

Semana Económica

Multiplicadores y efectos plurianuales: el ajuste de la obra pública en perspectiva

- ✓ Respetar la restricción presupuestaria del Sector Público nos dice bastante sobre cuánto (no) debe ser el resultado fiscal, pero poco sobre cómo debe componerse el gasto. El consenso en la profesión económica va más allá de las presiones inflacionarias que traen los desequilibrios fiscales persistentes -a través del canal monetario, cambiario y de demanda agregada-: también sostienen que los gastos de capital tienen los mayores multiplicadores.
- ✓ Esto implica que en términos de costo de oportunidad -qué partida del gasto es “peor opción” ajustar- tienen los mayores efectos. En consecuencia, hay bastantes alternativas antes. Entre 2023 y 2025, el gasto de capital del Estado Nacional cayó casi 80%, pasando de 1,6% del PBI a 0,3%. De esta forma, llegó a mínimos de los últimos veinte años, volviendo a los niveles de 2002.
- ✓ Los estudios publicados por distintos organismos internacionales (FMI y CEPAL, citados en el cuerpo del texto) muestran que i) el ajuste de 1% del PBI en el gasto de obra pública puede afectar el crecimiento de mediano plazo en hasta 3% (FMI), ii) a la vez que el mismo Fondo plantea que el aumento en las inversiones estatales puede traer un salto de hasta 12% en la productividad total de factores. Por su parte, un estudio reciente de CEPAL marca que iii) la inversión pública tiene un multiplicador de 1,3 en contextos de recesión: el crecimiento del gasto público en esta línea tiene efectos más que proporcionales sobre la producción agregada. En consecuencia, su costo de oportunidad en materia de crecimiento potencial es de las mayores partidas del gasto.
- ✓ En términos consolidados Nación-Provincias, el gasto de capital pasó de poco más de 3,2% del PBI en el promedio 2016-2019 a 2,9% en 2020-2023 y 1,9% en 2024 -sin datos para 2025-. Más importante aún, en tanto que las provincias representaron la mitad de las erogaciones en 2016-2019 e igual porcentaje en 2020-2023, el año pasado llegaron al 80%. El virtual corrimiento de la Nación de la inversión en obra pública profundizó las asimetrías regionales, ya que las provincias con mayor cantidad de recursos por habitante pueden sostener estas partidas, en tanto que las que se encuentran al tope de la fila profundizan la desigualdad.
- ✓ El esquema de Participación Público-Privada (PPP), que intentó llevar adelante el gobierno de Macri y que este gobierno propone vía para incrementar la obra pública sin afectar el gasto, no parecería ser suficiente. Conforme a los datos del FMI para el período 2016-2019, el país que más PPP como porcentaje del PBI tuvo fue Perú, alcanzando 1,4%, y en segundo lugar quedaron Colombia y Brasil, con 1,1%, en tanto que Indonesia fue el cuarto con 0,5%. El spread de riesgo país argentino frena la posibilidad de que este esquema arranque, al menos por ahora.
- ✓ En síntesis, el ajuste del 80% del gasto de capital permitió ahorrar en las cuentas públicas, pero al costo de comprometer la capacidad de crecimiento futuro y la productividad, la integración territorial y profundizar las inequidades del federalismo fiscal argentino.

Multiplicadores y efectos plurianuales: el ajuste de la obra pública en perspectiva

En un mundo que aún debate cómo recuperar la tendencia de crecimiento y los niveles de inversión previos a la irrupción de la pandemia, el rol del sector público volvió a ocupar un lugar central en la agenda de los principales organismos internacionales. La reconfiguración del mapa productivo global y la aparición de nuevas políticas arancelarias y comerciales responden, en esencia, a una misma lógica: defender e impulsar sectores productivos que no cuentan con ventajas comparativas estáticas o naturales.

En este contexto, las intervenciones públicas pueden agruparse en respuestas defensivas (tarifas) y ofensivas (políticas industriales y productivas). Sin embargo, la discusión de fondo para sostener e incrementar el desarrollo del entramado productivo remite a la posibilidad de mejorar los estándares y la eficiencia de la producción, tanto a nivel intrafirma como agregado. Y es aquí donde la política fiscal tiene un rol sustantivo, desde el lado de su financiamiento y desde el de su orientación.

Como señala el [FMI \(2025\)](#), la política fiscal debe entenderse de manera estructural. Aun manteniendo constante el gasto agregado, un aumento del gasto de capital equivalente al 1% del PIB puede elevar el crecimiento de mediano plazo hasta 3 p.p. En la misma línea, el organismo identifica –a partir de 40 episodios de realocaciones, cambios de composición, del gasto público– que mayores inversiones estatales en obra pública se asociaron a mejoras de aproximadamente 12% en la productividad total de los factores en un horizonte de hasta cinco años.

Una política fiscal utilizada de manera eficiente, por lo tanto, no solo mejora las perspectivas de crecimiento: también fortalece las complementariedades y sinergias con el sector privado. En América Latina, la [CEPAL \(2025\)](#) estima multiplicadores acumulados de la inversión pública cercanos a 1,3 en contextos recesivos: por cada punto que crece la inversión pública, el producto crece de manera más que proporcional.

Ahora bien, hablar de eficiencia fiscal no implica desconocer la restricción presupuestaria. Desde prácticamente todas las vertientes económicas se reconoce el vínculo entre déficits fiscales persistentes e inflación, ya sea por el canal monetario, la presión sobre la demanda agregada o la incidencia sobre el mercado cambiario.

En este marco, no solo importa alcanzar el equilibrio fiscal, sino también la forma en que se logra; no solo importa el cuánto, sino también el cómo. Reducir la inversión pública mejora las cuentas en el corto plazo, pero al costo de afecta la productividad y limita la expansión futura de la oferta agregada. Vale decir, no solo en términos directos, sino principalmente más que en otras líneas del gasto: se puede lograr el mismo “recorte” con menos impacto sobre el nivel de actividad presente y futuro. La inversión estatal, en cambio, combina efectos de corto plazo sobre la demanda con mejoras de mediano plazo en la capacidad productiva.

¿Cómo se alcanzó el superávit primario reciente?

El gasto del Sector Público Nacional pasó de representar 19,5% del PIB en 2023 a 14,3% en 2025. De los 5 puntos de reducción del gasto primario, 1,3 se explican por la virtual paralización de la inversión pública nacional, que se contrajo alrededor del 80%.

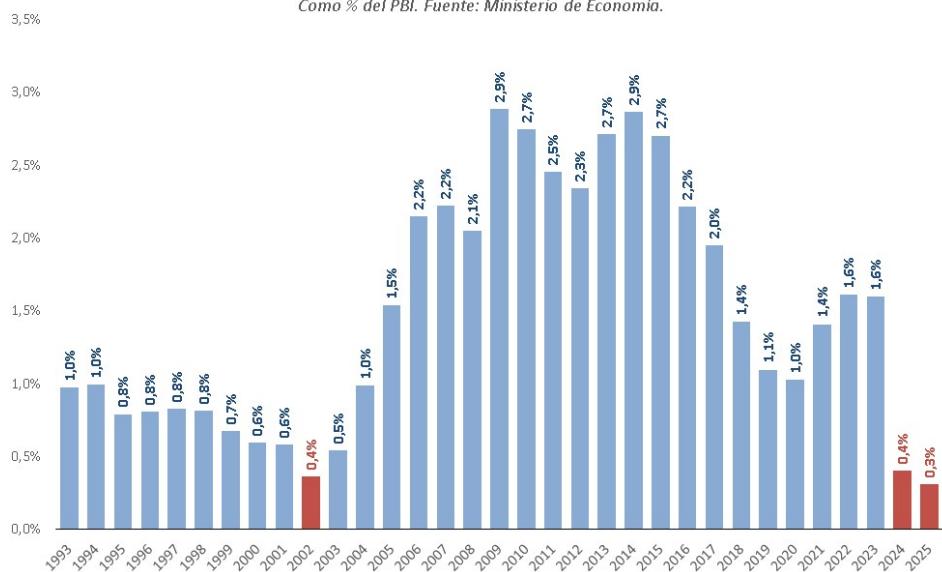
Ingresos y Gastos Sector Público nacional, como % del PBI.

Fuente: Ministerio de Economía

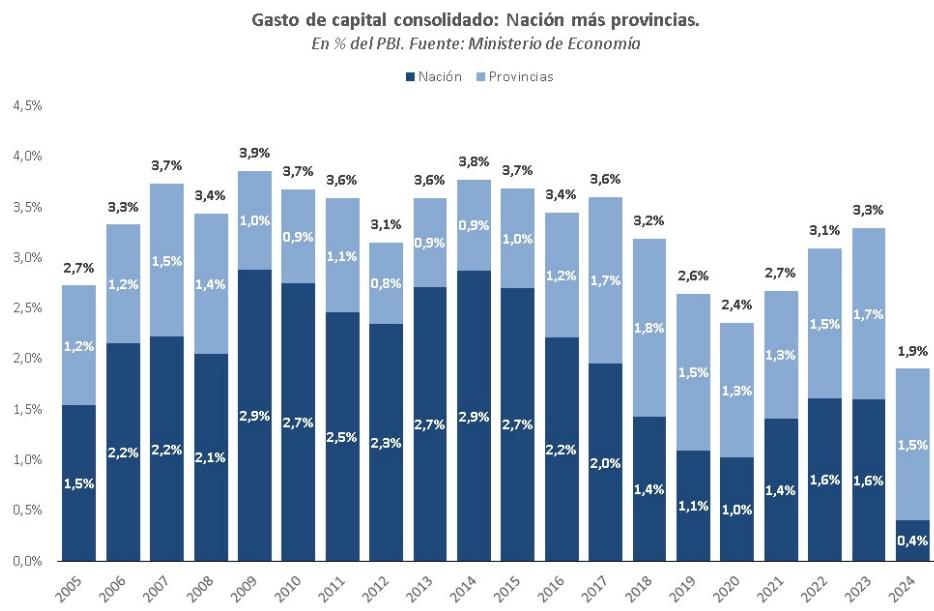
Rubro	2023	2025	Dif. En % del PBI	Contribución a la baja del gasto	Dif. En %
Ingresos Totales	16,8	15,8	-1,0 p.p.	-5,9%	
Gasto Primario	19,5	14,3	-5,1 p.p.	100,0%	-26,3%
Prestaciones sociales	10,6	9,5	-1,1 p.p.	20,5%	-9,9%
Subsidios económicos	2,1	1,0	-1,1 p.p.	21,5%	-53,4%
Gastos de funcionamiento y otros	3,3	2,5	-0,8 p.p.	15,0%	-23,5%
Transferencias a provincias	0,7	0,3	-0,5 p.p.	9,3%	-64,0%
Transferencias a universidades	0,7	0,5	-0,2 p.p.	4,0%	-27,8%
Resto	0,5	0,2	-0,3 p.p.	4,9%	-54,5%
Gastos de capital	1,6	0,3	-1,3 p.p.	24,8%	-79,8%
Resultado Primario	-2,7	1,5	4,1 p.p.		

Así, el sector público nacional alcanzó el menor nivel de gasto de capital desde 2002, es decir, en más de veinte años.

Gasto de capital de Sector Público Nacional.
Como % del PBI. Fuente: Ministerio de Economía.

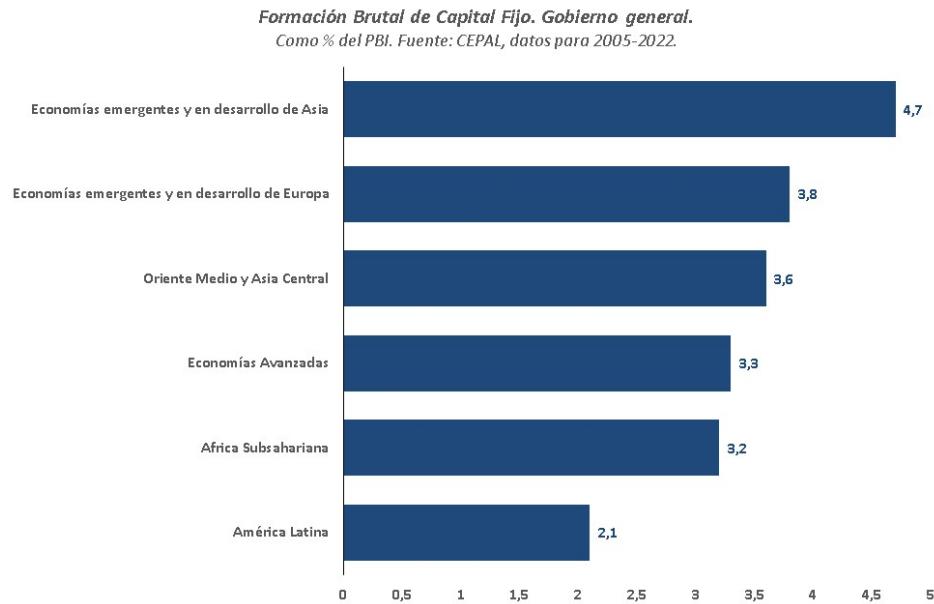


Es importante recordar que Argentina es un país federal, donde los distintos niveles de gobierno (nacional, provincial y municipal) realizan obra pública. En los últimos veinte años, la inversión consolidada (Nación más provincias) promedió el 3,3% del PIB. Sin embargo, en 2024 (último dato cerrado) se ubicó en apenas 1,9% del Producto. Además de la caída agregada, la novedad fue que, mientras históricamente las provincias explicaban casi el 50% de la inversión total, en 2024 su participación saltó al 80%. Retroceso general, cambio de composición al interior.



¿Es suficiente este esquema?

Reducir la inversión en un contexto en el que la economía lleva más de diez años estancada y enfrenta un proceso de apertura importadora implica erosionar la productividad local y debilitar la capacidad de competir, en un mundo caracterizado por excedentes productivos –particularmente en los países asiáticos– en la mayoría de las ramas industriales.



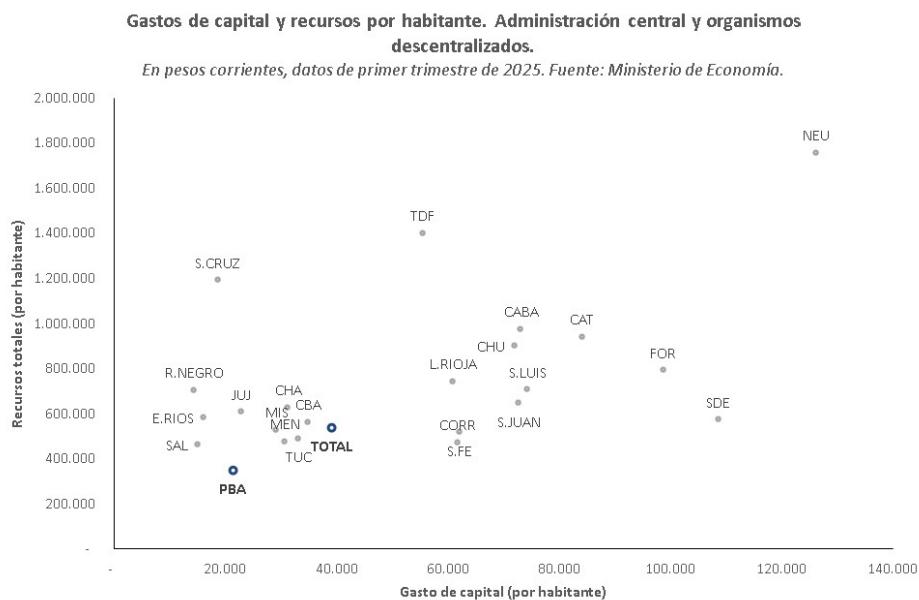
La comparación internacional refuerza esta preocupación: aunque Argentina no está muy lejos del promedio latinoamericano, su nivel de inversión es claramente inferior al de economías emergentes de Asia, Europa del Este, Oriente Medio, las economías avanzadas y África Subsahariana.

Además de su insuficiencia, la reciente reestructuración de la obra pública plantea un problema adicional vinculado al funcionamiento del federalismo fiscal en Argentina. La distribución de recursos derivados

de la coparticipación arrastra inequidades propias de un esquema concebido de emergencia a fines de los años ochenta, que no se basó en criterios objetivos -como población, necesidades básicas, brechas de infraestructura o capacidad fiscal-, sino que replicó proporciones históricas, definidas de manera discrecional por el Ministerio de Economía.

En este marco, la Provincia de Buenos Aires constituye el caso más evidente: es, por amplio margen, la jurisdicción con menor nivel de recursos por habitante, pese a concentrar la mayor cantidad de población y actividad económica del país. Si bien exhibe el mayor volumen absoluto de gasto de capital provincial (alrededor del 20% del total), cuando se lo mide en términos per cápita no alcanza siquiera el promedio.

De este modo, un esquema en el que la Nación se retira de manera casi completa de la inversión pública no solo reduce la dotación agregada de infraestructura, sino que profundiza las asimetrías regionales. La competitividad relativa de cada provincia quedará cada vez más condicionada por la desigual distribución de recursos, ampliando las brechas de desarrollo territorial que el federalismo fiscal, en su diseño ideal, debería atenuar en lugar de profundizar.



¿Debe ser necesariamente inversión pública? ¿Puede el programa de PPP ser la alternativa?

De acuerdo con la evidencia recopilada por el FMI, los proyectos de Participación Público-Privada (PPP) no constituyen la norma a nivel global. De hecho, son prácticamente inexistentes en las economías avanzadas y parecen ser una opción más frecuente en países latinoamericanos. Cabe señalar que, en el caso de la experiencia argentina, la inversión en PPP durante el gobierno de Mauricio Macri no llegó a representar el 0,2% del PBI en el año de mayor incidencia (2019).

En este sentido, con un nivel de riesgo país similar al observado a finales de 2018 y comienzos de 2019, luce difícil esperar que la participación de los PPP alcance una magnitud superior a la registrada durante la gestión de Cambiemos. Con costos tan elevados, los flujos futuros de los proyectos pierden valor presente y la viabilidad financiera de las iniciativas se reduce de manera sensible.

Por otro lado, para recomponer la totalidad de la inversión pública que el gobierno nacional dejó de realizar, sería necesario alcanzar niveles de participación privada comparables a los del país con mayor

desarrollo relativo de este instrumento -Perú-un objetivo que hoy aparece lejano dadas las condiciones actuales de financiamiento y riesgo. Así, si bien pueden complementar al sector público, difícilmente puedan reemplazar su rol central en materia de infraestructura y desarrollo productivo.

Formación de capital realizada por PPP. Como % del PBI.

Fuente: FMI

País	Promedio 2016-2019
Perú	1,4%
Colombia	1,1%
Brasil	1,1%
Indonesia	0,5%
El Salvador	0,4%
México	0,4%
Ecuador	0,2%
Irlanda	0,1%
República Dominicana	0,1%
Grecia	0,1%
Francia	0,1%
Argentina	0,1%
Italia	0,1%
Paraguay	0,1%
España	0,0%
Israel	0,0%
Bolivia	0,0%
Portugal	0,0%

Conclusiones

La experiencia reciente deja en claro que el ordenamiento fiscal es importante, pero la forma en que se alcanza importa tanto como el objetivo. **El ajuste basado en una contracción extraordinaria del gasto de capital genera un ahorro en las cuentas públicas, pero compromete la capacidad de crecimiento futuro. La evidencia internacional es concluyente: la inversión pública es un motor clave de productividad, de integración territorial y de articulación con el sector privado.**

A su vez, la reducción drástica de la obra pública nacional no solo limita la expansión del producto potencial, sino que también profundiza las inequidades del federalismo fiscal argentino. En un esquema de coparticipación que ya arrastra fuertes asimetrías en la distribución per cápita de recursos, la retirada de la Nación deja a las provincias -particularmente a aquellas con menor capacidad fiscal o con alta densidad poblacional- con menos instrumentos para sostener su infraestructura y su competitividad. La consecuencia es un entramado productivo más fragmentado y brechas de desarrollo regional que se amplían en lugar de cerrarse.

Con un riesgo país elevado y sin condiciones financieras que permitan expandir significativamente los esquemas de participación público-privada, la reconstrucción de la inversión estatal adquiere centralidad. No solo para cerrar déficits de infraestructura, sino para generar los aumentos de oferta agregada que permitirán consolidar un sendero de desinflación sostenible. La coordinación entre política fiscal, política productiva y estrategia de inserción internacional vuelve a convertirse en una condición necesaria para que la economía argentina pueda salir, finalmente, de la trampa de bajo crecimiento que acumula desde hace más de una década.

Principales variables

Variable	Unidad	Frecuencia	Último dato	Dato	Var. i.a. % o Diferencia
Actividad					
PIB precios constantes	%	s.e. y v%a	II-25	-0,1%	6,3%
EMAE	%	s.e. y v%a	sept-25	0,5%	5,0%
Salarios Privados					
Salarios nominales INDEC	%	s.e. y v%a	sept-25	1,4%	32,9%
Salarios reales INDEC	%	s.e. y v%a	sept-25	-0,7%	0,9%
Fiscal					
Ingresos totales	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	oct-25	13,0%	-0,5 p.p.
Gasto primario	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	oct-25	-11,5%	0,2 p.p.
Resultado primario	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	oct-25	1,5%	-0,3 p.p.
Intereses	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	oct-25	-1,0%	0,3 p.p.
Resultado financiero	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	oct-25	0,5%	-0,0 p.p.
Precios					
IPC Nivel General, Nacional	%	v%m y v%a	oct-25	2,3%	31,3%
IPC Núcleo, Nacional	%	v%m y v%a	oct-25	2,2%	33,4%
Comercio exterior					
Exportaciones (INDEC)	USD M	Mes y 12m	oct-25	7.954	85.062
Importaciones (INDEC)	USD M	Mes y 12m	oct-25	7.154	75.257
Balanza comercial (INDEC)	USD M	Mes y 12m	oct-25	800	9.805
Balance cambiario					
Bienes (BCRA)	USD M	Mes y 12m	oct-25	-677	18.972
Servicios y rentas (BCRA)	USD M	Mes y 12m	oct-25	-1.922	-20.492
Cuenta capital y financiera (BCRA)	USD M	Mes y 12m	oct-25	1.194	10.039
Tipo de cambio					
Tipo de cambio, A3500	ARS/USD	Diario	4-dic-25	1.449,3	
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01≈1	Diario	3-dic-25	1,4	
CCL	ARS/USD	Diario	4-dic-25	1.509,5	
CCL real multilateral	Dic 01≈1	Diario	4-dic-25	1,5	
Reservas					
Reservas brutas	USD M	Diario	4-dic-25	41.888	
Compra neta de divisas semanal	USD M	Diario	4-dic-25	0	
Títulos públicos					
AL30	USD	Diario	4-dic-25	58,1	
GD30	USD	Diario	4-dic-25	60,7	
Riesgo País	USD	Diario	3-dic-25	637	
Monetario					
LECAP más corta	% TEM	Diario	4-dic-25	1,7%	
TAMAR	% TEM	Diario	2-dic-25	2,5%	
Internacional					
Real Brasil	BRL/USD	Diario	4-dic-25	5,3	-13,0%
Yuan China	CNH/USD	Diario	4-dic-25	7,1	-2,8%
Soja (tn.)	USD	Diario	4-dic-25	411,9	10,8%
WTI (Petróleo)	USD	Diario	4-dic-25	59,6	-9,6%

El presente informe no podrá interpretarse o considerarse como un asesoramiento profesional para la realización de operaciones financieras. El Banco de la Provincia de Buenos Aires, sus directores, agentes o empleados no serán responsables por cualquier pérdida o daño, ya sea personal o patrimonial, que pudieran derivarse directa o indirectamente del uso y aplicación del contenido del presente informe. Para su reproducción total o parcial, agradecemos citar la fuente.