PIB se ha desacelerado. Aunque hay indicadores mixtos, las estadísticas del mercado de trabajo evidencian que el ritmo de creación neta de empleo post crisis internacional es menor que la de 2004/2008.

En segundo lugar, esta reducción de la informalidad ha perdido impulso en los últimos años. De hecho, la tasa de informalidad en empresas ha caído cerca de 4 puntos porcentuales desde 2007, mientras que se había reducido 8 puntos entre 2004 y 2007.

En tercer lugar, cabe aclarar que estas tasas se refieren al empleo asalariado en empresas privadas. Aunque ha habido progresos en la formalización de los trabajadores independientes, la informalidad en el empleo autónomo es aún mayor a este nivel.

Adicionalmente, el nivel de la tasa de informalidad en empresas es todavía muy elevado. De hecho, en el tercer trimestre de 2010, la informalidad en empresas privadas llegó al 34% en el Gran Buenos Aires. Este guarismo no es diferente al ratio de informalidad de octubre de 1997 en plena convertibilidad. En 1994, por caso, la informalidad rondaba el 28%. Es por ello

importante poner el problema de la informalidad en perspectiva, de modo de comprender tanto los avances como los faltantes.



Hay que tener en cuenta, además, que en el último período los incentivos a la formalización de los trabajadores se han reducido fuertemente. Según hemos destacado en notas anteriores, los costos laborales del sector formal se han incrementado. Las mayores alícuotas de aportes y contribuciones, y mayores costos del sistema de riesgos de trabajo tanto en términos de alícuotas como por su judicialización, llevaron a que el costo laboral por encima del salario neto se haya incrementado de 37% a 49% en los últimos cuatro años. Asimismo, el salario básico de convenio ha tendido a aumentar en términos reales y en relación a la productividad. Adicionalmente, la presión fiscal es muy elevada, lo que incentiva la economía en negro, con su consecuente impacto en el empleo informal.

Por otro lado, los incentivos de parte de los trabajadores tampoco inducen la formalización. Ejemplo de ello es la Asignación Universal por Hijo (AUH). Cuando jefe de hogar y cónyuge están en el mercado informal, pueden recibir un monto relevante por intermedio de la transferencia de la AUH, por lo que parte de los puestos que se crearían en el empleo formal

tienden a orientarse a puestos no declarados. Las moratorias previsionales son también perjudiciales en este sentido, porque tienden a igualar las prestaciones tanto si el trabajador aportó sus impuestos a la seguridad social o si no lo ha hecho.

Todos estos componentes parecen limitar las posibilidades de continuar con el proceso de formalización. El país podría plantearse como una meta a mediano plazo llegar a 25% de informalidad, pero para eso deberían definirse política de corto y largo plazo consistentes con ese objetivo. Por ello, además de continuar con los esfuerzos en fiscalización, debería hacerse hincapié en la reducción de la brecha entre los costos de contratos formales e informales, al tiempo que se dinamiza la generación de empleo. Para ello es relevante reducir la carga fiscal en general, reducir las alícuotas de la seguridad social (fortaleciendo el crédito fiscal IVA, por ejemplo), y revisar las instituciones que impliquen un peso en la carga laboral sin una contraparte de beneficio para el trabajador. Adicionalmente, debe propenderse a la mejora de la productividad de la economía de modo de reducir el peso del costo laboral por unidad de producto. Hay que destacar que estas ganancias de productividad son tan importantes como costosas de lograr, por lo que son la sumatoria de previsiones públicas y privadas, muchas de ellas cotidianas, pero consistentes entre sí y a lo largo del tiempo.

En Foco 1

La Recaudación Nacional aumentó 34,5% interanual en el primer cuatrimestre

- El IVA DGA, vinculado a importaciones, es el que más avanzó, con un 50,8% interanual, junto con Ganancias, que lo hizo 46,4% interanual
- Los ingresos de Seguridad Social subieron un 35,8% interanual en el período analizado
- Los tributos vinculados al comercio exterior son los de mayor prociclicidad, habiendo resentido la marcha de la recaudación durante la recesión de 2009 (lo que fue compensado por la eliminación de las AFJP)

La recaudación nacional en Abril ascendió a \$39.738 millones, representando un incremento interanual del 31,9% en términos nominales y acumulando 14 meses consecutivos de crecimiento a tasas superiores al 30%. Considerando sus principales componentes, se destacan los incrementos en Ganancias, IVA Neto y Aportes y Contribuciones a la Seguridad Social, que explican en forma conjunta el 85% de la variación respecto al cuarto mes de 2010.

La Recaudación Nacional en Abril

	Abr 10		Abr 11		Diferencia	
	En \$	Part.	En \$	Part.	En \$	%
IVA Neto	8.835	29,3%	11.578	29,1%	2.743	31,0%
IVA Bruto	9.102	30,2%	11.858	29,8%	2.756	30,3%
IVA DGI	6.073	20,2%	7.367	18,5%	1.294	21,3%
IVA DGA	3.029	10,1%	4.491	11,3%	1.462	48,2%
Devoluciones (-)	267	0,9%	280	0,7%	13	4,9%
Reintegros (-)	237	0,8%	500	1,3%	263	111,0%
Ganancias	4.240	14,1%	6.695	16,8%	2.455	57,9%
Créditos y Débitos	2.075	6,9%	2.688	6,8%	613	29,5%
Combustibles	1.179	3,9%	1.384	3,5%	205	17,4%
Internos Coparticipados	786	2,6%	915	2,3%	129	16,4%
Otros Impuestos	1.010	3,4%	881	2,2%	-129	-12,8%
Exportaciones	3.919	13,0%	4.574	11,5%	655	16,7%
Importaciones y otros	816	2,7%	1.088	2,7%	273	33,4%
Seguridad Social	7.505	24,9%	10.435	26,3%	2.930	39,0%
Total	30.128	100,0%	39.738	100,0%	9.611	31,9%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

En particular, según la AFIP, el incremento en Ganancias (57,9%) responde a mayores ingresos en concepto de retenciones y saldo de declaración jurada de sociedades y personas físicas. El IVA impositivo creció (21,3%) junto al aumento del consumo mientras que el IVA aduanero (48,2%) debe su aumento al mayor volumen de comercio. La mayor recaudación del sistema de Seguridad Social (39,0%) obedece principalmente a actualizaciones de salarios y en segunda instancia al aumento en el empleo registrado en el periodo considerado.

Respecto al acumulado de recaudación Enero-Abril 2011, el incremento interanual fue del 34,5%, superando los \$150.000 millones en lo que va del año. Considerando los principales tributos, nuevamente se destacan IVA (35,2%), Seg. Social (35,8%) y Ganancias (46,4%) como causas principales del mayor volumen recaudado mientras. Con menor peso relativo, se destacan también los incrementos por Créditos y Débitos (36,2%), atendiendo al aumento en las transacciones bancarias gravadas, recaudación por Exportaciones (23,7%) e Importaciones (42,4%).

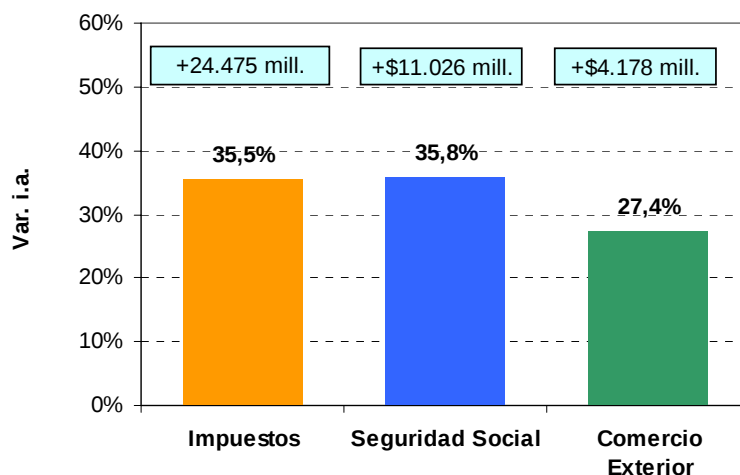
La Recaudación Nacional acumulada a Abril

	Ene-Abr 10		Ene-Abr 11		Diferencia	
	En \$	Part.	En \$	Part.	En \$	%
IVA Neto	33.905	29,5%	45.842	29,6%	11.938	35,2%
IVA Bruto	35.014	30,4%	47.175	30,5%	12.162	34,7%
IVA DGI	23.616	20,5%	29.984	19,4%	6.368	27,0%
IVA DGA	11.398	9,9%	17.192	11,1%	5.794	50,8%
Devoluciones (-)	1.109	1,0%	1.333	0,9%	224	20,2%
Reintegros (-)	941	0,8%	1.376	0,9%	435	46,2%
Ganancias	18.205	15,8%	26.645	17,2%	8.439	46,4%
Créditos y Débitos	7.641	6,6%	10.406	6,7%	2.765	36,2%
Combustibles	4.205	3,7%	5.030	3,3%	825	19,6%
Internos Coparticipados	3.047	2,6%	3.713	2,4%	667	21,9%
Otros Impuestos	2.942	2,6%	3.219	2,1%	277	9,4%
Exportaciones	12.225	10,6%	15.117	9,8%	2.892	23,7%
Importaciones y otros	3.036	2,6%	4.322	2,8%	1.287	42,4%
Seguridad Social	30.774	26,8%	41.800	27,0%	11.026	35,8%
Total	115.039	100,0%	154.719	100,0%	39.680	34,5%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

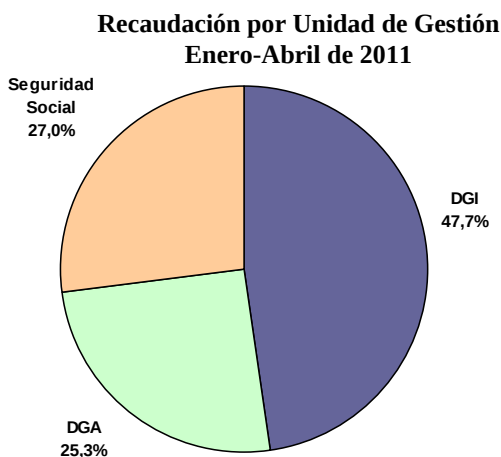
El Gráfico siguiente muestra el comportamiento de los impuestos según el origen de la materia gravada. En lo que va del año la recaudación impositiva que incide sobre la producción, consumo y riqueza muestra un incremento respecto a igual periodo del año anterior de 35.5% (+\$24.475 millones), los ingresos relacionados con la Seguridad Social crecieron un 35.8% (+11.026 millones) mientras que los provenientes de gravámenes al comercio exterior, un 27.4% (+\$15.089 millones).

Variación i.a. de Impuestos, Seguridad Social y Comercio Exterior



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

Otra lectura del desempeño de la recaudación surge del análisis según unidad de Gestión involucrada.¹ Desde Enero a Abril la Dirección General Impositiva concentra el 47,7% de la Recaudación, la Seguridad Social, el 27,0%, y la Dirección General de Aduanas, el 25,3% restante.

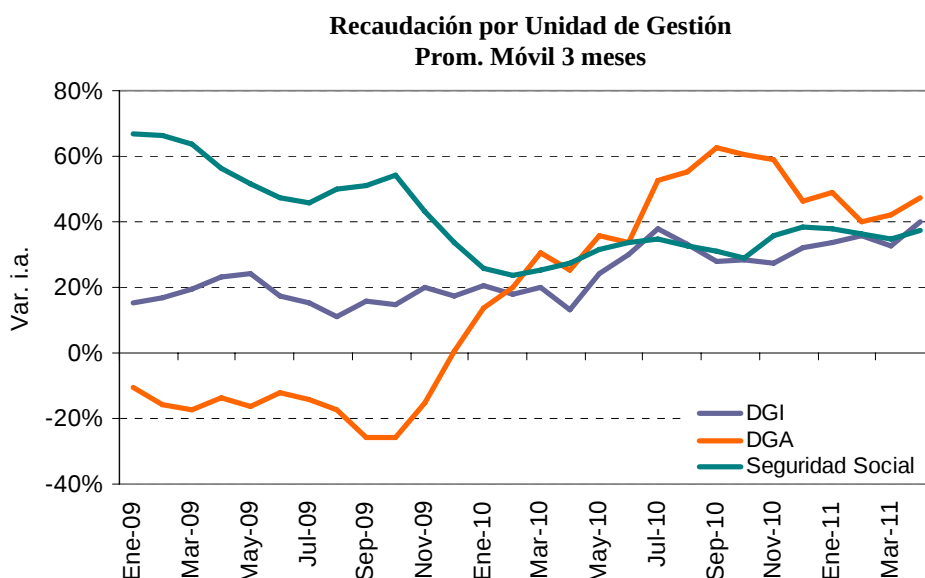


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

Como se aprecia en el gráfico que muestra la evolución del total recaudado desde 2009, los ingresos correspondientes a la DGA muestran un crecimiento promedio cercano al 50% desde

¹ La recaudación impositiva es neta de devoluciones, reintegros fiscales y reembolsos. Los ingresos de la DGA incluyen Derechos de Exportación, Derechos de Importación y Otros, e IVA, Ganancias, Internos y Combustibles percibidos por Aduana.

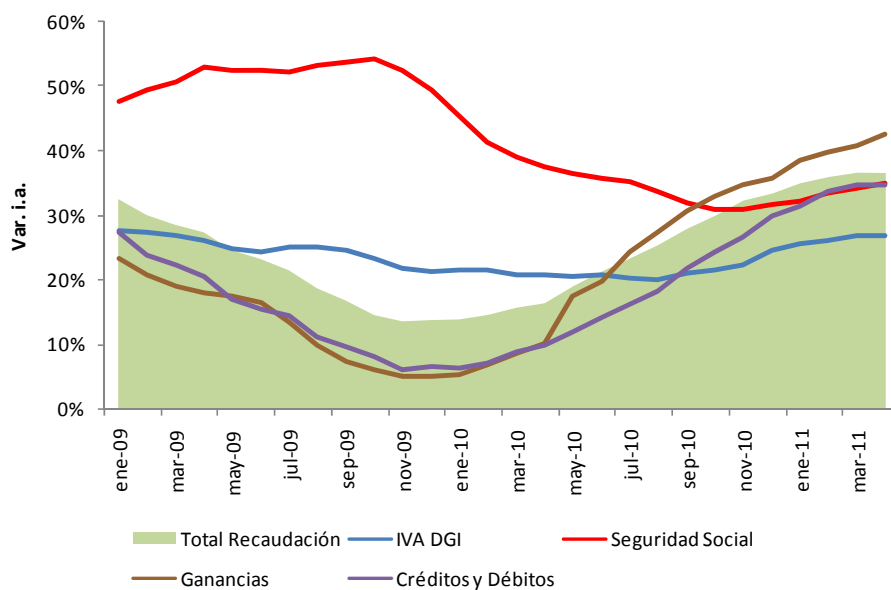
julio del año pasado (47,2% en abril, promedio móvil 3 meses). Por su parte, los ingresos de la DGI y la Seguridad Social han mostrado más estabilidad con un crecimiento promedio cercano al 35%.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

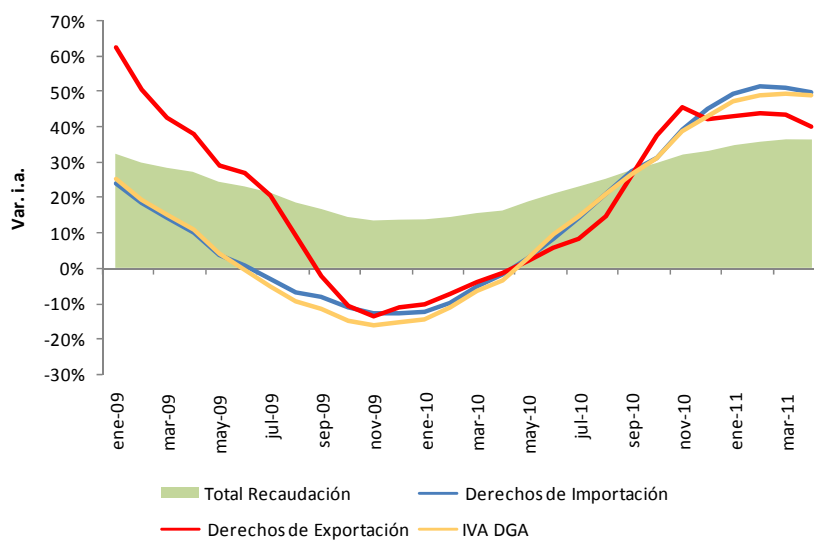
Los siguientes gráficos comparan la evolución de los principales impuestos con el total de recursos tributarios, reflejando la situación anterior y posterior a la crisis económica de 2009. Resulta evidente la alta prociclicidad de los tributos relacionados con el comercio exterior. La reforma en el Sistema de Seguridad Social (eliminación de AFJP) permitió compensar parte del de la caída en el rendimiento fiscal del resto de los tributos. También se destaca la estabilidad del IVA que recauda la DGI y se aprecia una dinámica similar al total recaudado del impuesto a los Débitos y Créditos y Ganancias.

Evolución de la Recaudación Acumulado 12 meses

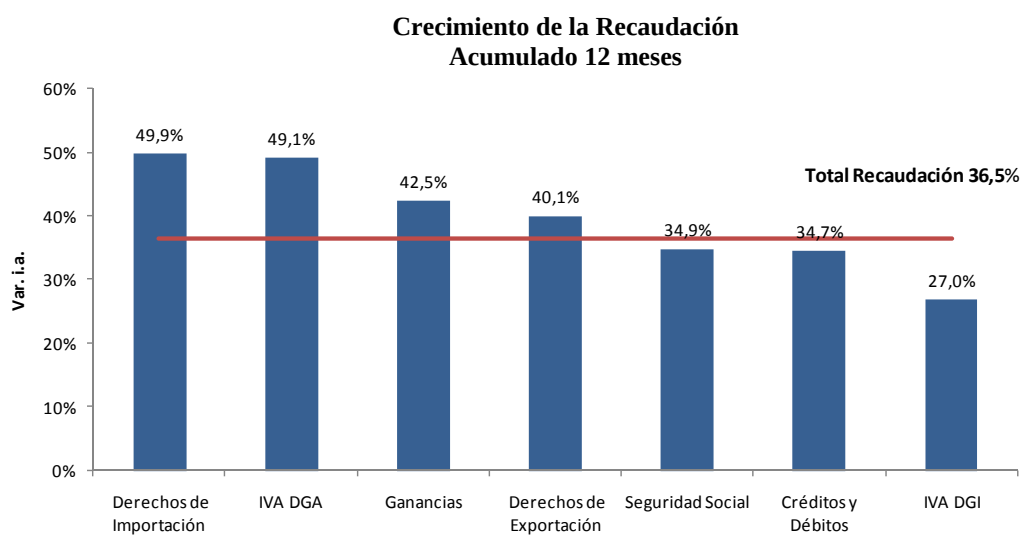


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

Evolución de la Recaudación Acumulado 12 meses



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.



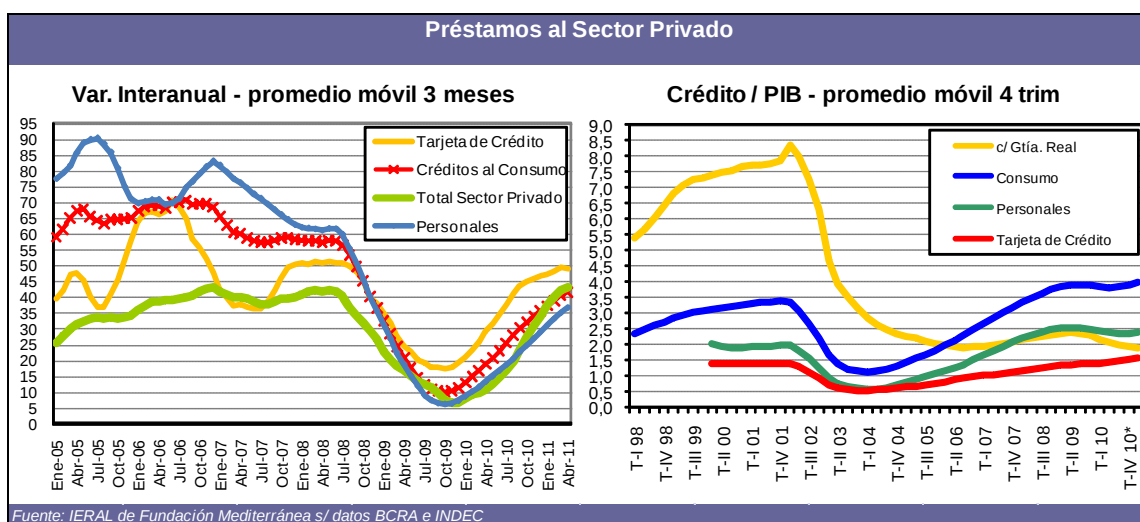
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

En Foco 2

El crédito de consumo, un factor clave en la expansión del nivel de actividad

- El crédito de consumo creció al 47,4% a/a en promedio entre 2005 y este año, duplicando su participación en el PIB, hasta el 4% actual
- Pese a este dinamismo, los ratios de morosidad se mantienen bajos, en torno a 2,9% de la cartera
- Las cuotas de estos créditos, no “compiten” con los hipotecarios, debido a la escasez de estas líneas. La incidencia de los préstamos al consumo sobre la masa salarial parece aceptable, en torno al 20%

Como se mencionó en numerosos informes referidos a la evolución del mercado de crédito local, los préstamos al consumo han sido los más dinámicos en el período pos-devaluación.

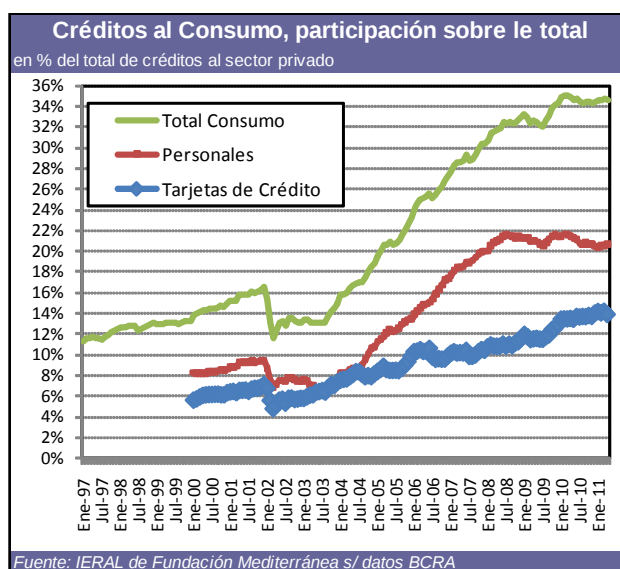


Este ritmo continúa siendo significativo e implicó una recomposición del stock de créditos muy fuerte: los préstamos que financian al consumo han ganado lugar en detrimento de aquellas líneas que cuentan con garantía real (préstamos hipotecarios y prendarios), que se han ido deteriorando durante este período. El “boom” de consumo ha tenido su reflejo en el mercado de crédito.

Como muestra el gráfico de la derecha, para un promedio móvil de tres meses, la variación interanual de los créditos al consumo (personales y con tarjeta de crédito) ha crecido -en el periodo pos-devaluación- por encima del promedio total, excepto para los últimos tres meses donde los préstamos comerciales aumentaron su ritmo empujando el promedio hacia arriba.

De esta forma, entre enero 2005 y abril de este año, los préstamos al consumo crecieron a un promedio de 47,4% interanual, dato que compara con el 30,6% que se registro para el total de préstamos al sector privado. Asimismo, dentro de las financiaciones al consumo ha habido un cambio de tendencia: mientras que el primer período (2005-2008) las líneas más dinámicas eran las de préstamos personales que crecían en promedio al 70,8% interanual, a partir de 2009 tomaron mayor protagonismo las financiaciones con tarjeta que crecieron en torno al 32% interanual en promedio.

En este contexto, la representación real de los préstamos, medidos en relación al producto, se modificó sustancialmente. En primer lugar los créditos al consumo, que antes de la devaluación significaban aproximadamente 2,8 puntos del PIB, hoy representan casi 4 puntos. Dentro



de este conjunto de líneas, se destaca la motorización que han tenido los préstamos personales que pasaron de representar el 1,9% del PIB en el año 2000 a 2,4 este año. Por su parte, las financiaciones con tarjeta han crecido levemente, pasando de 1,4% del producto a 1,6%.

Otro fenómeno que ha provocado esta expansión de las financiaciones al consumo, ha sido su representación respecto del total de préstamos al sector. Como se muestra en el gráfico, los créditos al consumo pasaron de significar el 13% del total de préstamos al sector privado en 1998 a 35% del total este año. El incremento estuvo dado, principalmente, por un “boom” en los préstamos personales que más que duplicaron su representación, pasando de 8% a 22% del total; y también, debido a la constante expansión de las líneas con tarjeta que pasaron de 6% a 14%.

La pregunta relevante en este contexto es si queda margen para seguir con este proceso de expansión. Si bien la respuesta involucra demasiadas variables, hay ciertos indicadores que muestran que el fenómeno no debiera encontrar aún signos de agotamiento.

- Como muestra el primer gráfico (de la izquierda), la profundización de las líneas de consumo se dio en un contexto en el cual el crédito con garantía real no ha logrado recuperarse, en especial los préstamos hipotecarios. Estas líneas pasaron de representar entre el 6 y 8% del PIB en 1998/9 a apenas 2% estos años. Esto implica que el salario disponible de los agentes cuenta con un mayor margen, ya que no hay una cuota de préstamo hipotecario que “compita” con la de consumo.
- El incremento anual de los salarios a tasas importantes (20-35% anual) permitió mantener casi constante –por lo menos, para los trabajadores formales- el nivel de endeudamiento respecto del ingreso.
- El último Boletín de Estabilidad Financiera del BCRA muestra que el ratio de cartera irregular/financiaciones para las familias y para el consumo se ha mantenido constante desde 2005. Para noviembre 2010 (último dato disponible), la morosidad en las financiaciones al consumo se ubicó en 2,9%.

- Asimismo, el ratio de nivel de deuda de las familias, explicado por los préstamos vinculados al consumo (incluyendo fideicomisos financieros para consumo y tarjetas de crédito no bancarias) sobre la masa salarial formal y total, se muestran en niveles aceptables. Por un lado, los préstamos sobre la masa salarial total se ubicaron en 20,2% el año pasado contra el pico de 22% registrado durante la crisis financiera internacional de 2008/9 y el 25% - aproximado- que significaban en 1998. Por el otro, el ratio de préstamos sobre masa salarial formal, que se ubicó en 22,3% al año pasado, muestra un pico de 27% durante la crisis 2008/9 y promediaba 30% en 1998.

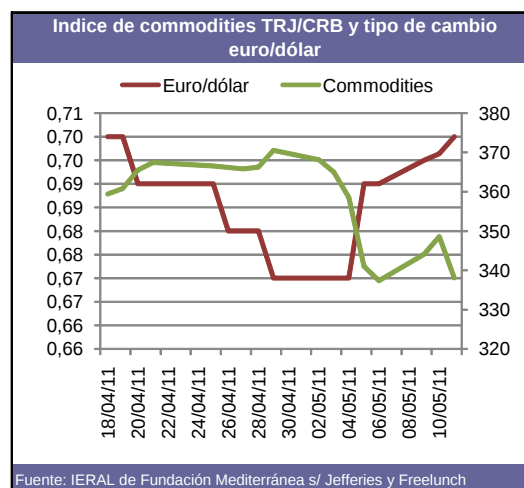
En Foco 3

En Mayo, el precio de las materias primas perdió lo ganado desde principio de año

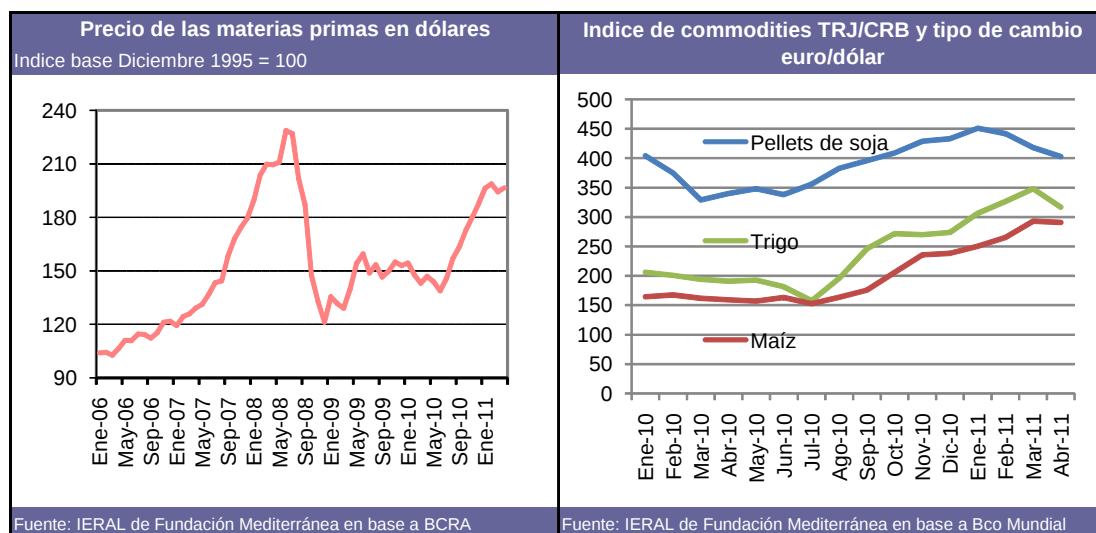
- En las últimas dos semanas, el precios de las commodities se desplomó 9% en promedio, volviendo a los niveles de principio de año
- En este mismo período, el dólar se fortaleció 4,5% respecto al euro
- Con datos hasta Abril, los precios de las materias primas que exporta Argentina se ubicaban 82,2% por encima del promedio de la serie

En las últimas dos semanas se registraron importantes caídas en el precio de los commodities, tanto en granos como en petróleo. En parte, este fenómeno se debe a factores de oferta y demanda: desaceleración de la economía china, aumentos en el stock de petróleo de EEUU. Por otro lado, la caída en el precio de los commodities también se debe al fortalecimiento del dólar contra el euro. Como se observa en el gráfico, los últimos días de caídas en el precio de las materias primas coinciden con la variación en el tipo de cambio dólar/euro, de 1,49 dólares por euro a 1,43.

El índice de precios de commodities publicado por Reuters/Jefferies es una medida de los mercados globales de commodities y toma en cuenta 19 mercados de futuros. Desde el último día de Abril hasta el día de ayer (11 de Mayo), los precios de las materias primas acumularon una caída de 9%. En este mismo período, el dólar se fortaleció 4,5% respecto al euro. Así, el actual nivel de precios retrocede hasta aquel registrado en los primeros días de Enero 2011.



De todas formas, todavía los precios de las materias primas se encuentran en un nivel muy elevado, no muy lejos a su máximo histórico. Según el índice mensual publicado por el Banco Central, que incluye diez productos que exporta la Argentina, los precios de los commodities se ubicaban en Abril un 14% por debajo del pico registrado en Junio de 2008 y un 82,2% por encima del promedio de toda la serie que empieza en 1996. Si bien todavía se registran subas interanuales del orden del 30%, se observa cierta desaceleración en la suba de los precios, ya que las variaciones mensuales pasaron de un promedio de 5% mensual en la última mitad de 2010 a variaciones bastante inferiores en lo que va de 2011: 1,3% en Febrero, -2,3% en Marzo y 1,2% en Abril. Esto se observa también a nivel producto, aunque todavía no se incluyen los datos de Mayo. Como se observa en el gráfico de la derecha, si bien los precios de los pellets de soja, trigo y maíz se ubican en un nivel muy elevado, los últimos meses han marcado cierta desaceleración en el caso de la soja y el trigo y una estabilización en el caso del maíz.

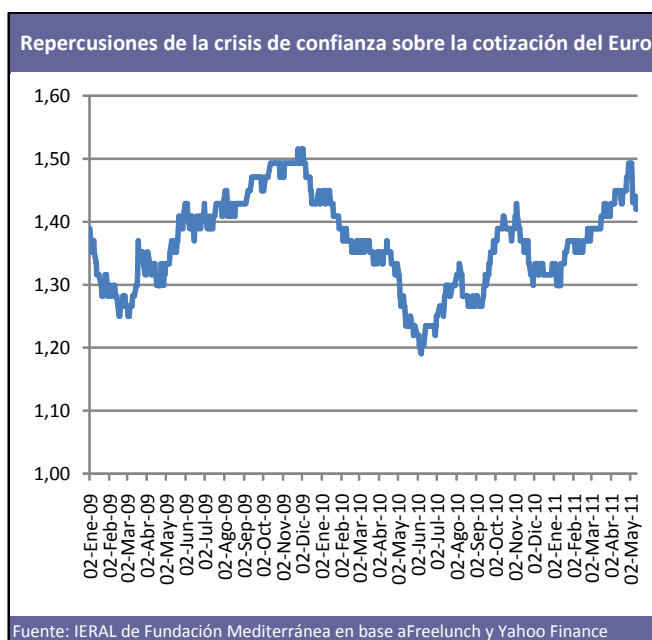


En Foco 4

Internacional: Grecia en etapa de definiciones, con interrogantes acerca del alcance del efecto contagio

- La fatiga del ajuste y la necesidad de un nuevo plan de salvataje para Grecia hicieron disparar el riesgo país y aumentar la probabilidad de una reestructuración
- Luego de haberse fortalecido hasta una paridad de 1,49 dólares por euro, la moneda de la Unión Europea se debilitó hasta una paridad de 1,42
- España ha logrado diferenciarse en forma nítida del resto de los PIGS

La crisis de deuda de los PIGS ha ingresado, al parecer, en etapa de definiciones. La fatiga del ajuste, particularmente en Grecia, hace que hoy se esté discutiendo lo mismo que se discutía un año atrás. Los elevados niveles de endeudamiento y déficits públicos, y el impedimento de hacer frente a sus compromisos tienen expectante al mundo por la incertidumbre que generan en torno al futuro del club del Euro. Esto ha tenido impacto en la relación del euro frente al dólar. Así, luego de alcanzar el máximo de los últimos 17 meses (1,49), el euro ha comenzado debilitarse frente a la moneda norteamericana hasta una paridad de 1,42 dólares por euro, según los últimos datos.



Hoy el foco está puesto en Grecia, en donde ya se discute si habrá una segunda fase de ayuda. En 2010, este miembro de la Unión Europea recibió 110 mil millones de euros y ahora

podría necesitar un nuevo préstamo de alrededor 60 mil millones para hacer frente a los compromisos de los dos próximos años.

Pero al mismo tiempo, con un préstamo por 78 mil millones de euros recientemente aprobado, Portugal se convierte en otro foco de atención, mientras se decide qué tasa se le cobrará, y se termina de delinear el plan de ajuste que asumirá como condición.

Los desbalances del los PIGS en 2010

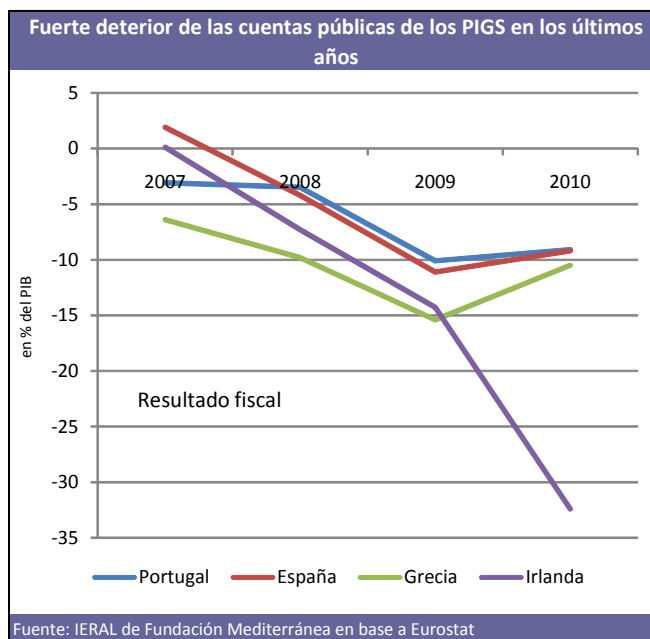
	Deuda/ PIB	Déficit fiscal en % del PIB
España	60%	9.2
Grecia	143%	10.5
Irlanda	96%	32.4
Portugal	93%	9.1

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Eurostat

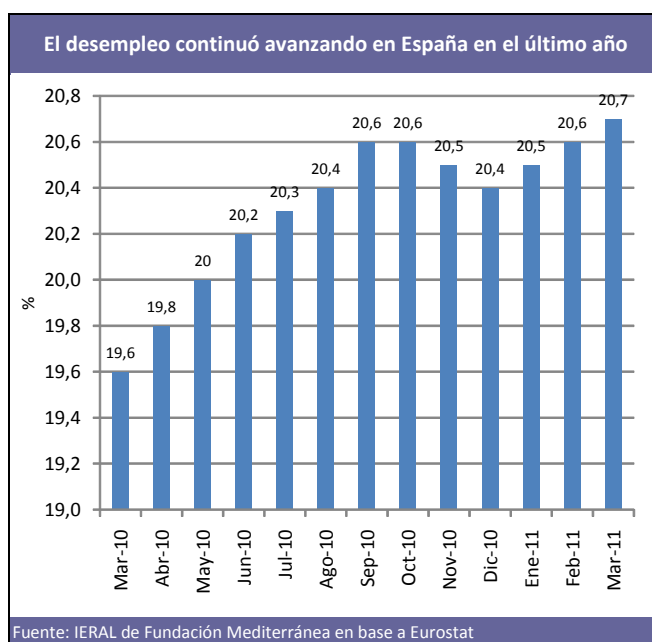
El riesgo país de los cuatro países que conforman la sigla se diferencia del resto por encontrarse por encima de los 200 puntos básicos. Afortunadamente, España ha logrado diferenciarse, ya que su riesgo país es muy moderado, en torno a los 215 puntos. Sin embargo, en el otro pelotón están Portugal, con 640, Irlanda con 728, mientras Grecia registra un spread de 1205 puntos básicos frente a los bonos alemanes.

Luego de Grecia, Irlanda fue rescatada a fines del año pasado, con un préstamo de 85 mil millones de euros y ahora se negocian las condiciones para Portugal. ¿Por qué España logró diferenciarse? Hace ya un año encaró un fuerte plan de ajuste, que incluyó un incremento

del IVA, una reforma laboral y del sistema de pensiones, y el anuncio de privatizaciones, entre otras cosas. Ahora, ha definido reglas más estrictas para limitar el gasto. El crecimiento de la economía ha sido casi nulo en el último año y el desempleo ha seguido incrementándose, pasando de 19,6% en marzo de 2010 a 20,7% en marzo de este año. El FMI ha proyectado que el ajuste fiscal español será el que más frene el crecimiento de todos



los países europeos: le restará 2,2 puntos porcentuales al crecimiento del PIB en 2011 y 1,5 puntos en 2012.



La amarga medicina en España puede estar dando resultado (a pesar de las resistencias políticas y sociales) debido a que en el momento inicial de la crisis el ratio de deuda/PIB era relativamente confortable y esto hizo que la deuda pública, aún en suba, todavía sea de 60% del PIB (datos de 2010). Diferente es el caso de Grecia en el que la carga de la deuda pública para 2010 fue de 143% del PIB. Algebraicamente es muy difícil encontrar un sendero en el cual esta deuda pueda ser sustentable, con los actuales niveles de tasa de interés y perspectivas de estancamiento del sector real. El problema, en todo caso, es el efecto dominó que pueda producirse si finalmente se llega a la conclusión que la reestructuración es la única salida para este país de la periferia europea.