

UN ENTORN FINANCER MÉS CONVULS

Josep Lladós

Professor d'Economia (UOC)

La presència d'incerteses en tot allò que envolta l'activitat empresarial és un fet tan habitual com evident. Però l'encadenament de successius períodes de crisi o dificultats econòmiques, els conflictes emergents d'índole geoestratègica i el creixent deteriorament de molts béns públics globals, com el canvi climàtic, la pau i seguretat o la cooperació internacional, fan que el teixit productiu català afronti un entorn financer turbulent, amb incertituds que encara no van a la baixa.

No val a badar, perquè el comportament humà depèn tant de les experiències viscudes com de les expectatives generades. En la mesura que un dels principals problemes de la successió de perturbacions econòmiques és que la familiaritat amb el risc acostuma a generar un efecte de minimització en la seva percepció, fora bo assenyalar els factors diferencials d'incertesa que afegixen més complexitat a l'escenari econòmic actual i dificulten l'acció estratègica del teixit empresarial. Quins elements determinen un entorn financer més enrevessat i inestable?

La travessia de la política monetària: de mar llisa a brava

Un primer punt a considerar és el canvi en la gestió de les polítiques econòmiques, que té la prova més fefaent en l'acció de la política monetària i les seves implicacions en l'economia i el sistema financer. Els bancs centrals entomen un reguitzell de reptes d'alta complexitat mentre gestionen uns nivells d'inflació desconeguts en els darrers quaranta anys. El canvi d'actuació, després d'un dilatat període d'extrema laxitud monetària, s'im-

plementa acceleradament i en un entorn nodrit de vulnerabilitats financeres, amb nivells d'endeutament públic i privat elevats i l'escalada de preus de molts actius, tant financers com immobiliaris.

L'actuació de les autoritats monetàries després de la crisi financera del 2008, mitjançant l'ús d'eines poc convencionals, tractava de mitigar el risc que l'atonía de la demanda derivés en deflació, mentre que, alhora, es pretenia establir un sistema financer en reestructuració. L'objectiu d'estimular l'activitat econòmica va ser compatible amb les fites de la política fiscal, si bé la resposta europea basada en una estricta austeritat va condicionar una incorporació tardana del Banc Central Europeu al *quantitative easing* i una pèrdua de sincronia en el cicle econòmic amb els Estats Units que encara avui s'arrossega.

L'impacte de la pandèmia per COVID-19 va modificar sensiblement l'escenari, amb una forta expansió de la despesa, la inversió i l'endeutament públic. La reactivació econòmica posterior va ser condicionada per perturbacions d'oferta causades per disruptions en les cadenes de subministrament que originaren un primer episodi d'inflació a la segona meitat de 2021, que majoritàriament fou considerat de caràcter transitori. En aquells moments, la combinació de polítiques (*policy mix*) ja esdevenia més reptadora perquè els interessos de les polítiques monetàries i fiscals començaren a divergir i els mecanismes de transmissió econòmica internacional deixaven sentir els seus efectes en els mercats financers.

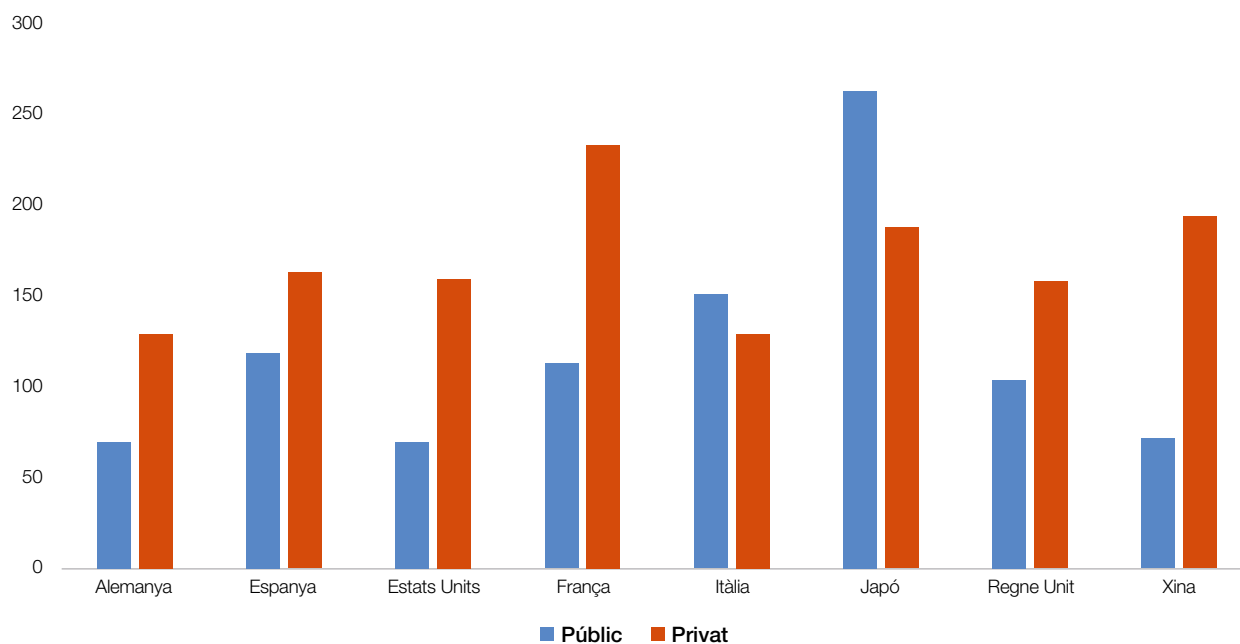
La posició més avançada en el cicle de les economies nord-americanes precipità el canvi d'orientació de la política monetària per les tensions inflacionistes induïdes per la millora de la demanda. Però no fou fins al conflicte bèl·lic generat per la invasió russa d'Ucraïna i els seus efectes en els mercats de l'energia i les primeres matèries que el gruix de bancs centrals canviaren el pas, amb un augment continuat dels tipus d'interès i l'enduriment considerable de les condicions financeres.

Més enllà del seu impacte en el finançament empresarial, el mercat hipotecari, el cost del deute públic o el marge d'actuació disponible per la política fiscal, des de la perspectiva del teixit productiu és essencial assumir com les decisions adoptades per les autoritats monetàries en el passat recent influiran en el futur. Quin és, doncs, el marc de política econòmica en el qual hauran de prendre decisions les empreses catalanes? L'element crucial és comprendre que, a mesura que continuïn augmentant els tipus d'interès, entren en conflicte els objectius de lluita contra la inflació i d'estabilitat del sistema financer, perquè una dècada de condicions financeres excepcionalment acomodaticies, reforçada per la resposta de les polítiques econòmiques a la pandèmia, han deixat governs, empreses i famílies a nivells molt elevats d'endeutament.

La coexistència d'aquest volum de deute amb una inflació elevada és un fenomen sense precedent que genera incertesa també per l'actuació recent de les autoritats monetàries. L'aplicació de polítiques poc convencionals per estimular l'activitat econòmica i protegir el sistema financer va facilitar que els bancs centrals adquirissin massivament actius financers, tant privats com públics, amb l'objectiu de contenir les primes de risc a nivells mínims i proporcionar finançament al sistema. La resposta a la pandèmia i l'esclat de la guerra a Europa van impulsar la despesa pública com també ho va fer la facilitat per finançar el dèficit amb deute a llarg termini a un interès molt baix, distorsionat per les compres efectuades des dels bancs centrals. Un efecte similar perseguia l'establiment de tipus d'interès gairebé nuls a l'hora de proveir finançament a les entitats financeres. La conseqüència directa fou la inflació en la dimensió dels balanços dels bancs centrals per la presència d'un nombre elevat de valors de risc, també presents a l'actiu del sistema bancari.

La persistència d'aquesta política en un entorn d'acceleració dels preus i augment considerable del deute públic i privat va facilitar la distorsió en el preu dels actius als mercats financers,

Gràfic 1. Deute públic i privat (en % del PIB). Any 2021



Font: elaboració pròpia a partir de les dades del FMI.

anestesiar les primes de risc i propiciar que el sector privat confïi cegament en el rol del banc central a l'hora de proporcionar liquiditat al sistema. Els bancs centrals transcendiren el seu tradicional de prestador en darrera instància per esdevenir un nou generador de mercat en darrera instància. En l'actualitat, el sector privat depèn de la liquiditat proporcionada, directament o indirectament, pels bancs centrals i s'ha acomodat a un entorn de tipus d'interès baixos, amb la plena convicció que l'autoritat monetària sempre intervindrà en cas d'un ajust sobtat en els preus dels actius financers o d'un episodi d'insolvència o risc de fallida bancària.

Les conseqüències d'una major complexitat financera

L'enduriment progressiu de les condicions financeres està fent sentir el seu impacte en els mercats d'accions i bons, encarint el cost del deute i generant dubtes sobre el preu d'uns actius financers que ha evolucionat sobre la base d'estabilitat monetària i liquiditat garantida, fins i tot en el cas d'aquells tradicionalment considerats com a actius refugi. En l'actualitat, l'exposició al risc del sistema financer en conjunt és més elevada que en el passat recent perquè la dependència de governs, grans empreses i institucions financeres de les decisions dels bancs centrals genera tensions quan els tipus d'interès augmenten ràpidament. Hi ha diferents motius que ajuden a comprendre la complexitat més gran de l'escenari de domini financer en què l'activitat empresarial es desenvoluparà en el futur. Convé analitzar-ho des de perspectives diferents.

Des de la perspectiva de les entitats financeres, perquè la presència en el seu balanç d'actius que ràpidament perden valor quan els tipus d'interès augmenten en perjudica la situació patrimonial i exigeix la implementació d'accions de cobertura que resulten costoses. En la mesura que el valor de mercat dels actius existents minva amb l'emissió de nous títols més remuneradors, la política monetària queda condicionada pel temor als seus efectes en l'estabilitat d'unes institucions financeres condicionades per les estratègies impulsades en un escenari de tipus d'interès anormalment baixos. Com que les entitats bancàries, en el passat recent, van aprofitar la laxitud monetària per finançar les seves activitats essencialment mitjançant operacions a curt termini, ara resten molt dependents dels bancs centrals per garantir la seva liquiditat. Els episodis recentment viscuts per Archegos Capital Management, SVB, Signature Bank, Credit Suisse o Deutsche Bank, entre d'altres, ofereixen evidències que un enduriment accelerat de la política monetària

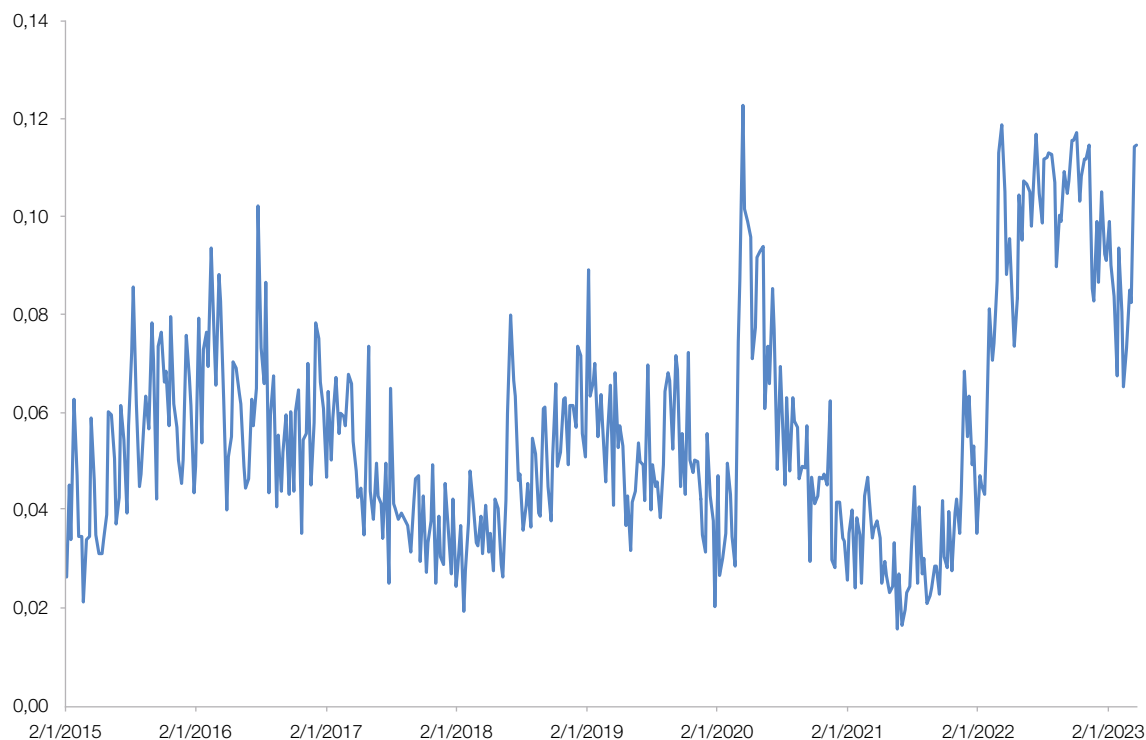
pot induir perturbacions considerables al sistema financer i fer més vulnerable l'economia a nous episodis de desconfiança bancària. La revelació d'irregularitats en la gestió o d'inversions de baix rendiment en alguna entitat financera pot generar, doncs, una inestabilitat financera recurrent.

La financerització de molts mercats de primeres matèries també és un altre punt de pressió en el sistema financer, per la volatilitat induïda en el mercat de futurs. L'enduriment accelerat de la política monetària ha instigat un augment en els dipòsits requerits, sovint a partir de més endeutament, ha encarit les operacions de cobertura, ha demandat més reposicions de fons (*margin calls*) als inversors i ha fet assumir més riscos de preus als intermediaris financers. El desconeixement del grau d'exposició a actius de risc per part dels operadors no bancaris en un context de volatilitat i distorsió de preus en el mercat pot generar un efecte contagi i amenaçar amb una pertorbació sistèmica. Caldrà estar amatents, doncs, al que s'esdevé en els espais menys regulats del sistema financer.

L'enduriment de la política monetària també ha tingut el seu efecte en el finançament empresarial. El gràfic següent ens mostra com després de l'esclat de la guerra a Ucraïna, la prima (*spread*) pagada pel deute corporatiu ha experimentat un ascens considerable. Aquesta prima es calcula com a diferència entre el deute empresarial amb *rating A* i el bo alemany a 10 anys. En la mesura que el cost de l'actiu de referència també ha sofert un augment important durant l'exercici, el cost de finançament empresarial ha evolucionat encara més a l'alça. En part, per l'augment de demanda en anticipació a l'enduriment de les condicions financeres, però probablement també per la menor liquiditat existent en el mercat del deute privat i per la reversió dels programes públics d'aval dels deutes.

Una de les conseqüències directes del cost més gran del finançament extern es manifesta en l'evolució del finançament a les societats no financeres en el conjunt de l'Estat. El gràfic 3 ens mostra una tendència clarament decreixent en l'accés de les empreses al préstec bancari i d'altres operacions d'endeutament. També es pot observar que aquestes dificultats són encara més evidents per a les empreses de menor dimensió. La generació de recursos propis progressivament esdevindrà, doncs, un element cabdal en la capacitat de resiliència financera de les organitzacions. El finançament de les inversions requerides per a la millora de l'activitat productiva en un futur pròxim haurà de reposar en un equilibri flexible entre endeutament i

Gràfic 2. Prima del deute corporatiu a l'eurozona



Font: elaboració pròpia a partir de dades del BCE.

capital, depenent del nivell de risc, la capacitat econòmica i el model de negoci de cada empresa, sense la dopamina d'uns tipus d'interès molt baixos.

També és essencial tenir present la perspectiva dels bancs centrals, perquè convé reflexionar sobre com interacciona la política monetària amb l'estabilitat financera. Les autoritats monetàries incideixen en l'activitat econòmica per via de determinar o influir en els tipus d'interès dels diferents mercats financers, l'establiment de coeficients, l'oferta de facilitats creditícies o d'operacions de mercat obert, més que no mitjançant el control rigorós de la quantitat de diners. La raó principal és la creixent diversitat i complexitat dels actius financers existents, constel·lacions de criptomonedes incloses. Però en l'entorn actual, els efectes d'una política monetària més estricta en l'economia i el sistema financer són incerts.

En l'actualitat, l'elevada dependència del sector privat de la liquiditat dels bancs centrals dificulta les reversions de les

compres d'actius i en condiciona les accions futures. Si bé la política monetària és més lenta i menys eficaç que la política fiscal a l'hora d'estimular l'activitat econòmica, les seves decisions afecten les expectatives dels inversors financers a la velocitat de la llum. De manera que les autoritats monetàries temen els efectes que pugui tenir en l'activitat econòmica i l'estabilitat financera una retirada accelerada de les adquisicions fetes de deute públic i privat. La preocupació expressada pel BCE sobre els riscos de fragmentació del rendiment del deute públic entre les economies que configuren l'eurozona i el seu compromís d'utilitzar un nou mecanisme per mitigar l'escalada de les primes de risc posa de manifest les dificultats per equilibrar els objectius d'estabilitat monetària i financera. És ineludible, però, la necessitat que els bancs centrals progressivament reverteixen les distorsions en els preus dels actius generades per la seva intervenció, per evitar que la política monetària respongui més a incidències que afecten el sistema financer que no pas a desenvolupaments relacionats amb l'estabilitat dels preus.

Gràfic 3. Finançament al sector empresarial a Espanya (taxes de creixement anual, en %)

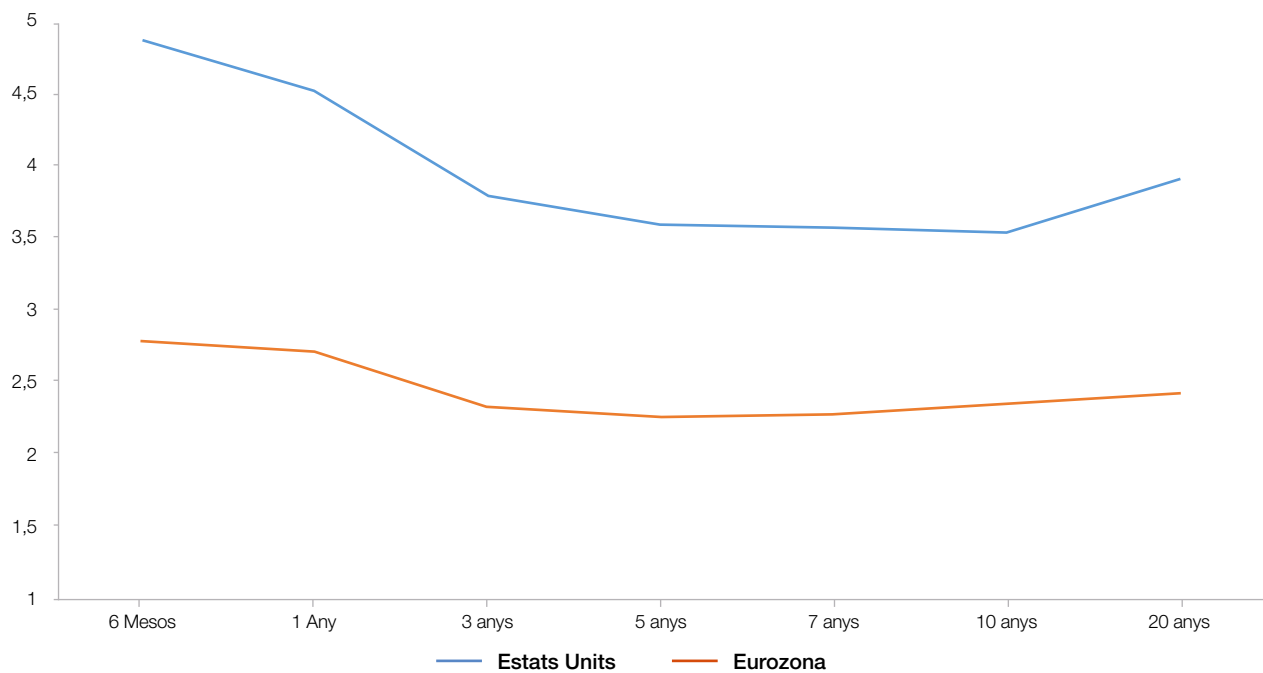


Font: elaboració pròpia a partir de les dades del Banc d'Espanya.

Una bona mostra de la prudència de les autoritats monetàries, pel que fa a la reversió completa de la política de flexibilitat quantitativa, la proporciona la forma adquirida per la corba de tipus d'interès, que relaciona el rendiment del deute públic amb el termini de venciment. És un bon indicador per mesurar les expectatives que els agents econòmics tenen sobre l'evolució futura dels tipus d'interès. Habitualment, la corba presenta un pendent positiu com a reflex del fet que el rendiment del deute tendeix a augmentar amb els anys i a fi de compensar el fet que un període més llarg també incorpora riscos de pèrdua de valor dels actius més grans. En canvi, tant en el cas dels Estats Units com en el cas de l'eurozona, s'observa una evolució negativa que tarda molts anys a ser revertida. Una corba invertida indica que les expectatives actuals dels agents econòmics són d'una activitat econòmica significativament menor en el futur proper, fet que condiciona el marge d'actuació i afegeix més pressió a l'autoritat monetària si pretén promoure un aterratge suau de les economies mentre lluita contra les tensions inflacionistes existents. El temor a induir costos econòmics més grans dels desitjables encara plana en les decisions de les autoritats monetàries.

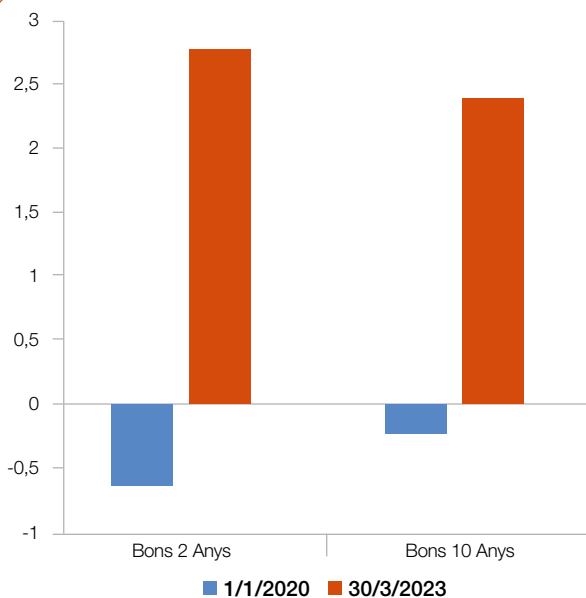
També cal tenir present que la independència de l'autoritat monetària exigeix que els bancs centrals estiguin ben capitalitzats. En cas contrari, les pressions polítiques poden condicionar les decisions en tipus d'interès o induir la monetització del deute. Les tensions als mercats financers també emergeixen quan el banc central esdevé jutge i part del mercat, amb demandes socials d'un intervencionisme més intens en cas d'episodis d'inestabilitat bancària. En l'equilibri patrimonial del balanç de bancs centrals i governs rau un element de risc per a l'estabilitat financera. Mentre que les compres de deute foren essencialment de bons a llarg termini, el finançament de les operacions s'efectuà mitjançant reserves molt a curt termini. Quan els tipus d'interès augmenten ràpidament, les dificultats de finançament del deute seran més importants, sobretot si els governs ja estan molt endeutats, el creixement econòmic és feble i el banc central progressivament endureix les condicions financeres. Tal com es recull al gràfic 5, el primer impacte del canvi en la política monetària és al mercat de bons sobirans, amb un creixement del cost de finançament, sobretot en el cas dels venciments més curts.

Gràfic 4. Corba de rendiment del deute públic (març, 2023)



Font: elaboració pròpia a partir de les dades del BCE i el Departament del Tresor dels EUA.

Gràfic 5. Evolució del rendiment del deute públic alemany (en %)



Font: elaboració pròpia a partir de les dades del BCE.

Cal esperar, doncs, uns bancs centrals menys intervencionistes al mercat, amb actuacions quirúrgiques de caràcter temporal i sempre fent prevaler la injecció de liquiditat a les adquisicions d'actius financers. De la mateixa manera, l'aplicació pràctica dels compromisos anunciats per les autoritats monetàries relacionats amb la contribució contra el canvi climàtic i en favor de la inclusió social podrien quedar inexorablement condicionats a l'assoliment previ de l'objectiu d'estabilitat de preus.

L'encariment sobtat de la càrrega financera d'un deute públic elevat també condicionarà el marge d'actuació de les polítiques fiscals i pressupostàries. Caldria esperar en el futur proper que les economies avancin cap a una major consolidació fiscal, amb una reducció dels estímuls i una orientació progressiva en favor dels col·lectius més afectats pel procés inflacionista, sobretot si van acompanyats de mesures que promoguin l'estalvi en el consum. Només una tercera part de les accions adoptades fins al moment pels governs europeus per protegir empreses i consumidors de l'escalada de preus energètics s'ha dirigit als col·lectius més vulnerables. La seva permanència indefinida és inconsistent amb els objectius d'estalvi i transició energètica

i dificulta el procés de consolidació fiscal. Les economies europees hauran de revertir, doncs, moltes de les accions d'emergència adoptades, per focalitzar-se en canvis estructurals que permetin accelerar la seva desvinculació dels combustibles fòssils. Probablement, els beneficis de l'acció del govern caldrà esperar-los, doncs, més en forma induïda a través de les inversions i polítiques que fomentin transformació digital, connectivitat i transició energètica que no pas mitjançant rebaixes d'impostos o subsidis directes a les empreses.

La política de regulació i supervisió del sistema financer també podria ser objecte de canvi. En la mesura que mercats i institucions tenen una elevada confiança en els bancs centrals com a proveïdors infal·libles de liquiditat, un dels condicionants de l'escenari econòmic actual és l'estabilitat del sistema. De manera que, a banda de garantir el nivell de capitalització, revisar les polítiques de dividends bancaris i establir processos de resolució de crisis clars i efectius, caldria esperar també una supervisió més activa sobre el conjunt del sistema financer, incloent-hi els intermediaris i proveïdors de capital no bancaris. Un dels principals riscos per a l'estabilitat financera és l'exposició directa o indirecta als actius de risc de molts intermediaris financers diferents dels bancs, com companyies d'assegurança, empreses privades de gestió i negociació d'actius, capital risc, operadors de canvi de moneda o proveïdors de microcrèdits.

Així mateix, cal preveure una creixent inestabilitat pel que fa als mercats financers i la cotització de les divises de les economies emergents més endeudades. L'enduriment de les polítiques monetàries a les principals economies del món ha induït un canvi profund en els fluxos de les inversions financeres, a la recerca de rendiments més segurs, i una apreciació del tipus de canvi de les principals monedes de referència. Per contenir la pèrdua de capital, les autoritats monetàries de moltes economies han augmentat els tipus d'interès, donant lloc a una restricció de les condicions financeres a escala global i una major càrrega del deute extern.

Una estabilització macroeconòmica més incerta i costosa

Aquesta influència predominant dels mercats financers també tindrà el seu impacte en la lluita contra la inflació i, en particular, sobre com es gestionen les expectatives d'inflació en un futur proper. En contextos d'incertesa, la credibilitat de les autoritats monetàries és essencial per als mercats i l'opinió pública. L'im-

pacte de la restricció monetària en un entorn de vulnerabilitat financera és incert, cosa que demana comunicacions clares sobre el calendari d'implementació de les accions de política monetària i el detall de les mesures a aplicar per millorar la liquiditat dels mercats i minimitzar els riscos de contagi. Una de les conseqüències de l'heterodòxia de la política monetària fou la pèrdua d'eficàcia dels objectius d'inflació establerts pels bancs centrals com a valor de referència per als agents econòmics. Ara, quan la interacció entre estabilitat monetària i financera esdevé un repte, les promeses i compromisos de les autoritats econòmiques necessàriament han de ser raonables i creïbles.

Certament, l'esclat de la pandèmia va ser imprevisible i sense precedent conegut. Vist en retrospectiva, tampoc no semblava probable que Rússia iniciés un conflicte bèl·lic de llarga durada, de manera que l'actuació de les autoritats monetàries havia de ser necessàriament flexible i més acomodaticia del que era habitual. Però els propers anys estaran probablement condicionats pel fet que els bancs centrals van lligar-se de mans amb les seves accions en els mercats financers i fer una diagnosi equivocada de l'augment dels preus durant la pandèmia, confiant que les expectatives d'inflació quedarien permanentment ancorades en nivells inferiors a l'objectiu tradicional del 2 %. Un fet que va alimentar la falsa convicció que mantenir tipus d'interès molt baixos durant molt de temps no tindria conseqüències en l'evolució dels preus. Aquest biaix d'interpretació també va fer abandonar l'enfocament tradicional de la política monetària, d'acció preventiva en detectar riscos d'inflació, per una aproximació operativa basada en les evidències empíriques ja observades (*data-driven*), de manera que la intervenció dels bancs centrals es va produir quan la inflació ja s'havia materialitzat com un problema persistent, propiciant que l'augment de tipus d'interès s'acceleri a mesura que es fa més evident que l'estabilitat de preus queda compromesa.

El canvi de gestió de la política monetària probablement també va ser influït per una lectura poc afortunada de la naturalesa del procés inflacionista. Poc precisa fou la interpretació del xoc d'oferta com una pertorbació que només tindria efectes temporals, primer a causa de les interrupcions de subministrament pel col·lapse dels principals ports i rutes de transport marítim i després per l'encariment dels combustibles fòssils i de moltes primeres matèries agrícoles i minerals, tant per la dificultat de trobar proveïdors alternatius que garantissin el retorn als nivells de producció i subministrament previs com també per la lenta desacceleració d'una demanda en plena reactivació postpan-

dèmia. Avaluar una pertorbació d'oferta com a temporal quan les condicions de partida ja són inflacionàries obre la porta a què l'arribada de nous problemes de subministrament alterin sensiblement les expectatives dels agents econòmics i retroalimentin les alces de preus.

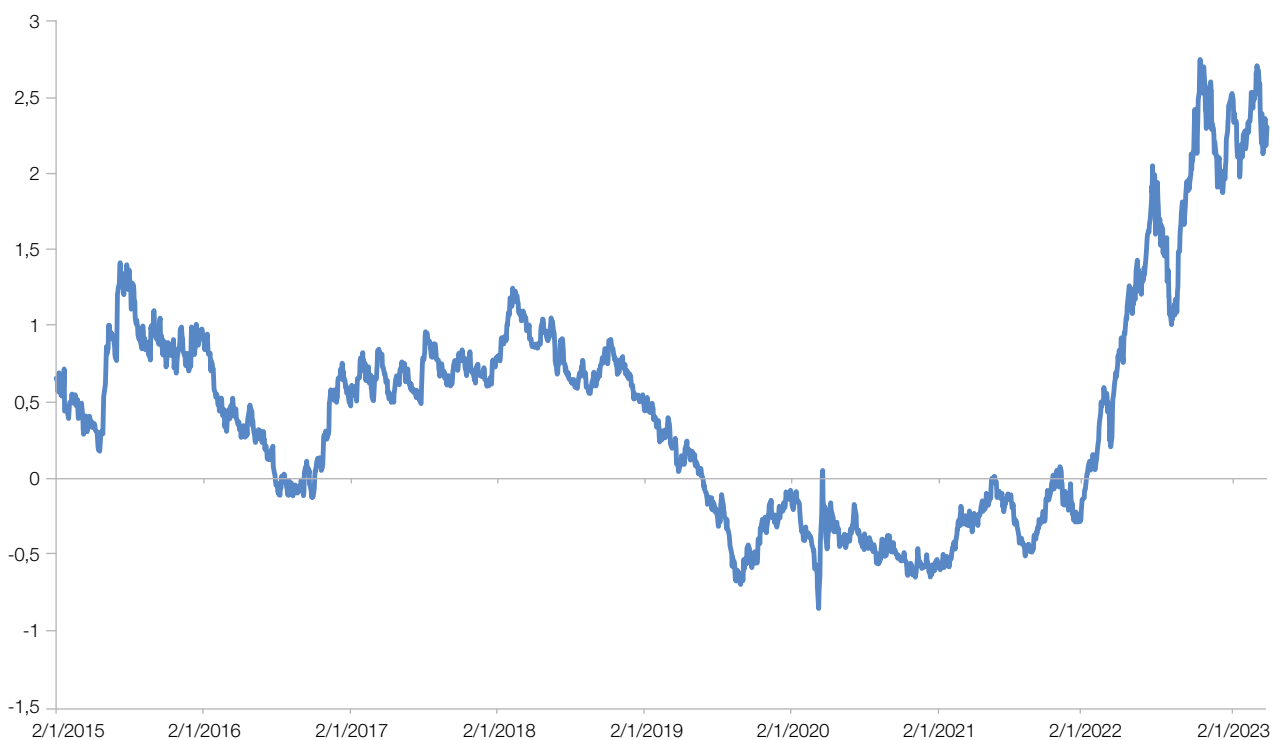
Una bona mostra ens l'ofereix el gràfic 6. Les expectatives d'inflació es mesuren mitjançant l'ús d'instruments financers, com és el cas dels *swaps* d'inflació a cinc anys. L'evolució d'aquest actiu ens indica com, malgrat els reiterats augments dels tipus d'interès a l'eurozona, les expectatives actuals d'inflació encara estan molt per sobre de les existents durant el període d'expansió quantitativa o després de l'esclat de la pandèmia. Un indicatiu que quan l'escenari descrit per l'autoritat monetària no es fa realitat, les expectatives dels agents en queden afectades.

Quan els augments de preus se centren, a més, en aquells components de consum més freqüent, com els aliments o l'energia, les expectatives d'inflació augmenten més ràpidament i costa

més temps revertir-les, tot i que es desacceleri l'alça de preus. Els episodis d'inflació significativa i persistent poden conduir a canvis de comportament en els agents econòmics que consolidin el procés, sobretot si s'inicia una espiral salaris-preus o bé quan les empreses gaudeixen d'un elevat poder de mercat. Conseqüentment, cal esperar un perllongat procés de normalització monetària per part dels bancs centrals, mentre no s'assoleixi la fita de tornar a establir l'objectiu oficial d'inflació com a àncora i referent per a la presa de decisions dels agents econòmics.

Convé indicar també que la complexitat de l'escenari financer podria agreujar-se si els riscos de fragmentació del comerç internacional es materialitzen, les mesures proteccionistes reapareixen i les interrupcions en els subministraments es consoliden. Exposaria les empreses a una major volatilitat, pèrdues d'eficiència i increment de costos que farien molt més complicat el procés d'estabilització econòmica. Una economia com la catalana, profundament inserida en les cadenes globals de valor i amb presència important de les indústries de l'automoció, la maquinària,

Gràfic 6. Expectatives d'inflació a l'eurozona (5-year inflation swap rates, en %)



Font: elaboració pròpia a partir de les dades del BCE.

l'electrònica o la química, és vulnerable a la fragmentació econòmica a causa de l'elevada concentració geogràfica dels seus proveïdors.

La persistència del conflicte bèl·lic també afegeix pressió a l'estabilitat financera perquè augmenta les tensions en els preus i el subministrament d'energia, productes agrícoles, fertilitzants i alguns metalls, posant en risc l'estabilitat dels costos de producció. Però pot tenir conseqüències que vagin més enllà d'aquests mercats. Si el conflicte s'enquista i augmenta el risc polític, l'escenari serà menys favorable per a la inversió empresarial i creixeran les opcions de fragmentació financera i reorganització de les cadenes de subministrament. En aquesta conjectura, caldrà estar molt amatents a com resol l'economia xinesa les seves dificultats internes, perquè esdevé un dels colls d'ampolla crítics de la nostra cadena de subministrament. Sobretot, d'aquelles que amenacen l'estabilitat del sistema financer global, com l'elevat nivell del deute corporatiu i sobretot hipotecari.

En aquest context d'incertesa financera, l'estabilització macroeconòmica serà insuficient per assolir una millora de la resiliència i del benestar econòmic i social. Envel·liment de la població, transformació digital i reducció en les emissions contaminants s'identifiquen com els eixos vertebradors on prioritzar l'acció de governs i empreses. Demanen un reforç de les capacitats productives, més capitalització del teixit empresarial i polítiques més estructurals, dinamitzadores de la inversió que millora la productivitat laboral i l'eficiència econòmica.

Conclusions

El llarg període viscut de tipus d'interès extraordinàriament baixos ha generat disfuncions notables en el sistema i els mercats financers. Les estratègies d'inversió i finançament impulsades sobre la base d'unes condicions financeres anormalment favorables deixaren la seva empremta en el teixit productiu i les administracions en forma d'uns nivells de deute elevats, però també en els balanços dels bancs centrals i altres institucions financeres, on encara s'acumula el gruix de les compres efectuades de deute públic.

La normalització accelerada de les polítiques monetàries, per tal de contenir l'episodi inflacionista generat per la interacció de la reactivació econòmica amb els efectes de la guerra a Ucraïna, ha revelat les dificultats de fer compatible la lluita contra la inflació amb l'estabilitat del sistema financer i evidenciat que el sistema productiu entomarà un entorn financer més complex i volàtil en els anys propers.

L'increment de l'endeutament empresarial també fa que l'enduriment monetari derivi en un afebliment de l'estructura financera del teixit productiu. Copsar adequadament els reptes d'aquest entorn més convuls requereix una base de capital més gran i gestionar de manera flexible les diferents fonts de finançament empresarial. Si es pretén iniciar una etapa d'inversió sostinguda, es tracta de posar els mitjans per afavorir la capitalització del sistema productiu i facilitar el flux de recursos cap a les empreses innovadores, per tal de finançar unes actuacions que són indispensables però també tenen un elevat component d'incertesa. Des d'aquesta perspectiva, la proposta de directiva DEBRA (Debt Equity Bias Reduction Allowance) impulsada per la Comissió Europea adreçada a estimular la dotació de recursos propis i reduir el greuge fiscal entre deute i capital podria esdevenir un bon punt de partida. ■

Referències bibliogràfiques

BIS (2022). *Annual Economic Report*. Bank for International Settlements.

ECB (2023). *The climate and the economy*. ECB Working Paper Series. Discussion Papers, 2793.

European Commission (2021). *Debt-equity bias reduction allowance (DEBRA)*. Accessible des de: <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12995-Debt-equity-bias-reduction-allowance-DEBRA-en>

IMF (2022a). *The Scramble for Energy*. Finance and Development, December 2022

IMF (2022b). *Geo-economic Puzzle*. Finance and Development, June 2022.

IMF (2023a). *New Directions for Monetary Policy*. Finance and Development, March 2023.

IMF (2023b). *Global Financial Stability Report*. April 2023.

OECD (2023a). *A Fragile Recovery*. OECD Economic Outlook, Interim Report, March 2023.

OECD (2023b). *Challenges to International Trade and the Global Economy. Recovery from COVID-19 and Russia's War of Aggression against Ukraine*. OECD Trade Policy Paper, 265.

OECD (2023c). *Global Value Chain Dependencies under the Magnifying Glass*. OECD Science, Technology and Industry Policy Papers, 142.

OECD (2023d). *Measuring Distortions in International Markets. Below-market Energy Inputs*. OECD Trade Policy Paper.

WEF (2023). *Global Financial Risk Report*. World Economic Forum.

WB (2023). *Global Economic Prospects*. World Bank, January 2023.