

## **LA POLÍTICA MONETARIA EN EL ÁREA EURO**

**José Luis Malo de Molina**  
**Director General**  
**BANCO DE ESPAÑA**

### ***LA GLOBALIZACIÓN DE LA ECONOMÍA***

***VI Congreso Nacional de Economía***  
***Alicante, 18 al 20 de Febrero de 1999***

## 1. Introducción

El pasado 1 de enero se puso en funcionamiento la UEM. Con ello se dio el paso más importante de todos los abordados hasta el momento en el proceso de integración europea, pues representa la transferencia, por primera vez, de soberanía desde los estados nacionales a un órgano supranacional, en un área tan sensible y tan cargada de simbolismos como lo es la emisión de moneda y la conducción de la política monetaria.

Este paso supone la culminación del esfuerzo por crear un mercado único que se inició con la firma de los Tratados Constituyentes de la Comunidad y es el eslabón que conduce desde una integración primordialmente comercial y económica hacia futuras reformas institucionales que vayan forjando las bases de una cierta unidad política. La UEM significa la culminación del mercado único porque conlleva la desaparición de la última barrera de segmentación de los mercados nacionales basada en los costes de transacción entre monedas diferentes y, sobre todo, en la posibilidad de alterar los tipos de cambio entre dichas monedas. La UEM abre la agenda de la integración política porque, al crear una autoridad monetaria de carácter supranacional, pone al descubierto la necesidad de configurar una estructura equilibrada de ciertos poderes a nivel comunitario que ciertamente desborda el marco institucional actual.

No obstante, el éxito o el fracaso de este proyecto de motivación esencialmente política depende del adecuado funcionamiento de los aspectos técnicos, económicos e institucionales que sustentan la Unión Monetaria en su triple dimensión de creación de una moneda, una autoridad monetaria y una política monetaria únicas. Desde esta perspectiva, la UEM es un experimento de ingeniería financiera sin parangón en la historia monetaria, fruto de una cuidadosa planificación, en la que han participado los más cualificados

expertos monetarios de los países participantes, que han contado, además, con el apoyo de las referencias surgidas de una ardorosa y profunda discusión en la comunidad académica internacional. Pero también ha sido el resultado de soluciones de compromiso entre los puntos de vista divergentes y los diversos intereses que van a verse afectados por una transformación de tanta envergadura. En esta ponencia se aborda una parte de esta compleja problemática, tomando como hilo conductor la política monetaria única que ha definido el SEBC para la puesta en marcha del proyecto.

Una operación consistente en subsumir once políticas monetarias nacionales, que se han conducido en el pasado con relativa autonomía, operando en mercados monetarios nacionales segmentados y con hábitos y prácticas diferenciados, en una política monetaria única es una ocasión en la que resulta imprescindible ir a los fundamentos del funcionamiento de la política monetaria. Las fórmulas estereotipadas o las abstracciones convencionales resultan poco útiles para la adecuada solución del sinfín de problemas prácticos que una transición de esta naturaleza suscita.

## **2. Las condiciones previas**

La introducción de una política monetaria única en un área geográfica amplia formada por once países requería el cumplimiento de unas condiciones previas en términos de convergencia macroeconómica y de funcionamiento de los mercados monetarios y de los procedimientos operativos de la propia política monetaria. Estas condiciones previas son las que se han ido estableciendo durante la segunda fase de la Unión Monetaria -concebida como el período de transición-, en el doble frente del cumplimiento de los criterios de convergencia y de los trabajos preparatorios encomendados al Instituto Monetario Europeo, en primer lugar, y al propio BCE, en el último tramo del proceso.

Los resultados de la convergencia han sido notablemente satisfactorios porque han hecho posible el inicio de la UEM con una masa crítica suficiente como para conjurar los peligros que los modelos de varias velocidades o de geometría variable habrían implicado y porque permiten el nacimiento de la nueva moneda en unas condiciones propicias para su estabilidad y solidez futuras. Las bajas tasas de inflación conseguidas en el conjunto del área y la eficacia del preanuncio de las paridades de conversión al euro han facilitado la convergencia de los tipos de interés y la estabilidad de los tipos de cambio, de manera que el período que se suponía más proclive a la existencia de ataques especulativos, que pusiesen a prueba la voluntad política que subyacía al proyecto o el realismo de los tipos de cambio, ha transcurrido con una asombrosa estabilidad, a pesar de las turbulencias que se han producido en los mercados financieros internacionales como consecuencia de la crisis asiática, la precariedad del sistema financiero japonés, la involución política rusa y los efectos de contagio que todo ello ha tenido sobre las economías emergentes y en transición.

Desde el punto de vista del trabajo preparatorio, las condiciones previas más importantes son las que se refieren a la existencia de un mercado monetario integrado, a la configuración del SEBC como autoridad monetaria única y eficaz en el conjunto de la zona y a la necesaria armonización de los procesos operativos en los distintos segmentos nacionales del nuevo mercado monetario europeo.

## **2.1 La creación del mercado monetario europeo**

La ejecución de una política monetaria única y la transmisión de la misma al conjunto de la zona requiere, como primera condición, la existencia de un mercado monetario integrado en el que esta pueda operar. Sin dicha integración no se podría garantizar la necesaria unicidad de las señales de la política monetaria ni la homogeneidad en las condiciones monetarias en las que actúan las entidades monetarias y financieras que constituyen el sector

emisor de dinero o de activos líquidos en el área. Era imprescindible asegurar la interconexión en los mercados monetarios nacionales preexistentes, de manera que la plena fluidez de los flujos transfronterizos garantice el equilibrio de las condiciones locales de relativa escasez o exceso de liquidez y, por lo tanto, la existencia de un tipo de interés único en todos los segmentos del mercado monetario europeo.

Para ello, se ha implantado un sistema de pagos con procedimientos y reglas homogéneas que facilita las transferencias transfronterizas en tiempo real y un alto nivel de seguridad. El establecimiento del TARGET ha sido una de las prioridades principales de todo el trabajo preparatorio, y su plena puesta a punto con la anticipación suficiente ha suministrado las posibilidades de arbitraje que eran imprescindibles para asegurar la homogeneidad de las condiciones monetarias en la zona del euro. Las exigencias que se han derivado de la introducción de este proyecto han sido numerosísimas, dados el alcance y las pretensiones de seguridad con las que se ha planteado. Las más importantes son las que se refieren a la utilización transfronteriza de los colaterales que deben servir como garantía del crédito intradía en el sistema de pagos y de las operaciones de política monetaria, que también han de estar adecuadamente colateralizadas. Cuestión esta muy compleja como consecuencia de las diferencias regulatorias en los mercados financieros nacionales y en las prácticas financieras prevalecientes en los distintos países. La consecución de un cierto equilibrio entre los requisitos de armonización necesarios para preservar el buen funcionamiento del sistema y el respeto a las peculiaridades nacionales con el fin de asegurar un tratamiento igualitario es un objetivo difícil de alcanzar y siempre sometido a la controversia entre los distintos intereses en presencia.

## 2.2 El establecimiento del SEBC

Paralelamente a la existencia de un mercado monetario integrado, la puesta en marcha de la política monetaria única exigía como condición previa

la configuración institucional y el rodaje anticipado de la nueva autoridad monetaria del área. Como se sabe, la mayor parte de las cuestiones institucionales quedaron expresamente delimitadas en el Tratado de Maastricht, que además de definir los objetivos, competencias y órganos de gobierno del SEBC, incluía sus estatutos en uno de sus anejos. No se trata aquí de abordar en profundidad el modelo de banco central que consagra el Tratado, que está basado, como es bien sabido, en la plena independencia para conducir la política monetaria con el fin de perseguir la estabilidad de los precios. Tiene interés, sin embargo, abordar algunas de las cuestiones que se han suscitado, recientemente, acerca de la capacidad de la nueva autoridad monetaria para aplicar la política monetaria única en relación con la configuración y el papel de sus órganos de gobierno y con la articulación entre los BCNs y el BCE. Desde algunos ámbitos académicos, se ha sugerido que tanto una cuestión como otra podrían determinar una cierta debilidad del SEBC que erosionaría su capacidad para ejecutar una política monetaria apropiada. En concreto, se ha mencionado la posible existencia de tensiones entre el Consejo Ejecutivo y el Consejo de Gobierno y entre el BCE y los BCNs que pondrían en peligro la necesaria unidad de decisión y la coordinación de la instrumentación, que está previsto realizar de manera descentralizada con el fin de respetar las particularidades de los mercados nacionales y aprovechar el capital humano y la experiencia acumulada por los BCNs.

Respecto a la configuración de los órganos de gobierno de BCE, no parece acertado poner el acento en la distribución de poderes entre los miembros del Consejo Ejecutivo y los restantes miembros del Consejo de Gobierno del BCE (los gobernadores). Ninguno de los grupos forman un bloque homogéneo y no hay nada ni en el Tratado, ni en los estatutos, ni en las reglas de procedimiento recientemente aprobadas, que obligue a los miembros del Consejo Ejecutivo a mantener la disciplina de voto dentro del

Consejo de Gobierno. Por el contrario estos pueden mantener posiciones diferentes.

No hay duda de que el órgano de decisión tiene que ser el Consejo de Gobierno, en el que están en pie de igualdad los miembros del Consejo Ejecutivo y los Gobernadores. Por eso es adecuado que este órgano se reúna con la frecuencia quincenal establecida con el fin de que todas las decisiones sustanciales de política monetaria sean tomadas por él. El problema no está en la posible fractura entre el Consejo Ejecutivo y los Gobernadores, sino en la articulación de la cohesión necesaria para que el Consejo de Gobierno funcione como un cuerpo colegial con una misión europea. Para ello es imprescindible el desarrollo de los mecanismos institucionales necesarios en el interior del SEBC y del dispositivo de análisis apropiado para que las discusiones y decisiones del BCE se enmarquen siempre dentro de la perspectiva del área monetaria en su conjunto. Cuestión nada fácil cuando ni siquiera existe suficiente fiabilidad sobre los principales agregados macroeconómicos del área, y cuando la integración de los mercados monetarios y financieros dista de ser completa, pues pervivirán durante cierto tiempo prácticas y hábitos resultantes de tradiciones de instituciones nacionales diversas. En esta situación, la eficiencia de las decisiones centralizadas descansa en una adecuada percepción de la complejidad del conjunto del área. Para lo cual, la interacción cooperativa entre los BCNs y el BCE es fundamental. Sería un grave error que el BCE intentase suplantar a los BCNs. Los informes para la toma de decisiones del Consejo de Gobierno deben basarse, como está previsto, en una comunicación constante y fluida con los BCNs, que implica la elaboración de forma cooperativa de los escenarios macroeconómicos en los que se han de basar las decisiones de política monetaria.

El establecimiento de una autoridad monetaria única a partir de once bancos centrales nacionales es una tarea compleja, pero es el único camino posible. Un banco central europeo con pretensiones muy centralistas e

insuficientemente articulado con los BCNs no se ajustaría a la realidad actual de los mercados monetarios y financieros europeos, ni a la arquitectura política e institucional de la UE, por lo que podría dar lugar a graves tensiones y conflictos.

Una cuestión de mayor calado es la problemática que se deriva de la existencia de una política monetaria única en un conjunto de economías nacionales que pueden registrar diferencias significativas en su evolución cíclica, en la respuesta a las posibles perturbaciones y en la propia transmisión de la política monetaria. Charles Wyplosz, entre otros, ha llegado a resultados que constatan la existencia de diferencias en las estimaciones realizadas de las funciones de reacción de Taylor en los distintos países participantes y en el área del euro en su conjunto. En el Servicio de Estudios del Banco de España se ha llegado a resultados que apuntan en la misma dirección en el terreno de la estabilidad y controlabilidad de los agregados monetarios y en la propia evolución de la inflación como consecuencia de las diferencias en el crecimiento de la productividad y en la flexibilidad de las economías.

En este ámbito, la única regla aceptable es que la política monetaria se rija por las condiciones del conjunto del área, lo que implica no tener en consideración las condiciones locales o regionales (aunque estas han de ser bien conocidas y estudiadas). De ello se derivan dos importantes consecuencias. Es inevitable que, como resultado de las diferencias de tamaño de las economías nacionales, el tono de la política monetaria única esté más influido por las condiciones prevalecientes en los países más grandes. Un rebrote de la inflación de un punto porcentual en España apenas implicaría un aumento de una décima en la inflación media de la zona del euro, por lo que difícilmente cabría esperar alguna reacción de la política monetaria común. La situación sería diferente si el mismo problema surgiera en Alemania o en Francia, pues tendría más influencia sobre el conjunto del área y sobre las decisiones del BCE. La segunda consecuencia es que la

integración monetaria aumenta necesariamente la responsabilidad que los otros componentes nacionales de la política económica han de asumir para asegurar la compatibilidad de sus condiciones macroeconómicas con el tono de la política monetaria única. La adecuada asunción de esta consecuencia resulta crucial para el éxito de los retos que asumen las economías nacionales al integrarse en la moneda única, especialmente las de pequeña y mediana dimensión que tienen que afrontar, por las razones ya señaladas, una renuncia a la soberanía mayor. Este tema ha sido tratado en España con justificada reiteración, por lo que no parece necesario insistir más en esta ponencia, que tiene un contenido distinto.

### **2.3 La armonización de los procedimientos operativos**

La tercera condición previa que ha centrado gran parte del trabajo preparatorio es la que se refiere a la existencia de unas prácticas operativas homogéneas y de un grado de armonización suficiente entre los procedimientos que los bancos centrales nacionales utilizan para la instrumentación descentralizada de la política monetaria. Este en un terreno muy amplio en el que ha sido necesario resolver una casuística muy prolífica. En el ámbito de la ejecución de la política monetaria única, la consecución de la necesaria uniformidad en el tono de las condiciones monetarias en un marco descentralizado no sólo requiere que el nivel de los tipos de interés oficiales se equipare en todos los países participantes, sino que los instrumentos utilizados por los distintos bancos centrales para el control de la liquidez sean idénticos y que las entidades con las que éstos operan estén sujetas a un marco operativo armonizado.

Según el esquema acordado, el SEBC utiliza, principalmente, operaciones de mercado abierto, a través de las cuales guía la evolución de los tipos de interés y señaliza la orientación de la política monetaria, y dispone de unas facilidades permanentes de crédito y depósito con las que se limitan los movimientos de los tipos de interés de mercado dentro de una banda.

Estas operaciones se ejecutan, con carácter general, de forma descentralizada por los bancos centrales nacionales y, sólo en circunstancias muy excepcionales, procederá el BCE a llevar a cabo de manera centralizada las operaciones de ajuste de la liquidez. Por último, el cumplimiento del coeficiente de caja, por parte de las entidades bancarias se hace también de forma descentralizada, a través de las cuentas que estas entidades mantienen con el banco central del país donde se encuentren localizadas.

Los instrumentos principales de financiación del SEBC son las subastas decenales de inyección de liquidez por un plazo de 14 días y las subastas mensuales de financiación a tres meses. El BCE ha decidido iniciar las subastas semanales a un tipo de interés fijo del 3%, administrando la liquidez que suministra mediante el prorrateo de las cantidades. Por su parte, las subastas mensuales se realizan a tipo de interés variable, con el fin de no emitir señales sobre los tipos de interés a través de este instrumento.

A su vez, los tipos de interés de las facilidades permanentes han sido fijados en el 4,5% para la facilidad marginal de crédito y en el 2% para la facilidad de depósito. El carácter asimétrico de la banda, en relación al tipo de la subasta semanal pretende señalar el nivel relativamente bajo de los tipos de interés con los que se inicia la unión monetaria. No obstante, durante las primeras semanas -hasta el día 20 de enero-, se mantuvo transitoriamente un pasillo muy estrecho se solo cincuenta puntos básicos (entre el 2,75% y el 3,25%) con el fin de facilitar la adaptación de las entidades a las nuevas posibilidades de obtención de liquidez en operaciones transfronterizas, sin que ello supusiera una variabilidad excesiva de los tipos de interés.

Los trabajos de armonización han sido especialmente importantes en el terreno de los procedimientos de toma y movilización de las garantías, tanto para el caso ya mencionado del crédito intradía en el sistema TARGET como para todos los préstamos de inyección de liquidez en las operaciones de política monetaria. Para ello, ha habido que establecer unos criterios objetivos

para la selección de los activos de garantía, para el control de los riesgos implícitos y para su asunción, en cada caso, por parte de los integrantes del SEBC. Paralelamente, se ha puesto en marcha un sistema de corresponsalía de valores entre bancos centrales, que sirve de conexión entre estos a la hora de constituir y movilizar las garantías entre los distintos países de la Unión.

Esta es una cuestión delicada, que si no se resuelve adecuadamente podría interferir en la unicidad del mercado monetario y de las señales de política monetaria, pues los requerimientos de liquidez no se distribuyen homogéneamente a través de la zona euro y las disponibilidades de activos de garantía, al responder a características específicas de los mercados nacionales, son muy diferentes entre países y no se corresponden con las necesidades de financiación del SEBC.

La instrumentación de las medidas armonizadas necesarias ha requerido cambios profundos en la base jurídico-legal que en todos los países respaldan la relación de cada banco central nacional con sus contrapartidas, para adaptarlas al marco establecido por el BCE.

### **3. El modelo de política monetaria del SEBC**

Una vez establecidas la condiciones de infraestructura financiera a escala del área del euro que hacen posible la existencia de una política monetaria única y un manejo eficiente de la misma, procede adentrarse en el modelo que el BCE ha diseñado para su instrumentación, entendiendo por tal modelo la definición de sus objetivos y el esquema de análisis en el que se basa la toma de decisiones para su consecución.

#### **3.1 Objetivo final: la estabilidad de los precios**

La primera cuestión que surge en este terreno es el alcance y significado del mandato estatutario de perseguir, como fin primordial, la estabilidad de los precios en el conjunto del área. Dicho mandato se basa en

la doble convicción de que existe una relación de complementariedad, a largo plazo, entre crecimiento económico y estabilidad de precios y de que la inflación es, en el largo plazo, un fenómeno monetario. Desde esta convicción, avalada por un abundante número de experiencias, parece justificado optar por un modelo de política monetaria claramente orientado a la consecución de la estabilidad de los precios a medio y largo plazo, sin que ello quiera decir que la política monetaria esté en condiciones de alcanzar, por sí sola, dicho objetivo ni que deba desentenderse de otros aspectos relevantes de la situación económica como el crecimiento y el empleo.

Este mandato genérico implica que la política monetaria no debe acomodar las presiones inflacionistas que surjan en el área sino que debe tratar de contrarrestarlas e impedir que se propaguen y arraiguen, manteniendo una orientación estabilizadora que sirva de anclaje a las expectativas de los agentes económicos. Ahora bien, esta orientación que sirve para definir el papel institucional del SEBC y el marco de sus responsabilidades frente a los restantes gestores de la política económica y a los organismos de control democrático, dice muy poco respecto a la conducta de la política monetaria, en su doble vertiente de los procesos internos de decisión y de su presentación y explicación a los mercados y al público en general.

### **3.2 El papel de las reglas de reacción automática**

En este terreno se ha desarrollado una extensa literatura sobre la conveniencia de traducir la orientación o el mandato genérico de perseguir la estabilidad de los precios en una regla precisa que reduzca el margen de discrecionalidad de las autoridades monetarias y establezca un marco claro para juzgar si sus actuaciones se ajustan a dicho mandato. La existencia de tales reglas permitiría aumentar la reputación de las políticas monetarias adecuadamente conducidas, permitiéndoles conseguir los fines propuestos con el menor coste posible.

Aunque no se pretende abordar aquí con rigor y precisión un tema tan complejo como este, si importa señalar, a la hora de considerar la implantación en la práctica de un determinado modelo de política monetaria, que la historia del seguimiento de reglas rígidas es, en términos generales, la historia de una reiterada frustración, que solo en casos muy peculiares y excepcionales ha rendido los frutos que el análisis teórico prometía. Las reglas que se han establecido en términos de diversas variables monetarias o financieras no se han podido seguir con el automatismo pretendido, resultando inevitable un cierto grado de interpretación o discrecionalidad. Solo algunas experiencias de tipos de cambio fijo no ajustables ("currency board") han resultado exitosas, cuando se han cumplido un conjunto de condiciones muy exigentes.

### **3.3 El esquema de objetivos monetarios**

Descartadas las reglas mecánicas o automáticas, menos justificadas en las excepcionales circunstancias del inicio de la unión monetaria en las que la incertidumbre sobre las relaciones entre las variables financieras y las variables finales es muy elevada, la definición de un modelo de política monetaria consiste, básicamente, en diseñar un esquema de objetivos monetarios que permita relacionar el patrón de conducta del BCE con los fines pretendidos a los ojos de los mercados y de los agentes económicos. Los objetivos monetarios, así entendidos, más que una regla de reacción automática son un soporte analítico para la toma de decisiones y un mecanismo de transparencia en el que basar la explicación de las actuaciones -dentro del inevitable margen de discrecionalidad existente- y la necesaria rendición de cuentas.

Desde esta perspectiva, el BCE ha decidido establecer un esquema de objetivos que combina elementos de una estrategia basada en el control de un agregado monetario relevante con algunos elementos de las estrategias orientados a los objetivos directos de inflación. En favor de lo primero jugaba

la pretensión de heredar el prestigio ganado, en el terreno de la estabilidad, por el modelo seguido por el Bundesbank y la confianza de que la internalización de una parte importante de los flujos financieros transfronterizos en un área monetaria amplia ayude a superar la inestabilidad de la demanda de dinero que se ha registrado durante los últimos años en algunos de los países participantes. En favor de lo segundo pesaba la incertidumbre que existe sobre el impacto que los cambios estructurales que implica la UEM pueda tener sobre la relación entre los agregados monetarios y los precios y los riesgos que entrañaba para la credibilidad futura la asunción de un compromiso, en tales circunstancias, con unos objetivos muy precisos para un agregado monetario.

Teniendo en cuenta estos condicionantes, el esquema de política monetaria adoptado por el BCE se basa en los siguientes elementos.

En primer lugar, se ha cuantificado de manera precisa el concepto de estabilidad de precios que deberá perseguirse en un horizonte de medio plazo. Dicho concepto se ha concretado en "un incremento anual del Índice Armonizado de Precios de Consumo para el área del euro inferior al 2%".

Paralelamente a la aceptación de esta definición, que está llamada a desempeñar un cometido central en la política monetaria del BCE, se ha decidido otorgar un papel destacado a la cantidad de dinero en la toma de decisiones de política monetaria, para lo cual se ha establecido un valor de referencia para el agregado monetario relevante, que pretende servir de guía para valorar si las condiciones de crecimiento de la liquidez son coherentes con la finalidad perseguida en el terreno de la estabilidad de los precios. El agregado monetario seleccionado es la M3 del área del euro, que está definida como la suma de las tenencias de los residentes en dicha zona en efectivo, depósitos y otros pasivos bancarios a plazo inferior a dos años y participaciones en los fondos del mercado monetario. El primer valor de referencia se ha fijado en el 4,5%, tasa que se ha derivado a partir de la

definición cuantitativa adoptada para hacer operativo el concepto de la estabilidad de precios y del comportamiento tendencial del PIB y de la velocidad de circulación de M3 en el área del euro. Dicho valor de referencia podrá revisarse en diciembre de 1999 a la luz de la experiencia adquirida.

Finalmente, con el fin de evitar cualquier interpretación mecanicista de la referencia establecida para la cantidad de dinero, el BCE ha anunciado que sus decisiones se basarán en una valoración global de la evolución de los precios y de sus perspectivas en el área tomando como base una amplia batería de indicadores económicos y financieros. Las decisiones de política monetaria no serán la simple reacción automática frente a las posibles desviaciones del agregado monetario respecto a la referencia establecida, sino que estarán fundamentadas en un análisis cuidadoso y lo más completo posible de las condiciones inflacionistas en el área del euro.

#### **4. Las condiciones monetarias al inicio de la UEM**

Esta estrategia de política monetaria ha sido empleada, de manera casi simultánea a su anuncio, en la fijación del tipo de interés de la inicio de la unión monetaria en el 3%. Como se sabe, a principios del pasado mes de diciembre los BCNs decidieron, en una acción concertada, reducir sus tipos de interés hasta ese nivel de convergencia, a la vez que el BCE anunciaba que ese sería su tipo de intervención en el futuro entonces predecible.

Dicha acción, que colocaba el nivel del tipo de interés al comienzo de la UEM por debajo de lo que se había estado esperado en los últimos meses, reflejaba un diagnóstico sobre la situación de la zona euro caracterizado por la ausencia de riesgos inflacionistas y por la existencia de ciertos peligros de desaceleración de la recuperación económica en el conjunto del área, como consecuencia de los posibles efectos contractivos de la crisis financiera internacional.

La evolución de la inflación en el área registra una tasa muy ligeramente por encima del 1% y aunque apunta hacia un cierto aumento, como consecuencia principalmente de las subidas de impuestos en algunos países, su mantenimiento dentro del rango compatible con la estabilidad de los precios parece asegurada en el horizonte previsible.

En cambio, el dinamismo económico se ha visto ralentizado en algunas zonas importantes de la Unión, como consecuencia, principalmente, del efecto de la crisis financiera internacional sobre las exportaciones y la confianza de las empresas. Aunque los riesgos más importantes suscitados durante la fase más aguda de la crisis parecen haberse ido suavizando a finales de 1998, el clima de incertidumbre dista de haber sido superado y no cabe descartar que siga frenando las posibilidades de crecimiento en el conjunto de la zona. La evolución del agregado monetario en el área está en línea con este diagnóstico, de manera que su tasa de crecimiento anual de la media de los tres últimos meses -que es la tasa que el BCE va a utilizar para su seguimiento- se encontraba a finales de noviembre en el 4,7%, a pesar de que se habían registrado algunos desplazamientos financieros hacia los activos más líquidos -participaciones en los fondos de los mercados monetarios sobre todo-, como consecuencia de los bajos niveles de los tipos de interés. En estas circunstancias, una bajada preventiva de los tipos de interés parecía justificada y coherente con el mantenimiento de la estabilidad de la zona.

De esta forma, la UEM puede comenzar su andadura con unas condiciones monetarias favorecedoras del crecimiento económico, que al estar ancladas en unas perspectivas favorables de estabilidad de precios, propician la solidez y el prestigio de la nueva moneda.