

S&P Global Ratings revisa perspectiva de Uruguay a estable de negativa dados riesgos económicos más balanceados; confirma calificaciones de 'BBB' y 'A-2'

Contactos analíticos

Marina Neves, Sao Paulo 55 (11) 3039-9719; marina.neves@spglobal.com

Delfina Cavanagh, Buenos Aires 54 (11) 4891-2153; delfina.cavanagh@spglobal.com

Joydeep Mukherji, Nueva York (212) 438-7351; joydeep.mukherji@spglobal.com

Resumen

- A pesar de las difíciles condiciones económicas, Uruguay demostró su fortaleza y el producto interno bruto (PIB) real se expandió 1.5% en 2016. Las perspectivas económicas para 2017 y 2018 son favorables.
- La continuidad de las medidas de consolidación fiscal facilitará el camino para reducir gradualmente el déficit fiscal en línea con el presupuesto a cinco años del gobierno.
- Revisamos nuestra perspectiva de Uruguay a estable de negativa y confirmamos nuestras calificaciones soberanas en moneda extranjera y local de 'BBB' y 'A-2'.
- La perspectiva estable refleja nuestra opinión de que las mejores expectativas económicas equilibrarán los riesgos ante situaciones adversas, así como nuestra expectativa de que el gobierno implementará políticas correctivas oportunas para mantenerse en la senda de consolidación fiscal.

Acción de Calificación

Nueva York, 30 de mayo de 2017 – S&P Global Ratings revisó su perspectiva de la República Oriental de Uruguay a estable de negativa. Al mismo tiempo, confirmamos nuestras calificaciones soberanas en moneda extranjera y local de largo plazo de 'BBB' y de corto plazo de 'A-2'.

Nuestra evaluación de riesgo de transferencia y convertibilidad (T&C) se mantiene sin cambio en 'A-'.

Fundamentos

La perspectiva estable refleja nuestra expectativa sobre el fortalecimiento gradual de la economía uruguaya, lo que respaldará los niveles de ingreso del país, su base impositiva, la flexibilidad de las políticas fiscal y monetaria, además de su capacidad para absorber deuda. Desde nuestra acción de calificación el 6 de junio de 2016, la economía ha mostrado una mayor fortaleza a pesar de las recesiones de Argentina y Brasil, alcanzando un crecimiento real del PIB de 1.5% en 2016, mientras que la inflación se ha contenido tras alcanzar niveles de dos dígitos el año pasado. El gobierno también ha mostrado su compromiso para alcanzar su objetivo de déficit fiscal hacia 2019, lo que reducirá el déficit del gobierno general y contendrá los cambios en su deuda. Consideramos que estos eventos han disminuido la probabilidad de deterioro en la calidad crediticia de Uruguay durante los próximos dos años.

Uruguay ha estado creciendo consistentemente durante los últimos 14 años. En 2016, el PIB se expandió 1.5% tras una desaceleración a 0.4% en 2015; estimamos que el PIB per cápita se sitúe en torno a US\$19,300 entre 2017 y 2020. La tasa de crecimiento real del PIB per cápita debería promediar 2% durante los próximos tres años.

La estructura relativamente diversificada de Uruguay lo ha aislado parcialmente de la desaceleración económica de la región y ha evitado su contracción. Los principales sectores de la economía son la manufactura (12.7% del PIB en 2016); el sector de comercio, restaurantes, y hoteles (13%); la construcción (9.5%); y el sector primario (6.5%). El transporte, las comunicaciones y la energía impulsaron el crecimiento en 2016, derivado principalmente de una mayor proporción de electricidad generada con fuentes renovables. Esperamos que el crecimiento real del PIB sea de 2% y 2.5% en 2017 y 2018, respectivamente, proyección sostenida por la recuperación gradual de sus países vecinos, por los menores niveles de inflación, y por los proyectos de infraestructura que el gobierno estima en torno a US\$12,000 millones.

Esperamos que la gradual estrategia fiscal de Uruguay dé como resultado un déficit del gobierno general a 4.8% del PIB en 2017. Este déficit se incrementó a cerca de 5.4% en 2016 debido a un gasto extraordinario para liquidar deudas de empresas del sector público (a diferencia de la definición gubernamental del sector público, nuestra definición de gobierno general incluye al banco central y excluye empresas del sector público). En 2016, el gobierno aprobó medidas para reducir gastos y aumentar los ingresos, incluyendo incrementos en el impuesto sobre la renta a personas físicas sobre las ganancias laborales y de capital; recortó algunos gastos del gobierno central, restringió la contratación de nuevos servidores públicos, y pospuso algunos proyectos de gasto. Además, el gobierno ha impuesto mayor disciplina a las empresas del sector público, lo cual ha llevado a un superávit en los balances de las mismas en el año, y que esperamos que continúen con ligeros excedentes en el futuro.

Esperamos que la próxima rendición de cuentas continúe aplicando restricciones presupuestales dado el entorno macroeconómico aún incierto. Estimamos que el déficit del sector público converja hacia la meta del gobierno de 2.5% del PIB para 2020.

En 2016, el cambio en la deuda del gobierno general estuvo en torno a 3% del PIB, debido a una mayor apreciación del peso uruguayo ya que alrededor de 50% de la deuda de Uruguay está denominada en moneda extranjera. Para 2017, prevemos que el cambio en la deuda del gobierno general sea de alrededor de 5.3% del PIB como resultado del esperado déficit del gobierno general de 4.8%, de la depreciación moderada de la moneda y de la inflación relativamente elevada. El gobierno está intentando desarrollar sus aún estrechos y poco profundos mercados de capital locales, y consideramos que su exposición a la moneda extranjera se reducirá gradualmente – aunque se mantendría por encima de 40%. Un aumento sostenido de la proporción de la deuda

denominada en moneda local reduciría la vulnerabilidad del gobierno a movimientos adversos del tipo de cambio. El cambio en la deuda del gobierno general estaría contenido en niveles cercanos a 4% del PIB entre 2018 y 2020, en línea con la reducción gradual del déficit del gobierno general.

La carga de deuda de Uruguay sigue siendo moderada y los riesgos de financiación son bajos. Proyectamos que la deuda neta del gobierno general como proporción del PIB (que incluye deuda emitida por el banco central para operaciones de mercado abierto) se incremente a 52% del PIB en 2017, desde 50.3% en 2016. Para 2020, esperamos que la deuda neta del gobierno general se estabilice en 50% del PIB debido a una combinación de consolidación fiscal moderada y crecimiento del PIB. También esperamos que los pagos de intereses del gobierno general promedien 6% de sus ingresos entre 2017 y 2020. Las proyecciones están sujetas a volatilidad generada por movimientos pronunciados en el tipo de cambio, dado que casi 55% de la deuda del gobierno central está denominada en moneda extranjera.

En nuestra opinión, el manejo efectivo de la deuda ha reducido significativamente los riesgos de perfil de deuda de Uruguay: el vencimiento promedio de la deuda del gobierno central ha seguido extendiéndose, hasta alcanzar casi 14 años, desde 8 años en 2005; aproximadamente 94% de la deuda es a tasa fija, en comparación con 78% hace 11 años; y los bonos componen 91% de la deuda del gobierno central, mientras que 9% son créditos. La deuda en los mercados internacionales representa 74% del total, mientras que la deuda en el mercado local suma un 26%. A marzo de 2017, el gobierno central afronta un servicio de deuda de alrededor de US\$1,700 millones (US\$741 millones de amortizaciones y US\$1,022 millones en pagos de intereses) para 2017, equivalentes a cerca de 3% del PIB, y que se incrementarán a 5.2% del GDP en 2018.

Aunque en los últimos años Uruguay logró diversificar sus socios comerciales y reducir la dependencia de Brasil y Argentina, esta última aún desempeña un rol importante en lo que se refiere a las exportaciones de servicios de Uruguay. Los gastos que realizaron los visitantes argentinos en 2016 representan más de 60% de los gastos totales de turistas en Uruguay, mientras que los flujos de inversión extranjera directa (IED) desde Argentina, representan más de 28% de la IED total. El sector del turismo, representó un 15% de los ingresos de la cuenta corriente en 2016. El déficit de cuenta corriente se redujo a 0.2% del PIB, gracias a una balanza de servicios más fuerte, incluyendo no solo turismo sino otros tipos de servicios globales, y que se han mantenido en torno a 7% de los ingresos de cuenta corriente en los tres últimos años. La balanza comercial mejoró a un superávit de 0.7% del PIB en 2016, desde un déficit de 0.5% en 2015. Aunque los niveles de exportación fueron menores en 2016 que en años anteriores, esto estuvo acompañado por una reducción del volumen de importaciones y de menores precios del petróleo.

Nuestro escenario base supone que el déficit de la cuenta corriente se mantendrá relativamente estable en 2017, en 0.3% del PIB, y que tendería a 1.6% del PIB para 2020. Nuestro escenario incorpora un repunte probable de la IED a partir de 2019, debido a los grandes proyectos de infraestructura que el gobierno busca atraer. Las necesidades de financiamiento externo bruto deberían mantenerse en alrededor de 97% de los ingresos de cuenta corriente más reservas utilizables en 2017, y continuar aumentando hasta casi 100% durante los próximos tres años. Esperamos que la IED promedie 1.7% del PIB entre 2017 y 2020, lo que excedería el déficit de cuenta corriente proyectado. Prevemos que Uruguay continúe financiando la mitad de su déficit del gobierno central en el exterior; así, la deuda neta externa en sentido estricto debería representar un 8% de los ingresos de la cuenta corriente en 2017. Dada los estrechos y poco profundos mercados locales de capitales de Uruguay, el país depende de la deuda externa.

Al mismo tiempo, los activos líquidos externos del gobierno central y las líneas de fondeo contingentes ayudan a limitar los riesgos externos de liquidez. Las reservas de liquidez incluyen los

activos líquidos del gobierno central (estimados en torno a 5% del PIB en 2016) y el Fondo de Estabilización Energética (cuyos activos sumaban unos US\$300 millones a diciembre de 2016). Adicionalmente, Uruguay tiene vigentes líneas de crédito contingentes. Estas líneas equivalen a cerca de 4% del PIB e incluyen líneas del Banco Interamericano de Desarrollo (US\$800 millones), del Banco Mundial (US\$520 millones), del Fondo Latinoamericano de Reservas (US\$600 millones), y de la Corporación Andina de Fomento (CAF) (US\$500 millones). Además, consideramos que Uruguay podría calificar con rapidez para la línea de crédito flexible del Fondo Monetario Internacional (FMI)

Al igual que la economía en general, el sector financiero de Uruguay mostró fortaleza en 2016. El sistema se mantuvo saludable a pesar de los retiros de depósitos que siguieron a la implementación del Régimen de Sinceramiento Fiscal de Argentina que concluyó en marzo de 2017, de la aprobación de la ley de transparencia fiscal en Uruguay en 2016 y de la apreciación del peso uruguayo; los depósitos cayeron 0.7% en 2016 y 0.9% a abril de 2017. La exposición del sistema bancario uruguayo a los depósitos de no residentes ha estado descendiendo de manera constante y representó 11% de los depósitos totales en 2016 y 15% en 2015, frente al nivel de 42% en 2002.

Consideramos que la relativamente elevada inflación y la todavía alta dolarización continúen limitando la flexibilidad de la política monetaria de Uruguay, dado que más de 50% de los créditos de residentes están denominados en dólares, mientras que más de 60% de los depósitos de residentes están denominados en esa moneda. En 2016, la inflación anual promedio fue mayor que en años anteriores y todavía está por arriba del rango de 3%-7% del Banco Central. La inflación al cierre del año se situó en 8.1% para 2016 –menor al 9.4% de 2015. El avance de la inflación refleja una combinación del efecto de transmisión de la significativa depreciación de la moneda y el repunte en las tarifas de servicios públicos. Sin embargo, es probable que la inflación promedio de 2017 se sitúe en el extremo superior del rango objetivo del banco central.

Esperamos que la inflación se reduzca y se mantenga dentro del rango del Banco Central durante los próximos tres años. Los recientes acuerdos salariales deberían reducir la inercia de la inflación dado que ahora, estipulan incrementos salariales nominales que varían con el crecimiento sectorial, en lugar de la inflación. Los sectores más dinámicos obtienen mayores incrementos salariales nominales, frente a los menos dinámicos.

El amplio consenso político sobre la necesidad de consolidación fiscal refleja las instituciones estables y bien establecidas de Uruguay, que anclan la estabilidad económica. Esperamos que el gobierno del Presidente Tabaré Vazquez del Frente Amplio (FA), una coalición de partidos que incluye tanto la izquierda moderada como la extrema, continuará implementando políticas que promuevan el crecimiento. La velocidad de estos avances podría ser más lenta que la esperada originalmente, en particular porque el gobierno ya no tiene la mayoría de la Cámara de Diputados, lo que lo obliga a negociar con partidos de la oposición. El sistema político de Uruguay se caracteriza por fuertes pesos y contrapesos, y por la continuidad en políticas económicas clave a pesar de los cambios de gobierno. Uruguay ocupa un lugar bajo en la percepción de corrupción y alto en el cumplimiento de la ley. Uruguay tiene mayor cohesión social que la mayoría de los países de América Latina gracias a su gran clase media y a sus niveles de desarrollo social.

Perspectiva

La perspectiva estable refleja nuestra opinión sobre el fortalecimiento de la economía, con un continuo y moderado nivel de crecimiento, y una consolidación fiscal gradual. También esperamos continuidad en las políticas económicas clave durante los próximos tres a cuatro años. Prevemos que el gobierno continúe desarrollando los mercados locales de capitales y que reduzca gradualmente su vulnerabilidad ante *shocks* externos.

Podríamos bajar las calificaciones de Uruguay durante los próximos dos años si la combinación de una política fiscal inadecuada y un crecimiento del PIB menor al esperado diera como resultado un mayor incremento anual de la deuda del gobierno general en comparación con la que prevemos actualmente. La incapacidad de avanzar en el desarrollo de los mercados locales de capitales y de contener la inflación dentro de la meta del banco central, podría hacer que la deuda del gobierno sea vulnerable a grandes movimientos en el tipo de cambio.

Por otro lado, podríamos subir la calificación en los próximos dos años si el gobierno logra aumentar la flexibilidad y la efectividad de la política monetaria, en combinación con una mayor consolidación fiscal. Las reducciones adicionales de la inflación junto con mercados locales de capitales más profundos, podrían reducir el nivel de dolarización y la vulnerabilidad del gobierno a cambios repentinos.

Estadísticas Clave

REPÚBLICA ORIENTAL DE URUGUAY:INDICADORES PRINCIPALES											
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
INDICADORES ECONÓMICOS (%)											
PIB nominal (miles de millones, Moneda local)	808.08	926.36	1,041.21	1,178.33	1,330.51	1,455.85	1,581.12	1,730.47	1,901.44	2,089.47	2,285.11
PIB nominal (miles de millones, US\$)	40.28	47.96	51.26	57.53	57.24	53.27	52.42	59.67	63.38	68.51	74.92
PIB Per cápita (000s US\$)	12.0	14.2	15.2	17.0	16.8	15.6	15.3	17.4	18.4	19.8	21.6
Crecimiento real del PIB	7.8	5.2	3.5	4.6	3.2	0.4	1.5	2.0	2.5	2.7	2.4
Crecimiento real del PIB per cápita	7.4	4.8	3.2	4.3	2.9	0.0	1.1	1.7	2.2	2.4	2.1
Crecimiento real de la Inversión	16.0	7.0	18.2	3.8	2.4	(9.2)	0.9	1.9	2.6	2.9	3.5
Inversión / PIB	19.4	20.9	22.9	22.5	21.2	19.7	18.7	18.9	18.9	18.9	19.0
Ahorro interno bruto / PIB	17.6	18.1	17.9	17.5	16.7	17.5	18.5	18.7	18.4	17.7	17.4
Exportaciones / PIB	26.3	26.4	25.9	23.4	23.5	22.5	21.4	21.4	21.4	21.4	21.4
Crecimiento real de las exportaciones	7.2	5.8	3.6	(0.1)	3.5	(0.6)	(1.4)	2.0	2.5	3.0	3.0
Tasa de desempleo	7.2	6.3	6.5	6.5	6.6	7.5	8.1	7.5	7.2	7.0	6.8
INDICADORES EXTERNOS (%)											
Balance de la cuenta corriente / PIB	(1.8)	(2.7)	(5.1)	(5.0)	(4.5)	(2.2)	(0.2)	(0.3)	(0.6)	(1.2)	(1.6)
Balance de la cuenta corriente / ingresos de la cuenta corriente	(6.4)	(9.6)	(18.4)	(20.2)	(18.2)	(9.1)	(1.0)	(1.2)	(2.7)	(5.6)	(7.2)
Ingresos de la cuenta corriente /	28.2	28.4	27.4	24.7	24.7	23.8	22.7	21.6	21.9	22.1	22.4

REPÚBLICA ORIENTAL DE URUGUAY:INDICADORES PRINCIPALES

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB											
Balanza comercial / PIB	(1.3)	(3.0)	(4.6)	(2.4)	(1.6)	(0.5)	0.7	0.5	0.1	(0.6)	(1.1)
Inversión extranjera directa neta / PIB	5.8	5.2	5.0	5.3	3.8	2.4	1.8	1.7	1.7	1.7	1.8
Inversión de cartera neta / PIB	(0.0)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
Requerimientos de financiamiento externo bruto / ingresos de la cuenta corriente y reservas utilizables	108.4	105.8	99.4	98.4	96.6	93.4	98.4	97.4	98.2	99.2	100.3
Deuda externa neta en sentido estricto / ingresos de la cuenta corriente	8.6	(2.8)	8.1	5.3	3.7	5.3	8.4	8.3	9.4	12.6	10.6
Pasivos externos netos / ingresos de la cuenta corriente	29.2	40.7	59.4	68.1	79.7	90.8	86.2	81.7	79.1	78.4	77.0
Deuda externa de corto plazo por vencer / ingresos de la cuenta corriente	49.0	40.6	33.8	41.0	47.9	56.3	59.6	48.0	44.9	41.5	37.7
Reservas/Pagos de la cuenta corriente (meses)	4.9	4.6	5.4	6.4	7.3	8.5	7.5	6.3	5.9	5.5	5.0
Reservas (millones US\$)	5,722	7,469	9,060	10,172	9,756	7,508	6,852	6,988	7,322	7,473	7,534
INDICADORES FISCALES (% gobierno general)											
Balance / PIB	(1.3)	(0.7)	(2.1)	(1.8)	(3.0)	(4.2)	(5.4)	(4.8)	(4.0)	(3.6)	(3.2)
Cambio en la deuda / PIB	3.9	5.1	5.7	8.9	7.0	8.3	2.9	5.3	4.3	4.1	3.6
Balance primario / PIB	1.6	2.1	0.5	0.9	(0.2)	(0.7)	(2.1)	(2.7)	(1.2)	(1.3)	(1.2)
Ingresos/ PIB	36.6	36.8	36.6	38.0	37.5	37.0	38.0	38.1	38.2	38.3	38.1
Gastos / PIB	37.9	37.5	38.6	39.8	40.5	41.2	43.4	42.9	42.3	41.9	41.3
Gasto de intereses / ingresos	8.1	7.7	6.9	7.1	7.6	9.6	8.7	5.5	7.3	6.2	5.4
Deuda / PIB	55.4	53.5	53.3	56.0	56.6	60.0	58.2	58.4	57.5	56.4	55.2
Deuda / ingresos	151.6	145.4	145.5	147.1	150.9	162.4	153.1	153.2	150.4	147.5	145.1
Deuda neta / PIB	49.5	45.3	45.6	49.7	49.0	50.5	50.3	52.1	51.5	50.7	49.9
Activos líquidos / PIB	5.9	8.2	7.7	6.2	7.6	9.6	7.9	6.3	6.0	5.7	5.3
INDICADORES MONETARIOS (%)											
Crecimiento del IPC (Índice de Precios al Consumidor)	6.7	8.1	8.1	8.6	8.9	8.7	9.6	7.3	7.2	7.0	6.8
Crecimiento del deflactor del PIB	4.9	9.0	8.6	8.2	9.4	9.0	7.0	7.3	7.2	7.0	6.8
Tipo de cambio al cierre del año	20.1	19.9	19.4	21.4	24.3	29.9	29.3	30.0	30.5	30.5	30.5

REPÚBLICA ORIENTAL DE URUGUAY:INDICADORES PRINCIPALES

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
(ML/US\$)											
Crecimiento de activos de bancos en el sector residente no gubernamental	20.8	18.9	15.0	24.9	18.0	22.4	1.2	11.5	9.3	7.2	7.2
Crecimiento de activos de bancos en el sector residente no gubernamental/PIB	22.8	23.6	24.2	26.7	27.9	31.2	29.1	29.6	29.5	28.7	28.2
Participación de moneda extranjera en depósitos bancarios de residentes	95.3	86.0	86.4	93.1	92.2	96.8	110.1	110.1	110.1	110.1	110.1
Crecimiento real del tipo de cambio efectivo	11.9	2.0	3.1	6.6	(1.7)	3.8	10.9	N/D	N/D	N/D	N/D

El ahorro se define como inversión más el superávit (déficit) de la cuenta corriente. La inversión se define como el gasto sobre bienes de capital, incluyendo plantas, equipo y vivienda más el cambio en los inventarios. Los bancos son otras instituciones depositarias diferentes del banco central, cuyos pasivos se incluyen en la definición nacional de masa monetaria. Las necesidades de financiamiento externo bruto se definen como los pagos de la cuenta corriente más la deuda externa de corto plazo al cierre del año más los depósitos de no residentes al cierre del año anterior más los depósitos de no residentes al cierre del año anterior más la deuda externa de largo plazo que vence dentro del año. La deuda externa neta en sentido estricto se define como el saldo de los financiamientos de los sectores público y privado en moneda local y extranjera de no residentes menos las reservas oficiales menos los activos líquidos del sector público en manos de no residentes menos los créditos del sector financiero a, depósitos con, o inversiones en entidades no residentes. Una cifra negativa indica el financiamiento externo neto. IPC – Índice de Precios al Consumidor. N/D - No disponible. Los datos e índices mostrados en esta tabla son resultado de las propias estimaciones de S&P Global Ratings, con base en fuentes nacionales e internacionales, y reflejan la opinión independiente de S&P Global Ratings sobre su oportunidad, cobertura, fiabilidad, credibilidad y uso de la información disponible. p-proyección

REPÚBLICA ORIENTAL DE URUGUAY:SÍNTESIS DE LOS FACTORES DE LA CALIFICACIÓN

Factores clave de la calificación

Evaluación institucional	Neutral
Evaluación económica	Neutral
Evaluación externa	Neutral
Evaluación fiscal: flexibilidad y desempeño	Neutral
Evaluación fiscal: Deuda	Neutral
Evaluación monetaria	Debilidad

El análisis de S&P Global Ratings de la calidad crediticia de un soberano se basa en su evaluación y asignación de puntuaciones de cinco factores clave de calificación: (i) evaluación institucional; (ii) evaluación económica; (iii) evaluación externa; (iv) el promedio de la flexibilidad fiscal y desempeño, y de la deuda, y (v) evaluación monetaria. Cada factor recibe una evaluación en una escala numérica que va de '1' (el más fuerte) a '6' (el más débil). La puntuación fiscal es el promedio de la clasificación de desempeño y flexibilidad fiscal y de la clasificación de nivel de deuda soberana. Sección V. B. del artículo de criterios "Metodología y supuestos para calificar Gobiernos Soberanos", (23 de diciembre de 2014) resume cómo se combinan los distintos factores para determinar la calificación en moneda extranjera, mientras que la sección V. C. detalla cómo se han obtenido las puntuaciones. Este resumen de calificación indica si consideramos que los factores individuales de calificación que figuran en nuestra metodología constituyen una fortaleza o una debilidad para el perfil crediticio soberano, o si consideramos neutrales. Los conceptos de "fortaleza", "neutral" o "debilidad" son absolutos y no en relación con los soberanos en una categoría de calificación dada. Por lo tanto, los soberanos con calificación alta suelen mostrar más fortalezas, y los soberanos con calificación baja, más debilidades. De acuerdo con la metodología de S&P Global Ratings para calificar soberanos, un cambio en la puntuación de los factores antes mencionados no lleva en todos los casos a un cambio en la calificación, tampoco un cambio en la calificación indica necesariamente cambios en una o más de las evaluaciones.

Criterios y Artículos Relacionados

Criterios

- *Methodology For Linking Short-Term And Long-Term Ratings For Corporate, Insurance, And Sovereign Issuers*, 7 de mayo de 2013.
- [Metodología de Calificaciones Soberanas](#), 23 de diciembre de 2014.
- [Uso del listado de Revisión Especial \(CreditWatch\) y Perspectivas](#), 14 de septiembre de 2009.
- [Metodología - Criterio para determinar las evaluaciones de riesgo de Transferencia y Convertibilidad](#), 18 de mayo de 2009.

Artículos Relacionados

- *Sovereign Ratings History*, 5 de mayo de 2017.
- *2016 Sovereign Ratings Update: Outlook And CreditWatch Resolutions*, 18 de abril de 2017.
- *Global Sovereign Rating Trends: First-Quarter 2017*, 10 de abril de 2017.
- *2016 Annual Sovereign Default Study and Rating Transitions*, 3 de abril de 2017.
- [Indicadores de riesgo soberano](#), 14 de diciembre de 2016.
- *Banking Industry Country Risk Assessment Update: May 2017*, 5 de mayo de 2017
- *Banking Industry Country Risk Assessment: Uruguay*, 19 de mayo de 2016
- *Research Update: Uruguay Outlook Revised To Negative On Risks Of A Weaker Economy; 'BBB/A-2' Ratings Affirmed*, 12 de julio 2016.

Algunos términos utilizados en este reporte, en particular algunos adjetivos usados para expresar nuestra opinión sobre factores de calificación importantes, tienen significados específicos que se les atribuyen en nuestros criterios y, por lo tanto, se deben leer junto con los mismos. Para obtener mayor información vea nuestros Criterios de Calificación en www.standardandpoors.com

De acuerdo con nuestras políticas y procedimientos aplicables, el Comité de Calificación fue integrado por analistas calificados para votar en él, con experiencia suficiente para transmitir el nivel adecuado de conocimientos y comprensión de la metodología aplicable (vea la sección de “Criterios y Análisis Relacionados”) Al inicio del Comité, su presidente confirmó que la información proporcionada al Comité de Calificación por el analista principal había sido distribuida de manera oportuna y suficiente para que los miembros tomaran una decisión informada.

Después de que el analista principal presentó los puntos relevantes iniciales y explicó la recomendación, el Comité analizó los factores fundamentales de calificación y los aspectos clave, de conformidad con los criterios aplicables. Los factores de riesgo cualitativos y cuantitativos fueron considerados y analizados, tomando en cuenta el historial y las proyecciones.

El comité acordó que los factores crediticios clave no cambiaron.

El presidente del Comité se aseguró de que cada miembro votante tuviera la oportunidad de expresar su opinión. El presidente o su persona designada al efecto, revisó el reporte para garantizar que este

coincidiera con la decisión del Comité. Las opiniones y la decisión del Comité de Calificación se resumen en los fundamentos y perspectiva indicados arriba. La ponderación de todos los factores de la calificación se describe en la metodología utilizada para esta acción de calificación (vea "Criterios y Artículos Relacionados").

Copyright © 2017 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Ningún contenido (incluyendo calificaciones, análisis e información crediticia relacionada, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o resultado derivado del mismo) o cualquier parte aquí indicada (Contenido) puede ser modificada, revertida, reproducida o distribuida en forma alguna y/o por medio alguno, ni almacenada en una base de datos o sistema de recuperación de información, sin permiso previo por escrito de Standard & Poor's Financial Services LLC o sus filiales (conjuntamente denominadas S&P). El Contenido no debe usarse para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P y todos sus proveedores así como sus directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes (en general las Partes S&P) no garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes S&P no son responsables de errores u omisiones (por negligencia o cualquier otra causa), independientemente de su causa, de los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido o de la seguridad o mantenimiento de cualquier información ingresada por el usuario. El Contenido se ofrece sobre una base "como está". LAS PARTES S&P DENIEGAN TODAS Y CUALESQUIER GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITACIÓN DE, CUALESQUIER GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR, DE AUSENCIA DE DEFECTOS, DE ERRORES O DEFECTOS EN EL SOFTWARE, DE INTERRUPCIÓN EN EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO O DE OPERACIÓN DEL CONTENIDO CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso, las Partes S&P serán sujetos de demanda por terceros derivada de daños, costos, gastos, comisiones legales o pérdidas (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o de ganancias y costos de oportunidad o pérdidas causadas por negligencia) directos, indirectos, incidentales, punitivos, compensatorios, ejemplares, especiales o consecuenciales en conexión con cualesquier uso del Contenido incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Los análisis crediticios relacionados y otros, incluyendo las calificaciones, y las declaraciones en el Contenido, son opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho. Las opiniones, análisis y decisiones de reconocimiento de calificaciones (como tal término se describe más abajo) de S&P no constituyen recomendaciones para comprar, retener o vender ningún instrumento o para tomar decisión de inversión alguna, y no se refieren a la conveniencia de ningún instrumento o título-valor. S&P no asume obligación para actualizar el Contenido tras su publicación en cualquier forma o formato. No debe dependerse del Contenido y éste no es sustituto de la capacidad, juicio y experiencia del usuario, de su administración, empleados, asesores y/o clientes al realizar inversiones y tomar otras decisiones de negocio. S&P no actúa como fiduciario o asesor de inversiones excepto donde esté registrado como tal. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza labores de auditoría ni asume la tarea de revisión o verificación independiente de la información que recibe.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadora reconocer en una jurisdicción una calificación emitida en otra jurisdicción para fines regulatorios determinados, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes S&P no asumen obligación alguna derivada de la asignación, retiro o suspensión de un reconocimiento así como cualquier responsabilidad por cualesquiera daños que se aleguen como derivados en relación a ello. S&P mantiene algunas actividades de sus unidades de negocios independientes entre sí a fin de preservar la independencia y objetividad de sus respectivas actividades. Como resultado de ello, algunas unidades de negocio de S&P podrían tener información que no está disponible a otras de sus unidades de negocios. S&P ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida en conexión con cada uno de los procesos analíticos.

S&P recibe un honorario por sus servicios de calificación y por sus análisis, el cual es pagado normalmente por los emisores de los títulos o por suscriptores de los mismos o por los deudores. S&P se reserva el derecho de diseminar sus opiniones y análisis. Las calificaciones y análisis públicos de S&P están disponibles en sus sitios web www.standardandpoors.com, www.standardandpoors.com.mx, www.standardandpoors.com.ar, www.standardandpoors.cl, www.standardandpoors.com.br (gratuitos) y en www.ratingdirect.com y www.globalcreditportal.com (por suscripción) y pueden distribuirse por otros medios, incluyendo las publicaciones de S&P y por redistribuidores externos. Información adicional sobre los honorarios por servicios de calificación está disponible en www.standardandpoors.com/usratingsfees.