

A INTEGRACIÓN EUROPEA, A AUTONOMÍA DO BANCO CENTRAL E A DÉBEDA PÚBLICA: UNHA REFLEXIÓN SOBRE A EXPERIENCIA ITALIANA¹

CARLO PANICO* / MARÍA OLIVELLA RIZZA**

* Instituto Económico Financeiro

Facultade de Ciencia Política

Universidade de Nápoles "Federico II"

**Economista

Recibido: 12 novembro 1996

Aceptado: 18 decembro 1996

SECCIÓN 1

Nos últimos anos, o proceso de integración europea incidiu de modo crucial sobre a política económica dos diferentes países. O abandono definitivo dos controis sobre os movementos internacionais de capitais, iniciado na segunda metade dos anos oitenta e finalizado nos primeiros anos noventa, impuxo fortes restricións sobre os axentes públicos e privados, e someteu a tensións fortísimas ó sistema de cambios fixos pero axustables do SME. En consecuencia, formulouse a esixencia de introducir unha moeda única e un banco central europeo dotado de poderes adecuados para reduci-la inestabilidade financeira². Todo iso estivo acompañado dunha caída da taxa de crecemento da economía, dun aumento do desemprego e das propostas de reforma do "estado do benestar", que contribuíu á estabilidade e ó benestar da poboación da Europa occidental.

Non é a intención deste ensaio cuestiona-las vantaxes que se derivan da integración europea. É necesario, sen embargo, lembrar que os modos en que pode realizarse o proceso de integración son numerosos, e que algúns deles comportan custos sociais maiores ca outros. Isto é certo sobre todo para aqueles procesos, similares ó que se está seguindo actualmente, que privilexian os equilibrios financeiros respecto dos reais e que insisten nunha clara separación entre os obxectivos das autoridades monetarias e os das autoridades fiscais.

Neste traballo tomarase en consideración a influencia da integración europea sobre a xestión da política monetaria italiana e sobre a formación da débeda públi-

¹ O profesor Panico pronunciou a conferencia *Integración económica europea: Perspectiva do Banco de Italia* na Facultade de Ciencias Económicas e Empresariais da Universidade de Santiago de Compostela o día 11 de xuño de 1996, non obstante preferiu que se publicara este traballo que amplía e precisa o contido da devandita conferencia. Os autores agradecen ó MURST e ó CNR o financiamento concedido para as investigacións que proporcionaron os resultados referidos neste traballo.

² No ámbito do proceso de integración entrou en funcións nestes últimos anos o IME (Instituto Monetario Europeo), primeiro núcleo do Banco Central Europeo que, co avance da Unión Monetaria, deberá asumir tódalas competencias propias das autoridades monetarias, baixo unha relación de estreita colaboración cos bancos centrais que actualmente operan nos diferentes países.

ca. A pesar da súa complexidade, o tratamento será breve e esquemático: o seu obxectivo consiste en argumentar, ó contrario do que afirman o Tratado de Maastricht e as posicións dominantes no debate sobre a formación do Banco Central Europeo, que é reduccionista identifica-la autonomía do Banco Central coa separación dos obxectivos finais entre as autoridades monetarias e fiscais, ben mostrando como esa separación pode ter consecuencias negativas para a xestión da débeda pública e para a economía, ou ben subliñando as dificultades que se atopan para conecta-las principais concepcións presentes na teoría económica coas interpretacións actuais dos feitos aquí considerados.

Para que a reflexión sobre estas cuestións sexa máis eficaz, examínase a xestión da política monetaria italiana durante os mandatos dos gobernadores Carli (1960-75), Baffi (1975-79) e Ciampi (1979-92), na que se destacará a análise das relacións entre o Banco Central, os órganos do goberno e outros axentes do mercado financeiro e as consecuencias das modificacións nesas relacións derivadas do *modus operandi* en política monetaria e débeda pública.

O exame da experiencia italiana pode resultar particularmente significativo sobre estes puntos xa que, como se intentará argumentar de seguido, ás dificultades que normalmente presenta establecer esas conexións, no caso italiano hai que engadí-las derivadas de dúas circunstancias particulares: unha, de natureza económica e, outra, de natureza sociolóxica e política.

A dificultade de natureza económica concirne ás restricións que imponen as relacións internacionais á economía. Entre estas atópase a vinculada ó volume da débeda pública nas actuais condicións de integración financeira internacional. A débeda pública italiana é máis grande có produto interior bruto do país. Aquela, como din os economistas, é "moi líquida", é dicir, pode transformarse en breve e a baixo custo noutras formas de investimento financeiro, que na actual situación de integración financeira internacional poden ser incluso títulos estranxeiros. Isto limita o comportamento dos axentes e a elección de política económica debido ó perigo de que se poida propagar unha grande inestabilidade financeira ó conxunto do sistema económico. Este perigo non existiría se a economía italiana se atopase illada financeiramente do resto dos países, como o era nos anos sesenta e setenta. Pero o proceso de integración europea, realizado na segunda metade dos anos oitenta, permite, a quen o desexe, transferi-la súa propia riqueza financeira do territorio nacional cara a un país estranxeiro. Se a maior parte dos investidores considerasen conveniente transferi-la súa riqueza financeira dende os títulos de débeda pública italiana cara a títulos estranxeiros (por exemplo, alemáns), o Banco de Italia atoparíase ante a imposibilidade de afronta-la situación e resultaría difícil evitar consecuencias desastrosas para a economía.

A segunda dificultade de interpretación da xestión da política monetaria en Italia atópase ligada, como se dicía anteriormente, a fenómenos sociolóxicos e políticos. De feito, en Italia verifícase a existencia dunha conciencia cívica menor en termo medio con respecto á predominante en países con tradicións democráticas

máis arraigadas, coma os anglosaxóns. Pódese argumentar que non resulta estraña a este fenómeno a tendencia por parte de grupos situados en posicións dominantes, dende o punto de vista económico ou político, de defende-los seus propios intereses incluso en prexuízo do respecto ás regras sobre as que se basea a convivencia civil e democrática. Esta tendencia parece impulsar a outra parte da sociedade civil e do mundo político a escoller como obxectivo prioritario a defensa das institucións, sacrificando así, parcialmente, a persecución dos propios ideais políticos e culturais na xestión da sociedade e da economía. Deste modo, vólvese difícil, especialmente para os observadores estranxeiros, comprende-la complexidade das posicións expresadas nos debates de política económica e das posicións políticas.

A tendencia a defende-los propios intereses, incluso en prexuízo do respecto ás regras sobre as que se basea a convivencia civil e democrática, parece ter estado sempre presente en Italia. A referencia ó período fascista podería por si soa soste esta tese, no que se refire á primeira metade deste século. Sen embargo, no campo da historia monetaria, é posible lembrar outros feitos contemporáneos ós citados ou posteriores a eles: tómese como exemplo o escrito por Sraffa (1922) no *Economic Journal* a propósito do comportamento dos grupos económicos e financeiros durante a crise bancaria de 1921, e o escrito por Carli (1993) a propósito da adhesión de Italia ós acordos monetarios internacionais de Bretton Woods, ó final da Segunda Guerra Mundial.

Segundo Sraffa, durante a crise bancaria de 1921 algúns importantes grupos económico-financeiros mantiveron comportamentos ilegais, e esforzáronse en alonga-los procedementos dos correspondentes procesos co fin de evita-la determinación de responsabilidades: "*Como consecuencia destes feitos iniciáronse dúas accións legais, unha... por adquisición ilegal de accións propias, a outra... por acomodación realizada nas operacións de bolsa en marzo de 1920. Posto que todas estas sociedades eran o bastante previsoras como para incluír algún senador nos seus consellos de administración, esas accións legais que deberan presentarse segundo o prescrito no Estatuto do Reino de Italia fronte ó Senado constituído en Alta Corte de Xustiza, como consecuencia da lentitude dos seus respectivos procesos están, aínda hoxe, pendentes*" (Sraffa, 1922, p. 114).

Sraffa definiu como "xeral" a tendencia á formación de grandes grupos societarios que dominaban os mercados e que a miúdo se esforzaban para dificultárenlle á opinión pública a comprensión do que puidese representa-lo interese colectivo, co fin de influíren sobre os procesos de formación das leis e favorecerse a si mesmos en prexuízo dos demais: "*A tendencia xeral parece encamiñarse cara á... formación de grandes 'grupos' de sociedades... concentradas en torno a un ou máis bancos, vinculados entre eles por intercambios de accións e polo nomeamento de administradores comúns. Dentro destes 'grupos', os diferentes intereses sométense, á súa vez, ós duns poucos individuos que controlan o 'grupo' completo... Sábese moi pouco acerca destes grupos... O que o público sabe e intúe... é o enorme poder financeiro e político do que dispoñen e do que fan uso frecuente para influír sobre a*

política exterior e interior do Goberno en favor dos seus propios intereses. Cada grupo mantén diversos órganos de prensa para soste-la súa política e algunhas acusacións contra certos ministros de estar influenciados por intereses, non dunha clase social senón de empresas privadas, e de favorecer algúns grupos privados en contra doutros, teñen, sen dúbida, unha base veraz" (Sraffa, 1922, pp. 125-126).

Incluso despois do fin da Segunda Guerra Mundial, como refire Carli, mantíñase unha forte preocupación respecto da *"adhesión do noso país ás economías de mercado e, polo tanto, ás institucións da democracia parlamentaria"* (Carli, 1993, p. 5). Por este motivo, De Gasperi apostou con decisión pola adhesión ós acordos de Bretton Woods, *"para enxertar na cepa da economía un conxunto de normas que aquela, por si mesma, non tiña a capacidade de producir"* (Carli, 1993, p. 5).

Como se mostrará de seguido neste traballo, algunhas interpretacións recentes da xestión da política monetaria durante o mandato do gobernador Ciampi reviven preocupacións análogas. A relevancia que estas interpretacións conceden a factores de natureza non-económica demostra que pode ser incorrecto aplicarlle á análise de feitos concretos os esquemas teóricos tradicionais sen facer referencia a estudos provenientes doutras disciplinas, como a historia e a política.

O traballo desenvolverase como segue. Nas seccións 2 e 3, intentarase describir de forma esquemática dúas visións presentes na teoría económica, tratando de conectalas coas posicións que poidan xurdir nas análises acerca da xestión da política monetaria, e nos debates entre as posicións políticas. Na sección 4 tratarase, en primeiro lugar, de presentar sinteticamente as principais liñas adoptadas polo Banco de Italia na xestión da política económica durante os mandatos dos gobernadores Carli, Baffi e Ciampi e, despois, consideraranse as principais interpretacións que a literatura proporciona acerca dos motivos que induciron ás autoridades monetarias a segui-las liñas de xestión enumeradas anteriormente. Na sección 5 presentaranse algúns datos relativos á evolución das variables reais e financeiras da economía italiana, para ofrecerlle ó lector informacións adicionais sobre os feitos que se tratan de reconstruír, promover unha maior consciencia acerca das dificultades que se atopan para valora-la xestión da política monetaria, de acordo cos criterios descritos nas seccións 2 e 3, e reflexionar posteriormente acerca das relacións entre as autoridades monetarias e as autoridades gubernativas, especialmente no que concirne ás súas responsabilidades no crecemento da relación débeda pública/PIB. Finalmente, na sección 6 tratarase de extraer algunhas conclusións e implicacións dos argumentos desenvolvidos nas seccións precedentes.

SECCIÓN 2

Sobre os problemas de carácter económico, como a distribución da renda e os procesos de desenvolvemento, é posible apuntar, na forma esquemática proposta

na táboa 1, dúas visións diferentes do funcionamento do sistema económico: unha, que definiremos como "naturalista e harmónica" e outra, que definiremos como "convencional e inharmónica". A primeira considera que a distribución da renda e tamén os procesos de desenvolvemento están determinados polos recursos a disposición dun país, pola tecnoloxía e polas preferencias individuais, todos eles elementos de carácter natural ou case natural. Segundo os "naturalistas", as forzas competitivas do mercado son capaces de conseguir que emerxa a distribución de equilibrio da renda, definida de por si como "natural", que garante o pleno emprego e un uso eficiente dos recursos productivos existentes, e que non pode ser modificada pola intervención dos homes sen se provocar danos a si mesmos. Un exemplo típico é o dos salarios reais: se os sindicatos tratan de obter salarios reais maiores cós salarios naturais ou de equilibrio, xérase desemprego e dánase ós que quedan sen traballo; se, pola contra, se deixan actuar ás forzas competitivas, segundo sosteñen as teorías económicas tradicionais de tipo naturalista, o salario real tende a diminuír e vólvese a ocupación plena.

Táboa 1.- Un esquema das teorías económicas e das políticas monetarias conseguíntes

<i>Teorías</i>	<i>Obxectivos finais da política monetaria</i>	<i>Xestión da política monetaria</i>
Naturalistas (harmónicas)	<i>Estabilidade do valor interno da moeda (ausencia de inflación)</i>	Regras fixas
Convencionalistas (acumulativas)	<i>Estabilidade económica nacional:</i> 1) Do valor interno e externo da moeda (ausencia de inflación e estabilidade do tipo de cambio) 2) Das institucións financeiras 3) Do crecemento (distribución, emprego e diferenzas rexionais)	Discrecionalidade

A visión naturalista é harmónica e nela as forzas da competencia xeran o reequilibrio do sistema económico tamén nos procesos de desenvolvemento. Aplicada, por exemplo, ós problemas do Mezzogiorno, esta visión implica que non resulta necesaria a intervención estatal, posto que o mercado conseguirá por si só reequilibrar as diferenzas económicas existentes entre as rexións.

Existe, por outra parte, unha visión de tipo convencional presente na literatura económica dende as súas orixes (Panico, 1988). Segundo os partidarios desta concepción, aínda que existan restricións de carácter material nas *relacións* entre as variables económicas, non existen elementos de necesidade na determinación dos *niveis* destas variables e, en particular, na distribución da renda. É dicir, non existen niveis naturais das variables distributivas, de modo que é posible "xestionar a economía" para obter resultados considerados mellores que aqueles que as forzas de mercado xeran espontaneamente. Segundo estes autores, realmente, unha economía competitiva sen intervención da regulación externa, isto é, non regulamentada, non funciona necesariamente ben, nin está garantida a utilización eficiente dos recursos productivos, nin tende ó pleno emprego.

Unha elaboración máis recente destas posicións pode descubrirse na análise dos procesos de "causación acumulativa", descritos polo premio Nobel Gunnar Myrdal, e naqueles presentados posteriormente por economistas da escola keynesiana como Kaldor³. Segundo estes autores, as forzas espontáneas do mercado tenden a favorecer, na distribución da renda, os grupos fortes á custa dos grupos débiles e, nas diferencias territoriais, as rexións máis desenvolvidas á custa das menos desenvolvidas. Sería necesaria unha intervención que regulamentase as forzas de mercado para evita-la ampliación das diferencias na distribución da renda e do desenvolvemento rexional.

Pódese, polo tanto, abrir unha ampla discusión acerca de cáles son as formas de intervención máis oportunas. Non necesariamente se converte nun estatalista quen cre na necesidade dunha regulamentación dos mercados. Por exemplo, as autoridades monetarias son frecuentemente os principais defensores das medidas de regulamentación e vixilancia dos mercados financeiros, aínda que manteñan posicións decididamente favorables ó desenvolvemento dos mecanismos de mercado e contrarios ó estatalismo.

Aínda que non existe unha correspondencia necesaria entre as posicións naturalistas e as de tipo convencional, por un lado, e as posicións políticas, por outro⁴, pode ser útil pensar que habitualmente o "liberalismo económico" se asocia en certo modo co conservadorismo, mentres que as intervencións regulamentarias se asocian coas posicións daqueles que desexen compatibiliza-los obxectos do máximo desenvolvemento productivo cos da igualdade e a solidariedade.

Outra precisión que paga a pena realizar consiste en evita-la confusión entre *liberalismo* e *liberalismo económico*. Pódese ser liberal e contrario o liberalismo económico. John Maynard Keynes foi un dos máis ilustres liberais da historia, pero tamén un dos máis vivos opositores ó liberalismo económico. Para ser liberais non é necesario crer que o mercado funciona sempre ben.

Resulta frecuente escoitar que a teoría económica proporciona probas científicas robustas que apoian o funcionamento perfecto do mercado e, polo tanto, apoian ó liberalismo económico. Isto non é certo. Unha persoa que mantén posicións liberais no económico, de feito realiza un acto de fe ó crer no funcionamento perfecto dunha economía de mercado. O estado do coñecemento acerca da teoría económica tan só permite clarificar que, introducindo hipóteses irrealas, é posible resolver un problema analítico coñecido como o "*problema da existencia de solucións*" dun modelo de equilibrio económico xeral referido a unha economía de mercado. Acerca dos problemas relacionados co *funcionamento* desa economía, é

³ Para unha análise do papel dos procesos de "causación acumulativa" na teoría económica, véxase Ricoy (1987).

⁴ É posible citar moitos exemplos en apoio desta precisión.

* N.T.: Os autores utilizan o termo *liberismo*, sen significado en galego, para designa-la visión do funcionamento económico contraria á intervención do Estado e creínte na perfección dos mercados que desenvolven no texto.

dicir, sobre a análise dinámica dun sistema económico, o estado do coñecemento teórico leva á conclusión de que, incluso en presenza das hipóteses irrealis antes mencionadas, non pode afirmarse nada acerca da tendencia ó pleno emprego da economía (Hahn e Solow, 1995).

En conclusión, o pensamento económico acerca do *funcionamento* dunha economía de mercado e, polo tanto, acerca da súa maior ou menor tendencia cara ó pleno emprego é un "pensamento débil" e non un "pensamento forte". Non é posible considerar que unha posición de liberalismo económico estea mellor fundada cientificamente ca unha posición de tipo convencional.

SECCIÓN 3

A existencia dunha visión naturalista e doutra ligada ó convencionalismo, como se pode observar na táboa 1, percíbese tamén nos debates de política monetaria en relación coa autonomía do Banco Central e nas medidas postas en práctica polas autoridades monetarias en diferentes situacións. Nestes debates, un primeiro punto por clarificar concirne ós "obxectivos finais" das autoridades monetarias.

Segundo os que manteñen unha visión naturalista, as autoridades monetarias deben preocuparse esencialmente de manter estable o poder adquisitivo da moeda. É dicir, deben actuar contra a inflación. Para conseguir ese obxectivo, o Banco Central debe seguir "regras fixas" de conducta. O banco debe establecer cál será a taxa de crecemento da cantidade de moeda en circulación compatible coa ausencia de inflación e adherirse rixidamente a esa regra de conducta. Debe, xa que logo, desinteresarse das fluctuacións dos tipos de xuro, do nivel de emprego, da evolución doutras variables económicas e das diferencias rexionais na distribución da renda. Todo iso pode realizarse baixo a condición de que existan "leis escritas" que garantan que o banco central sexa independente dos demais órganos de goberno da economía e que deba preocuparse unicamente pola estabilidade do valor da moeda. Seguindo estas regras fixas de conducta, a política monetaria non obstaculizará o funcionamento espontáneo das forzas de mercado que apuntan ó pleno emprego e á asignación eficiente dos recursos.

Segundo os que manteñen unha visión de tipo convencional, en cambio, o Banco Central non pode ter como obxectivo final unicamente a estabilidade do valor da moeda. O banco debe ocuparse, ademais, e principalmente, da estabilidade das institucións financeiras (evitando que se reduza a confianza sobre a que actúa o conxunto do sistema crediticio e financeiro), do crecemento, do emprego, das diferencias no desenvolvemento rexional e na distribución da renda. Utilizando unha expresión do premio Nobel Paul Samuelson (1956, pp. 14-15), o obxectivo final do Banco Central non pode ser só a estabilidade do valor da moeda, senón que debe estenderse á "estabilidade económica nacional", que é o obxectivo común de tódalas autoridades económicas. O Banco Central debe, polo tanto, ocuparse ta-

mén do crecemento, do emprego e de tódolos demais problemas que poidan obstaculiza-lo normal funcionamento da economía. Para iso, as autoridades non deben seguir regras fixas de conducta, senón que deben cooperar coas demais autoridades e intervir "discrecionalmente" para evita-las oscilacións dos tipos de xuro e das demais variables económicas, interactuando coas forzas espontáneas do mercado para a obtención do pleno emprego e dunha distribución equitativa da renda.

A oposición dos autores vinculados ó convencionalismo fronte á adopción de regras fixas de conducta en política monetaria expresouse en termos moi claros por parte do economista keynesiano Nicholas Kaldor que, no memorando que presentou en 1958 ante a famosa Comisión Radcliffe, instituída polo Goberno inglés para examina-lo funcionamento do sistema financeiro, sostivo que unha política monetaria baseada sobre regras fixas de conducta terá sempre consecuencias indeseables para a economía e para as propias autoridades monetarias. Segundo Kaldor, de feito, unha política monetaria baseada sobre regras fixas de conducta ten como consecuencia unha forte inestabilidade dos tipos de xuro, que provoca os seguintes fenómenos:

- 1) A débeda pública faise imposible de xestionar.
- 2) O mercado financeiro resulta dominado pola especulación, máis ca pola necesidade de canaliza-los fondos líquidos cara ós sectores productivos.
- 3) Os riscos de crises das institucións crediticias aumentan, ben polas posibles perdas de capital sobre os títulos que posúen, ou ben polo aumento da morosidade, é dicir, polo aumento dos préstamos que a banca non consegue recuperar dos seus clientes.
- 4) O crecemento da economía cae e o desemprego aumenta.

En síntese, segundo Kaldor, a adopción de regras fixas de conducta e a estabilidade do valor da moeda como único obxectivo final volve inalcanzable a estabilidade económica nacional. Ata mediados dos anos setenta, as posicións en sintonía coa visión de Kaldor dominaron nos debates da política monetaria⁵. As autoridades monetarias compartían en xeral esta visión, e tendían así a evitar contraposicións claras coas demais autoridades, a cooperaren con elas en tódolos problemas que puideran obstaculiza-la estabilidade económica nacional, a manteren estables os tipos de xuro e a interactuaren coas forzas espontáneas do mercado para mante-lo pleno emprego.

As posicións de tipo liberal no económico resultaron, en cambio, dominantes entre finais dos anos setenta e os inicios dos anos oitenta. Estas posicións levaron a adoptar en moitos países políticas monetarias menos atentas á estabilidade e ós niveis dos tipos de xuro e, cara a finais de 1979, puxéronse en práctica en Inglaterra e nos Estados Unidos os famosos "experimentos monetaristas", abandonados na

⁵ Para unha reconstrucción histórica das posicións dominantes neste campo, véxase Musella e Panico (1995).

primeira metade de 1982, precisamente pola aparición de problemas similares ós indicados por Kaldor no memorando para a Comisión Radcliffe de 1958. En anos recentes, a utilización de políticas de tipo monetarista foi criticada incluso polos autores que no pasado contribuíran ó seu desenvolvemento. Un destes considerou "unha aberración dos primeiros anos oitenta" (Cobham, 1992, p. 266) a adopción en política monetaria dalgúns principios monetaristas, como a separación entre o obxectivo da estabilidade do valor da moeda, competencia das autoridades monetarias, e os obxectivos de crecemento e emprego, competencia das autoridades fiscais. O contido do Tratado de Maastricht e o recente debate sobre a creación dun Banco Central Europeo non parecen, sen embargo, ter tomado en conta estas últimas consideracións. Por outra parte, como se dirá de seguido, parte da literatura económica sostén que estas posicións influíron sobre a xestión da política monetaria tamén en Italia.

SECCIÓN 4

Chegamos agora á política monetaria en Italia e ás dificultades para avaliala súa xestión. Comezaremos facendo unha referencia esquemática ás principais liñas adoptadas polo Banco de Italia na xestión da política monetaria durante os mandatos dos gobernadores Carli, Baffi e Ciampi, sintetizándoos na táboa 2, e ás interpretacións que a literatura económica proporciona acerca dos motivos que induciron ás autoridades monetarias a segui-las liñas de xestión previamente expostas. Subliñarase nesta parte as diverxencias existentes entre as principais interpretacións e cómo algunhas delas introducen elementos de carácter non-económico para dar conta dos cambios sufridos co paso dos anos.

Táboa 2.- A xestión da política monetaria durante os mandatos de Carli (1960-75), Baffi (1975-79) e Ciampi (1979-92)

<i>Gobernadores</i>	<i>Carli</i>	<i>Baffi</i>	<i>Ciampi</i>
<i>Obxectivos finais</i>	Estabilidade económica nacional	Estabilidade económica nacional	Estabilidade do valor da moeda
<i>Tipos de xuro</i>	Baixos e estables	Negativos en termos reais	Altos en termos reais
<i>Tipo de cambio</i>	(Bretton Woods)	Acomodaticio	Sobrevalorado
<i>Déficit público</i>	Reducido ata 1969	Moi elevado (actitude cooperativa con admonicións)	Elevado (actitude de non cooperación)
<i>Medios para garantir-la autonomía</i>	Medidas para aumentalo poder discrecional	Reforma dos mercados financeiros	"Constitución monetaria escrita"

Nos anos nos que Carli foi gobernador, rexistráronse cambios notables nas condicións internas e internacionais da economía. Nos anos sesenta, o sistema financeiro internacional estaba aínda dominado polos acordos de Bretton Woods de 1944, que establecían "cambios fixos axustables" e controis sobre os movementos internacionais de capitais, co fin de limitarlle a especulación financeira internacional e de asegurar a cada banco central o máximo espazo de manobra na xestión da súa

propia economía. A economía italiana, por outra parte, podía gozar de fortes superávits na balanza de pagamentos por conta corrente que estimulaban o seu crecemento, en sintonía co do resto do mundo, e empurraban o desemprego cara a niveis baixos. Finalmente, os partidos no Goberno mantiveron naqueles anos unha postura restrictiva na xestión do gasto público, de modo que o déficit orzamentario deste sector resultou de modesta contía. Cara ó final dos anos sesenta e no comezo dos anos setenta, en cambio, iniciouse e concluíu o proceso de disolución dos acordos de Bretton Woods, modificouse a postura dos partidos do Goberno na xestión do gasto público (Giavazzi e Spaventa, 1989; Spinelli e Fratianni, 1991), polo que comezou a medra-lo déficit orzamentario do sector que culmina en 1973-74 co famoso primeiro shock petrolífero, que influíu negativamente sobre a balanza comercial de Italia e dos demais países importadores de petróleo, reducindo a taxa de crecemento da economía mundial e aumentando o desemprego.

Ante este cadro económico, a xestión de Carli dirixiuse a reforza-la autonomía do Banco Central conseguindo resultados positivos⁶. Estes, sen embargo, non se obtiveron a través de leis escritas que aumentaran a capacidade de control do Banco Central sobre as emisións de "base monetaria" (diñeiro legal), senón incrementando o prestixio da institución e o seu poder de negociación respecto dos intermediarios bancarios e os órganos de Goberno. Carli foi hábil na creación dun Servicio de Estudos, que rapidamente adquiriu un gran prestixio, e no desenvolvemento das funcións de vixilancia do Banco de Italia sobre as institucións financeiras, de modo que aumentase o seu poder de control sobre os bancos e resultase máis eficaz a programación dos fluxos financeiros e as eleccións de política monetaria (Nardozi, 1983, 1988a; Panico, 1989). Polo que respecta ás manobras de política monetaria, o Banco de Italia seguiu a tendencia keynesiana dominante na época, dándolles relevancia a tódolos obxectivos finais, non só, polo tanto, á estabilidade do valor da moeda, e mantendo niveis baixos e estables dos tipos de xuro, como mostra a adopción naqueles anos da "política de estabilización dos prezos dos activos".

⁶ Como sostén parte da literatura (véxase Nardozi, 1983, 1988a; Panico, 1989), aínda que no plano *formal* non se podía subtraer á necesidade de financia-lo sector público e as entidades de crédito, no plano *substancial* o Banco de Italia gozaba, xa durante o mandato de Carli, dunha suficiente capacidade para xestiona-la política monetaria e os fluxos financeiros da economía. Errado o intento dos primeiros anos do seu mandato de reformar-lo sistema financeiro para xestiona-la política monetaria "a través de instrumentos de mercado", en lugar de "a través do consenso" dos principais axentes sobre as propias liñas de programación dos fluxos financeiros, como fixeran antes del Einaudi e Menichella, Carli forxou para o Banco de Italia un papel de institución competente, tecnicamente preparada para analizar e resolver-los problemas que se lle confiasen. O Banco Central gozaba, por outra parte, dun relevante "poder de persuasión moral" sobre as entidades de crédito, obtido a través do uso discrecional da actividade de vixilancia. En fin, os excedentes da balanza por conta corrente e a tendencia dos partidos do Goberno a manter unha postura conservadora no referido ó gasto público garantíanlle ó instituto emisor unha condución áxil da política monetaria. Sen embargo, cos primeiros anos setenta esvaecéronse algunhas das condicións internas e internacionais sobre as que se fundaba a capacidade do Banco de Italia de xestiona-la política monetaria e os fluxos financeiros. Na nova situación, a posición do Banco Central corría o risco de degradarse a unha submisión ás demandas de financiamento do Tesouro e das entidades de crédito.

Durante o mandato de Baffi, a economía italiana afrontou un dos momentos máis difíciles da súa historia. Naquela época, os acordos de Bretton Woods estaban xa definitivamente esvaecidos. Por outra parte, xusto despois do primeiro shock petrolífero, rexistráronse fortes aumentos da inflación e unha fonda recesión que agravaron a tendencia dos gobernos do país, manifestada a partir de 1969, a excederse no gasto⁷. Como se verá a seguir, é nestes anos cando, en relación co produto interno, se manifestan os déficit públicos máis elevados dos últimos trinta anos. O shock petrolífero causou tamén fortes desequilibrios nas contas exteriores de diferentes países con efectos particularmente evidentes sobre a economía italiana, caracterizada por unha forte dependencia da evolución da economía mundial. A recesión económica, en fin, agravou aínda máis a situación financeira das empresas, que contraeran, como mostra a táboa 3, débedas elevadísimas fronte ó sistema bancario.

Táboa 3.- Formas de endebedamento das empresas italianas, 1973-1991

Anos	Débedas a curto prazo	Débedas a longo prazo	Obrigas	Accións (incluídas participacións)	Outros pasivos financeiros	Total
1973	32,9	27,9	8,3	30,9	—	100
1974	39,6	28,8	7,7	23,9	—	100
1975	39,8	30,0	8,2	21,7	0,3	100
1976	42,0	28,3	8,1	19,9	1,7	100
1977	44,6	30,4	8,3	16,4	0,3	100
1978	36,4	27,6	6,9	28,9	0,2	100
1979	34,3	25,1	5,8	34,7	0,1	100
1980	24,7	19,0	3,5	52,0	0,8	100
1981	25,4	21,7	3,3	46,8	2,8	100
1982	25,6	22,9	3,9	44,7	2,9	100
1983	24,1	21,2	3,6	48,2	2,9	100
1984	27,4	19,9	3,3	40,8	8,6	100
1985	20,6	14,1	2,3	56,6	6,4	100
1986	17,4	11,8	2,2	63,1	5,5	100
1987	21,2	15,0	2,8	54,3	6,8	100
1988	21,4	15,0	2,5	54,7	6,4	100
1989	—	—	—	—	—	—
1990	27,8	12,9	3,3	48,5	7,5	100
1991	27,6	13,6	3,2	48,0	7,6	100

FONTE: Banca de Italia.

En 1975, Baffi herdou, polo tanto, condicións económicas e financeiras difíciles de xestionar. Nesta situación, defendeu e reforzou a autonomía do Banco Central sen pedir leis escritas que separasen as tarefas, as funcións e a responsabilidade das autoridades monetarias e das demais autoridades, nin abandona-la óptica de

⁷ Segundo algúns autores, por exemplo Giavazzi e Spaventa (1989, p. 42), á explosión do gasto público contribuíron pesadamente as reformas e os aumentos do gasto público dos primeiros anos setenta. Segundo Nardozi (1988b) e Carli (1977), pola contra, o elevado gasto público destes anos resultaría unha consecuencia do rigor da política fiscal do decenio precedente e da incapacidade política para aprobar un programa de investimentos públicos que atenuase os desequilibrios do desordenado desenvolvemento rexistrado naqueles anos.

colaboración con estas últimas sobre tódolos obxectivos da política económica, incluso o crecemento e o emprego. En liña coas posicións dos seus predecesores Einaudi, Menichella e Carli sobre as relacións entre o Banco Central e o Tesouro, a elección de Baffi foi a de non rexeita-lo financiamento ó sector público. Reclamándolles, sen embargo, con firmeza, en tódolos actos oficiais, ás autoridades e os axentes sociais responsabilidade e rigor nos seus comportamentos polo interese xeral do país (Banco de Italia, 1975, p. 441). Baffi pretendía defende-las razóns da estabilidade monetaria, considerando que amoesta-los comportamentos incompatibles con aquela era unha obriga por parte do instituto emisor, como o era coope- rar para a estabilidade económica do país. A autonomía do Banco Central defende- se, por outra parte, realizando un proxecto considerable de reforma dos merca- dos monetarios e financeiros, intentando xestiona-la política monetaria non "por consenso", como fixeran os gobernadores precedentes, senón a través de "instru- mentos de mercado". Co fin de facilita-la comprensión da importancia do proxecto de reforma inducido polas autoridades monetarias naqueles anos, lembramos que antes de 1974, en Italia non existía un mercado de títulos públicos (BOT, CCT, etc.) no que puidesen opera-las familias.

Baffi abstívose de seguir políticas monetarias de tipo restrictivo, por ser contra- rias ás dificultades financeiras das empresas, e para evita-lo crecemento da débeda pública. Os tipos de xuro mantivéronse naqueles anos por debaixo da taxa de in- flación. Por outra parte, nas relacións co exterior adoptouse unha política cambia- ria "acomodaticia" para favorece-las empresas exportadoras e utilizaronse ó mes- mo tempo os controis administrativos sobre os movementos de capitais para com- bati-las fortes tendencias especulativas sobre a moeda que se manifestaron naquel período (De Cecco, 1980; Ciampi, 1986; Micossi e Rossi, 1986; Cotula e Rossi, 1989).

Polo tanto, tamén durante o mandato de Baffi, a xestión da política monetaria seguiu a disposición da escola keynesiana, dominante dende a Segunda Guerra Mundial. Xa adiantamos, sen embargo, que segundo algúns autores esa elección non estaba ligada á adhesión das autoridades monetarias a unha escola de pensa- mento particular, senón á escasa articulación das estruturas financeiras existentes e ás condicións nas que se atopaba a economía italiana durante aquela época⁸.

Pasando ó mandato de Ciampi, debemos facer notar inmediatamente que no ano no que este substituíu a Baffi á fronte do Banco de Italia (1979) se produciron catro feitos importantes para a xestión da política monetaria. Estes feitos foron: a adhesión ó Sistema Monetario Europeo (SME), a incriminación de Baffi e Sarci- nelli, o segundo shock petrolífero e o inicio do famoso "experimento monetarista" nos Estados Unidos e en Inglaterra.

⁸ Véxase, por exemplo, Spinelli e Fratiani (1991, p. 689), quen sosteñen que a actuación de Baffi estaba res- trinxida por "condicionantes internos e externos" herdados da xestión de Carli. Sen embargo, a actuación de Baf- fi preparara o camiño para o xiro realizado por Ciampi.

A adhesión ó SME, asinada polo Goberno italiano en decembro de 1978 e operativa dende marzo de 1979, modificou o cadro institucional no que operaba a economía italiana e a política monetaria. Previa a participación nun sistema de "cambios fixos axustables", na que se definían as paridades bilaterais entre as diferentes moedas, que podían oscilar respecto ó valor fixado un 2,5% de máis ou de menos. Para Italia acordouse unha banda de oscilación máis ampla, do 6% de máis ou de menos. Esta circunstancia, unida ó feito de que a adhesión ó SME non previa inmediatamente a abolición dos controis sobre os movementos internacionais do capital, permitiría consentir ás autoridades monetarias italianas utiliza-la política monetaria con fins internos, como se levara a cabo nos anos precedentes.

A incriminación de Baffi foi considerada por parte da literatura económica (De Cecco, 1982) como un feito que contribuíu a modifica-las relacións entre o Banco de Italia e os demais órganos do Goberno. Polo que resulta do memorial confiado por Baffi a Massimo Riva e publicado de maneira póstuma o 11 de febreiro de 1990 no semanario *Panorama*, o devandito episodio representa a culminación dunha serie de presións sobre o Banco de Italia dirixidas a modifica-la posición firme e rigorosa con que o instituto emisor xestionaba a crise da Italcasse, o Banco Ambrosiano e a Banca Privata Italiana, tres institucións financeiras estreitamente ligadas a fortes grupos político-financeiros.

O segundo shock petrolífero volveu poñer en discusión o proceso de estabilización da economía, que convertera de novo en positivo o saldo da balanza por conta corrente, dándolle un novo impulso á inflación e ás tendencias recesivas presentes na economía mundial. Tamén, como consecuencia dese shock, as autoridades monetarias estadounidenses anunciaron o 6 de outubro de 1979 un cambio na xestión da política monetaria, que se orientaría cara a unha loita contra a inflación máis severa, adoptando regras fixas de conducta acerca das taxas de crecemento dos agregados monetarios. Este novo curso da política monetaria, emprendido tamén polo Banco de Inglaterra, coñécese como o "experimento monetarista". Este induciu un crecemento dos tipos de xuro que provocou a crise da débeda dos países latinoamericanos, a crise do sistema crediticio e financeiro estadounidense, erosionado pola insolvencia de moitos debedores, e unha recesión da produción co conseguinte aumento do desemprego, que se manifestou particularmente en 1982. Neste ano, para poñer remedio a eses problemas, esta política foi abandonada. O aumento dos tipos de xuro no ámbito internacional, causado polo experimento monetarista, determinou tamén tendencias restrictivas na xestión da política monetaria dos diferentes países. Estas tendencias agraváronse polo proceso de liberalización dos movementos internacionais de capital, inaugurado polo Goberno da señora Thatcher en 1979 e que se estendeu ós demais países da Comunidade Europea na segunda metade dos anos oitenta.

Fronte a esta situación, a xestión da política monetaria durante o mandato de Ciampi rexistrou cambios relevantes respecto ós anos precedentes. Modificouse a

posición do Banco de Italia sobre a modalidade de defensa da autonomía do Banco Central. Xa no informe anual de 1980, o gobernador consideraba necesario proceder a unha reforma monetaria garantida por "leis escritas" que establecesen sen ambigüidades as tarefas e a responsabilidade das autoridades monetarias e dos demais órganos do Goberno (Banco de Italia, 1980, pp. 385-386). A posición de confianza, colaboración e cooperación dos anos precedentes foi abandonada para deixar paso a unha separación das tarefas (regulamentada non por acordo entre as partes, senón por lei), que atribuíu ás autoridades monetarias o obxectivo da estabilidade do valor da moeda, e ás autoridades fiscais o do crecemento e o do emprego.

Tamén se observaron variacións nas operacións de política monetaria. A política de cambio deixou de ser "acomodatícia" como nos anos anteriores (Ciampi, 1986). Os tipos de xuro reais, calculados como a diferenza entre os tipos nominais de mercado e a taxa de inflación, pasaron dos valores negativos dos anos precedentes a alcanzar valores positivos, evidenciando unha evolución marcadamente restrictiva da política monetaria.

Acerca das razóns destes cambios é posible obter da literatura económica, aínda que introducindo notables esquematizacións, tres interpretacións principais. A primeira fai depende-la nova evolución da política monetaria de circunstancias estrañas ó control do Banco Central. Esta tese, que reflicte as posicións que aparecen nos documentos do Banco de Italia, exclúe a descontinuidade no modo no que os diversos gobernadores concibiron o papel da política monetaria. Na interpretación de autores como Bertocco (1991, 1992), por exemplo, sostense que o instituto emisor mantivo nestes anos unha dirección homoxénea, resolvendo os problemas que en cada momento se presentaban con base en consideracións técnicas que tivesen en conta as restriccións externas, como o cadro institucional existente e a evolución da economía mundial. A descontinuidade nas accións do Banco Central dependería, polo tanto, dos cambios nas condicións internas e internacionais (relacións no mercado de traballo, adhesións ós acordos cambiarios do SME e ó proceso de integración europea, política monetaria restrictiva dos demais países) nas que se inscriba⁹.

A segunda interpretación que se atopa na literatura fai depende-los cambios aludidos da imposición das orientacións da escola monetarista tamén entre os que

⁹ Bertocco (1991, 1992) sostén tamén que o Banco de Italia mantería, pola súa parte, unha preocupación constante por crear e mante-las condicións para un proceso de acumulación adecuado que consentise un crecemento sostido da economía. Inspiradas por un extraordinario pragmatismo, as autoridades monetarias sosterrían o sistema empresarial, aceptando altas taxas de inflación nos anos setenta, cando este presentaba unha fragilidade financeira nada leve; nos anos oitenta, en cambio, apremiarían o proceso de reestructuración industrial a través dunha política antiinflacionista. A esta interpretación global do comportamento das autoridades monetarias, pódense asociar un conxunto doutras posicións expresadas pola literatura que analizou aspectos particulares da política monetaria e que individualizou en elementos estraños ó control do Banco Central a razón dos cambios experimentados. Véxanse, por exemplo, Paladini (1985), Cotula (1989), Sylos Labini (1989), Arcelli (1990), Artoni (1990), Tenaglia Ambrosini (1990) e Vaciago (1990).

xestionan a política monetaria italiana¹⁰. Os traballos de Penati e Spinelli (1986) e de Spinelli e Fratiani (1991), partindo da aceptación do marco de referencia teórico monetarista, expresan un aprecio substancial polos cambios da política monetaria¹¹. Os autores da escola keynesiana, en cambio, sostiveron que estas alteracións influíron de xeito negativo sobre a evolución da economía italiana, provocando, entre outras cousas, a explosión da débeda pública (Graziani, 1991).

A terceira interpretación, que considera os aspectos máis "políticos" das relacións entre as autoridades monetarias e o Goberno, refire as alteracións mencionadas ó intento do Banco de Italia de defenderse dos ataques á súa independencia, culminados coa incriminación do gobernador Baffi, e de limita-los danos que se puidesen derivar para o conxunto da economía, segundo o Banco Central, da xestión pouco responsable da política fiscal por parte dos partidos do Goberno (Ciccarone e Gnesutta, 1993, pp. 67-69, 179).

O novo curso da política monetaria baseouse sobre dous importantes cambios institucionais: o chamado "divorcio" do Tesouro e a adhesión ó SME (Ciampi, 1986, p. 39). O primeiro sancionou legalmente unha separación entre as esixencias de financiamento do sector público e a creación de nova base monetaria (diñeiro legal) que, de feito, xa existía dende 1977 e que permitiu a adopción das políticas monetaristas que, segundo De Cecco (1982, p. 305), o Banco de Italia seguiu "ó seu pesar". En canto á adhesión ó SME, esta foi decidida polo Parlamento. O proceso de integración europea foi, sen embargo, utilizado polas autoridades monetarias para impoñer dende o exterior regras que obstaculizasen os comportamentos contrarios ó saneamento da economía (Bonaiuti, 1993, pp. 32-33). Como lembra Carli nas súas memorias, un intento similar xa se emprendeu a finais da Segunda Guerra Mundial coa adhesión ós acordos de Bretton Woods, cando se tratou de impoñer "*unha restricción externa dunha forza tal que garantise a adhesión do noso país ás economías de mercado e, polo tanto, ás institucións da democracia parlamentaria... Recorreuse a unha 'restricción externa' para enxertar na cepa da economía un conxunto de normas que aquela, por si mesma, non tiña capacidade de producir*" (Carli, 1993, p. 5).

Segundo esta interpretación, polo tanto, as alteracións da política monetaria que tiveron lugar nos anos oitenta serían favorecidas pola preocupación das autorida-

¹⁰ Marani e Azzolini (1984, pp. 16-21) fan referencia explícita a esta hipótese, descubriendo no esquema operativo do Banco de Italia unha menor complexidade e articulación que achegou o seu *modus operandi* ó dos bancos centrais doutros países occidentais no período considerado.

¹¹ Á luz destas orientacións teóricas, Penati e Spinelli (1986, p. 49) consideran positiva a elección efectuada polas autoridades monetarias de darlle prioridade ó obxectivo do control da inflación, obtido a través do control do crecemento da base monetaria. Sarcinelli (1991, p. 440) sostén, ademais, que o Banco Central debería ter evitado con maior determinación desatende-los obxectivos do crecemento da base monetaria do Tesouro xa durante o mandato de Baffi. Tamén outros autores, como Bruni e Monti (1992, p. 49), expresaron posicións afíns ás indicacións proporcionadas pola teoría monetarista acerca da conducta óptima das autoridades monetarias propoñendo que, tralo ronsel da experiencia alemana, se lle atribúa carácter constitucional ó obxectivo da estabilidade dos prezos e que se lle confíe a súa responsabilidade ó Banco de Italia.

des monetarias en defende-la súa propia independencia, as institucións democráticas e o interese xeral respecto ó funcionamento da economía.

En realidade, as tres interpretacións parecen necesarias para unha reconstrución ampla e articulada das razóns dos cambios na xestión da política monetaria acaecidos despois de 1979. Co fin de ofrecerlle ó lector posteriores informacións acerca dos feitos que se tratan de reconstruír e ofrecerlle unha maior conciencia da dificultade implícita na avaliación do comportamento das autoridades monetarias, presentaremos na próxima sección algúns datos relativos á evolución das variables reais e monetarias da economía italiana, intentando así, ademais, afondar na reflexión sobre as relacións entre as autoridades monetarias e o Goberno, especialmente no que concirne á súa responsabilidade no crecemento da relación débeda pública/PIB.

SECCIÓN 5

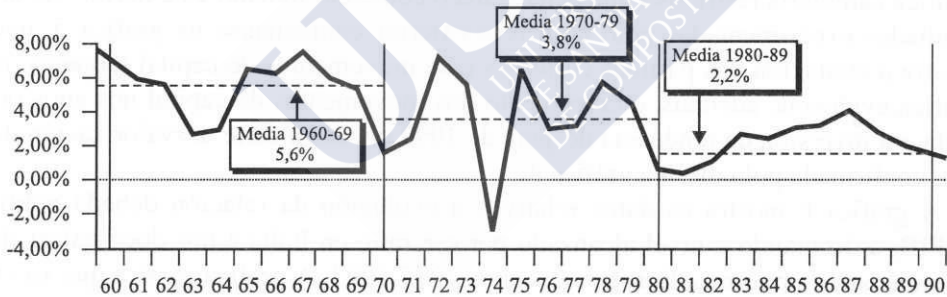
Para presenta-los datos relativos á evolución das variables reais e monetarias da economía italiana, farase referencia a dous grupos de gráficas. O primeiro describe a evolución daquelas variables que poden esbozar cáles son os principais problemas da economía italiana. O segundo grupo examina os factores que contribuíron ó crecemento da débeda pública que, como se dixo ó principio, representa unha restricción forte para as políticas fiscais e monetarias. Considerando este segundo grupo de gráficas, podemos reflexionar sobre as relacións entre as autoridades monetarias e outras autoridades gobernativas, afondando nalgúns dificultades conectadas coa avaliación da xestión da política monetaria baseada nos criterios tradicionais descritos nas seccións 2 e 3, e algúns argumentos baseados nas tres interpretacións antes mencionadas sobre as causas das alteracións na política monetaria despois de 1979.

Comezaremos co primeiro grupo de seis gráficas relativas ó crecemento da economía, ó desemprego, á inflación, ás contas co exterior e á débeda pública. A gráfica 1 mostra a evolución da taxa de crecemento do Producto Interior Bruto (PIB) a prezos constantes, é dicir, descontado o aumento dos prezos, dende 1960 ata 1990. Nela indícanse non só os valores tomados pola taxa de crecemento real da economía ano a ano, senón tamén os valores medios desta taxa nos anos sesenta, setenta e oitenta. Dúas son as observacións principais relativas a esta gráfica. En primeiro lugar, pode notarse a maior variabilidade da devandita taxa nos anos setenta con respecto ós demais anos, o que indica unha maior dificultade para xestionar a economía. En segundo lugar, pode notarse a evolución decrecente da taxa media decenal, fenómeno común a tódalas economías occidentais. Isto significa que a economía italiana, como as demais, mostrou nos decenios considerados unha capacidade de crecemento sempre menor. Nos anos sesenta conseguiu expandirse a unha taxa media do 5,6%, nos anos setenta a unha taxa media do 3,8% e nos anos oitenta a unha taxa media do 2,2%.

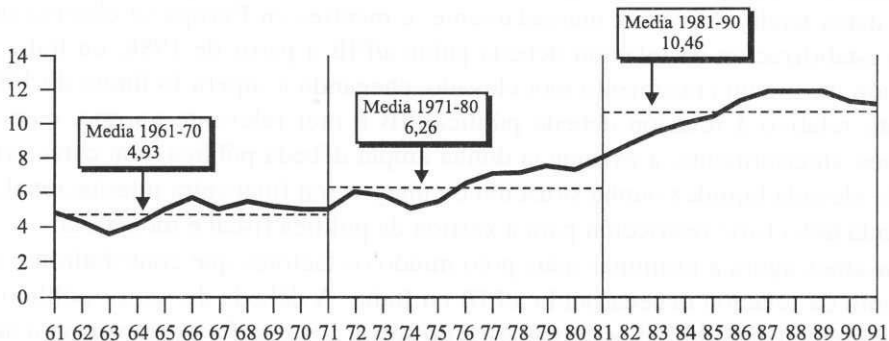
Os datos proporcionados pola gráfica 2, relativa ás taxas de desemprego en Italia dende 1961 ata 1991, son complementarios ós da gráfica 1. As taxas medias relativas ós decenios 1961-70, 1971-80 e 1981-90 mostran unha marcada tendencia ó crecemento do desemprego, especialmente nos anos oitenta, e esa tendencia confírmase cos datos relativos ós primeiros anos noventa. O problema do desemprego é, polo tanto, un dos máis graves para quen xestiona a política económica.

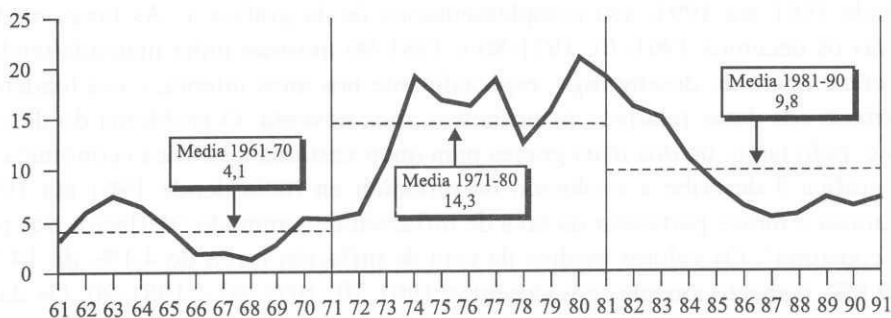
A gráfica 3 describe a evolución da inflación en Italia dende 1961 ata 1991. Esta amosa o índice particular da taxa de inflación denominado "deflactor dos prezos ó consumo". Os valores medios da taxa de inflación foron do 4,1%, do 14,3% e do 9,8%, respectivamente, nos decenios 1961-70, 1971-80 e 1981-90. Os datos relativos ós primeiros anos noventa mostran unha ulterior tendencia desta taxa á diminución, evolucionando cara a valores medios non superiores ós dos anos sesenta. A pesar disto, e a pesar das elevadas taxas de desemprego actuais, ó problema da inflación atribúeselle hoxe unha elevada prioridade por parte das autoridades de política económica, prioridade que se xustifica se se lembra o maior grao de integración internacional cos demais países respecto ós anos sesenta e a necesidade de respecta-los acordos sobre custos salariais estipulados entre o Goberno, as asociacións empresariais e os sindicatos dos traballadores no verán de 1993.

Gráfica 1.- Taxas de crecemento do PIB a prezos constantes (1960-1989)



Gráfica 2.- Taxas de desemprego (1961-1991)



Gráfica 3.- Taxa de inflación (deflactor dos prezos ó consumo) (1961-1991)

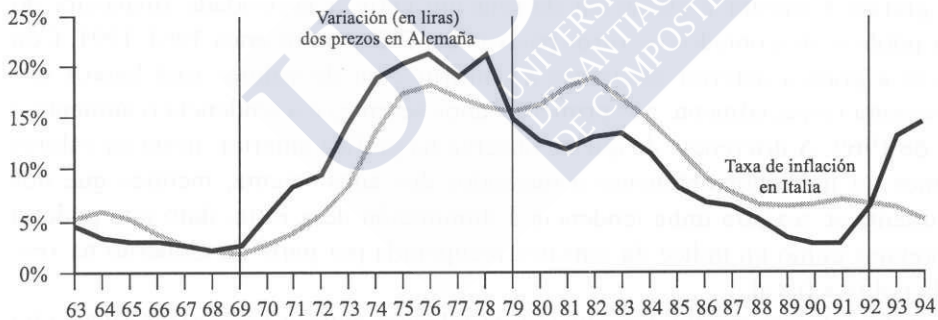
As gráficas 4 e 5 mostran informacións sobre as relacións da economía italiana co exterior. A gráfica 4 confronta a taxa de inflación en Italia coa taxa de variación en liras dos prezos en Alemaña. A segunda taxa calcúlase sumando á taxa de inflación alemana a taxa de variación do cambio lira-marco. Como se observa na gráfica, mentres nos anos setenta a taxa de inflación en Italia resultou inferior á de variación en liras dos prezos en Alemaña, evidenciando unha política cambiaria acomodaticia por parte das autoridades monetarias italianas, nos anos oitenta, ata a saída de Italia do SME en setembro de 1992, verificouse a situación oposta: unha política cambiaria restrictiva que penalizaba o comercio italiano co exterior. As dificultades experimentadas polo comercio exterior confírmanse na gráfica 5, que mostra a evolución das partidas correntes e de movementos de capital italianos. A gráfica evidencia, ademais, o crecemento dos movementos de capital nos anos oitenta e a inversión da tendencia despois de 1992 debido á forte desvalorización da lira, confirmada pola mesma gráfica 4.

A gráfica 6 mostra os datos relativos á evolución da relación débeda pública/PIB, enfrontando o nivel alcanzado por ese ratio en Italia e nos doce países da Comunidade Económica Europea nos anos 1975-1993. A gráfica mostra que xa en 1975 Italia rexistraba un valor máis alto có europeo nese indicador. Na segunda metade dos anos setenta rexistrouse despois un reachegamento entre os valores italianos e os europeos. Nos seguintes anos oitenta, sen embargo, a evolución dos dous datos tende a diverxer marcadamente, e mentres en Europa se observa unha certa estabilización da relación débeda pública/PIB a partir de 1986, en Italia esa relación mostra un crecemento moi elevado, chegando a supera-lo límite do 100%. O dato relativo á relación débeda pública/PIB é moi relevante xa que, como se afirmou anteriormente, a existencia dunha ampla débeda pública, con características de elevada liquidez nunha situación de integración financeira internacional, representa unha forte restricción para a xestión da política fiscal e monetaria.

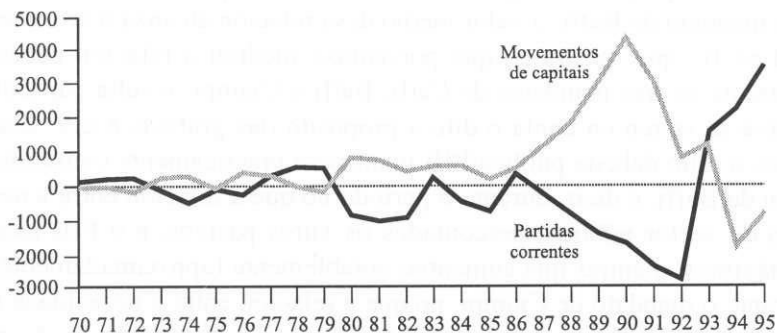
Pasamos agora a examinar máis polo miúdo os factores que contribuíron ó crecemento da relación débeda pública/PIB en Italia. A débeda do sector público xérase por efecto dos déficit orzamentarios do sector. Eses déficit determinan a nece-

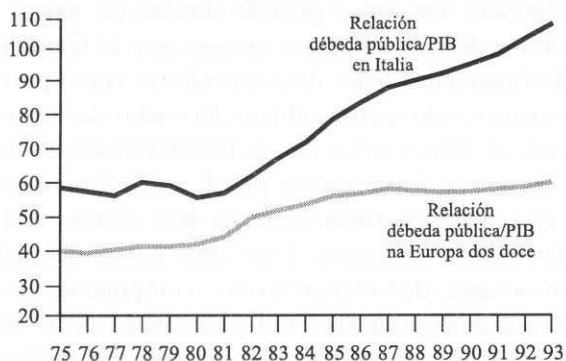
sidade financeira (é dicir, de financiamento) global que o sector público debe alcanzar no ano considerado. De aquí é posible elimina-los gastos relativos ó pagamento dos xuros sobre a débeda durante o mesmo ano. O residuo constitúe o déficit (ou a necesidade financeira) neto, descontando os xuros pasivos, ou o exceso dos gastos sobre os ingresos do sector público derivados das decisións do Goberno respecto á adquisición de bens e servizos, ás transferencias asistenciais e previsoras cara ós demais sectores e á imposición fiscal, e non dos custos necesarios para facerlles fronte ás esixencias de financiamento dese sector, custos que dependen tamén da xestión da política monetaria. Estas dúas partes dos déficit públicos determinan as que, en adiante, denominarémolo "compoñente fiscal" e o "compoñente financeiro" da variación na relación débeda pública/PIB. Para tratar de avaliar en qué medida as autoridades monetarias poden considerarse responsables do crecemento da débeda pública en Italia, presentaranse a continuación oito gráficas relativas á necesidade financeira global do sector público, a esa necesidade financeira descontados os xuros pasivos, ós devanditos xuros pasivos e ás contribucións ó crecemento da débeda fornecidas polo "compoñente fiscal" e polo "compoñente financeiro".

Gráfica 4.- Taxa de inflación en Italia e taxa de variación (en liras) dos prezos en Alemaña (1963-1994)



Gráfica 5.- Balanza de pagamentos italiana (1970-1995)



Gráfica 6.- Relación débeda pública/PIB en Italia e na Europa dos doce (1975-1993)

A gráfica 7 mostra a evolución da relación entre a necesidade financeira global do sector público e o PIB, a prezos correntes, dende 1961 ata 1991. Como se observa, ata 1969 esa relación resulta bastante baixa, cun valor medio no decenio 1961-70 do 3,74%, confirmando a tendencia dos gobernos italianos daqueles anos a formas de xestión do gasto público de tipo conservador. Dende 1969 comeza a tendencia ó crecemento desa relación, que alcanza no decenio 1971-80 un valor medio do 10,66% e no decenio 1981-90 un valor medio do 12,88%.

A gráfica 8 mostra a evolución da relación entre a necesidade financeira do sector público, descontados os xuros pasivos e o PIB para os anos 1961-1991. Con respecto á gráfica anterior obsérvase a confirmación de valores moi baixos nos anos sesenta (especialmente nos primeiros anos sesenta) e a tendencia ó aumento a partir de 1969. A diferenza do que se observa na gráfica anterior, nesta os valores máximos do indicador obtéñense a mediados dos anos setenta, mentres que nos anos oitenta se rexistra unha tendencia á diminución dese ratio, dato que podería interpretarse como un índice da sensatez recuperada por parte do Goberno na xestión da política fiscal.

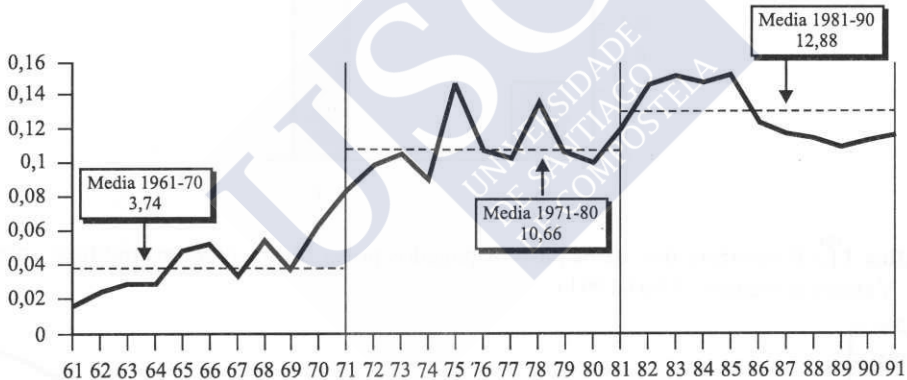
A gráfica 9, que mostra a evolución da relación entre a necesidade financeira do sector público, descontados os xuros pasivos, e o PIB en medias quinquenais, confirma o dito a propósito da gráfica 8. Pode notarse que no quinquenio 1975-79, relativo ó mandato de Baffi, o valor medio desa relación alcanza o seu máximo.

A gráfica 10, que mostra en qué porcentaxe medrou a relación débeda pública/PIB durante os tres mandatos de Carli, Baffi e Ciampi, resulta particularmente significativa se se ten en conta o dito a propósito das gráficas 8 e 9. Comø pode observarse, o ratio débeda pública/PIB mantívose practicamente constante durante o mandato de Baffi, é dicir, durante o período no que a relación entre a necesidade financeira do sector público, descontados os xuros pasivos, e o PIB alcanzou os valores máximos, mentres que aumentou notablemente (aproximadamente máis do 80%) durante o mandato de Ciampi, no que a relación entre a necesidade financeira do sector público, descontados os xuros pasivos, e o PIB diminuíu. A constancia

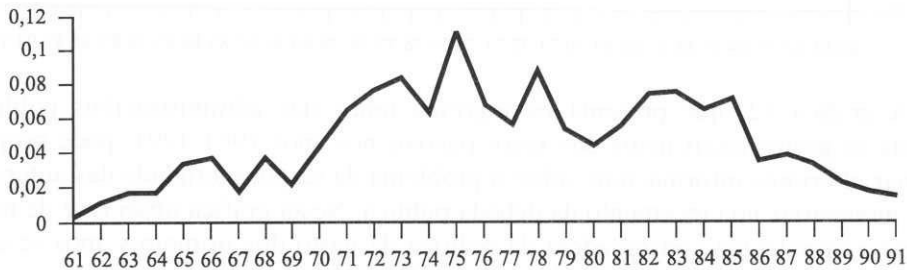
do ratio débeda pública/PIB durante o mandato de Baffi é o resultado dunha política monetaria orientada a controla-los movementos internacionais de capital (ou a especulación financeira internacional) para poder utiliza-los instrumentos monetarios con fins internos, evitando agrava-los problemas financeiros das empresas e do sector público, como se dixo na sección 4. Por outra parte, a observación da gráfica fai pensar que a explosión do ratio débeda pública/PIB nos anos oitenta pode estar causada principalmente polo aumento dos xuros pasivos, isto é, pola xestión da política monetaria durante o mandato de Ciampi. Sobre este punto, sen embargo, volveremos na presentación das próximas gráficas.

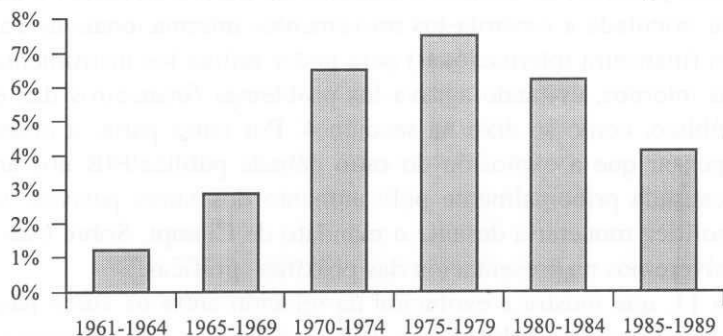
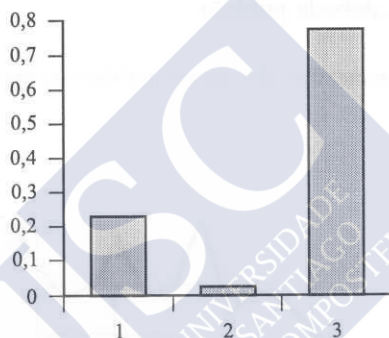
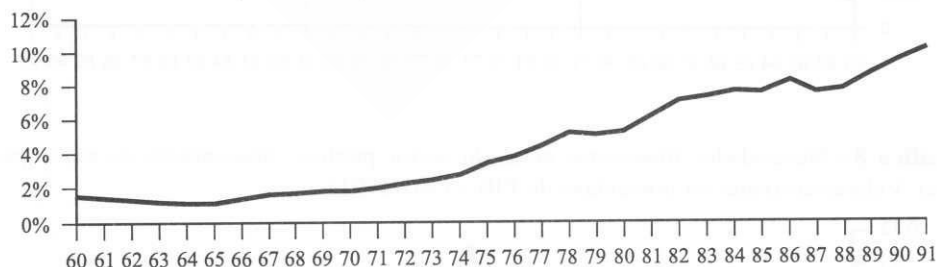
A gráfica 11, que mostra a evolución da relación entre os xuros pasivos pagados polas administracións públicas e o PIB, confirma o forte aumento nos xuros pasivos pagados polas administracións públicas nos anos oitenta e volve propoñer-lo problema das causas dese aumento e da responsabilidade das autoridades monetarias no crecemento da débeda pública.

Gráfica 7.- Necesidades financeiras do sector público sobre o PIB. Prezos correntes. (1961-1991)



Gráfica 8.- Necesidades financeiras netas do sector público (descontados os xuros pasivos). Valores correntes en porcentaxe do PIB. (1961-1991)

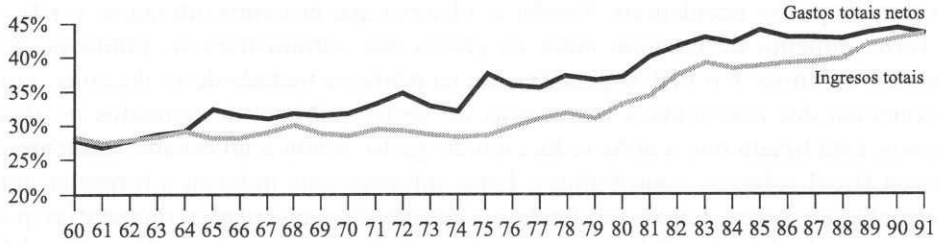
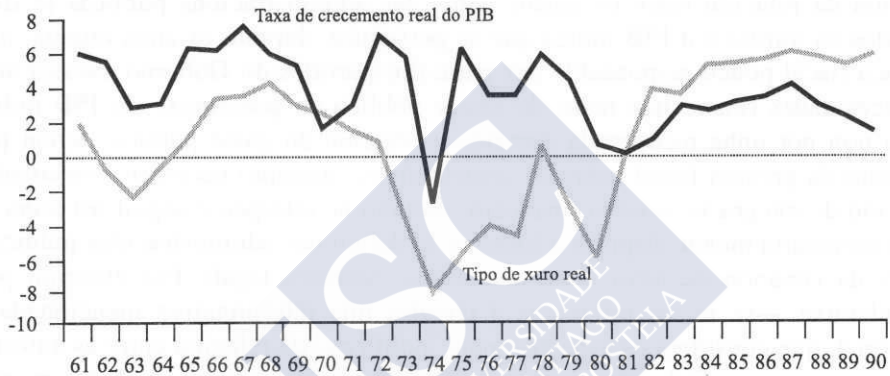


Gráfica 9.- Valores medios das necesidades financeiras netas do sector público sobre o PIB**Gráfica 10.-** Variacións porcentuais da relación débeda pública/PIB baixo os tres gobernadores: Carli (1960-74), Baffi (1975-79) e Ciampi (1980-1991)**Gráfica 11.-** Porcentaxe dos xuros pasivos pagados polas administracións públicas sobre o PIB. Valores correntes. (1960-1991)

A gráfica 12, que presenta os ingresos totais das administracións públicas fronte ós gastos totais netos dos xuros pasivos nos anos 1961-1991, pode proporcionar ulteriores informacións sobre o problema da responsabilidade das autoridades monetarias no crecemento da débeda pública. Nesta gráfica obsérvase de novo como a orientación conservadora da política de gasto dos primeiros anos sesenta se invertiu a partir de 1969. Obsérvase, ademais, que a presión fiscal sobre os contribuíntes, é dicir, a relación entre os ingresos das administracións públicas e o

PIB permaneceu substancialmente estable nos anos sesenta e setenta, a un nivel case sempre inferior ó 30%, o que representa un valor máis baixo dos rexistrados nos demais países occidentais. Tamén se observa que nos anos oitenta se verificou un forte aumento da relación entre os gastos das administracións públicas, descontados os xuros, e o PIB, especialmente na primeira metade deste decenio, e que a redución das necesidades financeiras do sector público, descontados os xuros pasivos, está ligada non a unha redución do gasto, senón a un notable aumento da presión fiscal sobre os contribuíntes. Estas informacións inducen a formular unha interpretación destes feitos que tende a desculpa-las autoridades monetarias polo crecemento da débeda pública e a considerar "pouco xuízosa" a política fiscal levada a cabo polos partidos do Goberno. Segundo esta interpretación, a ausente redución da relación entre os gastos netos das administracións públicas (é dicir, restados os xuros) e o PIB indica que se perseguiu, durante os anos oitenta, unha política fiscal pouco responsable por parte dos partidos do Goberno. Nestes anos, as necesidades financeiras netas do sector público en porcentaxe do PIB reducíronse non por unha recuperada sensatez na xestión do gasto público, senón polo aumento da presión fiscal sobre os contribuíntes, aumento necesario, vinculado á elección de integra-lo sistema financeiro italiano no europeo e seguir así unha política monetaria menos disposta a financia-lo déficit das administracións públicas a través da creación de nova "base monetaria" (diñeiro legal). Esa elección pode considerarse —se se fai referencia á terceira liña interpretativa mencionada na sección 4, que considera os aspectos máis "políticos" da relación entre as autoridades monetarias e o Goberno—, como o intento por parte das autoridades monetarias italianas de impoñer dende o exterior regras que obstaculizasen os comportamentos contrarios ó saneamento da economía. As súas consecuencias foron o aumento dos tipos de xuro e a explosión da débeda pública, pero tamén a necesidade por parte dos partidos do Goberno de recorrer a grandes aumentos da presión fiscal que, co paso do tempo, causaron unha crecente susceptibilidade dos votantes, unha decidida protesta política e a crise dos partidos que gobernarán nos trinta anos anteriores. A adhesión ó sistema financeiro europeo e as necesarias eleccións de política monetaria terían, deste modo, contribuído a aumenta-la relación entre a débeda pública e o PIB, pero terían tamén introducido a posibilidade de interromper unha forma de xestión do sector público que, co paso do tempo, podería leva-la economía italiana cara a unha situación aínda máis desastrosa.

A gráfica 13, que enfronta o tipo de xuro real (é dicir, o tipo de xuro nominal menos a taxa de inflación) e a taxa real de crecemento da economía para os anos 1961-90, tende a apoia-la idea de que as eleccións das autoridades monetarias contribuíron fortemente á explosión do ratio débeda pública/PIB. De feito, segundo moitos autores, ese ratio está destinado a medrar inexorablemente de forma explosiva cando o tipo de xuro real supera a taxa de crecemento real da economía, o que, como mostra a gráfica, sucedeu de maneira continuada a partir de 1981, isto é, dende os primeiros anos do mandato de Ciampi.

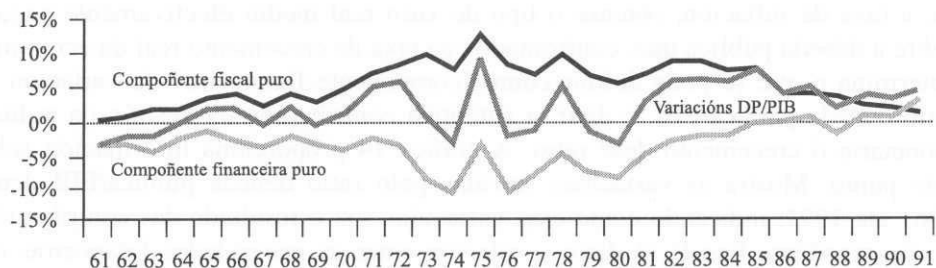
Gráfica 12.- Administracións públicas: Ingresos totais e gastos totais netos (descontados os xuros pasivos). Valores correntes en porcentaxes do PIB. (1960-1991)**Gráfica 13.-** Tipo de xuro real e taxa de crecemento real do PIB. (1961-1990)

Unha análise máis detida da dinámica do crecemento do ratio débeda pública/PIB, sen embargo, leva a concluír que o indicador máis preciso da contribución da política monetaria ó crecemento do ratio débeda pública/PIB non é a relación entre o tipo de xuro real e a taxa de crecemento real da economía, senón a relación entre o tipo real medio efectivamente pagado polas administracións públicas sobre a súa débeda e a taxa de crecemento real da economía, como indica a célebre identidade de Domar sobre os factores que contribúen a modifica-lo ratio débeda pública/PIB. Para aclarar en maior medida esta cuestión, resulta necesario lembrar que as administracións públicas non pagan o mesmo tipo de xuro sobre toda a súa débeda. Boa parte desta consta de títulos de débeda pública (BOT, CCT, etc.), cun tipo de xuro que está fixado polo mercado. Outra parte da débeda, sen embargo, finánciase coa emisión de base monetaria (diñeiro legal) sobre a que non se pagan xuros, ou incluso coa "recadación postal", cuns custos de réditos máis baixos ca nos títulos de débeda pública. Deste modo, o tipo medio de xuro pagado polas administracións públicas sobre a súa débeda depende da relación entre os xuros pasivos pagados durante o ano polas administracións públicas e a débeda pública glo-

* N.T.: A captación de recursos financeiros a través do servizo postal. En Italia, as oficinas do correo cumpren tamén funcións similares ás da banca, por conta do Estado.

bal, que comprende tamén o diñeiro legal e a recadación postal. Detraendo deste tipo, que será máis baixo do que prevalece no mercado de títulos de débeda pública, a taxa de inflación, obtense o tipo de xuro real medio efectivamente pagado sobre a débeda pública que, confrontado coa taxa de crecemento real da economía, determina o que se pode definir como "compoñente financeiro" da variación no ratio débeda pública/PIB, é dicir, a auténtica contribución da xestión da política monetaria ó crecemento dese ratio. A gráfica 14 proporciona información sobre este punto. Mostra as variacións sufridas polo ratio débeda pública/PIB dende 1961 ata 1991, indicando como esas variacións son o resultado das contribucións do "compoñente fiscal" (é dicir, a relación entre as necesidades financeiras das administracións públicas, descontados os xuros pasivos e o PIB) e do "compoñente financeiro" (isto é, a diferenza entre o tipo medio de xuro real efectivamente pagado sobre o déficit público e a taxa de crecemento real da economía). Se observámo-la gráfica vemos como en todos estes anos o "compoñente fiscal" foi sempre positivo, ou sexa, que a política fiscal apuntou sempre cara a unha variación positiva da relación débeda pública/PIB, alcanzando o seu máximo nos anos setenta e reducíndose lentamente nos anos oitenta polo crecemento da presión fiscal sobre os contribuíntes. Pola contra, o "compoñente financeiro" foi case sempre negativo, especialmente durante os anos setenta. Durante aqueles anos, polo tanto, a xestión da política monetaria, como xa se dixo nas seccións precedentes, compensou e, ás veces, superou a contribución positiva ó crecemento do ratio débeda pública/PIB derivada da política fiscal. Nos anos oitenta, en cambio, despois dos ataques á autonomía do Banco Central, levados a cabo incluso a través da incriminación do gobernador, as adhesións ós acordos cambiarios europeos e á Unión Monetaria Europea, decidida polo Parlamento italiano, e despois das alteracións sufridas na xestión da política monetaria no ámbito internacional, esa manobra compensatoria non volveu realizarse e deixóuselles ás demais autoridades do Goberno a responsabilidade de manter comportamentos rigorosos que non tivesen consecuencias negativas sobre o crecemento da débeda pública. Como mostra a gráfica, o "compoñente financeiro" contribuíu positivamente, aínda que nun nivel moi baixo, só cara a finais dos anos oitenta e dun modo superior á contribución do "compoñente fiscal" só a partir de 1991. A lectura da gráfica 14, que proporciona unha avaliación analítica máis precisa, baseada sobre a célebre identidade de Domar, das contribucións da xestión da política fiscal e monetaria ás variacións do ratio débeda pública/PIB, permite, polo tanto, concluír que as maiores responsabilidades sobre o crecemento dese ratio tenden a recaer sobre os partidos do Goberno que no período considerado xestionaron de maneira pouco responsable a política fiscal, e que as responsabilidades das autoridades monetarias ó crecemento dese ratio son moi limitadas. Ademais, non pode esquecerse a contribución deste dato para corrixir un desequilibrio no balance por conta corrente do sector público, desequilibrio que a longo prazo podería ter consecuencias aínda máis desastrosas para a economía.

Gráfica 14.- Contribución do "compoñente fiscal puro" e do "compoñente financeiro puro" ó crecemento da relación débeda pública/PIB. (1961-1991)



SECCIÓN 6

A análise desenvolvida nestas páxinas confirma o papel crucial que o proceso de integración europea tivo sobre a economía italiana, e os problemas que se derivan da actuación dun proceso de integración que privilexia os equilibrios financeiros respecto ós reais e que insiste nunha clara separación entre os obxectivos das autoridades monetarias e os das autoridades fiscais.

A análise aclarou ante todo a dificultade xeral de liga-las visións teóricas presentes na literatura económica coas interpretacións habituais, incluso aquelas que resultan críticas co modo no que se está realizando o proceso de integración europea. Como se viu, xa o intento de presentar visións teóricas opostas comporta a introducción dalgunhas esquematizacións. Cando posteriormente se pasa ás interpretacións habituais da xestión da política monetaria, obsérvase como cada unha delas pode contribuír só en parte á reconstrución dos feitos considerados.

As dificultades interpretativas aumentan cando se debe examinar unha situación como a italiana, na que pode supoñerse unha tendencia por parte de grupos en posicións dominantes, dende o punto de vista económico ou político, a defende-los propios intereses incluso en prexuízo do respecto ás regras sobre as que se basea a convivencia civil e democrática. Nese caso, como se observou nas páxinas precedentes, pode ser completamente equivocado aplica-las esquematizacións teóricas tradicionais, referidas nas seccións 2 e 3, sen mencionar consideracións provenientes doutras disciplinas, como a historia e a política.

En calquera caso, no que respecta á autonomía do Banco Central, a análise anteriormente desenvolvida pon en evidencia que resulta reduccionista identificar esa autonomía coa separación entre os obxectivos finais das autoridades monetarias e fiscais, como a miúdo sucedeu ben no Tratado de Maastricht, ben nos debates sobre a formación do Banco Central Europeo. Nin a teoría nin a experiencia histórica nos levan a concluír que a autonomía do Banco Central dependa do feito de que as autoridades monetarias deban ocuparse unicamente da estabilidade do valor do diñeiro, mentres as fiscais deban concentrarse sobre os obxectivos do cre-

amento, do pleno emprego e das diferencias na distribución da renda e no desenvolvemento rexional. Tanto Carli como Baffi defenderon e incrementaron a autonomía do Banco de Italia sen pedi-la separación de tarefas e funcións entre as autoridades monetarias e fiscais, senón cooperando con estas últimas sobre tódolos obxectivos da política económica. As peticións neste sentido foron avanzadas, en cambio, a partir de 1979, despois da adhesión ó SME, da incriminación de Baffi e Sarcinelli, do segundo shock petrolífero e do inicio dos experimentos monetaristas nos Estados Unidos e en Inglaterra. A falta de cooperación entre as autoridades monetarias e fiscais introduciu un elemento de conflito entre suxeitos que teñen as mesmas finalidades públicas, é dicir, conseguí-la estabilidade económica nacional; e a excesiva prolongación no tempo dese conflito produciu consecuencias negativas para a economía, como o forte crecemento do ratio débeda pública/PIB.

De feito, incluso se a principal responsabilidade sobre o crecemento da débeda pública nos anos oitenta recae, como se viu na sección 5, sobre as autoridades fiscais que non realizaron unha política rigorosa de control do gasto, non cabe dúbida de que o corte restrictivo da política monetaria durante o mandato de Ciampi comportou un forte crecemento do gasto por xuros pasivos pagados polas administracións públicas. Como se viu na sección 4, segundo algúns autores, por exemplo Bonaiuti (1993), a evolución restrictiva da política monetaria durante o mandato de Ciampi pode reconducirse á decisión das autoridades monetarias de utilizar unha "restricción externa" para influír sobre a política económica interna. Isto equivale a dicir, parafraseando o que Carli (1993) sostíña a propósito da adhesión ós acordos de Bretton Woods ó final da Segunda Guerra Mundial, que a "restricción externa" foi utilizada para tratar de garanti-la adhesión de Italia ás economías de mercado, enxertando na cepa da economía un conxunto de normas e comportamentos que aquela, por si mesma, non tiña a capacidade de producir.

Calquera que sexa a explicación que se desexe aceptar das causas das variacións sufridas na xestión da política monetaria entre os mandatos de Baffi e Ciampi, sería preferible en todo caso que o conflito entre as autoridades monetarias e fiscais non se prolongara no tempo, e que se activasen procedementos xurídicos e administrativos capaces de afrontalo e resolvelo nun período breve, ben deixando a cada autoridade de política económica plena liberdade e autonomía para expresalo seu propio desacordo coas liñas de conducta seguidas por outros órganos do goberno da economía, ben introducindo xa nos anos oitenta unha política fiscal cun control máis severo do gasto.

Desgraciadamente, a carencia deses procedementos na lexislación italiana¹² non permitiu esta solución. É de esperar, á vista dos problemas que se presentarán para

¹² Estaba previsto un procedemento para as extralimitacións nos anticipos ordinarios ligados á conta corrente de Tesourería. En 1983, o Banco de Italia, evidenciando o seu propio desacordo coas liñas de conducta seguidas polo Goberno, deulle saída a ese procedemento facultando ó Parlamento para aprobar unha lei de anticipos extraordinarios. Esa normativa, sen embargo, non podía ser suficiente para resolver-los complexos problemas xurdidos en Italia na relación entre o Banco Central e outros órganos de Goberno nos últimos decenios.

a xestión da política monetaria no ámbito europeo, que no futuro se abra para os estudiosos destes temas unha área de traballo entre disciplinas diversas, co fin de que tamén neste sector, como sucede para outros conflitos entre órganos das administracións públicas, se poñan en práctica os procedementos idóneos para evitar que se repitan longas fases de ausencia de cooperación entre as autoridades monetarias e outras autoridades económicas.

BIBLIOGRAFÍA

- ARCELLI, M. (1990): "I Contributi della Commissione di Studio del Tesoro alla Politica Monetaria e alla Gestione del Debito Pubblico", en M. Arcelli [dir.]: *Politica Monetaria e Debito Pubblico in Italia negli Anni Ottanta*. Torino: UTET.
- ARCELLI, M. [dir.] (1992): *Il Ruolo della Banca Centrale nella Politica Economica*. Bologna: Il Mulino.
- ARTONI, R. (1990): "Fabbisogno Pubblico e Riforme Strutturali", *Rivista di Politica Economica*, (diciembre).
- AZZOLINI, R.; MARANI, U. [dir.] (1984): *Politica Monetaria e Debito Pubblico*. Milano: F. Angeli.
- BANCA D'ITALIA: *Relazione Annuale all'Assemblea Ordinaria Generale dei Partecipanti*. (Varios anos). Roma.
- BERTOCCO, G. (1991): *Teoría e Política Monetaria nell'Analisi della Banca d'Italia*. Torino: Giappichelli.
- BERTOCCO, G. (1992): *Economia Politica*.
- BONAIUTI, G. (1993): "Oltre il Governo del Credito: Finalità e Limiti dell'Azione della Banca d'Italia durante gli Anni Ottanta", in G. Nardozzi [dir.]: *Il Ruolo della Banca Centrale nella Recente Evoluzione dell'Economia Italiana*, pp. 23-58. Milano: F. Angeli.
- BRUNI, F.; MONTI, M. (1992): "Autonomia della Banca Centrale, Inflazione e Disavanzo Pubblico: Osservazioni sulla Teoria e sul Caso Italiano", en M. Arcelli [dir.]: *Il Ruolo della Banca Centrale nella Politica Economica*, pp. 31-60. Bologna: Il Mulino.
- CARLI, G. (1977): *Intervista sur Capitalismo*, en E. Scalfari [dir.]. Bari: Laterza.
- CARLI, G.; PELUFFO, P. (1993): *Cinquant'Anni di Vita Italiana*. Bari: Laterza.
- CECCO, M. DE (1980): "La Collocazione Internazionale dell'Economia Italiana", *Note Economiche*, núm. 5-6, pp. 30-50.
- CECCO, M. DE (1982): "Una Política Monetaria per gli Anni Ottanta", *Note Economiche*, núm. 5-6.
- CIAMPI, C.A. (1986): "Il Rientro dall'Inflazione e Política Monetaria: L'Esperienza Italiana 1975-85", *Bollettino Economico*, núm. 6.
- CICCARONE, G.; GNESUTTA, C. (1993): *Conflitto di Strategie*. Firenze: Nuova Italia Scientifica.
- COBHAM (1992): "Radcliffe Committee", en P. Newman, M. Milgate e J. Eatwell [ed.]: *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, 3, pp. 265-266. London: Macmillan.
- COTULA, F. (1989): "L'Attuazione della Política Monetaria in Italia", en *La Política Monetaria in Italia*, vol. II. Bologna: Il Mulino.
- COTULA, F.; ROSSI, S. (1989): "Il Controllo Amministrativo dei Flussi Finanziari in Italia", en F. Cotula [dir.]: *La Política Monetaria in Italia*, vol. II. Bologna: Il Mulino.

- GIAVAZZI, F.; SPAVENTA, L. (1989): "Italia: Gli Effetti Reali dell'Inflazione e della Disinflazione", *Rivista di Politica Economica*, LXXIX, 7-8, (xullo-agosto).
- GRAZIANI, A. (1991): "L'Inflazione Italiana negli Anni Ottanta", *Note Economiche*, núm. 3.
- HAHN, F.; SOLOW, R. (1995): *A Critical Essay on Modern Macroeconomic Theory*. London: Blackwell.
- KALDOR, N. (1958): "Monetary Policy, Economic Stability and Growth, A Memorandum Submitted to the Committee on the Working of the Monetary System", *Essays on Economic Policy*, I, pp. 128-153. London: Duckworth.
- MICOSSI, S.; ROSSI, S. (1986): "Controlli sui Movimenti di Capitali: Il Caso Italiano", *Giornale degli Economisti*.
- MINISTERO DEL TESORO (1989): "Per una Politica del Debito Pubblico in Italia, Rapporto del Comitato Scientifico Consultivo presieduto da L. Spaventa", in M. Arcelli [dir]: *Politica Monetaria e Debito Pubblico negli Anni Ottanta*. Torino: UTET.
- MUSELLA, M.; PANICO, C. (1995): *The Money Supply in the Economic Process*. Aldershot: Elgar.
- NARDOZZI, G. (1988a): "Considerazioni Teoriche sull'Autonomia delle Banche Centrali: Il Caso Italiano", en B. Jossa e C. Panico [dir.]: *Teorie Monetarie e Banche Centrali*, pp. 192-201. Napoli: Liguori.
- NARDOZZI, G. (1988b): "Autonomia della Banca Centrale e Istituzioni di Governo: Il Caso della Banca d'Italia", en D. Masciandaro e S. Ristuccia [dir.]: *L'Autonomia delle Banche Centrali*, pp. 204-252. Milano: Edizioni di Comunità.
- PALADINI, R. (1985): "Politica Fiscale e Monetaria negli Anni Ottanta", *Studi e Informazioni*, núm. 3-4, pp. 17-27.
- PANICO, C. (1988): *Interest and Profit in the Theories of Value and Distribution*. London: Macmillan.
- PANICO, C. (1989): "L'Evoluzione della Struttura Finanziaria Italiana tra Ricerca della Stabilità e Finanziamento dei Settori Produttivi", *Quaderni dell'Istituto di Economia Statistica e Analisi del Territorio*, núm. 1. Messina: Università di Messina.
- PENATI, A.; SPINELLI, F. (1986): "I Progressi e i Nodi Irrisolti della Politica Monetaria Italiana dei Primi Anni Settanta", *Note Economiche*.
- RICOY, C. (1987): "Cumulative Causation", en P. Newman, M. Milgate e J. Eatwell [ed.]: *The New Palgrave Dictionary of Economics*, I. London: Macmillan.
- SAMUELSON, P.A. (1956): "Recent American Monetary Controversy", *Three Banks Review*, 29, (marzo), pp. 3-21.
- SARCINELLI, M. (1991): "Sui Caratteri delle Politica Monetaria del Governatore Baffi", *Moneta e Credito*, núm. 176, (dicembre), pp. 431-453.
- SPINELLI, F.; FRATIANNI, M. (1991): *Storia della Politica Monetaria in Italia*. Milano: Mondadori.
- SYLOS LABINI, P. (1989): "La Riduzione dei Tassi di Interesse", *Moneta e Credito*, (dicembre).
- SRAFFA, P. (1922): "The Italian Bank Crisis", *Economic Journal*.
- TENAGLIA AMBROSINI, M.G. (1991): "Aspetti Evolutivi della Politica Monetaria in Italia in Prospettiva dell'Unione Economica e Monetaria Europea", *Rivista Bancaria*, (xaneiro-febreiro).
- VACIAGO, G. (1990): "Debito Pubblico e Mercati Finanziari", en M. Arcelli [dir.]: *Politica Monetaria e Debito Pubblico negli Anni Ottanta*. Torino: UTET.