

26.07.2022

Inflación y crecimiento: retos para la política económica

Encuentro Foros de Vanguardia

Pablo Hernández de Cos

Gobernador

Buenas tardes. Es un placer para mí participar en este encuentro, organizado por La Vanguardia. Me gustaría aprovechar esta intervención para explicar las decisiones más recientes en relación con la política monetaria del BCE, en particular las que adoptamos el pasado jueves. Para ello, permítanme enmarcar previamente estas decisiones en el actual contexto macroeconómico y el episodio inflacionista. En la parte final de mi intervención, describiré también brevemente el papel que otras políticas económicas pueden desempeñar para afrontar los retos actuales.

El contexto macroeconómico

El contexto actual está caracterizado por una incertidumbre extraordinaria. La actividad económica en el área del euro se está desacelerando, lastrada por la guerra de Ucrania. El impacto de los mayores costes energéticos y de materias primas en las empresas y el efecto de la alta inflación en el poder adquisitivo de los hogares, junto a la persistencia de las restricciones de oferta, las disrupciones en las cadenas de suministro y la mayor incertidumbre están teniendo un efecto negativo sobre la economía.

Como ilustración, según la estimación provisional publicada la semana pasada, en julio el PMI compuesto de producción de la UEM disminuyó 2,6 puntos hasta 49,4 (situándose en zona recesiva -valores inferiores a 50 puntos- por primera vez desde febrero de 2021)¹. En conjunto, estos factores están ensombreciendo considerablemente también las perspectivas para la segunda mitad de 2022 y a más largo plazo.

Al mismo tiempo, la actividad económica sigue beneficiándose de la reapertura de la economía, que está apoyando el gasto en servicios, en particular en el sector turístico, la fortaleza del mercado de trabajo, el soporte del ahorro acumulado por los hogares durante la pandemia y el apoyo de la política fiscal, tanto a escala nacional como europea, con la implementación de los proyectos asociados a los fondos NGEU.

En este contexto, las previsiones del Eurosistema publicadas el pasado junio preveían un crecimiento del PIB real del 2,8 % en 2022 (si bien, dos puntos porcentuales corresponden a efectos de arrastre de 2021) y del 2,1 % en 2023 y 2024. Estas previsiones suponían una nueva revisión a la baja. Comparadas, por ejemplo, con las de diciembre de 2021, anticipan un crecimiento más bajo de 1,4 y 0,8 puntos de PIB en 2022 y 2023, respectivamente. Por su parte, la semana pasada se publicó la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del Banco Central Europeo (BCE) del tercer trimestre de 2022, realizada a principios de julio. Esta encuesta muestra que las expectativas de crecimiento del PIB real se han revisado de nuevo a la baja a partir del segundo trimestre de 2022, hasta situarse en el 2,8% en 2022 y el 1,5% en 2023 (ocho décimas inferior a la anterior encuesta) y el 1,8% en 2024.

Hay que subrayar, no obstante, que las proyecciones del Eurosistema están construidas bajo el supuesto de que las sanciones a Rusia se mantendrán hasta el final del horizonte de proyección, que la fase más intensa de la guerra continuará hasta el final del año sin una extensión adicional, que las disrupciones en la oferta de energía no llevarán a un

¹ La reducción se debió al descenso tanto del componente del sector servicios (de 2,4 puntos hasta 50,6, su valor mínimo en 15 meses) como del PMI del sector manufacturero (de 3,2 puntos hasta 46,1, segundo mes en zona recesiva).

raconamiento en los países del área del euro, y que los cuellos de botella se irán reduciendo progresivamente hasta el final de 2023.

No obstante, una prolongación de la guerra en Ucrania sigue siendo un riesgo significativo a la baja para el crecimiento, especialmente si el suministro de energía de Rusia se interrumpiera, y diera lugar a un racionamiento para las empresas y los hogares. Asimismo, la guerra podría empeorar adicionalmente la confianza y agravar las restricciones de oferta, al tiempo que los costes de la energía y de los alimentos podrían mantenerse en niveles más altos de lo esperado de forma persistente. Una desaceleración más rápida del crecimiento mundial supondría también un riesgo para las perspectivas de la zona del euro.

De hecho, dada la notable incertidumbre existente en torno a estas perspectivas, las proyecciones de junio se complementaron con un escenario bajista que refleja la posibilidad de que se produzcan disrupciones graves en el suministro energético a Europa que se traducirían en nuevas subidas de los precios de la energía y en recortes de producción. En este escenario, el PIB real crecería solo un 1,3 % en 2022, se contraería un 1,7 % en 2023 y, pese a recuperarse en 2024 con un crecimiento del 3 %, se mantendría muy por debajo del nivel del escenario de referencia durante todo el horizonte de proyección.

El episodio inflacionista

En el terreno de la inflación, desde mediados de 2021 hemos sido testigos de un episodio inflacionista a escala global más persistente de lo esperado inicialmente. Dicho episodio se ha intensificado en los últimos meses como consecuencia de la guerra en Ucrania y se ha propagado a numerosos componentes de la cesta de consumo.

En junio, la inflación del área del euro volvió a incrementarse, alcanzando el 8,6 %. Este registro supone el nivel más alto de inflación para el conjunto de la eurozona desde el inicio del euro. Tan solo un año antes, en junio de 2021, este dato era del 1,9 %.

El principal factor detrás de este incremento sigue siendo el componente energético. Pero la inflación de los alimentos también continuó aumentando y se situó en el 8,9 % en junio, como reflejo, en parte, de la importancia de Ucrania y de Rusia como productores de bienes agrícolas.

La persistencia de cuellos de botella en la oferta de bienes industriales y la recuperación de la demanda, en especial en el sector servicios, también están contribuyendo a las elevadas tasas de inflación actuales.

Además, las presiones inflacionistas se están propagando cada vez a más sectores, en parte debido al impacto indirecto de los altos costes de la energía en toda la economía. En consecuencia, la mayoría de los indicadores de la inflación subyacente han seguido aumentando. El aumento de las presiones inflacionistas se debe también a la depreciación del tipo de cambio del euro.

De cara al futuro más inmediato, las proyecciones apuntan a que la inflación se mantendrá en valores muy elevados debido a la continuación de las presiones de los precios de la energía y de los alimentos y a las presiones latentes en el proceso de formación de precios.

También por los efectos de la reapertura de la economía y de la escasez de oferta a escala mundial.

Pero a más largo plazo, si no se producen nuevas disrupciones, los costes de la energía deberían estabilizarse y los cuellos de botella en la oferta deberían atenuarse, lo que, junto con la normalización de la política monetaria en curso, respaldaría el retorno de la inflación a nuestro objetivo.

En este contexto, el comportamiento del mercado de trabajo y las expectativas de inflación resultan fundamentales. En el primer caso, el desempleo en el área del euro descendió hasta un mínimo histórico del 6,6 % en mayo. Las ofertas de empleo en muchos sectores muestran una demanda de empleo sólida. El crecimiento de los salarios ha continuado aumentando de forma gradual durante los últimos meses, aunque en general, sigue contenido. Por su parte, la mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan actualmente en torno al 2 %, si bien las revisiones recientes de algunos indicadores por encima del objetivo requieren un seguimiento continuo.

Las proyecciones del Eurosistema publicadas en junio mostraban que la inflación seguiría siendo muy elevada durante la mayor parte de 2022, situándose en un promedio del 6,8 %, antes de descender gradualmente a partir de 2023, hasta el 3,5%. A partir de ahí, convergiría hacia el objetivo de inflación del BCE en el segundo semestre de 2024 (2,1%). El descenso esperado en 2023 y 2024 refleja, principalmente, la moderación prevista de los precios de la energía y de las materias primas alimenticias si no se producen perturbaciones adicionales, implícita en los precios de los futuros. Asimismo, la normalización en curso de la política monetaria contribuirá a la moderación de la inflación, con los habituales desfases en la transmisión.

La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se mantendrá en niveles muy elevados hasta finales de 2022. Pero se espera que posteriormente descienda a medida que disminuyan las presiones alcistas derivadas de la reapertura de la economía y se reduzcan los cuellos de botella en la oferta y las presiones sobre los costes de los bienes intermedios energéticos.

La recuperación económica en curso, el tensionamiento de los mercados de trabajo y algunos efectos de la compensación por el aumento de la inflación sobre los salarios —que se espera que crezcan a tasas muy superiores a sus medias históricas— implican una inflación subyacente elevada hasta el final del horizonte de proyección, aunque el escenario de referencia se basa en el supuesto de que las expectativas de inflación a largo plazo se mantendrán firmemente ancladas.

En todo caso, los riesgos para las perspectivas de inflación siguen al alza y se han intensificado, particularmente a corto plazo. A medio plazo, estos riesgos incluyen un empeoramiento duradero de la capacidad de producción de nuestra economía, unos precios de la energía y de los alimentos persistentemente altos, un aumento de las expectativas de inflación por encima de nuestro objetivo y subidas salariales mayores de lo previsto. Sin embargo, un debilitamiento de la demanda a medio plazo reduciría las presiones inflacionistas.

En el escenario bajista mencionado con anterioridad, que refleja la posibilidad de que se produzcan interrupciones graves en el suministro energético a Europa, la inflación media se situará en el 8,0 % en 2022 y en el 6,4 % en 2023, y caerá hasta el 1,9 % en 2024, por debajo de las proyecciones de referencia.

La respuesta de la política monetaria del BCE ante el repunte inflacionista

En diciembre de 2021, el Consejo de Gobierno del BCE inició un proceso de normalización de la política monetaria, con la retirada progresiva del extraordinario estímulo monetario implementado durante la pandemia, una vez cumplido el objetivo de contrarrestar el impacto adverso de la misma en la senda de inflación proyectada a medio plazo.

La actuación del BCE se ha enmarcado en la nueva estrategia aprobada en 2021, que establece un objetivo de inflación del 2 % en el medio plazo y de carácter simétrico. Un marco que se concretó mediante el compromiso (*forward guidance*) de supeditar el eventual primer incremento de los tipos de interés a que la inflación esperada se sitúe en el 2 % en un horizonte de año y medio y se mantenga en torno a ese nivel en el medio plazo, y a que la evolución de la inflación subyacente sea compatible con una inflación que se estabiliza en el 2 % a medio plazo. Las compras netas del programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés) también se ligaban a estas condiciones, al señalar que los tipos de interés solo aumentarán algún tiempo después del fin de las compras.

Sobre esta base, en primer lugar, en marzo finalizamos las compras netas de nuestro programa de compras de emergencia frente a la pandemia, o PEPP (por sus siglas en inglés) y acordamos una reducción gradual de las compras netas de nuestro programa de compras de activos, o APP (por sus siglas en inglés).

En segundo lugar, en junio, decidimos que, una vez se cumplieron las tres condiciones establecidas por nuestra *forward guidance* para subir los tipos de interés, las compras netas del APP finalizarían el 1 de julio, y comunicamos nuestra intención de aumentar los tipos de interés en 25 puntos básicos en julio y de volverlos a elevar en la reunión de septiembre.

En tercer lugar, en una reunión ad hoc en ese mes de junio, decidimos activar la flexibilidad en la reinversión del principal de los valores de la cartera del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) que vayan venciendo, como primera línea de defensa para contrarrestar los riesgos para el mecanismo de transmisión relacionados con la pandemia que estábamos observando.

En cuarto lugar, en la última reunión del Consejo de Gobierno celebrada el pasado jueves, decidimos elevar los tres tipos oficiales del BCE en 50 puntos básicos, hasta situar en el 0% el tipo de la facilidad de depósito, abandonando así los valores negativos por primera vez desde 2014. En paralelo, hemos aprobado un nuevo Instrumento para la Protección de la Transmisión (TPI, por sus siglas en inglés) de la política monetaria.

Esto es, consideramos adecuado un incremento de los tipos de interés más elevado de lo indicado en nuestra reunión anterior. Esta decisión estuvo basada en dos razones. En primer lugar, la valoración actualizada de los riesgos para la inflación, incluyendo la materialización de algunos riesgos al alza en el corto plazo. En segundo lugar, hemos tenido

en cuenta el apoyo reforzado que para la transmisión efectiva de la política monetaria proporciona el nuevo TPI.

Esta subida de 50 puntos básicos supone un adelantamiento de la salida de los tipos de interés negativos, pero no implica un aumento en el nivel terminal de la senda de tipos. El ritmo al que nos acerquemos a ese nivel vendrá determinado por los datos que observemos en las reuniones venideras y cómo afectan a nuestro objetivo de inflación del 2% a medio plazo. En otras palabras, las decisiones sobre los tipos de interés se adoptarán en cada reunión.

Asimismo, el Consejo de Gobierno prevé seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del APP que vayan venciendo durante un período prolongado tras este primer incremento de los tipos de interés. En todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de amplia liquidez y una orientación adecuada de la política monetaria. En lo que se refiere al PEPP, se prevé reinvertir el principal de los valores adquiridos en el marco del programa que vayan venciendo al menos hasta el final de 2024. En todo caso, la futura extinción de la cartera del PEPP se gestionará de forma que se eviten interferencias con la orientación adecuada de la política monetaria.

Tal y como cabía esperar, el proceso de normalización iniciado en diciembre se ha traducido en un aumento de los tipos de interés a corto y largo plazo en el área del euro. Concretamente, la tasa OIS a diez años, que aproxima el tipo de interés libre de riesgo de la eurozona, se ha elevado en 143 pb desde el comienzo del año, mientras que el Euribor a 12 meses ha aumentado en 170 pb. Por su parte, la prima de riesgo de la deuda pública española a 10 años aumentó en este período en 44 pb.

El nuevo Instrumento para la Protección de la Transmisión (TPI)

El TPI es necesario para apoyar la transmisión efectiva de la política monetaria. Mientras seguimos normalizando la política monetaria, el TPI asegurará su adecuada transmisión a todos los países de la zona del euro. Su creación surge de nuestro convencimiento de que la unicidad de nuestra política monetaria es condición indispensable para que el BCE pueda cumplir su mandato de mantener la estabilidad de precios.

El TPI se sumará así a nuestro conjunto de herramientas y podrá activarse para contrarrestar dinámicas de mercado injustificadas y desordenadas que constituyan una seria amenaza para la transmisión de la política monetaria en el conjunto de la zona del euro. Al salvaguardar el mecanismo de transmisión, el TPI permitirá al Consejo de Gobierno cumplir con mayor efectividad su mandato de mantener la estabilidad de precios.

Sujeto al cumplimiento de los criterios establecidos, el Eurosistema podrá comprar en el mercado secundario valores emitidos en jurisdicciones que experimenten un deterioro no justificado por los fundamentos económicos de sus condiciones de financiación con el fin de contrarrestar, en la medida en que sea necesario, los riesgos para el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

El volumen de las compras en el marco del TPI dependerá de la gravedad de los riesgos para la transmisión de la política. No se han establecido restricciones ex ante para las compras.

Las características fundamentales del nuevo instrumento son:

Parámetros de las compras: las compras se centrarían en valores del sector público con un vencimiento residual de entre uno y diez años. Si procede, podrían considerarse compras de valores del sector privado.

Criterios de elegibilidad: el Consejo de Gobierno tendrá en cuenta una lista acumulativa de criterios para evaluar si las jurisdicciones en las que el Eurosistema puede realizar compras en el marco del TPI aplican políticas fiscales y macroeconómicas sólidas y sostenibles. En particular, los criterios incluyen: (1) el cumplimiento del marco fiscal de la UE; (2) la ausencia de desequilibrios macroeconómicos graves; (3) que la trayectoria de la deuda pública es sostenible; (4) el cumplimiento de los compromisos recogidos en los planes de recuperación y resiliencia y las recomendaciones en el ámbito fiscal específicas formuladas en el contexto del Semestre Europeo.

Activación: se basará en una valoración exhaustiva de los indicadores de mercado y de transmisión de la política monetaria, y una evaluación de los criterios de elegibilidad y de que la activación es proporcionada. Las compras terminarían tras una mejora duradera de la transmisión o si se considerara que las tensiones persistentes se deben a fundamentos económicos de los países.

Relación con la orientación de la política monetaria: si se activa el TPI, el Consejo de Gobierno abordará las implicaciones para el tamaño de la cartera agregada de valores de deuda mantenidos con fines de política monetaria del Eurosistema y para el volumen del exceso de liquidez. Las compras en el marco del TPI se llevarían a cabo de forma que no tengan un impacto persistente en el balance total del Eurosistema y, por tanto, en la orientación de la política monetaria.

En definitiva, estamos preparados para ajustar todos nuestros instrumentos para asegurar que la inflación se estabilice en nuestro objetivo del 2 % a medio plazo. Nuestro nuevo TPI salvaguardará la transmisión fluida de nuestra política monetaria al conjunto de la zona del euro a medida que seguimos ajustando la orientación para hacer frente a la alta inflación.

El papel del resto de políticas económicas

Permítanme abordar brevemente el posible papel del resto de políticas económicas, tanto en el entorno europeo como en España.

En primer lugar, en el contexto del episodio inflacionista actual, hay que destacar que el comportamiento de los márgenes empresariales y los salarios resulta fundamental para evitar una retroalimentación que acabe generando una espiral inflacionista. Este es precisamente el objetivo principal y prioritario del **pacto de rentas** cuya puesta en marcha hemos preconizado desde el Banco de España en los últimos meses. Este pacto consistiría en un acuerdo entre empresas y trabajadores, en el marco del diálogo social, para compartir

la inevitable merma de renta nacional que implica el aumento de los precios de las importaciones de materias primas.

La **política fiscal** también debería jugar un papel relevante en este contexto, evitando un impulso fiscal generalizado y el uso de cláusulas de indexación automáticas en las partidas de gasto. Por el contrario, sería deseable centrar los esfuerzos en el apoyo a los hogares de rentas más bajas, que son los que más padecen el impacto de la inflación, y a las empresas más vulnerables a esta nueva perturbación. Además, las medidas que se implementen deben tener una naturaleza temporal, para no generar un incremento adicional del déficit público estructural. Su diseño debe también evitar que se produzcan distorsiones significativas sobre las señales proporcionadas por los precios.

Pero compensar los efectos negativos de la perturbación de oferta que estamos sufriendo exige también una **aplicación ambiciosa de políticas que incrementen las tasas de crecimiento de la productividad y del PIB potencial**. En el contexto de la ejecución del programa NGEU, esto exige una rigurosa selección de los proyectos de inversión, de forma que maximicen la complementariedad con la inversión privada y generen un efecto tractor sobre ella². Pero también exige que se acompañe de reformas estructurales facilitando, por ejemplo, la reasignación de recursos entre empresas y sectores.

En efecto, en un trabajo reciente del Banco de España³, se muestra que, si en el marco del programa NGEU se seleccionasen proyectos con una elevada complementariedad entre inversión pública y privada y la aplicación de reformas estructurales redujera las rigideces en los mercados de productos y de trabajo, la tasa de crecimiento potencial de la economía española al final de esta década podría situarse en torno al 2%, frente al 1% en ausencia de estos efectos.

En paralelo, **es indispensable garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas nacionales**. Un marco que garantice la sostenibilidad de las finanzas públicas es imprescindible para el buen funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Para ello, la Comisión Europea está llevando a cabo una revisión del marco de reglas fiscales. En este sentido considero que sería conveniente simplificar el marco mediante una regla de crecimiento del gasto y un ancla en la ratio de deuda sobre el PIB, así como potenciar la capacidad de los países para acumular colchones fiscales en periodos de bonanza económica para utilizarlos en momentos de crisis.

En el caso de España, el refuerzo de la sostenibilidad de las cuentas públicas requiere que la política fiscal adopte una estrategia de medio plazo. Esta debería materializarse en la definición ya de un plan de consolidación fiscal plurianual para su ejecución una vez superados los efectos económicos de la pandemia y de la guerra en Ucrania. Dicho plan

² En línea con los resultados obtenidos en Alloza, M., Leiva León, D., y Urtasun, A. (2022). La respuesta de la inversión privada a un incremento de la inversión pública. Boletín económico/Banco de España n. 2, 2022.

³ Cuadrado, P., Izquierdo, M., Montero, J. M., Moral-Benito, E., y Quintana, J. (2022). El crecimiento potencial de la economía española tras la pandemia. Documentos ocasionales-Banco de España, (8), 1-28.

debería contar con un amplio consenso político, y acompañarse de una revisión de la eficiencia del gasto público y del sistema impositivo e incorporar a todos los niveles de las administraciones públicas. Además de los beneficios de dicha estrategia en el medio y largo plazo, la definición temprana de este plan generaría mayor certidumbre y confianza en las políticas públicas, lo cual resulta particularmente relevante en el contexto de normalización de la política monetaria que he descrito.

En todo caso, el desarrollo del conflicto de Ucrania y las consiguientes sanciones y represalias han revelado con crudeza las vulnerabilidades y dependencias de la UE en sectores clave, como la energía, así como las disparidades entre países miembros en sus exposiciones a estas tensiones. Un desafío de esta magnitud subraya la importancia de responder de forma conjunta a los riesgos comunes. **La respuesta a la guerra de Ucrania debe ser, una vez más, más Europa.**

En respuesta a este reto común se ha puesto un mayor énfasis en la **«autonomía estratégica» europea**. Este episodio nos ha demostrado que las políticas estructurales a nivel europeo que favorezcan la integración y la interconexión de los mercados europeos —incluidos los energéticos— y refuercen el mercado único⁴, no solo permitirán una mayor resistencia a las perturbaciones, sino que también redundarán en un aumento de la competitividad.

En este sentido, hay que establecer **mecanismos de financiación conjunta** que permitan salvaguardar ese esfuerzo común sin lastrar excesivamente o de forma muy desigual las finanzas públicas nacionales. La existencia de una financiación común permitiría a las instituciones europeas financiar programas a gran escala sujetos a un estándar de calidad común y evaluar su cumplimiento de manera homogénea.

Otro ámbito en el que es indispensable **avanzar es en la ampliación de los mecanismos —públicos y privados— de compartición de riesgos en la UE.**

En primer lugar, la UEM necesita dotarse de una capacidad de estabilización macroeconómica permanente, con capacidad impositiva y de endeudamiento, que complemente la acción de la política monetaria única.

En segundo lugar, es imprescindible completar la Unión Bancaria con la construcción de un sistema europeo de garantía de depósitos. Un fondo común con mutualización de riesgos reduciría el vínculo entre los riesgos bancario y soberano, que tan dañino demostró ser en la crisis de deuda soberana europea, y alinearía la responsabilidad financiera con la toma centralizada de decisiones de supervisión y resolución bancarias. También es necesario eliminar las barreras regulatorias que obstaculizan un auténtico mercado bancario europeo.

En tercer lugar, avanzar en la construcción de la Unión de los Mercados de Capitales es esencial para aumentar la resiliencia de la UEM ante perturbaciones macrofinancieras,

⁴ Tales como los proyectos importantes de interés común europeo, que incluyen el desarrollo de baterías, la microelectrónica, el hidrógeno o los servicios en la nube, entre otros.

distribuir mejor los costes de las perturbaciones asimétricas o idiosincráticas, reducir los riesgos de fragmentación financiera y proporcionar un entorno más favorable para la inversión privada. En la actualidad, el tamaño relativamente reducido de los mercados de renta variable y el sustancial sesgo nacional en las carteras de activos limitan la compartición de riesgos en el área. Además, una Unión de los Mercados de Capitales más profunda puede mejorar la canalización del abundante ahorro agregado hacia la inversión en infraestructura, energía e innovación, áreas en las que la inversión privada es crucial⁵.

Por último, un elemento clave para un verdadero mercado europeo de capitales más integrado y profundo sería un volumen suficiente de activos seguros paneuropeos. Un activo seguro europeo se convertiría en una referencia común para los inversores, permitiendo que los precios de los valores de toda la UEM reflejasen mejor el riesgo de sus fundamentales. Asimismo, facilitaría el desarrollo y la integración de los mercados financieros del área, y los movimientos en busca de la calidad crediticia ya no producirían flujos transfronterizos a los países considerados más seguros. Y tendría también su reflejo en una mayor confianza de los inversores internacionales en el proyecto europeo, contribuyendo a potenciar el papel internacional del euro. Todo ello es particularmente relevante en un contexto de tensiones geopolíticas y *shocks* asimétricos.

Avanzar decididamente en completar la Unión Monetaria en estas dimensiones nos permitirá reducir estructuralmente los riesgos de fragmentación financiera y asegurar la adecuada transmisión de la política monetaria lo que facilitaría, a su vez, nuestra actuación de política monetaria.

⁵ Por ejemplo, la inversión pública y la inversión supranacional (de los fondos NGEU) solo podrán cubrir una pequeña parte de las inversiones destinadas a la transición energética estimadas por la Comisión Europea en más de 400 mm de euros anuales durante la próxima década.