

## GUÍA DE POSIBLE SOLUCIÓN AL DICTAMEN ECONÓMICO SOBRE NARNIA (FINLANDIA)

Este documento presenta una posible solución al dictamen económico de **Narnia**.

Se trata de una simple guía que recoge una de las infinitas soluciones que tendría el dictamen de este país. La solución al ejercicio de coyuntura no es única y se suele aceptar cualquier respuesta plausible, razonada, no asertiva en exceso y que tenga sentido económico.

Narnia es **Finlandia**. Para un análisis aún más detallado de la economía, este es el enlace a la [Consulta al Artículo IV del FMI](#) publicado el 21 de enero de 2025.

### 1. Perfil cíclico y demanda.

¿Qué se busca con esta pregunta?

*El objetivo de esta pregunta es que el opositor se familiarice con el cuadro macroeconómico de la economía y demuestre que es capaz de encontrar relaciones entre variables. No hay que intentar buscar tres pies al gato en esta pregunta, sino que hay que buscar ser conciso y cuidar la redacción.*

La economía de Narnia muestra una **recuperación frágil e incompleta de los shocks recientes**, con un crecimiento volátil condicionado por factores externos y debilidades estructurales que limitan su capacidad de respuesta ante perturbaciones.

Las posibles fases económicas de este cuadro macroeconómico podrían ser:

- La primera etapa corresponde a 2019, caracterizada por un **crecimiento moderado del 1,3%** con una brecha del producto ligeramente positiva (0,2%), sustentado principalmente por el sector exterior que aporta 1,7 p.p. al crecimiento, mientras que la demanda doméstica mostraba ya signos de debilidad (-0,4%).
- La segunda etapa corresponde al **shock pandémico de 2020**, cuando la economía sufre una contracción del -2,2% y la brecha del producto se torna fuertemente negativa (-2,7%). Esto supone una caída menos que la de otros países de la UE, por lo que la economía se muestra relativamente resiliente<sup>1</sup>. La caída fue generalizada tanto en demanda doméstica (contribución de -1,5 p.p.) como externa (-0,7 p.p.).
- La tercera etapa abarca el período 2021-2022, marcada por una **recuperación en V** que se materializa en tasas de crecimiento del 2,7% y 1,5% respectivamente. Durante este período, el output gap retorna a territorio positivo (0,6% y 1,1%) impulsado fundamentalmente por la demanda doméstica, que crece un 3% en ambos años. El dinamismo se sustenta tanto en el consumo privado (que crece un 3,2% en 2021) como público (3,9% en 2021), mientras que el sector exterior muestra una contribución negativa creciente (-0,1 p.p. en 2021 y -1,7 p.p. en 2022).
  - o La rápida recuperación tras el shock de 2020 puede atribuirse a varios factores: una política fiscal decididamente expansiva reflejada en el fuerte crecimiento del consumo público, la materialización de la demanda embalsada durante los confinamientos que impulsó el consumo privado, la reactivación gradual de

<sup>1</sup> El producto interior bruto se desplomó un 6,4% en la Unión Europea y un 6,8% en la eurozona en 2020.

la inversión, y el marco institucional de la eurozona que facilitó la implementación de políticas de apoyo coordinadas.

- La cuarta etapa abarca 2023 y 2024, con una **recaída significativa** que lleva en 2023 a una contracción del PIB del -1,2% y un retorno del output gap a territorio negativo (-0,9%). En esta etapa el sector exterior actúa como elemento estabilizador y la recaída se explica principalmente por el colapso de la demanda doméstica. En particular,

La recaída de 2023 encuentra su origen en el **deterioro simultáneo de la inversión y el consumo privado**, solo parcialmente compensado por el incremento del consumo público y la mejora del sector exterior. Este patrón sugiere un problema de confianza que afecta tanto a las decisiones de inversión empresarial como a las de consumo de los hogares. En los gráficos se aprecia un menor crecimiento del PIB real con respecto a la zona euro, que parece explicado precisamente por las diferencias en consumo privado e inversión. En este último componente destaca la caída en la inversión en construcción, que podría explicarse por el deterioro en las expectativas reflejado en el indicador de confianza. Esta evolución ha propiciado que en los últimos años se reduzca el diferencial en PIB per cápita con respecto a la UE, que desde un punto de vista de oferta parece deberse a una menor contribución de la productividad total de los factores.

Finalmente, respecto al crecimiento del producto potencial en 2024 este fue del 1%, calculado como la diferencia entre el crecimiento del PIB real y el crecimiento del output gap:

$$\begin{aligned}\gamma \text{ PIB}_{\text{Potencial}} &= \gamma \text{ PIB}_{\text{Observado}} - \overbrace{(\text{Output gap}_t - \text{Output gap}_{t-1})}^{\gamma \text{ Output gap}} \\ \gamma \text{ PIB}_{\text{Potencial}} &= -0,3 - \overbrace{(-2,2 - (-0,9))}^{\gamma \text{ Output gap}} \\ \gamma \text{ PIB}_{\text{Potencial}} &= -0,3 - \overbrace{(-1,3)}^{\gamma \text{ Output gap}} = 1,0\%\end{aligned}$$

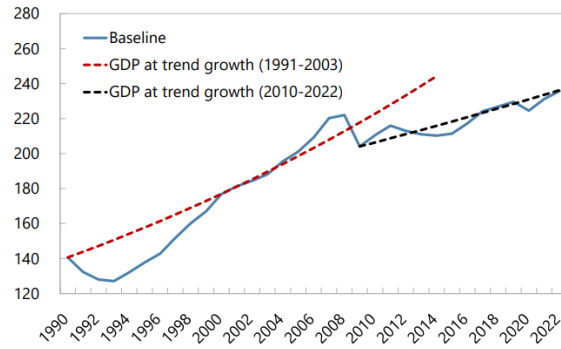
Este perfil cíclico es característico de una **economía desarrollada con alta dependencia de la demanda interna**, donde el sector exterior actúa como estabilizador en períodos de crisis, apoyada por una política fiscal activa pero que muestra un crecimiento potencial moderado que limita su capacidad de expansión a largo plazo.

Las previsiones para 2025-2026 apuntan a una **recuperación gradual** pero más lenta que en la zona euro, con persistencia de brechas negativas de producto. Esta divergencia sugiere la necesidad de abordar debilidades estructurales que limitan la capacidad de crecimiento de Narnia, particularmente en lo referente a la inversión productiva y la competitividad exterior.

*GDP recovered from the pandemic, but has remained on a slow trend since the late 2000s.*

## Real GDP

(EUR billions)

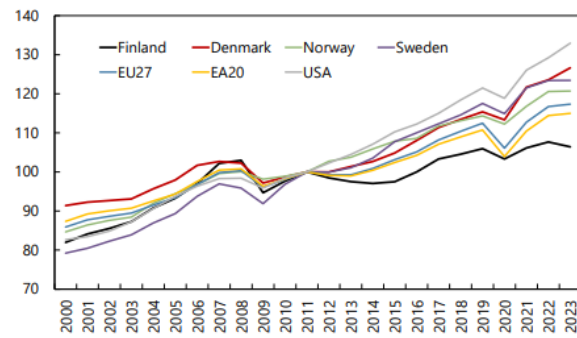


Sources: Haver Analytics; and IMF staff calculations.

Since the GFC, growth in Finland has lagged its peers ...

## Real GDP

(Index, 2011=100)



Sources: Haver Analytics; and IMF staff calculations.

## 2. Mercado de trabajo.

¿Qué se busca con esta pregunta?

*El objetivo de esta pregunta es analizar el mercado de trabajo mediante los datos proporcionados en las tablas y los gráficos. Es necesario conocer bien la definición de los indicadores y ser coherentes en las explicaciones. Al igual que en las siguientes preguntas, se recomienda dedicar más tiempo si este sector supone un desequilibrio para esta economía.*

La economía presenta un mercado laboral con importantes desafíos estructurales, evidenciados por un *deterioro persistente de la productividad*, un *desajuste creciente entre oferta y demanda de trabajo*, y una *NAIRU elevada* que limita el potencial de crecimiento no inflacionario.

La tasa de participación ha aumentado sostenidamente hasta alcanzar un 68,6% en 2023, lo que refleja un mercado laboral que ha mantenido su capacidad de atracción de población activa incluso en períodos de crisis. Sin embargo, la evolución del empleo ha sido notablemente volátil y procíclica, con una contracción del 1,5% durante la pandemia, seguida de una fuerte recuperación en 2021-2022 y un estancamiento tras 2023. Esta dinámica se ha reflejado en la tasa de desempleo, que aumenta ligeramente a lo largo de la serie.

Si bien el emparejamiento ha mejorado desde la pandemia, la Curva de Beveridge aún se sitúa alejada del origen de coordenadas y no ha alcanzado los niveles de desempleo y vacantes previos a la crisis financiera global, sugiriendo la presencia de un significativo **desempleo friccional**. Este patrón, junto con una **NAIRU** estimada en torno al 7%, indica rigideces importantes en el proceso de emparejamiento laboral<sup>2</sup>. Además, la persistencia de la tasa de desempleo incluso en períodos de recuperación podría sugerir un problema de **histéresis** en el mercado laboral que podría ser explicado por paro de larga duración<sup>3</sup>.

La **productividad aparente del trabajo**, calculada como la diferencia entre el crecimiento del PIB real y el del empleo, muestra un preocupante deterioro. Tras una caída del -0,7% en 2020, experimentó una ligera recuperación del 0,3% en 2021, para posteriormente registrar descensos significativos del -1,3% en 2022 y -1,2% en 2023 y -0,7% en 2024. Esta evolución negativa sugiere problemas estructurales en la asignación de recursos, posiblemente relacionados con la retención de empleo durante caídas de actividad, una recomposición sectorial hacia actividades menos productivas y una insuficiente inversión en capital físico y tecnológico.

Las implicaciones para la competitividad del país son preocupantes. La combinación de una productividad decreciente con costes laborales crecientes (aproximando el crecimiento de los salarios con la remuneración de empleados del sector público) que han aumentado del 12,5% del PIB en 2019 al 13,1% en 2023 erosiona la competitividad-coste de la economía. Además, el desajuste en el mercado laboral y la elevada NAIRU limitan la capacidad de la economía para crecer sin generar tensiones inflacionistas.

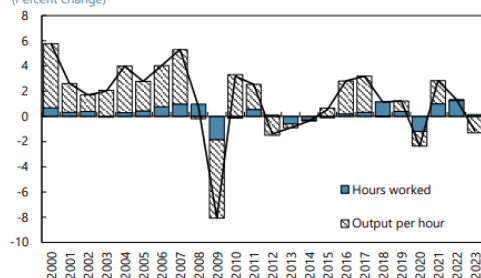
<sup>2</sup> La NAIRU puede aproximarse analizando los períodos donde el output gap se acerca a cero. Los datos muestran que con un output gap del 0,2% en 2019, la tasa de desempleo era del 6,7%, mientras que con gaps del 0,6% y 1,1% en 2021 y 2022, el desempleo se situaba en 7,6% y 6,8% respectivamente. Esto sugiere que la NAIRU se sitúa alrededor del 7%, un nivel elevado para una economía desarrollada que indica significativas rigideces estructurales.

<sup>3</sup> También cabría analizar el desempleo cíclico, que se manifiesta en la sensibilidad del empleo a las fluctuaciones del PIB. Esto permitiría señalar que si en 2020 la reducción del empleo fuera relativamente menor que en otros shocks, posiblemente se deba a los esquemas de protección implementados durante la pandemia.

Para abordar estos desaf́os, se requiere una estrategia integral de reformas estructurales. En el ámbıto del capital humano, es fundamental reforzar la formaci3n profesional y establecer programas efectivos de recualificaci3n que reduzcan el desajuste de habilidades. Las polítıcas activas de empleo deben reformarse para mejorar su efectividad en el emparejamiento entre oferta y demanda de trabajo. El marco institucional del mercado laboral necesita una modernizaci3n que simplifique las modalidades contractuales y mejore la eficiencia de la negociaci3n colectiva<sup>4</sup>. Adicionalmente, es necesario fomentar la movilidad laboral mediante el desarrollo del mercado de alquiler y la eliminaci3n de barreras administrativas.

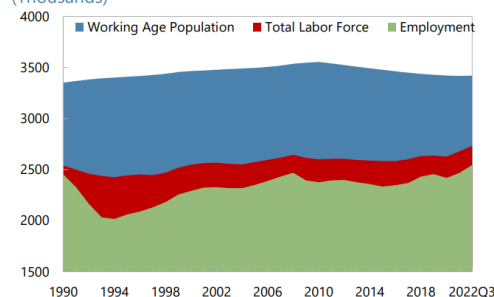
La implementaci3n exitosa de estas reformas permitiría reducir gradualmente la NAIRU, aumentar la productividad y mejorar la competitividad, sentando las bases para un crecimiento más sostenible y equilibrado. Sin embargo, es importante seńalar que estas medidas requieren tiempo para mostrar resultados y deben complementarse con polítıcas que apoyen la inversi3n productiva y la innovaci3n empresarial.

**GDP Growth**  
(Percent change)



Sources: Eurostat; and IMF staff calculations.

**Labor Force Statistics: 15-64 years old**  
(Thousands)



Sources: Haver Analytics; and Statistics Finland.

<sup>4</sup> Also, reflecting its relatively more centralized wage bargaining system, wages in Finland are compressed and misaligned with productivity across sectors, adding to labor market rigidities and further weighing on productivity. Finland's wage bargaining framework has become more decentralized and somewhat more flexible. But slow adjustment to macroeconomic shocks and wage compression point to limited macro- and micro-flexibility. Wage bargaining in Finland could be one where coordinated sectoral agreements set broad framework conditions but leave detailed provisions to firm-level negotiations.

### 3. Sector exterior.

¿Qué se busca con esta pregunta?

*El objetivo de esta pregunta es analizar la evolución del sector exterior e interpretar adecuadamente los datos de balanza de pagos y PIIN. Es necesario conocer bien la definición de los indicadores (tema 3.B.11) y buscar relación con otros factores como la relación real de intercambio o el TCER. Al igual que las preguntas de otros sectores, se recomienda dedicar más tiempo si este sector supone un desequilibrio para esta economía.*

La economía de Narnia muestra una **posición exterior vulnerable**, caracterizada por una volatilidad significativa en su saldo por cuenta corriente y una elevada deuda externa que, aunque estable, podría generar riesgos ante un endurecimiento de las condiciones financieras globales.

La **evolución del saldo corriente** muestra dos fases claramente diferenciadas.

- Entre 2019 y 2021, el saldo muestra una relativa estabilidad, y mejora el saldo por cuenta corriente, principalmente debido a la mejora de la cuenta de rentas primarias y, en menor medida de la balanza de bienes y servicios.
- Sin embargo, en 2022 se produce un deterioro abrupto que lleva el déficit corriente al -5,8% del PIB, principalmente debido a un shock en la balanza comercial caracterizado por el aumento asimétrico entre importaciones y exportaciones. Esto se ve reflejado en el empeoramiento de la relación real de intercambio en 2022 y 2023, tras una mejora continua entre 2019 y 2021. Otros factores que explican el deterioro de la cuenta corriente podría ser el deterioro de la competitividad-precio provocado por la apreciación del tipo de cambio real desde el segundo trimestre de 2022<sup>5</sup>. Asimismo, el deterioro de la balanza de rentas primarias en 2022 y 2023 podría reflejar los costes crecientes del endeudamiento externo. La corrección parcial observada en 2023 se ha producido principalmente por un ajuste vía demanda (-4,2% la demanda interna) más que por una mejora genuina de competitividad, lo que cuestiona su sostenibilidad.

El **análisis de la brecha ahorro-inversión** muestra un desequilibrio persistente. En 2023, con un ahorro nacional del 22,4% del PIB y una inversión del 22,8%, la economía registra una necesidad de financiación que, aunque moderada, refleja cierta dependencia del ahorro exterior. Simultáneamente, observamos un déficit público del 3% del PIB, confirmando la existencia de déficits gemelos.

Esta situación es particularmente relevante porque:

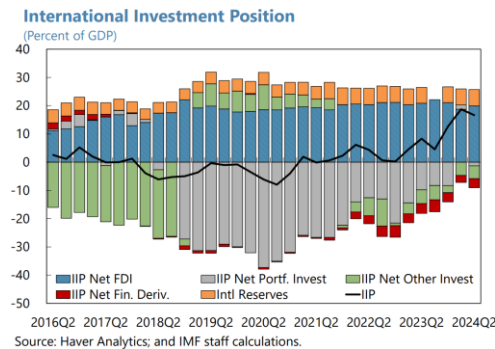
- 1) El déficit público (-3%) excede la necesidad de financiación total (-0,4%), lo que indica que el sector privado mantiene una capacidad de financiación que no es suficiente para compensar el desequilibrio público.
- 2) La evolución temporal muestra un deterioro:
  - 2019: Inversión (24,1%) > Ahorro (23,8%)
  - 2023: Inversión (22,8%) > Ahorro (22,4%)
    - La caída tanto del ahorro como de la inversión sugiere que la financiación externa no está contribuyendo a mejorar la capacidad productiva de la economía<sup>6</sup>.

<sup>5</sup> Otra idea que cabría mencionar es que en 2022 se mantuvo una demanda interna robusta (+3%) que sostuvo las importaciones.

<sup>6</sup> Esto se evidencia en:

- La reducción de la formación bruta de capital fijo (-9% en 2023).

La **financiación del saldo exterior** muestra una dependencia significativa de flujos potencialmente volátiles. El stock de inversión directa, tradicionalmente considerada más estable, se ha mantenido relativamente estable a lo largo de la serie. La inversión en cartera ha sido persistentemente negativa, alcanzando -17,8% del PIB en 2023, compensada por entradas en "otra inversión" (19,7% del PIB). Esto genera vulnerabilidad ante reversiones súbitas en los flujos de "otra inversión", típicamente más volátiles. En cualquier caso, el siguiente gráfico sugiere una PIIN estable en los distintos componentes, y que sitúa a la economía como acreedora neta frente al resto del mundo.



La **sostenibilidad de la posición exterior** viene condicionada por varios factores:

- 1) La Posición de Inversión Internacional Neta ha mejorado desde una posición deudora de -4,2% del PIB en 2020 hasta un saldo positivo de +12,6% en 2023, aunque esta mejora podría reflejar efectos de valoración más que ajustes fundamentales.
- 2) La deuda externa bruta se mantiene en niveles elevados (214,8% del PIB en 2024), muy por encima del umbral del 60% establecido por el Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos, aunque ha mostrado cierta estabilización desde 2019<sup>7</sup>. Este nivel de endeudamiento genera vulnerabilidades ante:
  - Posibles aumentos en los tipos de interés globales.
  - Deterioro del crecimiento económico que afecte a la capacidad de pago.
  - Cambios en el sentimiento de los inversores internacionales.

- El descenso del peso de la industria en el PIB (del 24,1% en 2019 al 23,9% en 2023).
- La persistente debilidad de la productividad.

La necesidad de financiación externa, por tanto, parece estar financiando consumo más que inversión productiva, lo que plantea dudas sobre la sostenibilidad del modelo de crecimiento y sugiere la necesidad de:

- Incrementar el ahorro público mediante consolidación fiscal
- Incentivar el ahorro privado
- Reorientar la inversión hacia sectores que mejoren la productividad

<sup>7</sup> La gran diferencia entre la Posición de Inversión Internacional Neta (PIIN de +12.6% del PIB en 2023) y la deuda externa bruta (215.3% del PIB) se explica por la naturaleza de estos indicadores:

- La PIIN representa el saldo neto entre todos los activos y pasivos financieros frente al exterior, incluyendo:
  - Instrumentos de deuda (préstamos, bonos)
  - Participaciones de capital
  - Inversión directa
  - Derivados financieros
  - Reservas
- La deuda externa bruta solo incluye los pasivos exigibles frente al exterior (instrumentos de deuda), excluyendo participaciones de capital e inversión directa.

En el caso de Narnia, la diferencia sugiere que:

1. La economía tiene importantes activos en el exterior que compensan sus pasivos
2. Una parte significativa de los pasivos externos son no exigibles (capital y participaciones)
3. Existe una elevada integración financiera internacional con grandes posiciones brutas

Esta estructura, aunque reduce el riesgo neto, implica vulnerabilidades ante:

- Cambios en las condiciones de financiación internacional
- Efectos de valoración por movimientos en tipos de cambio o precios de activos
- Riesgo de refinanciación de la deuda



- Potenciales efectos de valoraci3n adversos ante movimientos cambiarios.

La evoluci3n de estos indicadores sugiere que, aunque la posici3n exterior no presenta desequilibrios graves en el corto plazo, existen vulnerabilidades estructurales que requieren atenci3n. Para fortalecer la posici3n exterior sería recomendable:

- Implementar reformas que mejoren la competitividad no-precio de las exportaciones.
- Desarrollar polític3s de promoci3n exterior que diversifiquen mercados y productos.
- Fomentar el ahorro doméstico para reducir la dependencia de financiaci3n externa.
- Adoptar medidas macroprudenciales que limiten la acumulaci3n excesiva de riesgos externos.

La consolidaci3n de estas mejoras requeriría tambi3n un fortalecimiento del marco institucional y una polític3 fiscal que contribuya a la generaci3n de ahorro público, especialmente en fases expansivas del ciclo econ3mico.



#### 4. Política monetaria e impacto del endurecimiento.

¿Qué se busca con esta pregunta?

*El objetivo de esta pregunta es analizar el tono de la política monetaria, los canales de transmisión y los efectos sobre precios y actividad. También se busca, en línea con preguntas habituales en convocatorias recientes, un análisis del sector financiero. Al igual que en las preguntas de otros sectores, se recomienda dedicar más tiempo si este sector supone un desequilibrio para esta economía.*

La política monetaria en Narnia ha enfrentado desde 2020 un entorno excepcionalmente complejo, caracterizado inicialmente por la necesidad de apoyar la recuperación económica y posteriormente por el imperativo de contener presiones inflacionistas significativas.

La dinámica inflacionaria muestra tres fases claramente diferenciadas:

- 1) La primera fase (2019-2021) se caracteriza por una inflación contenida, con el IPC armonizado creciendo al por debajo del objetivo del 2% fijado por el BCE e incluso moderándose hasta el 0,4% en 2020 debido al impacto de la pandemia en la demanda agregada.
- 2) En 2022 se produce un **repunte inflacionario significativo**. La inflación se acelera y alcanza un máximo del 7,2%. Este episodio inflacionario tiene sus principales determinantes en:
  - a. El encarecimiento de la energía, reflejado en el deterioro de la balanza comercial.
  - b. La materialización de demanda embalsada tras la pandemia.
  - c. Cuellos de botella en las cadenas de suministro globales.
  - d. Una política monetaria que posiblemente se mantuvo acomodaticia durante demasiado tiempo.
    - Cabe mencionar que de acuerdo con el gráfico de contribución a la inflación, la inflación subyacente se mantuvo contenida durante todo el episodio inflacionista.
- 3) La tercera fase (2023-2024) muestra una **moderación de las presiones inflacionistas**, con una reducción hasta el 1% para 2024. Esta moderación coincide con:
  - a. La normalización de la política monetaria.
  - b. La corrección de los precios energéticos.
  - c. El impacto del ajuste de la demanda interna (-4,2% en 2023).

Como consecuencia, la política monetaria ha experimentado un giro significativo desde 2020, pasando de una postura altamente acomodaticia (tipo de interés de facilidad de depósito del BCE en negativo) a un endurecimiento sustancial en 2022 y la primera mitad de 2023. Así, la política monetaria ha reaccionado ante un escenario de elevada inflación y output gap positivo.

Los canales de transmisión de la política monetaria han operado principalmente a través de varios mecanismos. El canal del crédito muestra una clara respuesta, con el crecimiento del crédito al sector privado moderándose entre 2022 y 2023. El canal del tipo de cambio también ha sido relevante, con una apreciación del tipo de cambio efectivo real del 5,3% en 2022, contribuyendo a contener las presiones inflacionarias importadas. Sin embargo, esta apreciación podría afectar negativamente a la competitividad externa.

La respuesta de política monetaria ha tenido efectos significativos sobre los principales agregados macroeconómicos:

1) En el sector real:

- La inversión ha mostrado una sensibilidad particular, cayendo un 9% en 2023.
- El consumo privado se ha moderado hasta el -0,4% en 2024.
- El output gap se ha tornado negativo (-2,2% en 2024)

2) En el sector financiero:

- Mantenimiento de ratios de capital estables en torno al 20%.
- Ligera mejora de la rentabilidad bancaria.
- Moderación del crecimiento del crédito.
- Efectos en el sector de la construcción y de la vivienda.

3) En el sector exterior:

- Impacto en la competitividad vía tipo de cambio efectivo real.
- Efectos en los flujos de capital, con una recomposición hacia instrumentos más estables.

Las perspectivas sugieren una convergencia gradual hacia el objetivo de estabilidad de precios, aunque persisten riesgos al alza relacionados con:

1) Factores estructurales:

- Una NAIRU elevada que puede generar presiones inflacionistas incluso con tasas de desempleo relativamente altas.
- Rigideces en el mercado de trabajo que pueden traducirse en efectos de 2ª ronda.
- Dependencia energética que expone a la economía a shocks de oferta.
- El sesgo expansivo de la política fiscal podría estar contrarrestando parcialmente los efectos de la política monetaria restrictiva.

2) Factores coyunturales:

- Incertidumbre sobre la transmisión de la política monetaria en el actual contexto.
- Riesgo de fragmentación financiera.
- Posibles efectos retardados del endurecimiento monetario ya implementado.

El principal desafío para la autoridad monetaria será conseguir una “última milla” en la reducción de la inflación que minimice los costes en términos de actividad económica. Esto requerirá un delicado equilibrio entre mantener condiciones monetarias suficientemente restrictivas para anclar las expectativas de inflación y evitar una desaceleración excesiva que pudiera comprometer la estabilidad financiera y el crecimiento potencial.

En relación al **sector financiero**, éste muestra una **resiliencia notable** tras la crisis de la COVID-19, manteniendo niveles adecuados de solvencia y liquidez, aunque enfrenta retos derivados del actual entorno de tipos de interés y la moderación del crecimiento económico.

Sería interesante contar con datos de la brecha crédito-PIB para analizar la **posición de la economía en el ciclo financiero**, aunque podemos aproximarla analizando la evolución del crédito al sector privado (que muestra tasas de crecimiento moderado), lo que podría indicar ausencia de sobrecalentamiento en el ciclo financiero.

El **nivel de endeudamiento** presenta patrones diferenciados:

- La deuda ṕblica ha aumentado hasta el 77% del PIB en 2023, aunque se mantiene en niveles manejables.
- El endeudamiento privado muestra una tendencia a la moderaci3n, reduciendo riesgos de zombificaci3n empresarial.

En t́rminos de **solventia**, el sector mantiene una posici3n s3lida. La ratio de capital regulatorio se ha mantenido estable en torno al 20,5%, significativamente por encima de los requerimientos ḿnimos. La calidad de los activos es satisfactoria, con una ratio de pŕstamos morosos del 1,4% en 2024.

La **liquidez** del sistema presenta indicadores robustos:

- La ratio de dep3sitos sobre pŕstamos del 62,3% en 2023 sugiere una estructura de financiaci3n diversificada.
- Los activos ĺquidos representan el 21% del total de activos, proporcionando un colch3n adecuado.

La **rentabilidad** del sector ha mejorado significativamente, con el ROE alcanzando el 16% en 2024, impulsado por:

- La ampliaci3n de ḿrgenes en un contexto de tipos al alza.
- La contenci3n de costes operativos.
- La reducci3n de provisiones por riesgo de cŕdito.

No obstante, existen elementos que requieren atenci3n:

1. El impacto potencial del endurecimiento monetario sobre la calidad crediticia
2. Los efectos de la desaceleraci3n econ3mica en la demanda de cŕdito
3. La necesidad de mantener inversiones en digitalizaci3n y eficiencia operativa

El sector se encuentra bien posicionado para afrontar estos retos, aunque ser3 crucial mantener una supervisi3n prudencial activa que asegure la detecci3n temprana de vulnerabilidades.

## 5. Política fiscal.

¿Qué se busca con esta pregunta?

*El objetivo de esta pregunta es analizar el tono de la política fiscal, su relación con el ciclo y la sostenibilidad de las cuentas públicas. También es aconsejable prestar atención al policy mix (i.e. ver la relación entre la política fiscal y la política monetaria). Al igual que en las preguntas de otros sectores, se recomienda dedicar más tiempo si este sector supone un desequilibrio para esta economía.*

La **política fiscal** ha transitado desde una respuesta expansiva a la crisis pandémica hacia un escenario que requiere consolidación fiscal en un contexto de elevada deuda pública.

El análisis del impulso fiscal haciendo uso del saldo estructural primario, que excluye el componente cíclico y los pagos por intereses, revela una política fiscal que ha pasado por 3 fases distintas, mostrando un marcado carácter contracíclico:

- La primera fase (2020) refleja una respuesta contundente a la pandemia, con un deterioro del saldo estructural primario hasta el -3,3% del PIB, evidenciando una orientación marcadamente expansiva orientada a mitigar el impacto de la crisis.
- La segunda fase (2021-2022) muestra un proceso de normalización gradual, con una mejora del saldo estructural primario hasta el -1,5% del PIB en 2022. Esta corrección se produce tanto por el lado de los ingresos, que aumentan hasta el 53,4% del PIB, como por el lado de los gastos, que se moderan al 53,7%<sup>8</sup>.
- La tercera fase (2023) marca un nuevo deterioro del saldo estructural primario hasta el -2,5%, en un contexto de debilitamiento económico. Este empeoramiento se explica por un aumento significativo del gasto público hasta el 56,7% del PIB, particularmente en consumo público, remuneración de empleados y pago de intereses.

La **deuda pública bruta** ha aumentado desde el 59,5% del PIB en 2019 hasta el 77% en 2024, un incremento de 20 puntos porcentuales que refleja tanto el impacto de los estabilizadores automáticos como las medidas discrecionales adoptadas. La **sostenibilidad de esta deuda** viene condicionada por varios factores:

- El diferencial crecimiento-interés se ha deteriorado. En 2023, a pesar de tener un crecimiento nominal positivo del 2,7% (combinando una caída del PIB real del 1,2% con un deflactor del 3,9%)<sup>9</sup>, la carga de intereses ha aumentado hasta el 1,2% del PIB. Si bien el diferencial crecimiento-interés sigue siendo positivo, su reducción en un contexto de menor crecimiento real y mayores tipos de interés podría generar presiones sobre la dinámica de la deuda pública en el medio plazo<sup>10</sup>.
- La estructura de los gastos muestra rigideces importantes, con un peso creciente de partidas estructurales como la remuneración de empleados (13,1% del PIB) y beneficios sociales (21,5% del PIB).

<sup>8</sup> Por el lado de los ingresos, aumenta la recaudación impositiva y las contribuciones sociales. Por el lado de los gastos se reducen los beneficios sociales y los subsidios. ¿Podría esto estar relacionado con el leve empeoramiento del índice de Gini en 2021?

<sup>9</sup> La fórmula sería la siguiente:

$$\begin{aligned}\gamma \text{ PIB}_{\text{Nominal}} &= (1 + \gamma \text{ PIB}_{\text{Real}}) / (1 + \gamma \text{ Deflactor del PIB}) - 1 \\ \gamma \text{ PIB}_{\text{Nominal}} &= (1 - 0,012) / (1 + 0,039) - 1 \\ \gamma \text{ PIB}_{\text{Nominal}} &= 0,027 = 2,7\%\end{aligned}$$

<sup>10</sup> En base a la reducida diferencia entre el déficit público y el déficit primario, el pago de intereses parece reducido.

- Los ingresos ṕblicos, aunque elevados (53,8% del PIB en 2023<sup>11</sup>), podrían enfrentar presiones a la baja en un contexto de debilitamiento ecońmico.

Para asegurar la sostenibilidad de las finanzas ṕblicas y mejorar la eficiencia del sistema fiscal, se recomiendan las siguientes medidas:

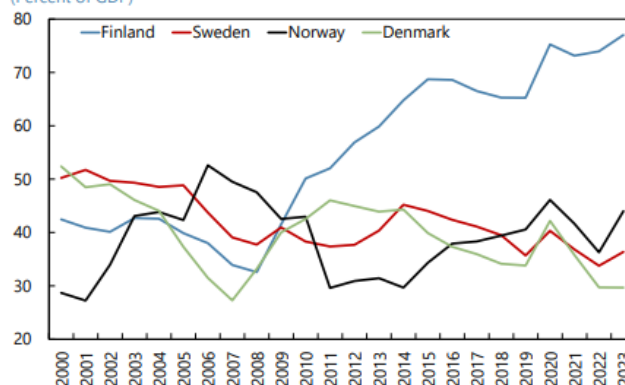
- En el corto plazo, implementar una **estrategia de consolidación fiscal** creíble que:
  - Revise la eficiencia del gasto ṕblico, especialmente en partidas discrecionales.
  - Modernice la administraci3n tributaria para reducir la evasi3n fiscal.
  - Racionalice las transferencias y subvenciones manteniendo su efectividad social.
- En el medio plazo, abordar reformas estructurales orientadas a:
  - Mejorar la sostenibilidad del sistema de pensiones.
  - Aumentar la eficiencia en la prestaci3n de servicios ṕblicos.
  - Fortalecer el marco fiscal con reglas que aseguren la disciplina presupuestaria.
- A largo plazo, desarrollar poĺticas que impulsen el crecimiento potencial y, por tanto, la base fiscal:
  - Inversi3n en capital humano y f́sico.
  - Digitalizaci3n de la administraci3n ṕblica.
  - Reforma del sistema tributario para hacerlo ḿs favorable al crecimiento.

La implementaci3n exitosa de estas medidas requeriría un compromiso poĺtico sostenido y una comunicaci3n efectiva con los agentes ecońmicos y sociales. Adeḿs, esta estrategia debería implementarse de manera que apoye, no obstaculice, los objetivos de poĺtica monetaria, contribuyendo así a un policy mix ḿs coherente y efectivo.

*Over this period, there has been a steep increase in public debt ...*

#### Gross Public Debt

(Percent of GDP)



<sup>11</sup> En general, cabe mencionar que el peso del sector ṕblico sobre el PIB en Narnia es elevado.

## 6. Fortalezas, debilidades, recomendaciones y riesgos.

¿Qué se busca con esta pregunta?

*El objetivo de esta pregunta es sintetizar todo el análisis realizado, identificando las principales amenazas y prioridades de política económica. Se recomienda asimismo realizar una reflexión acerca del futuro inmediato de la economía considerando los principales riesgos al alza y a la baja.*

La economía de Narnia presenta varias vulnerabilidades significativas que requieren una respuesta política coordinada para asegurar un crecimiento sostenible y equilibrado en el medio plazo:

- Las vulnerabilidades estructurales en el mercado laboral constituyen uno de los principales desafíos. La NAIRU elevada, combinada con el desplazamiento de la Curva de Beveridge, indica un deterioro en la eficiencia del proceso de emparejamiento laboral. Esta situación limita el crecimiento potencial de la economía y genera riesgos inflacionarios incluso con tasas de desempleo relativamente altas.
- Lo anterior, unido al deterioro de la inversión, afecta a la productividad de la economía. La productividad ha sido débil<sup>12</sup>, lo que afecta el crecimiento económico a largo plazo y a los costes laborales unitarios, afectando a la competitividad.
- La pérdida de competitividad representa otra vulnerabilidad fundamental. El deterioro de la productividad (caídas consecutivas en 2022 y 2023), junto con el aumento de los costes laborales, está erosionando la capacidad competitiva de la economía. Esta situación se refleja en el comportamiento del sector exterior, particularmente vulnerable a shocks en los precios de las materias primas.
- La situación fiscal presenta fragilidades crecientes. El aumento de la deuda pública hasta el 77% del PIB, combinado con una estructura rígida del gasto y un deterioro del saldo estructural primario, genera vulnerabilidades ante un potencial endurecimiento de las condiciones financieras.

Para abordar estas vulnerabilidades, se propone una estrategia integral que combine medidas a corto y medio plazo:

- Reformas en el mercado laboral orientadas a reducir la NAIRU y mejorar la eficiencia del emparejamiento mediante la modernización de los servicios públicos de empleo, programas de recualificación laboral y una revisión del marco de negociación colectiva que permita una mejor adaptación a las condiciones económicas cambiantes. Otra posibilidad sería la reforma del mercado de alquiler.
- Medidas para impulsar la competitividad que incluyan incentivos a la inversión en capital físico y tecnológico, programas de apoyo a la innovación empresarial y una estrategia de diversificación energética que reduzca la vulnerabilidad ante shocks externos.
- Una estrategia de consolidación fiscal creíble que combine la revisión de la eficiencia del gasto público con reformas que aseguren la sostenibilidad del sistema de pensiones y fortalezcan la base tributaria. Esta estrategia debe implementarse de manera gradual para no comprometer la recuperación económica.

<sup>12</sup> Especialmente en comparación con otros países nórdicos.

- Políticas macroprudenciales que refuercen la resiliencia del sector financiero ante potenciales deterioros en la calidad crediticia, incluyendo el mantenimiento de colchones de capital adecuados y una supervisi3n reforzada de los riesgos emergentes<sup>13</sup>.

La implementaci3n exitosa de estas recomendaciones requiere un marco institucional robusto y una coordinaci3n efectiva entre las diferentes 1reas de poĺtica econ3mica. El timing y la secuencia de las reformas son cruciales: las medidas de consolidaci3n fiscal deben calibrarse cuidadosamente para no comprometer las reformas estructurales necesarias para impulsar el crecimiento potencial.

La implementaci3n de estas poĺticas requerir1 un delicado equilibrio entre la necesidad de abordar las vulnerabilidades identificadas y el mantenimiento de la cohesi3n social, especialmente en un contexto de elevada incertidumbre global.

Tras un proceso de recuperaci3n asim3trico despu3s del shock de la pandemia, la econoḿa de Narnia se enfrenta a una situaci3n de recesi3n t3cnica, cuya recuperaci3n depender1 de la superaci3n de los desaf́os estructurales subyacentes.

---

<sup>13</sup> Otras debilidades de la econoḿa finlandesa, m1s dif́ciles de ver en los datos proporcionados son:

- **Envejecimiento de la poblaci3n:** La poblaci3n envejecida ejerce presi3n sobre el gasto p1blico, especialmente en pensiones y servicios de salud, lo que dificulta la sostenibilidad fiscal. Podrían recomendarse poĺticas para aumentar la natalidad.
- **Dependencia de la financiaci3n mayorista:** El sistema bancario finland3s depende en gran medida de la financiaci3n mayorista, lo que lo hace vulnerable a choques de liquidez.