

ANTE LA REUNION DEL G-7
UNAS NOTAS SOBRE LA EVOLUCION ECONOMICA RECIENTE

Nieves García Santos⁽¹⁾
(JP Morgan)

1. INTRODUCCION

La próxima reunión del G-7 es el motivo que nos conduce a repasar los desarrollos económicos recientes en los siete grandes países industriales. En las tres secciones siguientes se examina la situación de los países del G-3, y en la última sección se pasa revista a la situación del resto de los países del grupo.

2. ESTADOS UNIDOS: Una recuperación lenta que puede justificar una relajación monetaria.

Después de un primer trimestre de crecimiento relativamente fuerte, en el que el PIB creció a una tasa trimestral del 2,4%, la economía americana parece estar desacelerándose. El tono moderado de la mayor parte de los indicadores mensuales apunta hacia un crecimiento del PIB entre el 2% y el 2,5% para el resto de 1992.

La clave que explica la desaceleración económica se encuentra en el comportamiento del sector privado, que no parece dispuesto a seguir gastando al mismo ritmo que lo hizo durante el primer trimestre. El gasto privado redujo inventarios acumulados y estimuló la producción industrial. Sin embargo el estímulo proporcionado por el consumo privado al crecimiento del PIB parece difícil que continúe. Datos como las ventas de vehículos, las ventas al por menor (que se frenaron en mayo y en abril) y el bajo nivel de la confianza del consumidor así parecen confirmarlo.

En realidad, la fortaleza del consumo a principios de 1992 parece ser un intento de contrarrestar el bajo nivel del mismo durante los últimos meses de 1991. Sin estímulos adicionales es difícil que el gasto privado acelere su ritmo. Dichos estímulos pasan por un necesario aumento en el crecimiento de la renta privada, ya que la tasa de ahorro familiar se redujo en el primer trimestre, alcanzando el mínimo de los últimos tres años.

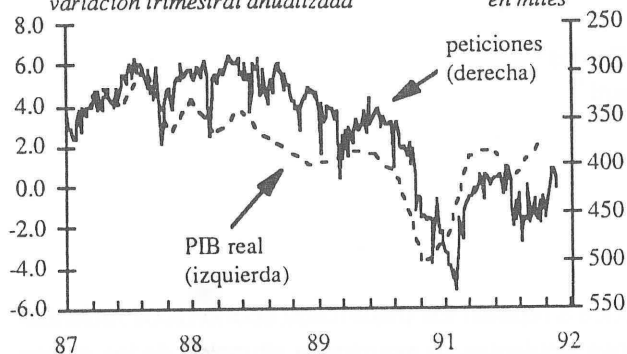
Algunos analistas sugieren que el ciclo de reposición de inventarios puede convertirse en motor del PIB en los próximos trimestres. Sin embargo dicho efecto ya se ha completado la producción industrial ha crecido a una tasa anualizada del 6,4% entre diciembre y mayo, debido al deseo de recuperar inventarios. Los últimos datos disponibles (abril) muestran que los inventarios a nivel minorista están aumentando rápidamente, en respuesta a la desaceleración del gasto privado.

Tampoco cabe esperar mucha ayuda del sector de construcción. Todos los indicadores mensuales apuntan hacia una menor actividad, sobre todo en el segmento de construcción residencial los permisos de construcción han caído recientemente, las peticiones de préstamos hipotecarios se han reducido fuertemente, y las ventas de viviendas se han desacelerado.

(1) Agradezco los comentarios de Juan Pérez-Campanero.

Estados Unidos

Cecimiento del PIB y peticiones de seguro de paro
variación trimestral anualizada en miles

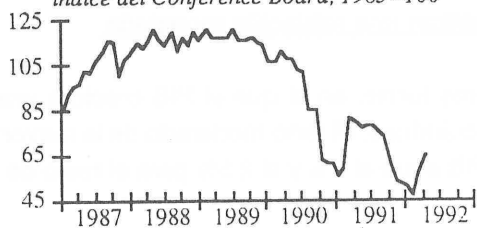


Indicadores del mercado de trabajo

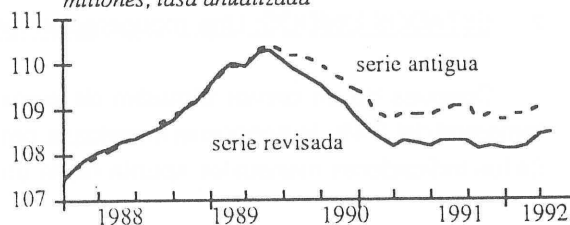
media de variaciones mensuales, en miles

	1991				1992	
	T 1	T 2	T 3	T 4	T 1	Apr
Empleo (nóminas)	-251	-38	22	-45	15	68
Gobierno	11	17	-2	21	19	10
Sector Privado	-262	-55	24	-66	-4	58
Manufacturas	-89	-23	-2	-28	-17	-10
Construcción	-58	-16	-10	-23	4	7
Otras	-115	-16	36	-15	9	61
Tasa de paro	6.5	6.8	6.8	7.0	7.2	7.5

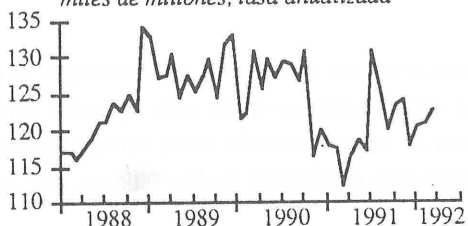
Confianza del consumidor
índice del Conference Board, 1985=100



Empleo no agrario
millones, tasa anualizada



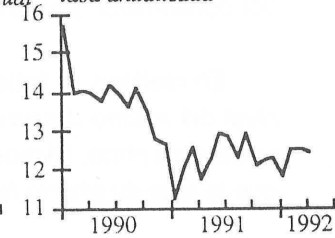
Órdenes de bienes duraderos
miles de millones, tasa anualizada



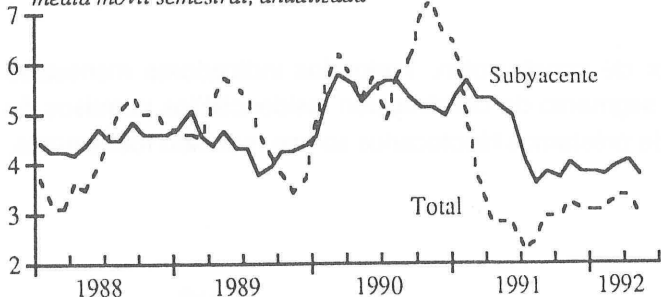
Ventas al por menor (sin autos)
miles de mill. de \$, tasa mensual



Ventas de vehículos
millones de autos, tasa anualizada

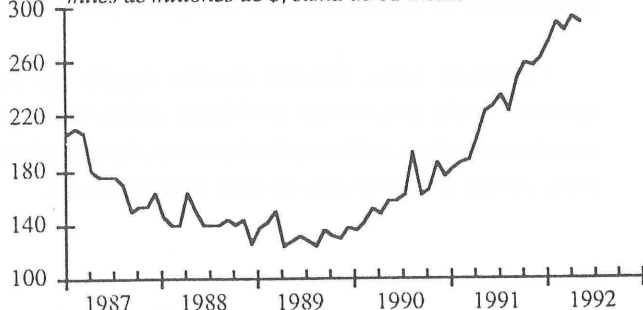


Precios de consumo
media móvil semestral, anualizada



Deficit público (sin depósitos de garantía ni contribuciones por guerra del Golfo)

miles de millones de \$, suma de 12 meses



Como contraposición al panorama descrito en el que los factores explicativos del crecimiento tienden a desaparecer, hay que mencionar la posibilidad de que el gasto de inversión en bienes de equipo, se recupere. El aumento de los beneficios empresariales durante 1991 pueden empezar a proporcionar estímulo al gasto en bienes de equipo. Si éste llega a reactivarse, sin embargo, el resultado mas probable será un crecimiento del PIB sostenido pero moderado.

La inflación (medida por la tasa de aumento de los precios de consumo) se ha mantenido en una tasa entre el 3,75% y el 4% desde mediados de 1991. Es previsible una mayor desaceleración (hacia una tasa en el rango del 3% al 3,5%) si la economía sigue mostrando un crecimiento moderado. Además, el crecimiento de la producción durante el primer trimestre del año ha venido impulsado por un fuerte aumento de la productividad del trabajo más que por el aumento de la contratación. Esto ha permitido que los costes laborales se hayan reducido. En el primer trimestre de 1992 la productividad del trabajo aumentó un 2,7% (en tasa trimestral) y los costes laborales unitarios descendieron un 0,5% (en tasa trimestral). Con los costes laborales reducidos y los precios de producción también creciendo moderadamente no parece haber peligro para la inflación. Únicamente el aumento reciente en los precios del petróleo podría añadir una o dos decisiones a la tasa anual de crecimiento de los precios de consumo.

La Reserva Federal podría decidirse a volver a reducir los tipos de interés, a pesar de la última directiva simétrica del "Federal Open Market Committee". (Una directiva simétrica indica que los miembros del FOMC no apoyan ningún cambio en la política monetaria, aunque el presidente de la Reserva Federal puede reducir los tipos de interés en 25 puntos base haciendo uso de su prerrogativa especial). Las razones para una relajación monetaria pueden ser políticas (necesidad de estimular la economía antes de las elecciones) pero también pueden expresar la preocupación por un crecimiento monetario muy reducido. La M2 ha crecido hasta mediados de junio a una tasa del 2%, inferior al objetivo del 2,5% - 6,5%.

En relación con la política fiscal, resulta curioso observar que el déficit público está resultando inferior a lo esperado. Con datos hasta Mayo el déficit para 1992 puede situarse en unos 325 miles de millones de dólares, esto es unos 75 miles de millones inferior a la estimación inicial de la Oficina del Presupuesto. La corrección a la baja se ha debido a unos menores pagos por el seguro de depósito bancario principalmente, aunque también ha contribuido la recuperación económica.

Es probable que el debate respecto a la política fiscal surja cuando las elecciones presidenciales se aproximen. Sin embargo es incierto que se consiga aprobar ningún paquete fiscal estimulativo para la economía. Desde la "Ley de impuesto para la recuperación económica" de 1981 parece que las autoridades fiscales se muestran inclinadas hacia la restricción fiscal. Esto hace probable que la política fiscal constituya un factor de freno al crecimiento al menos durante 1992 y 1993.

3. JAPON: El crecimiento económico en entredicho.

La economía japonesa ha crecido durante el primer trimestre a un ritmo cercano a su tasa potencial (3.5%). El principal motor de la producción ha sido la demanda de consumo privado, que aumentó un 3.4% después de haber crecido moderadamente durante el último trimestre de 1991. Sin embargo, el ritmo de aumento del consumo se encuentra distorsionado al alza por el efecto del año bisesto, probablemente no captado adecuadamente en los ajustes estacionales. Efectivamente, los indicadores de ventas minoristas muestran una situación más débil al final del primer trimestre y, sobre todo, en el segundo trimestre.

La inversión en bienes de equipo cayó en el primer trimestre de 1992 por segundo trimestre consecutivo. El futuro comportamiento de este componente es aún incierto. El hecho que durante 1991 la inversión en bienes de equipo solamente creciera un 3%, en comparación del 10.8% estimado por las empresas, hace pensar que un fuerte ajuste en el gasto de capital ha tenido lugar durante el año fiscal de 1991, y que

probablemente ya no cabe esperar recortes en el mismo. Sin embargo, el último informe Tankan del Banco de Japón, muestra un sentimiento de la confianza empresarial muy reducido, lo que implica un riesgo de que la desaceleración se prolongue.

La economía ha crecido impulsada principalmente por la demanda interna (2.4%), aunque la acumulación de inventarios contribuyó en 1.1% al crecimiento económico. Sin embargo, ello se debió a una recuperación de la fuerte contracción experimentada durante el último trimestre de 1991 en los inventarios públicos (arroz). Los de carácter privado no tuvieron ningún impacto en el PIB.

La evolución de las exportaciones netas contradijo todas las expectativas previas. En lugar de contribuir fuertemente al crecimiento, las exportaciones netas tuvieron un comportamiento neutral, debido al avance registrado en las importaciones. Como los datos mensuales de abril y mayo muestran elevados superávits comerciales, es previsible que expliquen en mayor medida el crecimiento económico en el segundo trimestre.

Después de un primer trimestre en el cual el PIB ha crecido impulsado por la demanda interna, y con una aportación nula de la demanda externa, cabe esperar una composición contraria en el segundo trimestre. Datos parciales de consumo (ventas minoristas, gasto de las familias), de crecimiento monetario, y de actividad industrial muestran un crecimiento muy débil. Este panorama es posible que lleve al Ministerio de Finanzas a plantear una política fiscal estimulativa. Sin embargo las diferentes posturas de las autoridades japonesas puede llevar a un retraso en la aprobación de medidas fiscales suplementarias. Es posible que el presupuesto para el año fiscal de 1993 sea similar al actual. Dicho presupuesto será anunciado el 23 de junio, antes de la reunión del G-7. Existe la posibilidad de un suplemento presupuestario para el año fiscal en curso, que podría ser anunciado en Septiembre, una vez que se dispongan los datos del PIB del segundo trimestre. Sin embargo, la presión de distintos ministerios puede llevar a que dicho suplemento (de alrededor de 4 trillones de yenes) se anuncie en julio, justo después de la celebración de las elecciones para la Cámara Alta.

El presupuesto fiscal de 1993, será, junto con el plan quinquenal anunciado por el Gobierno de Miyazaura a principios de junio, la base de la postura japonesa en la próxima reunión del G-7. El plan quinquenal no es ambicioso en cuanto al crecimiento pretendido (3.5%), pero sí en cuanto a su composición. El que la demanda interna crezca a un 3.75% y que las exportaciones netas decaigan responde a la presión de los socios comerciales, y requerirá un gran estímulo de la demanda interna.

El Plan, en general, y específicamente la evolución económica pretendida para 1992 y 1993, supone un cambio en la política económica japonesa. El énfasis se pretende poner en la política fiscal y no en la monetaria como ha sido habitual en el pasado. La política ha de ser expansiva para conseguir algunos objetivos, como la mejora del nivel de vida (reducir las horas trabajadas a 1.800 a finales de 1996 o reducir el coste de una vivienda a cinco veces el salario anual). Además, la política fiscal también ha de ser expansiva para cumplir el "Plan decenal de inversión pública", que recoge el objetivo de un gasto de 430 trillones de yenes en obras públicas entre 1991 y 2000. Sin embargo, a pesar de todo ello, el plan quinquenal de Miyazawa no contiene ninguna proyección del saldo público, ni proporciona información sobre la asignación del gasto público de capital.

Dicha omisión deja manos libres al Ministerio de Finanzas para decidir la política fiscal anualmente, pero puede ser criticada por los otros miembros del G-7. Dado que la economía japonesa se encuentra en el mínimo del ciclo económico, al no ser la política fiscal se use de forma agresiva para estimular el consumo y la inversión, el crecimiento del PIB puede aproximarse más al 3% que al 3.5% del plan. La política monetaria no ofrece muchas posibilidades dado que los tipos de interés se centran en mínimos históricos e internacionales. Además una relajación monetaria podría no transmitirse a los tipos de interés a largo plazo, con lo cual no ayudarían a la economía. Por el contrario, podrían debilitar al yen, lo cual aumentaría las fricciones comerciales que Japón intenta solventar.

Japón

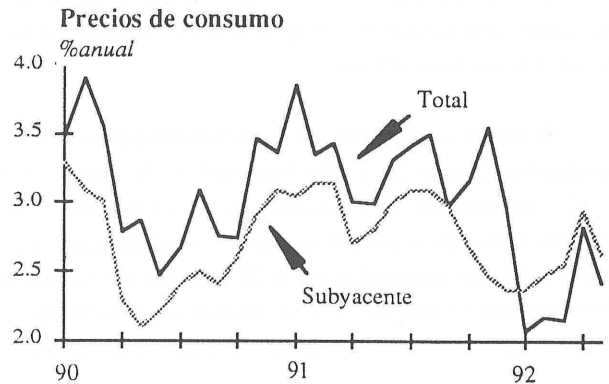
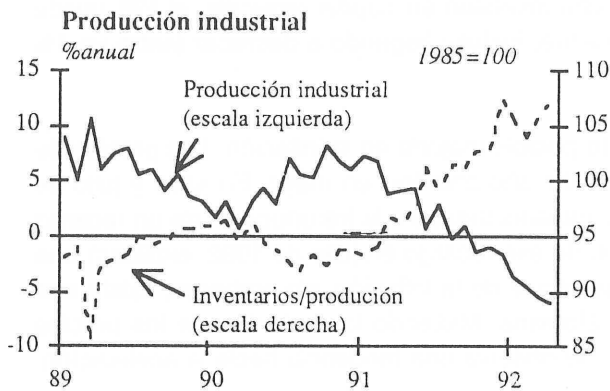
PIB. Composición

(variación trimestral anualizada)	1991		1992	
	Q2	Q3	Q4	Q1
PIB real	4.0	1.7	-0.1	3.4
PNB real	2.8	2.0	-0.3	4.3
Consumo privado	6.5	3.0	0.4	3.4
Consumo público	6.5	-5.3	2.1	4.5
Inversión				
Equipo	-3.0	2.9	-3.1	-0.2
Residencial	-23.6	-9.0	-18.0	-0.4
Pública	20.3	0.2	3.9	2.5
Exportaciones	-8.7	10.4	6.8	6.7
Importaciones	-7.9	11.9	-5.1	2.6
Contribución:				
Doméstica	3.1	2.1	-2.4	3.5
Ventas finales	3.3	1.4	-1.0	2.4
Inventarios	-0.2	0.7	-1.5	1.1
Externa	0.9	-0.4	2.3	-0.1
Deflador del PIB (% anual)	1.7	1.8	2.0	1.7

Contribución al crecimiento del PNB real

% , mediana anual	76-80	81-85	86-90	91	92-96*
PNB	4.6	3.8	4.6	4.5	3.5
Demanda doméstica	4.0	2.9	5.4	3.0	3.75
Consumo privado	2.5	1.9	2.5	1.5	
Inversión de equipo	0.7	0.9	2.0	1.3	
Sector público	0.8	0.2	0.4	0.5	
Exportaciones netas	0.6	0.8	-0.8	1.4	-0.25

* Plan de Miyazawa



Planes económicos a largo plazo

Gobierno	Años	Crecimiento PNB (%)	
		Objetivo	Final
Hatoyama	56-60	4.9	9.1
Kishi	58-62	6.5	10.0
Ikeda	61-70	7.8	10.3
Sato	64-68	8.1	10.4
Sato	67-71	8.2	10.0
Sato	70-75	10.6	5.1
Tanaka	73-77	9.4	3.5
Miki	76-80	6+	4.9
Ohira	79-85	5.7	4.0
Naka sone	83-90	4	4.5
Takeshita	88-92	3.75	4.9*
Miyazawa	92-96	3.5	

(*) para 1988-91

Objetivos macroeconómicos

%	Miyazawa (92-96)	Takeshita (88-92)	Actual (88-91)
PNB real	3.5	3.75	4.9
Contribución doméstica	3.75	4.25	5.0
PNB nominal	5	4.75	6.6
Precios de consumo	2	1.5	2.4
Precios al por mayor	0.25	0	0.9
Tasa de paro (*)	2.25	2.5	2.1

(*) al final de año

* as of the final year

4. ALEMANIA: El ajuste económico aún no ha terminado.

El PIB creció a un ritmo del 2% anual durante el primer trimestre de 1992. Dicha tasa resulta elevada si la comparamos con la caída del 0,5% anual registrada durante el último trimestre de 1991. Sin embargo, la fortaleza implícita en dicho crecimiento es únicamente temporal, el sector de la construcción se benefició de unas condiciones climáticas extraordinariamente favorables. El crecimiento industrial también puede explicarse por razones extraordinarias como la reconstrucción de inventarios tras una producción industrial muy débil a finales de 1991 y en previsión de interrupción de la producción en los meses en los que se habían anunciado huelgas.

Los datos de la producción industrial y de las órdenes de manufacturas del mes de abril han proporcionado evidencia de que el sector industrial tiende a desacelerarse. La debilitación de la economía alemana responde a una reducción de la demanda interna. Las órdenes extranjeras de manufacturas continuaron aumentando en abril, siguiendo la tendencia suave hacia una mejoría que vienen experimentando desde el último trimestre de 1991. De hecho, según el registro de la balanza de pagos en abril, las exportaciones crecieron en un 11,8% respecto al mismo mes del año anterior. Sin embargo, es difícil pensar que dicha evolución vaya a continuar en el futuro: la posible mejoría de las exportaciones va a resultar dañada por la erosión en la competitividad de la producción alemana, provocada por unos costes laborales crecientes y por un marco fuerte. Ni los recientes acuerdos salariales, ni los elevados tipos de interés permiten anticipar una recuperación de la competitividad.

Con unas exportaciones tendiendo a debilitarse, y con una inversión en capital reducida, el PIB puede mostrar una evolución muy diferente durante el segundo trimestre, incluso llegando a decrecer (entre un 4% y un 5% en tasa anual).

El aspecto positivo de la desaceleración económica, es la posible mejoría en la inflación. Los precios de consumo crecieron a una tasa del 4.5% (sobre el mismo mes del año anterior) en mayo. En junio y julio de 1991, los precios de consumo se elevaron en 1.5 puntos porcentuales debido a la introducción de un recargo en los impuestos para financiar la reunificación alemana. El fin de ese recargo en julio de 1992, explicará una reducción de alrededor de 0.75 puntos porcentuales en la tasa anual de la inflación. Sin embargo, existe aún incertidumbre respecto a la evolución futura de la inflación alemana. Midiendo la evolución de los precios sobre los últimos seis meses (lo cual anula el salto de 1991), se observa una tendencia hacia la aceleración.

Es probable que sea necesario una mayor desaceleración económica para conseguir que la inflación (medida por los precios de consumo) se aproxima a una tasa del 3.5%. La utilización de la capacidad productiva permanece por encima de su tendencia a medio plazo, mientras que la tasa de paro se encuentra muy por debajo de la misma. Además, los aumentos salariales pueden transmitirse a los precios finales especialmente en el sector servicios, incluido el sector público. Por último, el crecimiento extraordinario de los agregados monetarios también supone un factor de riesgo para el gasto personal y, por tanto, para la inflación. M3 crecía en abril a un ritmo del 8.8% sobre el cuarto trimestre de 1991, muy por encima del objetivo del Bundesbank (3.5% - 5.5%). De momento, no parecen existir muchas expectativas de desaceleración, no sólo de M3, sino tampoco de M1 o del crédito bancario. En términos de media móvil semestral, M3 ha crecido a una tasas del 9% en marzo y en abril; M1 al 7% y el crédito bancario ha pasado del 12% en mayo al 12.5% en abril.

Tanto la política monetaria como la fiscal probablemente permanecerán restrictivas, con lo cual también contribuirá a un menor crecimiento. La política monetaria permanecerá cautelosa ante el crecimiento monetario, y el avance de los salarios. La política fiscal se centrará en la reducción del fuerte aumento experimentado en el déficit público como consecuencia de los pagos de transferencias a la antigua Alemania del Este. En esas circunstancias, las empresas verán difícil absorber los costes laborales implicados por los recientes acuerdos. La consecuencia puede ser un PIB creciendo a una tasa inferior al 1% tanto en 1992 como en 1993.

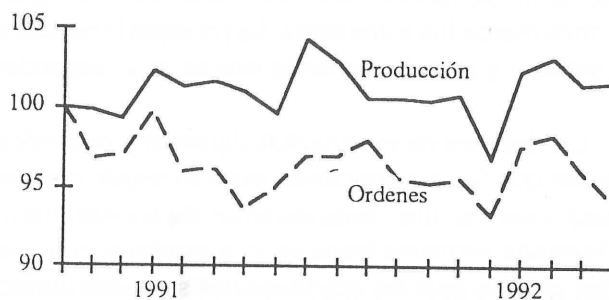
Alemania

Crecimiento del PNB real. Oeste

(% trimestral anualizada)	1991 Trim 4	1992 Trim 1
PNB	-0.5	2.0
(% anual)	0.9	1.8
Consumo privado	0.5	1.0
Consumo público	0.5	1.5
Inversión de equipo	-4.0	4.5
Construcción	-1.5	10.5
Demanda interna	0.5	2.0
Exportaciones	0.0	0.5
Importaciones	1.0	2.0

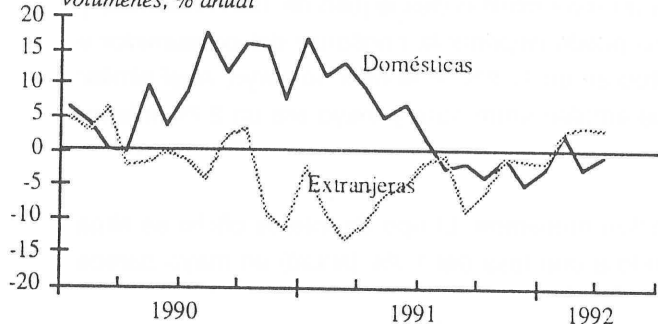
Ordenes y producción de manufacturas

Octubre 1990=100, ajustado de estacionalidad

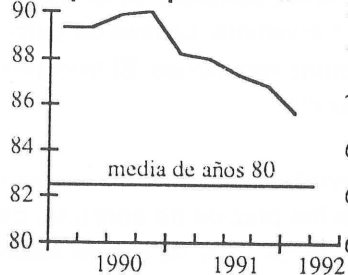


Ordenes de manufacturas

volúmenes, % anual

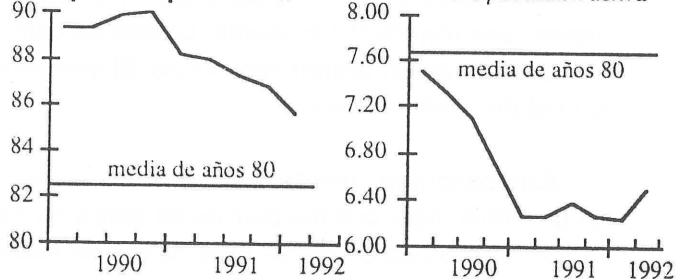


Grado de uso de la capacidad productiva



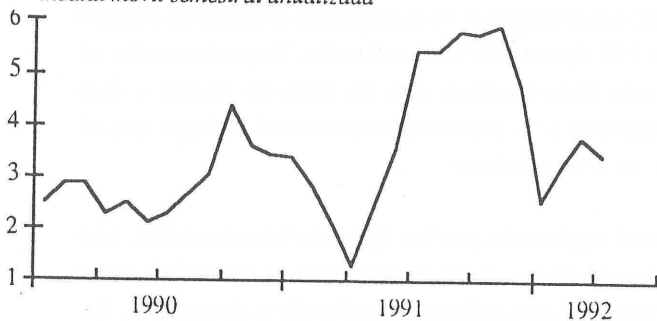
Tasa de desempleo

% sobre población activa



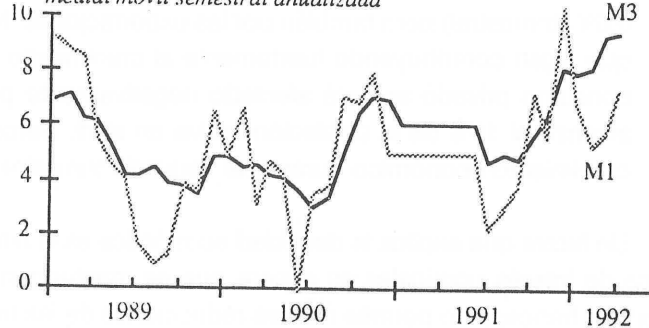
Precios de consumo. Oeste

medial móvil semestral anualizada



Crecimiento monetario

medial móvil semestral anualizada



Las tasas de la primera mitad de 1991 está ajustadas por el efecto de la unión monetaria

5. OTROS GRANDES PAISES INDUSTRIALES.

5.1. CANADA: Una recuperación económica moderada en camino.

La economía canadiense ha crecido a una tasa moderada durante el primer trimestre de 1991 (a una tasa trimestral de alrededor del 0.3%). El principal factor explicativo; ha sido la fortaleza de las exportaciones, que se vieron estimuladas por el rápido crecimiento de la demanda de Estados Unidos y de otros mercados extranjeros. La principal incertidumbre radica en si la fortaleza de las exportaciones va a continuar y en si la demanda interna va a responder al estímulo de la reciente relajación monetaria.

Las órdenes de exportación siguieron mostrándose fuertes en el mes de abril. Sin embargo, es difícil aceptar que las exportaciones puedan seguir creciendo al mismo ritmo del primer trimestre (27% tasa anual). Además, una desaceleración de las exportaciones sería consistente con las expectativas de que la demanda norteamericana se va a mantener creciendo a un ritmo moderado en el resto de 1992. Como factor positivo para las exportaciones se puede considerar la continuada mejoría en la competitividad del dólar canadiense, que desde el último trimestre de 1991 no deja de mejorar.

La evolución de la demanda interna aún se mantiene débil y no refleja ningún estímulo ni debido a los menores tipos de interés ni debido a la mayor renta generada por las exportaciones. Todos los indicadores parciales avalan la debilidad de la demanda. Las ventas de automóviles durante el mes de abril eran inferiores al promedio del primer trimestre. Las viviendas iniciadas se han reducido en el mes de mayo. Y las ventas al por menor se situaron en marzo a un nivel mínimo desde julio de 1991. Además, y más importante, el aumento continuo de la tasa de paro puede deprimir la confianza del consumidor e impedir una mejoría del consumo. La tasa de paro se situó en un 11.2% en el mes de mayo, nivel similar al registrado en las últimas recesiones. El nivel medio de empleo entre abril y mayo era un 2.7% inferior al nivel del primer trimestre.

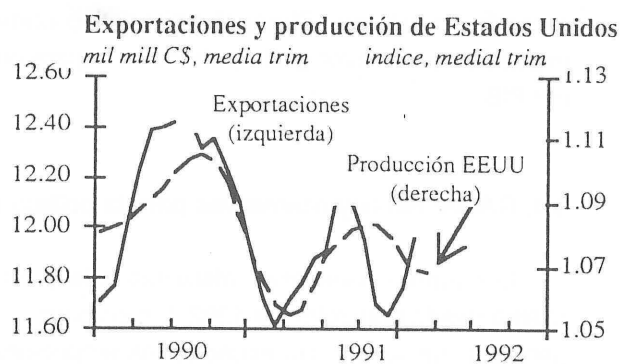
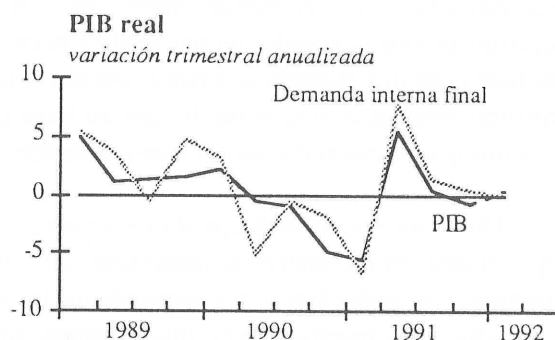
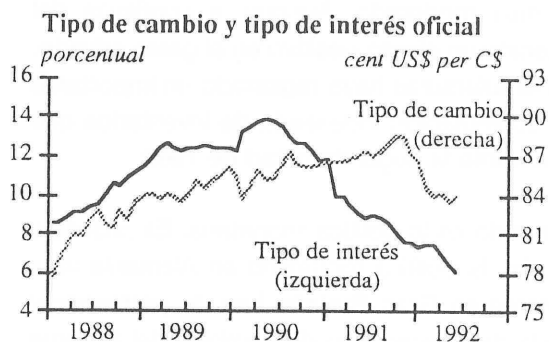
Este panorama permite descontar una nueva relajación monetaria. El tipo de interés oficial se sitúa en un 6.08%, pero con los precios de consumo creciendo a una tasa del 1.3% (anual) en mayo parece factible una reducción de los tipos de interés reales.

5.2. FRANCIA: Un crecimiento muy moderado.

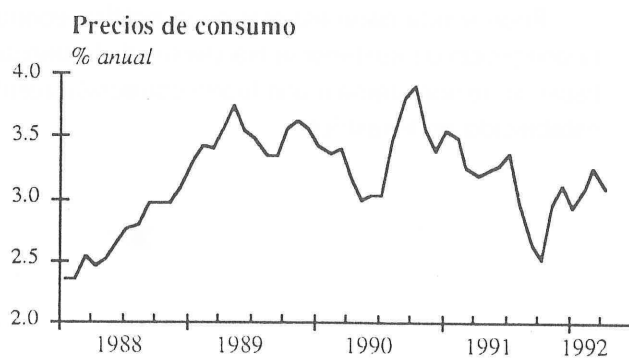
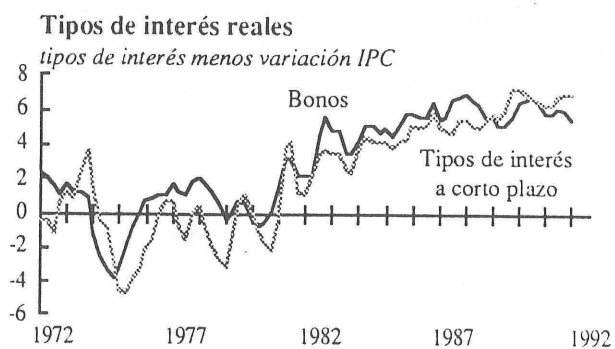
El PIB francés ha crecido de forma destacada durante el primer trimestre: a una tasa trimestral del 1.1%. Dicho crecimiento fue impulsado principalmente por la demanda interna que avanzó a una tasa del 0.6% (trimestral) pero también por las exportaciones. Ni las exportaciones ni el consumo privado se espera que sigan contribuyendo fuertemente al crecimiento del PIB durante el resto del año. Especialmente, el consumo privado se verá afectado negativamente por una tasa de paro que no deja de crecer y que alcanzó el 10% de la población activa en abril. Datos relativos a la producción industrial indican que el crecimiento económico durante el segundo trimestre se va a desacelerar.

Un factor que explica la debilidad económica es el alto nivel registrado por los tipos de interés reales. Los tipos de interés nominales se espera que se mantengan a los niveles actuales dado que la debilidad de la moneda francesa no permite nuevas reducciones de las mismas, con una inflación tendiendo a descender, los tipos de intereses reales continuarán ejerciendo una influencia restrictiva sobre la economía.

Canada



Francia



5.3. GRAN BRETAÑA: Saliendo lentamente de la recesión.

La recesión por la que atravesó la economía británica durante 1990 y 1991 ha terminado durante el primer trimestre de 1992. Tras las elecciones generales de abril parece que existen señales de que la recuperación ha comenzado, pero que, sin embargo, es muy moderada. Aunque la confianza del consumidor ha mejorado, no hay evidencia de que ello haya tenido un efecto positivo en el gasto privado. El hecho de que durante el mismo período la producción de manufacturas haya registrado un importante avance, levanta la sospecha de que se haya producido una acumulación indeseada de inventarios que contribuyan a mantener en un ritmo reducido la producción durante la segunda mitad de 1992.

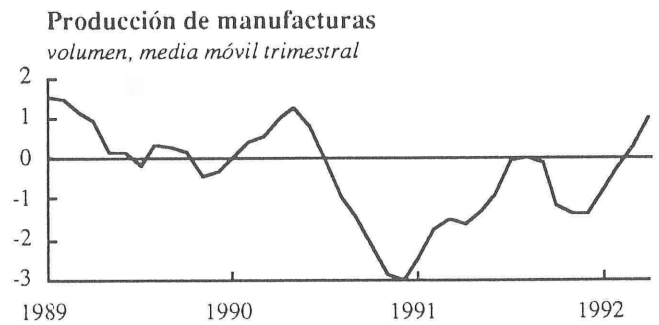
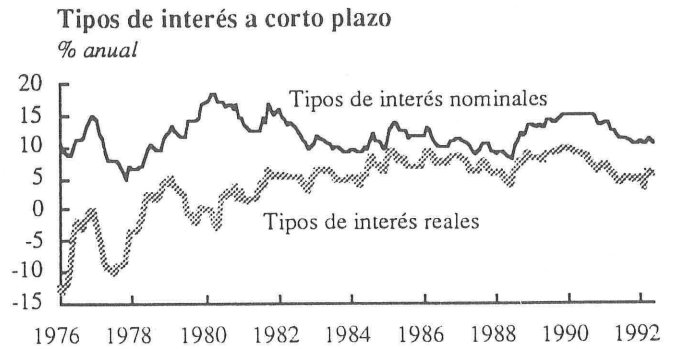
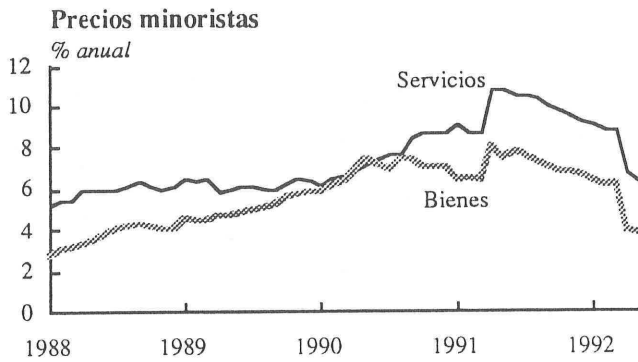
Un factor que contribuye al crecimiento económico moderado es la política monetaria. Es probable que la política monetaria se mantenga restrictiva por una razón: la política monetaria en Alemania va a permanecer restrictiva y consecuentemente, los tipos de interés en Gran Bretaña han de permanecer elevados para mantener a la libra esterlina dentro de la banda del mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo. Además, la evolución de la inflación subyacente no ha reflejado en gran medida la recesión económica. El papel estimulativo corresponderá a la política fiscal, que, debido a los menores impuestos y al mayor gasto público se espera que añada alrededor de un punto porcentual al crecimiento del PIB.

5.4. ITALIA: No hay alternativas para la política económica.

Los datos mensuales referentes a la producción industrial sugieren una lenta recuperación de la misma desde principios de 1992. Sin embargo, dicha mejoría no se está traduciendo en una recuperación generalizada ya que las expectativas empresariales no parecen mejorar. Esto aumenta el riesgo de que la contribución del sector industrial al crecimiento durante el segundo y tercer trimestre de 1992 sea moderada, a la vez que el sector servicios muestra un crecimiento moderado. El crecimiento del PIB podía situarse en una tasa similar a la de 1991 (1.5%).

Poca ayuda cabe esperar de la política económica. La política monetaria se encuentra limitada por la obligación de sostener la lira dentro de la banda del Sistema Monetario Europeo. Asimismo, la política fiscal ha de someterse a una fuerte corrección restrictiva si se pretende aproximar el déficit público al nivel establecido en Maastricht.

Gran Bretaña



Italia

