

Análisis Macroeconómico. Finanzas Públicas

Reducir el déficit sin frenar la inversión pública



Rafael Doménech

Actualidad Económica, El Mundo (España)

España, como otros países europeos, se enfrenta al reto de atender necesidades de gasto crecientes sin renunciar a la estabilidad presupuestaria y debilitar el crecimiento potencial. Un desafío en el que la inversión pública ocupa un lugar especial: es una de las partidas con un notable impacto sobre la capacidad productiva futura, pero también una de las más expuestas cuando llega la consolidación fiscal. La cuestión no es menor. En una economía como la española, que aspira a sostener mejoras de productividad y converger en renta per cápita con Europa, el diseño del ajuste fiscal puede marcar la diferencia entre una corrección ordenada y otra que, sin pretenderlo, deje un legado de menor crecimiento.

Aunque la inversión pública (es decir, la formación bruta de capital fijo de las Administraciones Públicas) no captura toda la inversión en infraestructuras (parte se ejecuta vía empresas públicas o concesiones), es un indicador clave para medir la actividad inversora del sector público. El motivo de fondo por el que importa es sencillo: el capital público (infraestructuras de transporte, redes, equipamientos) actúa como un factor de producción que aumenta la productividad del capital privado, del trabajo y del capital tecnológico.

Ahora bien, la evidencia y la experiencia apuntan a que tan importante como cuánto se invierte es la manera en que se invierte. La selección de proyectos, la calidad de la ejecución y el mantenimiento determinan si esa inversión alivia cuellos de botella y genera productividad o, por el contrario, termina teniendo un coste de oportunidad elevado. En términos económicos, no toda inversión es igualmente productiva y la eficiencia es la condición para que se traduzca en crecimiento.

Si miramos la evolución de la inversión pública en España en las dos últimas décadas, la historia presenta tres fases. La primera es el período de fuerte inversión previo a la Gran Recesión. La segunda arranca con la crisis financiera, se intensifica con la crisis de deuda soberana y deja una caída pronunciada y persistente de la inversión pública. La tercera es el repunte gradual de los últimos años, apoyado por el despliegue de los fondos Next Generation EU, aunque sin recuperar plenamente los niveles anteriores.

El punto de inflexión tras la crisis es especialmente relevante. La inversión pública cayó con intensidad y durante un período prolongado, hasta situarse cerca de mínimos relativos en

comparación con la Unión Europea. Además, en varios años la inversión neta (la que queda tras descontar la depreciación del capital) fue nula, lo que equivale a decir que el sector público apenas compensaba el desgaste del stock de infraestructuras existente.

Esta distinción entre inversión bruta y neta ayuda a entender por qué la inversión pública es tan sensible en un contexto de consolidación fiscal. Reducir la inversión puede mejorar el saldo presupuestario en el corto plazo, pero si se reduce en exceso durante demasiado tiempo, el efecto acumulado se manifiesta en menor calidad del capital público, más costes de mantenimiento futuro y menor capacidad productiva.

El análisis comparativo con la UE aporta otra visión importante. Incluso sin entrar en debates sobre cuál es el nivel correcto de inversión pública, la comparación sugiere que España ha estado durante años en el tramo inferior de la UE, lo que supone un riesgo para sostener crecimiento y convergencia en renta y productividad. Este punto es especialmente relevante porque la convergencia no depende solo de acumular capital público, sino de hacerlo de forma que complemente la inversión privada y facilite cambios estructurales. La transición energética y digital, por ejemplo, requiere redes, capacidad logística, infraestructuras energéticas y adaptación de equipamientos públicos. Si la inversión se retrasa, parte del ajuste termina produciéndose por la vía de mayores costes y menor inversión privada y competitividad.

Una de las claves del debate fiscal en España en los últimos años es la composición del gasto. La evidencia muestra que, entre 2007 y 2025, el gasto público corriente per cápita ha crecido muy por encima del PIB per cápita, mientras que la inversión pública se ha desplomado respecto a sus niveles previos. Esta divergencia no se explica por un único factor: influyen el envejecimiento, las preferencias sociales, la mayor demanda social de servicios públicos, el aumento de costes en sanidad y dependencia, y la respuesta a crisis consecutivas. Pero desde el punto de vista macroeconómico, el patrón tiene implicaciones claras: cuando el peso del gasto corriente crece de forma persistente, el margen para inversión suele comprimirse, especialmente si la recaudación no crece al mismo ritmo o si las reglas fiscales exigen reducir el déficit.

Consolidar fiscalmente en este entorno implica un dilema más exigente: el ajuste, si llega, debe decidir qué partidas proteger y cuáles priorizar. En ese sentido, una de las recomendaciones recurrentes es reorientar, en la medida de lo posible, el margen fiscal hacia un gasto más productivo (infraestructuras, capital humano, digitalización) y mejorar la eficiencia del gasto. La llegada de los fondos Next Generation EU ha introducido un apoyo importante, pero no elimina el problema de fondo. La inversión pública ha aumentado ligeramente, aunque la lectura agregada sugiere que el impulso es insuficiente para cerrar de forma rápida la brecha acumulada. En particular, la inversión pública por persona ocupada seguía en 2025 por debajo de su referencia de 2003. Además, el NGEU plantea un reto temporal: si una parte relevante del impulso inversor depende de un programa con horizonte finito, existe el riesgo de un efecto “escalón” cuando ese apoyo finalice. La cuestión es si sirven de puente hacia una senda de inversión pública sostenible, con capacidad de ejecución y proyectos bien seleccionados.

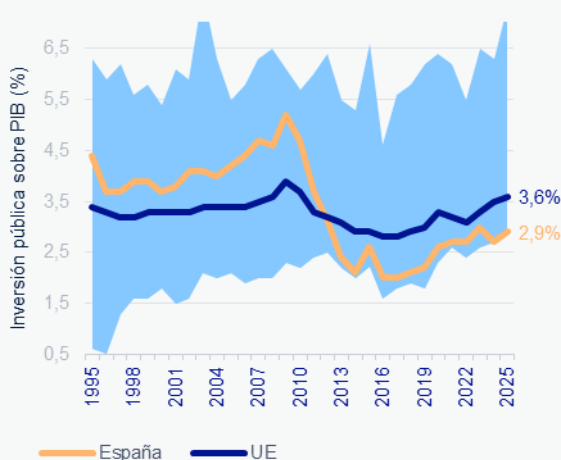
El reto por delante implica un conjunto de objetivos que abarcan volumen, eficiencia y capacidad institucional. El primero es la planificación y evaluación. Asegurar que los proyectos respondan a prioridades de largo plazo y se sometan a análisis rigurosos (coste-beneficio), con evaluación ex ante y ex post, ayuda a maximizar el retorno social de cada euro invertido.

El segundo es el diseño institucional y los incentivos. La gobernanza, la transparencia y la rendición de cuentas son relevantes no únicamente por razones de control, sino porque influyen en la selección de proyectos y en la ejecución. La capacidad de gestión y de absorción (desde licitaciones hasta supervisión) condiciona que el aumento de recursos se traduzca en inversión efectiva y no en retrasos.

El tercero es el mantenimiento y la modernización. En infraestructuras, mantener es invertir: evita la depreciación acelerada y reduce costes futuros. Además, la modernización vinculada a la transición energética y digital permite que el capital público sea compatible con nuevas necesidades productivas y con la inversión privada complementaria.

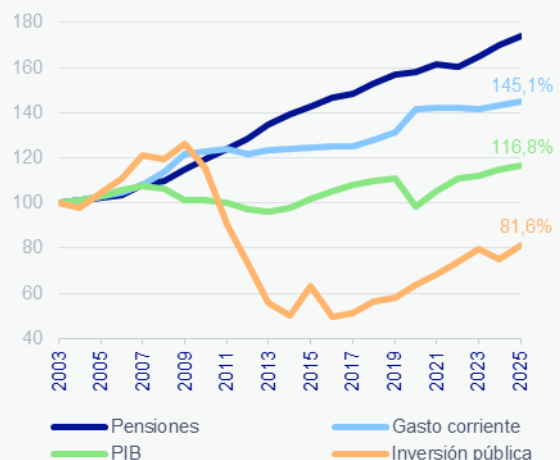
Estos objetivos comparten una conclusión: sin eficiencia y buena selección de proyectos, más inversión pública no se traduce necesariamente en más productividad. La consolidación fiscal es, por definición, un ejercicio de priorización. En un contexto de presiones estructurales sobre el gasto corriente, el riesgo de infra-inversión pública aumenta porque la inversión es una partida ajustable a corto plazo. Sin embargo, la experiencia de las dos últimas décadas sugiere que un ajuste prolongado por esa vía tiene efectos persistentes sobre el crecimiento potencial. Por eso, es necesario proteger la inversión pública productiva, mejorar su eficiencia y asegurar que los impulsos extraordinarios (como el NGEU) se conviertan en una estrategia sostenida. Esa combinación permite consolidar hoy sin comprometer el crecimiento de mañana.

INVERSIÓN PÚBLICA, 1995-2025 (% DEL PIB)



Fuente: BBVA Research en base a AMECO

EVOLUCIÓN DEL PIB, GASTO PÚBLICO CORRIENTE E INVERSIÓN PÚBLICA PER CÁPITA, 2007-2025



Fuente: BBVA Research en base a COFOG (IGAE), Eurostat y AMECO

AVISO LEGAL

El presente documento no constituye una "Recomendación de Inversión" según lo definido en el artículo 3.1 (34) y (35) del Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre abuso de mercado ("MAR"). En particular, el presente documento no constituye un "Informe de Inversiones" ni una "Comunicación Publicitaria" a los efectos del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión ("MiFID II").

Los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos u opiniones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA en su sitio web www.bbvarresearch.com.