

Deuda Soberana

Uruguay LP
HR A- (G)
Perspectiva
Estable

Uruguay CP
HR2 (G)

Finanzas Públicas y Deuda Soberana
15 de diciembre de 2025
A NRSRO Rating**

2023
HR A- (G)
Perspectiva Estable

2024
HR A- (G)
Perspectiva Estable

2025
HR A- (G)
Perspectiva Estable



Víctor Toriz

victor.toriz@hrratings.com

Subdirector de Finanzas Públicas y
Deuda Soberana
Analista Responsable



Álvaro Rodríguez

alvaro.rodriguez@hrratings.com

Director de Finanzas Públicas y
Deuda Soberana



Ricardo Gallegos

ricardo.gallegos@hrratings.com

Director General Adjunto de
Análisis Económico

HR Ratings ratificó las calificaciones de HR A- (G) con Perspectiva Estable y de HR2 (G) para la Deuda Soberana de la República Oriental del Uruguay

La ratificación de la calificación de deuda soberana de Uruguay se debe a que el crecimiento económico y las principales métricas de finanzas públicas se encontraron en línea con la revisión previa; sumado a las expectativas para los próximos años, donde sobresale una contención del déficit fiscal en el mediano plazo y, con ello, un endeudamiento relativo estable durante el horizonte de proyección. En 2024, la economía uruguaya mostró una importante recuperación, después de las afectaciones provocadas por una severa sequía en 2023, al mostrar un crecimiento real de 3.1%, en línea con la estimación de 3.0%. Asimismo, el balance primario fue deficitario por 0.8% del Producto Interno Bruto (PIB), resultado cercano al anticipado por HR Ratings (0.7%), debido a que, aunque los ingresos y egresos primarios del Gobierno Central (GC) - Banco de Previsión Social (BPS) como proporción del PIB incrementaron a 27.3% y 28.1%, respectivamente, este aumento fue en proporciones similares. Por su parte, la deuda neta se incrementó a 58.0% del PIB y superó el estimado de 54.0% debido principalmente a la depreciación del tipo de cambio, dado que la cotización del peso uruguayo registró una depreciación nominal de 12.9% entre los cierres de 2023 y 2024 como consecuencia del fortalecimiento del dólar a nivel global y la incertidumbre ante un referéndum a la reforma del sistema de pensiones, la cual, finalmente, fue rechazada.

Para 2025, el consumo privado y las exportaciones continúan como los principales motores de crecimiento, en línea con la reducción de la inflación y de la tasa de interés, así como de los buenos rendimientos del sector agroexportador. No obstante, se espera una moderación en el crecimiento económico a 2.5% para 2025, derivado de la desaceleración mostrada durante el primer semestre del año. Posteriormente, para el periodo comprendido entre 2026 y 2032, se proyecta un crecimiento promedio de 2.2%, cifra cercana al crecimiento potencial de la economía uruguaya y en línea con la estimación previa. Respecto a los resultados fiscales, se estima un aumento en el déficit primario de 2025 y 2026, como resultado de la postergación de egresos y adelanto de ingresos realizada en 2024. Asimismo, se considera una expansión del gasto motivada por los proyectos prioritarios de la nueva administración —que inició en marzo del presente año—, y por los compromisos previamente asumidos por el gobierno saliente. Sin embargo, entre 2027 y 2032, se espera que el déficit sea contenido de forma progresiva, incluso



alcanzando resultados superavitarios a partir de 2029, a través de la implementación de mejoras en la recaudación y ajustes al sistema tributario, así como la aplicación de la regla fiscal introducida en el Presupuesto Nacional 2025-2029. Al cierre de 2025, la deuda neta ascendería a 57.9%, de acuerdo con la apreciación del peso registrada durante el año y un cambio en la participación de la deuda denominada en moneda extranjera sobre la deuda bruta, la cual disminuiría de 47.7% en 2024 a 45.3% en 2025. En 2026, el desempeño fiscal y la depreciación anticipada se reflejarían en una trayectoria creciente de la deuda neta hasta 2029, donde estimamos se situaría en 61.1% del PIB. Entre 2030 y 2032, la contención del déficit fiscal se traduciría en que la deuda neta disminuya hasta 57.2%, con lo que regresaría a un nivel similar al observado en 2024.

Por último, la inflación durante 2025 ha disminuido paulatinamente desde el 5.49% reportado a finales de 2024, ubicándose en 4.09% en noviembre de 2025. Con ello, la inflación hiló 30 meses consecutivos dentro del rango meta (4.5% +/- 1.5%) del Banco Central de Uruguay (BCU) y 4 meses por debajo de la meta puntual. Esto representa una desviación significativa respecto a su comportamiento histórico. En línea con lo anterior, se anticipa que la inflación se mantenga en un nivel promedio de 4.73% entre 2025 y 2032, en contraste con el 5.59% estimado anteriormente. De acuerdo con la evolución de la inflación durante el año, el BCU redujo su tasa de política monetaria en cuatro ocasiones, ubicándose en 8.0% al momento de la publicación del presente reporte.

Principales variables proyectadas de la calificación

Año	Crecimiento Real del PIB	PIB Nominal (millones USD)	Balance Primario (% PIB)	Costos Financieros (% PIB)	Deuda Neta (% PIB)	Cuenta Corriente (% PIB)	Inflación Anual	Tipo de cambio al cierre
2024	3.11%	80,722	-0.80%	2.40%	57.97%	-0.78%	5.49%	44.07
2025	2.50%	85,562	-1.17%	2.40%	57.87%	-0.58%	4.40%	40.39
2026	2.30%	90,991	-1.39%	2.40%	59.88%	-0.47%	4.69%	41.70
2027	2.20%	93,941	-0.74%	2.41%	60.27%	-0.23%	4.70%	43.15
2028	2.20%	96,857	-0.40%	2.41%	60.29%	0.00%	4.75%	44.67
2029	2.20%	99,783	0.27%	2.41%	61.08%	0.49%	4.78%	46.30
2030	2.20%	102,719	0.55%	2.42%	60.59%	0.79%	4.80%	48.00
2031	2.20%	105,715	0.82%	2.40%	58.86%	1.46%	4.84%	49.78
2032	2.20%	108,777	0.92%	2.39%	57.16%	1.73%	4.89%	51.66

Fuente: Proyecciones de HR Ratings con base en información del Ministerio de Economía y Finanzas y del Banco Central de Uruguay. Los datos a partir del año 2025 son una estimación de HR Ratings.

Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- Recuperación del crecimiento económico en 2024 y desaceleración al 2T25.** Al cierre de 2024, el crecimiento real de la economía uruguaya fue de 3.1%, lo que implicó una importante recuperación, ya que, en 2023, el crecimiento (0.7%) fue afectado por una severa sequía. Una vez que esta cedió, se reactivó el sector agroexportador con un fuerte incremento en los cultivos, principalmente de soya, y aumentó la producción de energía hidroeléctrica. Adicionalmente, se observó una evolución positiva de la actividad comercial y de los servicios de hospedaje y alimentos, así como una producción superior de celulosa debido a la operación a plena capacidad de la planta de celulosa (UPM Paso de los Toros). Este resultado estuvo en línea con el proyectado por HR Ratings de 3.0%. Por su parte, en el primer trimestre de 2025 (1T25), la actividad económica mantuvo un acelerado crecimiento (+3.6% respecto al mismo trimestre del año anterior), sin embargo, este se moderó al 2T25 (+2.1%), ya que, aunque se mantuvieron elevados rendimientos en el sector agrícola y se observó una expansión de la industria manufacturera, la producción de energía hidroeléctrica cayó y las exportaciones se normalizaron al eliminarse el efecto base tras la recuperación de la sequía.
- El desempeño fiscal fue similar al observado en 2023 y en línea con las expectativas.** Uruguay reportó al término



de 2024 un déficit en el balance primario de 0.8%, mismo nivel que el registrado en 2023 y similar al estimado en la revisión previa de 0.7%. Los ingresos del GC–BPS representaron 27.3% del PIB, debido principalmente a más ingresos por parte de entes públicos —particularmente del Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU)—, lo que contrarrestó una contracción en la recaudación de impuestos. Los egresos primarios del GC-BPS, de igual forma, aumentaron a 28.1% del PIB, derivado de una presión de gasto superior en pasividades (pensiones). Pese al aumento de ambos rubros, estos crecieron en proporciones similares por lo que el resultado final fue cercano a lo anticipado.

- **La depreciación del peso impactó el endeudamiento relativo.** La deuda neta ascendió a 58.0% del PIB al final de 2024, por encima del dato de 2023 (54.6%) y del estimado anteriormente (54.0%). Esto se debió al impacto de la depreciación del peso uruguayo, cuya cotización incrementó entre los cierres de 2023 y 2024 de \$39.02 por dólar a \$44.06 debido al fortalecimiento del dólar a nivel global y la incertidumbre ante un referéndum a la reforma del sistema de pensiones. Asimismo, contribuyó el aumento de la deuda en moneda extranjera en la proporción de la deuda bruta.
- **El costo financiero fue superior a las estimaciones.** El costo financiero representó 2.4% del PIB, con lo que superó el estimado de 2.1% y el observado en 2023 de 2.3%. Durante 2024, dentro de la deuda denominada en moneda local aumentó la posición en pesos, lo que sumado al incremento en la tasa de interés se reflejó en un costo más elevado. Asimismo, para la cartera de deuda en dólares, la tasa anual promedio aumentó levemente a 5.4%.
- **Inflación ligeramente por encima de las expectativas, aunque dentro del rango de tolerancia.** En 2024, la inflación ascendió a 5.49%, nivel ligeramente por encima del observado en 2023 de 5.11%, y al estimado previamente de 5.15%. La depreciación del peso afectó negativamente la senda de la inflación hacia el cierre del año al afectar el componente transable de la canasta del Índice de Precios al Consumo (IPC). Con ello, el Banco Central de Uruguay (BCU) incrementó la tasa de política monetaria (TPM) a 8.75% al finalizar el periodo. En lo que va de 2025, la inflación se ha desacelerado ante la debilidad del dólar, la estabilidad de los precios de los *commodities*, y la política monetaria restrictiva, ubicándose en 4.09% en noviembre de 2025. Con estos datos, la inflación cumplió 30 meses consecutivos dentro del rango meta 4.5% +/- 1.5%, lo que contrasta con los niveles históricos. Con esta desaceleración, el BCU inició nuevamente un ciclo bajista para la TPM, ubicándose en 8.0% en noviembre de 2025.

Expectativas para Periodos Futuros

- **Perspectivas de crecimiento.** Para 2025, en línea con el comportamiento observado en el primer semestre del año, se espera que el crecimiento económico de Uruguay se modere a 2.5%, una desaceleración más pronunciada respecto a lo estimado anteriormente para el mismo periodo (2.8%). El consumo privado y las exportaciones continuarían siendo los motores de crecimiento, impulsados —en el primer caso— por la reducción de la inflación y de la tasa de interés y —en el segundo— por los buenos rendimientos de las cosechas y la producción de celulosa. Posteriormente, entre 2026 y 2032, se proyecta un crecimiento promedio de 2.2% real anual, en línea con la estimación previa y cercano al crecimiento potencial de la economía uruguaya (2.5% de acuerdo con el Ministerio de Economía y Finanzas).
- **Presión en los resultados fiscales de 2026 y 2027, con una contención posterior.** De acuerdo con el Ministerio de Economía y Finanzas, en 2024 se postergaron egresos y se adelantaron ingresos correspondientes a 2025. Considerando lo anterior, sumado a los nuevos ejes de gasto prioritarios de la administración entrante y los compromisos previamente asumidos por el gobierno saliente, se estima que el déficit primario incremente a un promedio de 1.3% en 2025 y 2026 (vs. -0.4%. estimado). No obstante, se contempla una reducción paulatina del déficit primario en 2027 y 2028 y resultados superavitarios a partir de 2029, como resultado de la implementación de mejoras en la eficiencia recaudatoria y ajustes al sistema tributario, así como una moderación de los egresos de acuerdo con la regla fiscal y sus metas de resultado fiscal estructural introducidas en el Presupuesto Nacional.



- **Trayectoria proyectada de la deuda neta.** De acuerdo con la apreciación del peso en 2025, así como con la reducción esperada en la participación de la deuda en moneda extranjera, se proyecta que, al cierre de 2025, la deuda neta se ubique en 57.9% del PIB. Posteriormente, debido al desempeño fiscal y la depreciación anticipada, la deuda neta mostraría una senda creciente hasta 2029, año en el que ascendería a 61.1% del PIB. Finalmente, la contención del déficit fiscal se traduciría en que la deuda neta disminuya hasta 57.2% en 2032. Esta trayectoria se encuentra por encima de la proyección anterior, derivado de un punto de partida más alto (2024) y déficits más elevados respecto a lo previsto.
- **Inflación por debajo de las estimaciones y dentro del objetivo del Banco Central.** Para 2025, la inflación ascendería a 4.4%, con lo que se mantendría dentro del rango objetivo y en estaría en línea con la meta puntual del BCU. Lo anterior considera el comportamiento en lo que va del año, la debilidad del dólar a nivel global y el compromiso de las autoridades del BCU. Para el periodo comprendido entre 2026 y 2032, se proyecta que la inflación se mantenga en un promedio de 4.8%, por debajo de la media estimada en la revisión previa (5.6%). Esto permitiría que la TPM continúe reduciéndose en los próximos años.

Factores adicionales considerados

- **Factores Ambientales, Sociales y de Gobernanza (ASG).** Para Uruguay, HR Ratings determinó el factor ambiental como *promedio*, debido a que la generación de energía eléctrica está altamente concentrada en fuentes renovables, cuenta con bajas emisiones de gases de efecto invernadero y mantiene estrategias de descarbonización en sus principales sectores económicos. Sin embargo, es altamente susceptible a eventos ambientales y climatológicos. Por su parte, el factor social es también considerado *promedio*, lo que obedece a que sus indicadores socioeconómicos sobresalen a nivel regional y mundial; no obstante, se detectan riesgos relativos la seguridad pública y sociodemográficos. Por último, el factor gobernanza es evaluado como *superior*, lo que responde a que la estabilidad política, social e institucional del país lo colocan a la cabeza de Latinoamérica y entre los países mejor evaluados a nivel mundial en índices de estado de derecho, rendición de cuentas y corrupción. Como resultado de esta evaluación se incorpora un ajuste positivo en la calificación.

Factores que podrían subir la calificación

- **Mejora en la trayectoria fiscal.** Una expansión del sector agropecuario y manufacturero, así como el desarrollo de otros sectores económicos se podría reflejar en un incremento en los niveles de ingresos, lo que permitiría mejorar las principales métricas de finanzas públicas. Lo anterior podría reflejarse en una mejora a la calificación si los niveles de deuda neta se ubican por debajo del 50.0%.

Factores que podrían bajar la calificación

- **Resultados deficitarios por encima de las estimaciones.** Una reducción de los ingresos de la Dirección General Impositiva (DGI) o un aumento en el gasto podría afectar negativamente la trayectoria del déficit del balance primario. Asimismo, si la depreciación cambiaria rebasa lo proyectado y se refleja en mayores presiones inflacionarias, se podría ver una afectación en la valoración de la deuda en moneda extranjera y la deuda indexada, provocando un aumento en los niveles de deuda. Se podría observar un impacto negativo en caso de que los niveles de deuda sobrepasen el 65.0%.
- **Desaceleración sostenida en el crecimiento económico.** Un crecimiento económico por debajo de lo proyectado, derivado de un choque externo o una afectación a los fundamentales del país, como podría ser una contracción de las exportaciones debido a cambios en las políticas comerciales a nivel mundial, impactaría negativamente la calificación.



Eventos relevantes

Cambio de administración

El 1 marzo de 2025, Yamandú Orsi asumió la Presidencia de Uruguay, tras ser declarado ganador de las elecciones de segunda vuelta celebradas el 25 de noviembre de 2024. Yamandú Orsi fue el candidato de la coalición Frente Amplio, que gobernó de 2005 a 2020 y obtuvo 49.8% del voto en la segunda vuelta, con lo que se impuso a Álvaro Delgado, representante del Partido Nacional por la Coalición Republicana. Su periodo de gobierno finaliza el 1 de marzo de 2030.

Rechazo a la propuesta de una reforma al sistema de pensiones

Junto con las elecciones presidenciales y parlamentarias, cuya primera vuelta se celebró en 27 de octubre de 2024, se llevó a cabo un plebiscito sobre seguridad social que planteaba reducir la edad de retiro a 60 años, igualar el monto de la jubilación mínima con el salario mínimo nacional y eliminar los fondos privados de pensión (AFAPs). Con ello, se buscaba revertir una reforma de pensiones implementada en 2022, donde se aumentó la edad de retiro a 65 años y extendió los fondos privados de pensión a todos los nuevos trabajadores que ingresan al mercado laboral. Debido a que dicho plebiscito solo obtuvo 38.8% de los votos, cuando requería el 50.0% de los votos emitidos, la propuesta fue desechada. Dicha iniciativa implicaba una importante carga para las finanzas públicas del país ya que generó incertidumbre en los mercados e impactó al tipo de cambio en los meses previos a las elecciones.

Resultado: Observado vs. Proyectado

De acuerdo con lo observado en la Figura 1, los resultados observados al cierre de 2024 en las principales métricas evaluadas para la calificación soberana de Uruguay estuvieron dentro del rango planteado en el reporte anterior, publicado el 23 de octubre de 2024.

Figura 1. Supuestos y resultados: República Oriental del Uruguay

	Observado		Escenario 2024*	Obs vs. Esc	Proyecciones		Cambio
	2023	2024			2025P*	2025P**	
Crecimiento Real del PIB	0.7%	3.1%	3.0%	0.1%	2.8%	2.5%	-0.3%
Ingresos del GC – BPS (% PIB)	26.9%	27.3%	26.0%	1.3%	26.3%	27.8%	1.5%
Egresos primarios del GC – BPS (% PIB)	27.7%	28.1%	26.6%	1.5%	26.8%	29.0%	2.2%
Costos Financieros (% PIB)	2.3%	2.4%	2.1%	0.3%	2.1%	2.4%	0.3%
Balance Primario (% PIB)	-0.8%	-0.8%	-0.7%	-0.1%	-0.5%	-1.2%	-0.7%
Balance Financiero (% PIB)	-3.1%	-3.2%	-2.8%	-0.4%	-2.6%	-3.6%	-1.0%
Deuda Neta (% PIB)	54.6%	58.0%	54.0%	4.0%	53.7%	57.9%	4.2%
Cuenta Corriente (% PIB)	-3.0%	-0.8%	-2.0%	1.2%	-1.3%	-0.6%	0.7%
Inflación Anual (cierre)	5.1%	5.5%	5.2%	0.3%	5.6%	4.4%	-1.2%

Fuente: HR Ratings con información del Ministerio de Economía y Finanzas, Banco Central, Instituto Nacional de Estadística y la Unidad de Deuda de la República Oriental de Uruguay.

*Proyecciones incluidas en el reporte de seguimiento publicado el 23 de octubre de 2024.

**Proyecciones para esta revisión.



En primer lugar, al cierre de 2024, se registró un crecimiento económico de 3.1%, con lo que se ubicó en un nivel similar al estimado por HR Ratings en la revisión anterior de 3.0%. El desempeño de la actividad económica en 2024 estuvo impulsado por el dinamismo del sector agroexportador, el cual mostró una importante recuperación tras el impacto de la grave sequía de 2023, el aumento en la producción de energía, especialmente hidroeléctrica, la evolución positiva de la actividad comercial y de los servicios de hospedaje y alimentos, así como una producción superior de celulosa.

Con relación a las métricas de finanzas públicas, Uruguay reportó al cierre de 2024 un déficit en el Balance Primario de 0.8%, ligeramente superior al déficit estimado en la revisión previa de 0.7%. En la revisión anterior se estimaba que tanto los ingresos del Gobierno Central (GC) – Banco de Previsión Social (BPS) como los egresos primarios del GC-BPS, como proporción del PIB se mantuvieran en niveles similares a los observados en 2023. Durante 2024, los dos elementos reportaron un crecimiento, los ingresos alcanzaron 27.3% del PIB (vs. 26.0% proyectado) y los egresos, 28.1% (vs. 26.6%). Pese a este aumento, ambos crecieron en proporciones similares por lo que el balance primario fue cercano a lo anticipado.

En línea con el déficit mencionado, el país incrementó el monto del endeudamiento bruto denominado en dólares en 1.6% entre 2023 y 2024, ubicándose en un nivel cercano al proyectado en la revisión anterior. No obstante, se estimaba que el tipo de cambio se ubicara en \$40.13 pesos uruguayos (UYU) por dólar estadounidense (USD) al cierre de 2024, mientras que este ascendió a UYU\$44.06/USD. Considerando que la deuda en moneda extranjera representó 47.7% de la deuda bruta en 2024, la métrica de Deuda Neta como porcentaje del PIB incrementó a 58.0%, lo que superó el anticipado en la revisión anterior de 54.0%. Es importante mencionar que, para su análisis, HR Ratings expresa la métrica de Deuda Neta a PIB en moneda local, mientras que la Unidad de Gestión de Deuda (UGD) del Ministerio de Economía y Finanzas la expresa en dólares, por lo que pueden existir ligeras diferencias con los niveles reportados.

Por su parte, la inflación se ubicó en 5.49% al cierre de 2024, por encima del esperado de 5.15%. Esto fue resultado de la depreciación mencionada del peso uruguayo, sumado a la incertidumbre generada por un referéndum respecto al sistema de pensiones. Sin embargo, la inflación se mantuvo dentro del rango de tolerancia del Banco Central del Uruguay (BCU) de 4.5% +/- 1.5% por 19 meses consecutivos (a diciembre 2024), logrando el periodo más largo con la inflación dentro del rango meta desde que se estableció un régimen de metas de inflación.

Entorno Económico

Actividad Económica

La economía uruguaya mostró un crecimiento real de 3.1% al término de 2024, lo que contrasta con el incremento en 2023 de 0.7%. Este aumento de la actividad económica es resultado de una importante recuperación del sector agrícola y de generación de energía hidroeléctrica tras la grave sequía acontecida en 2023¹. De acuerdo con lo anterior, se reportó un aumento de la demanda externa neta, derivado de un aumento de 8.3% en las exportaciones de bienes y servicios lo que a su vez fue impulsado por las ventas de soya, celulosa y energía eléctrica en el caso de las exportaciones de bienes, mientras que para las de servicios corresponde a servicios empresariales, de tecnologías de la información y turismo receptivo. Asimismo, las

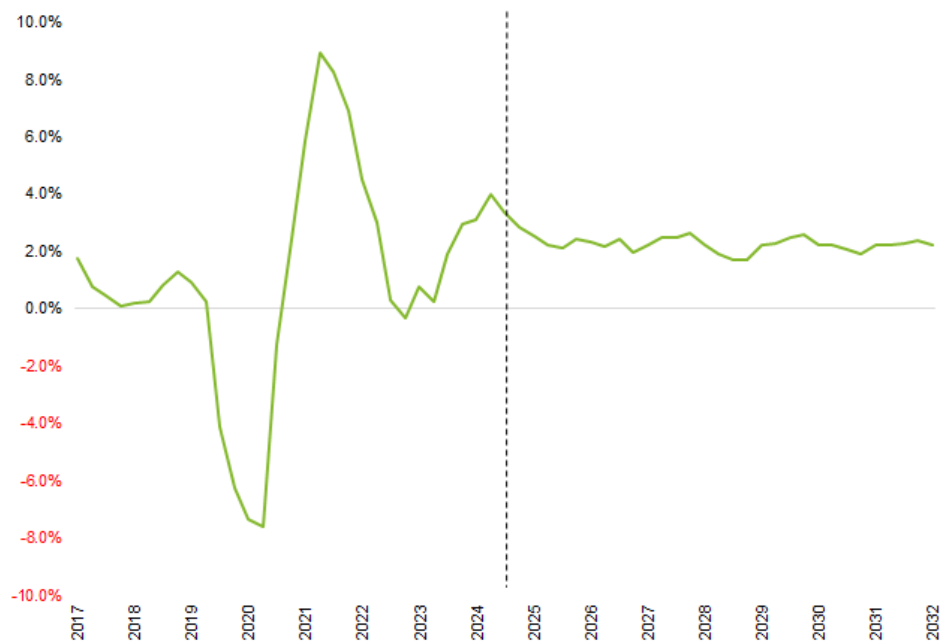
¹ De acuerdo con datos del Instituto Uruguayo de Meteorología (Inumet), entre enero 2020 y diciembre 2023; todo el país estuvo bajo condiciones de sequía en 62.0% de los meses. Desde abril de 2022 hasta septiembre de 2023, fue el periodo más prolongado con 17 meses consecutivos de sequía. Entre enero y febrero 2023 se alcanzaron los valores mínimos absolutos del periodo con valores extremos (sequía extrema) a nivel nacional.



importaciones de bienes y servicios mostraron una reducción como consecuencia de una caída en las importaciones de maíz y de turismo emisor, derivado de una menor salida de turistas hacia Argentina. Adicionalmente, la demanda interna creció, en línea con un alza en el consumo privado y de gobierno. En el consumo privado destaca un incremento en el gasto de consumo en el mercado doméstico y una reducción en el gasto en el exterior, especialmente en Argentina. Por otro lado, el crecimiento se vio contenido por la contracción de 7.1% en la Formación Bruta de Capital debido a la caída de la Formación Bruta de Capital fijo y una desacumulación de inventarios después de su acumulación durante 2023.

Desde el enfoque de la producción, se registró un comportamiento positivo en todas las actividades económicas con excepción de la construcción. Sobresalen los aumentos de las actividades agropecuarias, pesqueras y mineras, la producción de energía eléctrica, gas y agua, el comercio, alojamiento y suministro de alimentos y bebidas, y el sector manufacturero. En primer lugar, se observó un fuerte repunte en el sector agrícola, debido a la producción superior de soya, arroz y maíz principalmente, debido que se habían presentado bajos rendimientos derivados de la sequía en 2023. Asimismo, el sector silvícola fue impulsado por la demanda superior de las plantas de celulosa. Para el sector de energía eléctrica, gas y agua, el fin de la sequía también tuvo impacto en una mayor generación de energía eléctrica, especialmente de energía hidroeléctrica. Por su parte, el desempeño positivo del comercio fue motivado por una mayor comercialización de soya y combustibles al por mayor, así como de bienes durables al por menor. Sumado a lo anterior, la contracción de turismo emisor a Argentina incidió en un aumento en los servicios de alojamiento y comidas. El crecimiento de la industria manufacturera fue resultado del incremento en la producción de pasta de celulosa, al aumentar el rendimiento de la tercera planta de celulosa durante el año. Sin embargo, el desempeño del sector fue contenido parcialmente por el cierre por mantenimiento de la refinería de la Administración Nacional de Combustibles, Alcohol y Portland (ANCAP). Por último, el único sector que mostró una reducción fue el de construcción, lo que se debió a la conclusión de la construcción del Ferrocarril Central y una inversión inferior en líneas de comunicación.

Figura 2. Crecimiento del PIB real observado y proyectado para Uruguay



Fuente: Proyecciones de HR Ratings con base en información histórica del Banco Central de Uruguay.

Al primer trimestre de 2025 (1T25), la actividad económica aumentó 3.6% de forma interanual, como resultado de la expansión de la demanda interna, alimentada por el consumo privado ante el incremento del gasto en prendas de vestir, vehículos y otros



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

bienes de consumo importados. La demanda externa neta se contrajo ligeramente debido a un crecimiento superior de las importaciones respecto a las exportaciones. Por su lado, la formación bruta de capital estuvo por encima de lo observado al 1T24 derivado de una mayor inversión en activos fijos. Considerando el crecimiento de las actividades económicas, incidieron principalmente la expansión de la industria manufacturera debido al restablecimiento de la refinación de petróleo que retomó sus actividades luego del cierre por mantenimiento de la refinería, así como de las actividades de salud, educación, actividades inmobiliarias y otros, así como comercio, alojamiento y servicios de comidas.

Posteriormente, al 2T25 se observó un crecimiento de 2.1% con respecto al mismo trimestre de 2024, motivado por el aumento en la demanda interna y una demanda externa neta en niveles similares a los reportados en el trimestre anterior. La demanda interna fue beneficiada por el consumo privado, especialmente de combustibles, bienes de consumo importados, servicios de transporte, actividades recreativas y restaurantes. Asimismo, la formación bruta de capital tuvo un comportamiento positivo por la acumulación de existencias de granos como resultado de una mayor cosecha de cultivos de verano. Por su lado, la demanda externa neta se mantuvo estable respecto al mismo periodo de 2024, ya que las exportaciones de bienes y servicios exhibieron un aumento de 0.5%, mientras que las importaciones de bienes y servicios incrementaron 0.7%. Respecto a las actividades económicas que impulsaron este crecimiento, la agricultura continuó mostrando un comportamiento creciente por una producción superior de cultivos de verano, principalmente soya y maíz, mientras que la silvicultura y la ganadería aumentaron por la demanda de celulosa y el alza en el aprovechamiento del ganado vacuno respectivamente. La industria manufacturera mantuvo su expansión por la recuperación de la refinación de petróleo al reabrirse la refinería posterior a su mantenimiento. Sin embargo, se mostró una desaceleración en la generación de energía hidroeléctrica.

Para 2025, HR Ratings estima un crecimiento económico real de 2.5%, por debajo del observado en 2024 y del estimado en la revisión previa de 2.8%. Este crecimiento sería resultado del desempeño proyectado en la demanda interna, cuyo motor continuaría siendo el consumo privado, el cual se espera sea impulsado por la reducción de la inflación y la menor tasa de interés subsecuente que se traduciría en una expansión del crédito. Sin embargo, cabe mencionar que el crecimiento del consumo privado se vería contenido por la expectativa de movimientos marginales en el salario real y en el mercado de trabajo, de acuerdo con los datos observados al 2T25, así como con la desaceleración observada en este mismo periodo. Adicionalmente, se espera que la demanda externa incremente ligeramente, de acuerdo con la normalización del sector agroexportador posterior a la sequía de 2023 y los elevados rendimientos observados en las cosechas de 2025, así como la operación de la planta de celulosa UPM² a plena capacidad. Para el periodo comprendido entre 2026 y 2032, se proyecta un crecimiento promedio de 2.2% real anual, en línea con la estimación planteada en la revisión anterior y cercano a la estimación del Ministerio de Economía y Finanzas respecto al crecimiento potencial de la economía uruguaya (2.5%).

Inflación, tipo de cambio y tasa de política monetaria

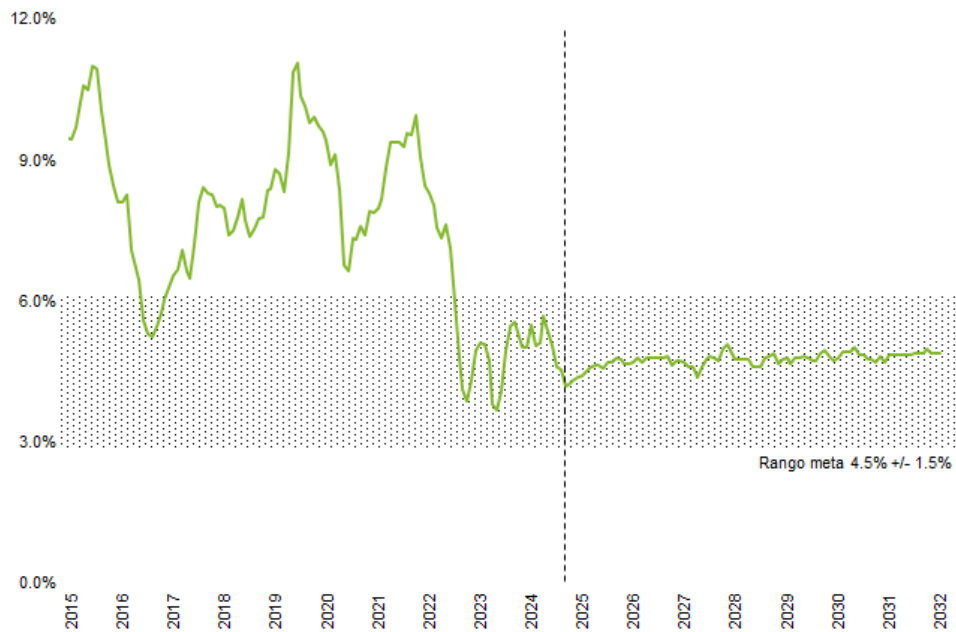
Al cierre de 2024, la inflación ascendió a 5.49%, nivel por ligeramente por encima del observado en 2023 de 5.11% y al estimado previamente de 5.15%. Al ser una economía abierta, la inflación es altamente sensible a los precios internacionales, especialmente de *commodities*, sin embargo, durante 2024, estos se mantuvieron, en general, relativamente estables. No obstante, el dólar estadounidense mostró una tendencia ascendente a partir de julio de 2024, en línea con su fortalecimiento a nivel global y la incertidumbre generada alrededor de un referéndum que se efectuaría el 27 octubre de 2024 respecto a la

² Planta de producción de celulosa "Paso de los Toros" con un costo total de US\$3.4 billones, la cual inició su producción en abril 2024, desde Paso de los Toros a la terminal portuaria de Montevideo.



aprobación de una reforma al sistema de pensiones³. Dicha depreciación impactó la senda de la inflación hacia el cierre del año al afectar el componente transable de la canasta del Índice de Precios al Consumo (IPC). Pese a este crecimiento, cabe destacar que la inflación se mantuvo 19 meses consecutivos (al término de 2024) dentro del rango meta establecido por el Banco Central de Uruguay (BCU) de 4.5% +/- 1.5% y contrasta con los niveles históricos (inflación promedio de 8.18% entre 2010 y 2022). En 2025, la inflación ha mostrado una importante desaceleración, ubicándose en 4.09% en los últimos doce meses a noviembre de 2025, lo que amplía a 30 meses consecutivos el periodo en el que la inflación se encuentra del rango y cuatro meses por debajo de la meta puntual (4.5%). Este comportamiento se debe a la debilidad del dólar observada durante 2025, la estabilidad de los precios internacionales de los *commodities*, y una política monetaria que se ha mantenido en terreno restrictivo.

Figura 3. Observado y proyecciones de la inflación (Índice de Precios del Consumo)



Fuente: Proyecciones de HR Ratings con base en información histórica del Instituto Nacional de Estadística.

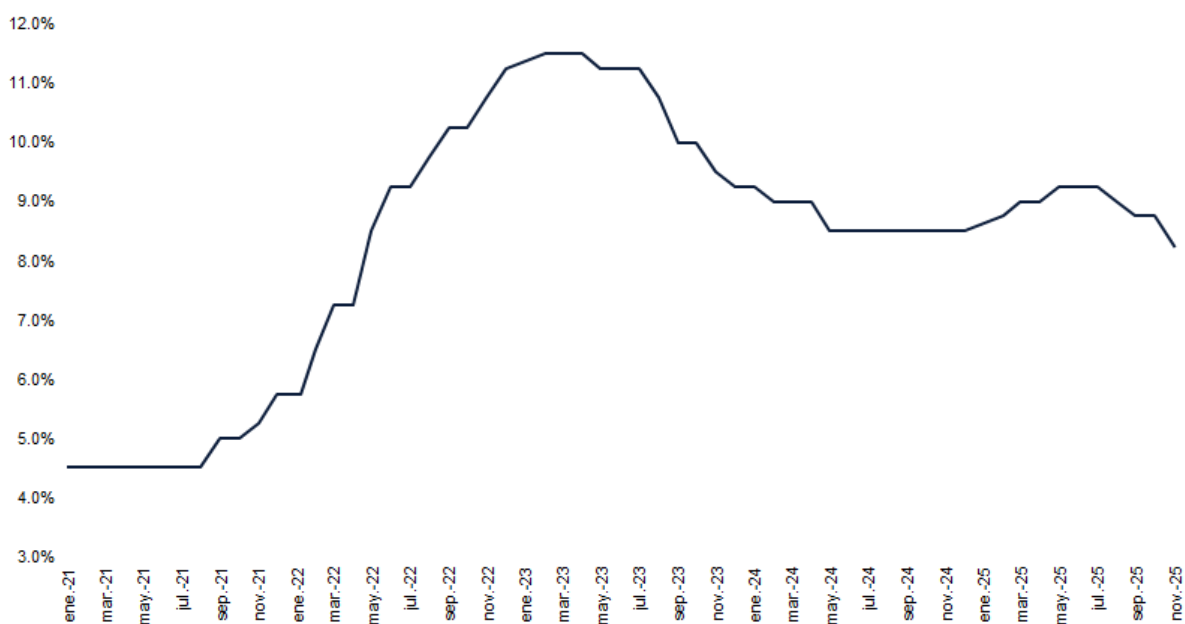
Se estima que, al término de 2025, la inflación se ubique en un nivel de 4.40%, con lo que se mantendría dentro del rango objetivo y en línea con la meta puntual del BCU. Lo anterior considera los movimientos observados durante 2025, la debilidad del dólar a nivel global y el compromiso de las autoridades del Banco Central en mantener la inflación cercana a la meta a través de la política monetaria. Como se puede apreciar en la figura 4, para el periodo comprendido entre 2026 y 2032, se proyecta que en la inflación se mantenga en un promedio de 4.78%, por debajo de la media estimada en la revisión previa (5.56%). En lo anterior, se contemplan los resultados por debajo de lo esperado para 2025, la estrategia de desdolarización de la economía impulsado por el Banco Central, lo que mejoraría el mecanismo de transmisión de la política monetaria y la introducción de incrementos del salario real compatibles con el marco inflacionario en el Presupuesto Nacional 2025-2029. No obstante, en opinión de HR Ratings se mantienen riesgos asociados al precio de los *commodities* y al tipo de cambio que pueden modificar las expectativas de mediano y largo plazo.

³ La propuesta planteada para la reforma al sistema pensionario consistía en eliminar los planes de pensiones privadas y pasar a un modelo público, lo que podría haber representado un reto para las finanzas públicas del país y por lo tanto generó incertidumbre en los mercados. La iniciativa fue rechazada.



Respecto a la tasa de política monetaria (TPM) del BCU, se efectuaron dos recortes a lo largo de 2024, el primero en enero de 2024 por 25pb y el segundo en abril por 50 pb, desde el nivel de 9.25% registrado al cierre de 2023, por lo que hasta el Comité de Política Monetaria (Copom) del 23 de diciembre de 2024 esta se ubicó en 8.50%. Sin embargo, la aceleración comentada previamente de la inflación en el segundo trimestre de 2024 llevó al BCU a incrementar la tasa de referencia en 25 pb, por lo que al cierre de 2024 esta ascendió a 8.75%. Posteriormente, el BCU optó por aumentar la tasa de interés en 25 pb adicionales en febrero de 2025 y otros 25 pb en abril con el objetivo de que la inflación convergiera a la meta. Una vez que la inflación mostró una clara tendencia decreciente ya entrado 2025, el Banco Central comenzó nuevamente un periodo de reducción de tasas, con una reducción acumulada de 125 pb en los comités de julio (-25 pb), agosto (-25 pb), octubre (-50 pb) y noviembre (-25 pb) ubicándola en 8.0% al momento de la publicación del presente reporte y acercándola paulatinamente a la zona de neutralidad de la política monetaria. De acuerdo con la minuta del Copom del 18 de noviembre de 2025 “el ciclo de reducción de la TPM continuará en la medida en que no se verifiquen cambios significativos en la trayectoria de la inflación ni en las condiciones del contexto local e internacional”, por lo que se espera un recorte adicional de 25 pb en el comité de diciembre, cerrando 2025 con una tasa de 7.75%.

Figura 4. Tasa de Política Monetaria del BCU

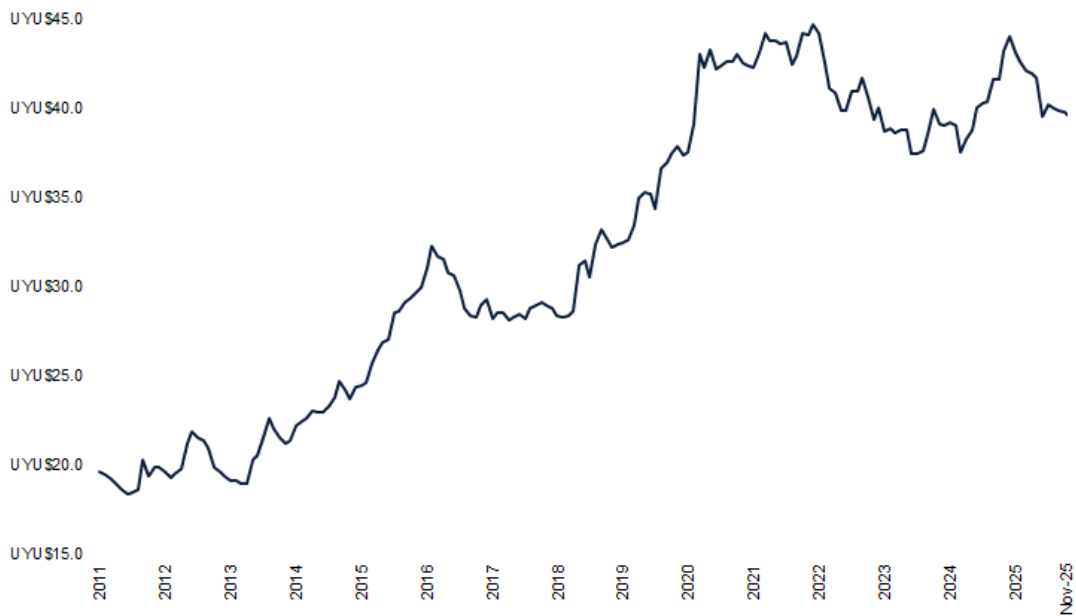


Fuente: HR Ratings con información del Banco Central de Uruguay.

El tipo de cambio de peso uruguayo (UYU) por dólar estadounidense (USD) registró una depreciación real anual de 1.76% en 2024, posterior a la apreciación reportada en 2023 de 0.24%, al ubicarse la cotización en UYU\$44.06/USD. Como se mencionó previamente, este desempeño fue consecuencia del fortalecimiento del dólar a nivel global y la incertidumbre ante el referéndum a la reforma del sistema de pensiones. Sin embargo, en 2025, el dólar ha sufrido un debilitamiento por lo que el peso uruguayo ha mostrado una apreciación, alineado con los demás países de la región. Con ello, se estima que, al cierre de 2025, la cotización UYU/USD sea de \$40.40, lo que implicaría una apreciación real de 11.0%. Posteriormente, se estima una depreciación promedio de 1.4% entre 2026 y 2032, por lo que al término del horizonte de proyección se espera que la cotización ascienda a UYU\$51.34/USD.



Figura 5. Evolución del tipo de cambio nominal (UYU/USD)



Fuente: HR Ratings con información del Banco Central de Uruguay

Finanzas Públicas

La razón de Deuda Neta a PIB de Uruguay se incrementó a 58.0% al cierre de 2024, con lo que superó la estimación realizada en la revisión anterior de 54.0% y a lo registrado en 2023 de 54.6%. La diferencia entre lo observado y lo proyectado se debió casi exclusivamente al impacto del tipo de cambio, ya que, tanto el déficit primario como el crecimiento del PIB nominal estuvieron en línea con la proyección del año anterior. El déficit primario ascendió a 0.8% del PIB (UYU -\$22.7mm) resultado similar a la proyección de 0.7% (-\$22.6mm), no obstante, se proyectaba que tanto los ingresos del Gobierno Central (GC) – Banco de Previsión Social (BPS) como los egresos primarios del GC-BPS, como proporción del PIB se mantuvieran en niveles cercanos a los observados en 2023. Durante 2024, estos dos elementos reportaron un crecimiento, los ingresos alcanzaron 27.3% del PIB (vs. 25.6% proyectado) y los egresos, 28.1% (vs. 26.3%). A pesar de este aumento, ambos crecieron en proporciones similares, por lo que el balance primario fue cercano a lo anticipado.

Ingresos del Gobierno Central – Banco de Previsión Social

Los ingresos del Gobierno Central – Banco de Previsión Social representaron 27.3% del PIB en 2024, nivel por encima de lo observado en 2023, año en que ascendieron a 26.9% del PIB. Este resultado se debió principalmente al incremento en los ingresos de entes públicos, particularmente del Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU), lo que se reflejó en que el concepto de Otros ingresos del GC pasará de 1.8% del PIB en 2023 a 2.4% del PIB en 2024. Adicionalmente, la recaudación del BPS aumentó de 7.3% del PIB a 7.4%, mientras que los ingresos por Comercio exterior incrementaron de 1.0% a 1.1% entre 2023 y 2024. Lo anterior contrarrestó la caída observada en la recaudación de la Dirección General Impositiva (DGI) que pasó de 16.7% a 16.4% del PIB, contracción motivada por la disminución en la recaudación del Impuesto a las Rentas de las Actividades Económicas (IRAE).



@HRRATINGS



HR RATINGS

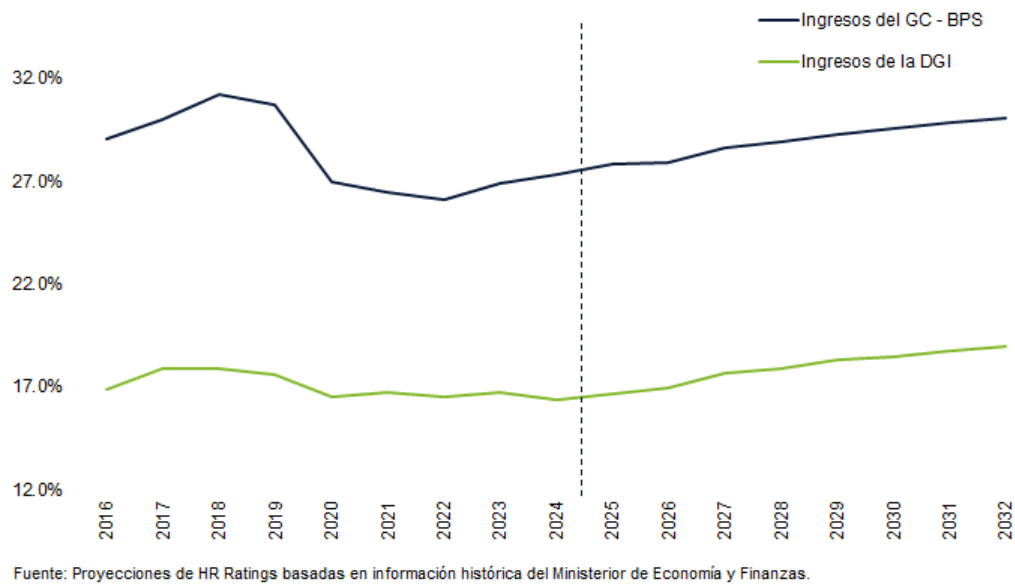


WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Figura 6. Ingresos de Gobierno Central – Banco de Previsión Social e Ingresos de la Dirección General Impositiva (% PIB)



Para 2025, HR Ratings espera que los ingresos del GC -BPS representen 27.8% del PIB, derivado en su mayoría del ingreso —por única vez— asociado al Fideicomiso II de la Seguridad Social en el marco de la Ley N° 20.209 (Ley de cuarentones)⁴, que se estima en 0.4% del PIB por lo que los ingresos del BPS aumentarían a 7.8% del PIB. Adicionalmente, se espera un aumento en la recaudación de la DGI a 16.6% del PIB, a medida que se implementan medidas impositivas incluidas en el proyecto de Presupuesto Nacional, así como estrategias de eficiencia recaudatoria. Por parte de los impuestos a las retribuciones y al comercio exterior, se proyecta un comportamiento similar a la observada en los últimos periodos, lo que no tendría un impacto significativo debido a su baja incidencia. Por otro lado, el crecimiento de los ingresos del GC será contrarrestado parcialmente por la contracción esperada en el rubro de Otros ingresos del GC al considerarse como extraordinarios los ingresos de entes públicos observados en 2024.

Posteriormente, se espera que la recaudación de la DGI aumente paulatinamente hasta alcanzar 18.9% del PIB en 2032, de acuerdo con diversas mejoras tributarias incluidas en el Presupuesto Nacional cuya principal estrategia consistirá en un modelo de gestión que reconoce varias causas del incumplimiento tributario e implementa acciones en respuesta. Adicionalmente, se espera la consolidación de ajustes al sistema tributario que incluyen la relocalización de impuestos que se están pagando en otras jurisdicciones, modificaciones que permiten gravar ciertos rendimientos y ganancias de capital derivadas de activos situados en el exterior, la inclusión de una norma antiabuso para el caso de ventas que se materialicen como transferencias indirectas transnacionales de activos y cambios en los regímenes de envíos express (plataformas de e-commerce). En lo anterior, de la misma forma se considera el impacto de las proyecciones de actividad económica, una inflación inferior al promedio histórico y una menor tasa de interés. Para los demás rubros se esperan comportamientos similares a su tendencia histórica. Con ello, se anticipa que los ingresos del GC – BPS asciendan a 30.1% del PIB en al término del horizonte de proyección (2032).

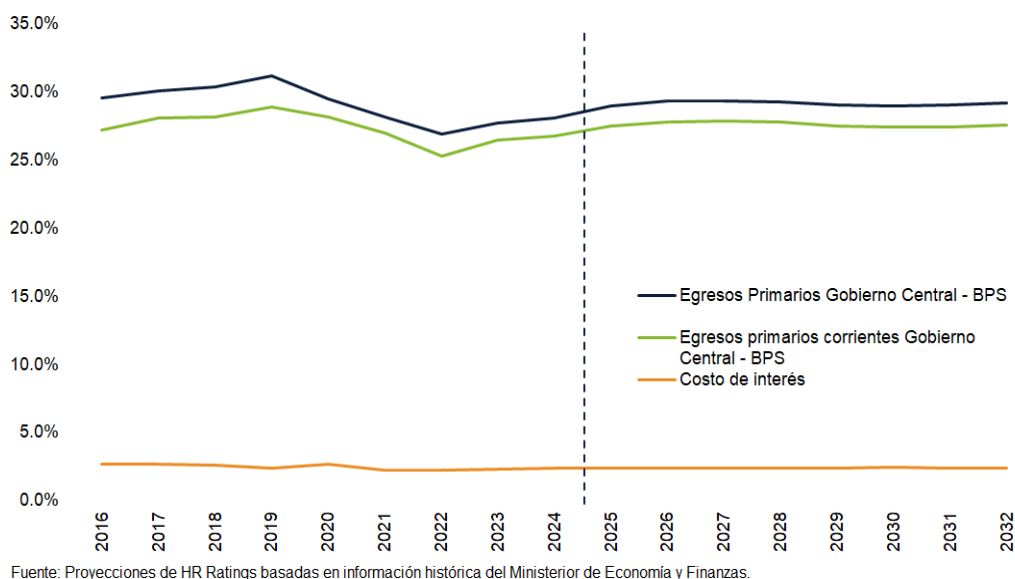
⁴ Con la Ley N° 20.209 (Ley de cuarentones) se constituye un fideicomiso con la totalidad de los fondos acumulados correspondientes a las personas que opten por revocar el artículo 8° de la Ley N° 16.713 (Administradoras de Ahorro Previsional (AFAP)), por un monto estimado en 0.4% del PIB.



Egresos Primarios del Gobierno Central-BPS

Durante 2024, en el mismo sentido que los ingresos, se registró un crecimiento en los Egresos Primario del Gobierno Central-BPS al pasar de 27.7% del PIB en 2023 a 28.1% en 2024. En lo anterior, los Egresos Primarios Corrientes incrementaron de representar 26.5% del PIB a 26.8%, lo que obedeció a que las Pasividades, rubro que incluye las jubilaciones, pensiones por sobrevivencia, mínimo general jubilatorio y pensionario y pensiones graciables, así como otras prestaciones económicas como la pensión vejez e invalidez, prima por edad, pensión por sobrevivencia, en otros, ascendieran a 9.9% del PIB (vs. 9.7% en 2023). Tanto el gasto en Remuneraciones (Servicios Personales) como los Gastos No Personales se mantuvieron en la misma proporción del PIB que la reportada en 2023, al ubicarse en 5.0% y 3.5%, respectivamente. La misma situación se repitió con los gastos por Transferencias que se mantuvieron en 8.4% del PIB al cierre de 2024. Respecto al gasto en Inversiones, este registró un nivel de 1.2%, mismo nivel que el observado en 2023 y donde se incluyen los gastos asociados a la cuota parte de inversiones de las obligaciones por los proyectos de Proyectos Participación Público - Privada (PPP). Por último, el costo de interés o el pago de intereses sobre la deuda incrementó de 2.3% a 2.4% del PIB de forma interanual, lo que está estrechamente relacionado con el alto nivel en la tasa de interés hacia el cierre de 2024.

Figura 7. Egresos Primarios del Gobierno Central-BPS (% PIB)



Para 2025, se proyecta que el Egresos Primario del GC ascienda a 28.0% del PIB, donde los egresos corrientes representarían 27.5% del PIB. Se estima un aumento en la proporción de Gastos No Personales y Transferencias, las cuales representarían 3.9% y 8.7% del PIB respectivamente, de acuerdo con la intención plasmada en el Presupuesto Nacional de incrementar las asignaciones presupuestales en áreas prioritarias: crecimiento económico, protección social y seguridad pública. Por otro lado, se anticipa que las Remuneraciones y las Pasividades se mantengan en 5.0% y 9.9%, de forma respectiva. Para las Remuneraciones se espera que se mantengan los salarios en la Administración Central y los organismos docentes, mientras que para las Pasividades se considera el gasto endógeno del pago de pensiones y jubilaciones. Por otro lado, se estima que el gasto en Inversiones incremente a 1.5% del PIB, en línea con las erogaciones para obras de infraestructura vía Contrato de diseño, construcción, rehabilitación, mantenimiento y financiamiento de la infraestructura vial dentro de la faja de dominio público (CREMAF) y PPP. Para el periodo comprendido entre 2026 y 2032, se anticipa que el Egreso primario ascienda a un promedio de 29.2% del PIB, donde las Remuneraciones aumentarían a 5.3% del PIB en 2023 debido a la expectativa de un alza en los recursos destinados a la conservación y llenado de posiciones laborales, la habilitación de ascensos y las

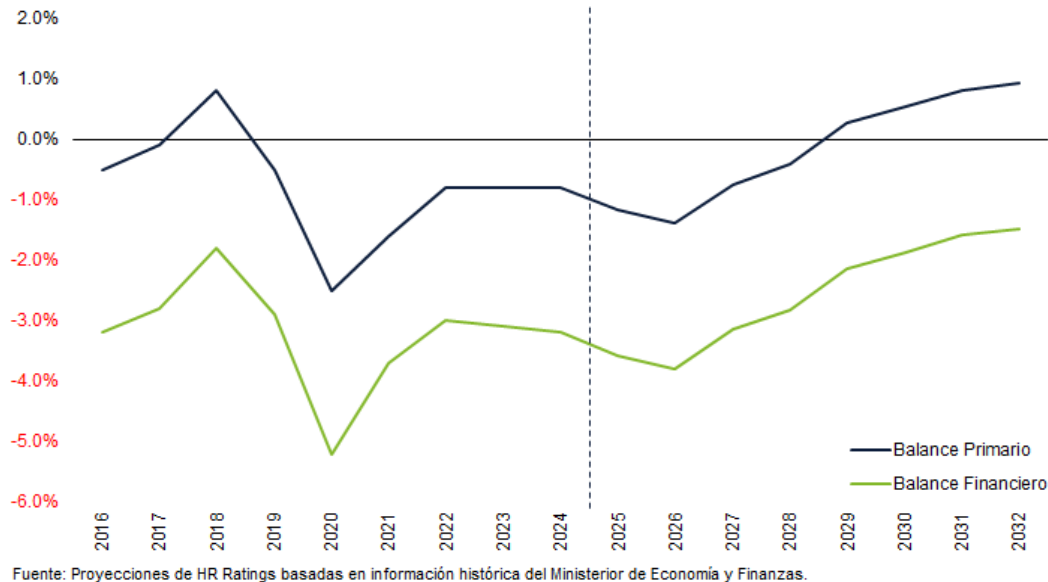


asignaciones mencionadas para la atención de áreas consideradas como prioritarias. Por otro lado, se estima que de acuerdo con el marco de la regla fiscal presentado en el Presupuesto Nacional, los Gastos No Personales y las Transferencias disminuyan como porcentaje del PIB hacia el cierre del horizonte de proyección. Por último, se anticipa que el costo financiero mantenga trayectoria similar durante el periodo de proyección al situarse en 2.4% del PIB, lo que estaría sujeto a una trayectoria estable en el crecimiento nominal de la actividad económica.

Balance Primario y Financiero del Gobierno Central-BPS

Al término de 2024, se registró un déficit en el balance primario del GC-BPS de 0.8% del PIB, resultado idéntico al observado en 2023. Como se mencionó anteriormente, tanto los ingresos como los egresos del GC-BPS aumentaron con respecto a lo observado en 2023, al ascender a 27.3% y 28.1% del PIB respectivamente (vs. 26.9% y 27.7% en 2023). Pese a este aumento, ambos rubros aumentaron en proporciones similares, por lo que el balance primario se mantuvo en un nivel cercano al observado el año previo. Considerando el costo financiero en 2.4% del PIB, el déficit del balance financiero del GC-BPS ascendió a 3.2% del PIB, similar al reportado en 2023 de 3.1%.

Figura 8. Balance Primario y Balance Financiero de Uruguay (% PIB)



Es importante destacar, que, de acuerdo con el Ministerio de Economía y Finanzas, las cifras de 2024 no reflejan completamente la expansión del gasto derivado de la postergación de egresos realizada por la administración anterior por una magnitud considerable. El conjunto de estas postergaciones representó aproximadamente 0.4% del PIB. Adicionalmente, se adelantaron ingresos de impuestos a empresas públicas por un monto equivalente a 0.1 % del PIB. Si no se hubiera realizado la combinación de gastos postergados e ingresos adelantados, el déficit financiero del GC-BPS de 2024 habría sido 0.5% del PIB superior al observado, ubicándose en 3.7% del PIB. Esta situación trajo consigo un doble efecto: redujo el déficit del ejercicio 2024 e incrementará el de 2025. Considerando lo anterior, sumado a la evolución proyectada para los egresos del GC-BPS de acuerdo con las áreas prioritarias que busca atender la nueva administración y los compromisos previamente asumidos por la administración saliente, para 2025 y 2026 se espera un déficit primario promedio de 1.3% y un balance financiero primario de -3.7%. No obstante, con la implementación de mejoras en la eficiencia recaudatoria y los ajustes al sistema tributario, se estima una trayectoria ascendente en los ingresos, mientras que con la regla fiscal presentada en el

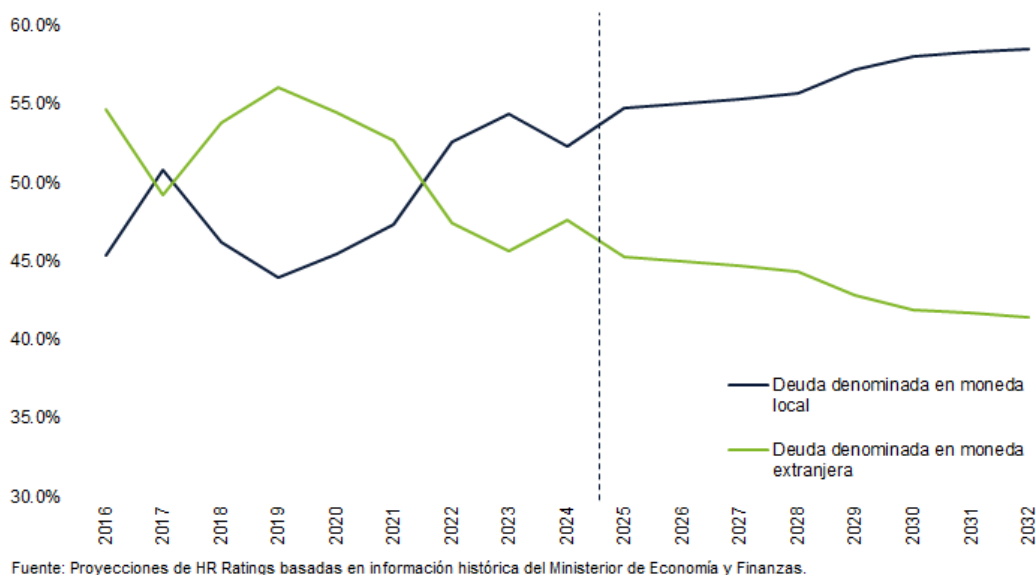


Presupuesto Nacional se anticipa que la trayectoria de los egresos se modere, lo que se traduciría en una reducción paulatina del déficit primario en 2027 y 2028 (-0.57%), así como resultados superavitarios a partir de 2029. Se prevé que, al término del periodo de proyección, el superávit primario ascienda a 0.9% del PIB.

Deuda

La métrica de Deuda Neta como proporción del PIB se incrementó de 54.6% en 2023 a 58.0% en 2024, derivado del impacto de la depreciación del tipo de cambio en el cálculo de dicha métrica. Al cierre de 2024, la Deuda Bruta de Uruguay ascendió a US\$45.946m, lo que implicó un aumento de 1.6% respecto a 2023, donde se ubicó en US\$45,218m. Dentro de lo anterior, en 2024 la deuda denominada en moneda local representó el 52.3% del total, por debajo del 54.3% de 2023, mientras la deuda en moneda extranjera incrementó su representación a 47.7%, 2.0 puntos porcentuales por arriba de lo registrado en 2023 (45.7%). Al interior de la deuda en moneda local, 51.3% de esta corresponde a deuda en unidades indexadas a la inflación, 31.6% a deuda en unidades indexadas a salario (UR y UP) y finalmente 17.2% a deuda denominada en pesos uruguayos. En el caso de la deuda en moneda extranjera, el 88.0% se encuentra denominada en dólares (USD), el 7.2% en yenes y el resto (4.8%) en otras divisas. Cabe mencionar que, a pesar de que la proporción de deuda en moneda extranjera aumentó en 2024, esta se encontró por debajo del comportamiento histórico, ya que entre 2013 y 2023 esta correspondió en promedio a 51.1% de la deuda total.

Figura 9. Proporción de deuda denominada en moneda local y extranjera (% PIB)



Como se mencionó previamente, la cotización del peso uruguayo se incrementó entre los cierres de 2023 y 2024 de UYU\$39.02/USD a UYU\$44.06/USD, lo que sumado a la composición de la deuda se tradujo en que la Deuda Bruta denominada en pesos aumentara 14.7% de forma interanual. Para la métrica de Deuda Neta, dicho crecimiento fue parcialmente compensado por el crecimiento de los Activos Financieros denominados en pesos en 14.2% (en este caso el efecto del crecimiento del tipo de cambio es positivo), así como por el efecto de un PIB nominal 7.5% superior al reportado en 2023.

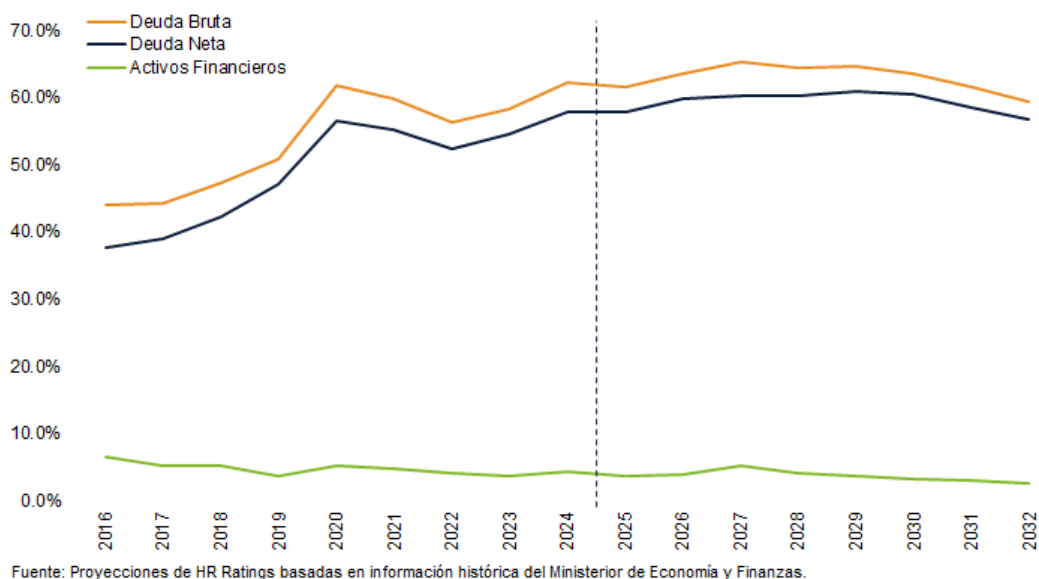
Es importante mencionar que el Ministerio de Economía y Finanzas calcula tanto el numerador como el denominador de los coeficientes de deuda a PIB en moneda extranjera, por lo que se observan discrepancias respecto a los datos mostrados en



sus reportes de Deuda Soberana y otros documentos. No obstante, en el Presupuesto Nacional se introducen cambios en el cálculo de las razones de deuda y a partir de 2026, tanto numerador como denominador serán expresados en pesos uruguayos. Con ello, las razones de deuda calculadas por HR Ratings coincidirán con las del MEF.

Para 2025, se proyecta que la Deuda Neta se mantenga en un nivel de 57.9% del PIB, derivado principalmente de la apreciación estimada del peso uruguayo al cierre de 2025, así como con la reducción en la participación de la deuda en moneda extranjera a 45.3% de la deuda total, en línea con las metas planteadas en el Presupuesto Nacional a través de una estrategia de desdolarización y priorización de la deuda en moneda local, lo cual ya se observa al 2T25. Posteriormente, se estima que esta estrategia se traduzca en que la deuda en moneda extranjera represente 41.5% de la deuda total al final del periodo de proyección. Sin embargo, los resultados fiscales deficitarios anticipados y la expectativa de una depreciación paulatina del peso uruguayo se traducirían en que entre 2026 y 2029, la Deuda Neta incremente hasta representar 61.1% del PIB en 2029. Después, considerando la reducción progresiva de los déficits fiscales, la proporción de deuda en moneda extranjera y el impacto de los niveles de inflación en la deuda indexada se proyecta que la Deuda Neta se reduzca a 57.2% del PIB en 2032. Para todo el horizonte de proyección se espera que los Activos Financieros representen promedio 3.6% del PIB, nivel ligeramente por debajo del observado en los tres últimos años de 4.0%. Es relevante destacar que estos resultados se encontrarían por debajo de la estimación del ancla de deuda, la cual fue estimada por el Ministerio de Economía y Finanzas en 65.0% del PIB.

Figura 10. Deuda Bruta, Neta y Activos Financieros (% PIB)



Cuentas Externas

Al cierre de 2024, la cuenta corriente registró un déficit de -0.8% del PIB, lo que representó una importante contracción desde el déficit de 3.0% del PIB observado en el mismo periodo de 2023. Lo anterior fue consecuencia de un superávit de la balanza de bienes y servicios por encima del observado el año anterior (5.1% vs. 3.6% del PIB) y en menor medida de la reducción del déficit del ingreso primario, el cual pasó de -6.8% del PIB en 2023 a -6.2% en 2024. Para 2025, se estima un déficit en la cuenta corriente de 0.6% del PIB y posteriormente que alcance un resultado equilibrado en 2028 y superávits hasta el final del horizonte de proyección, donde el superávit ascendería a 1.7%.

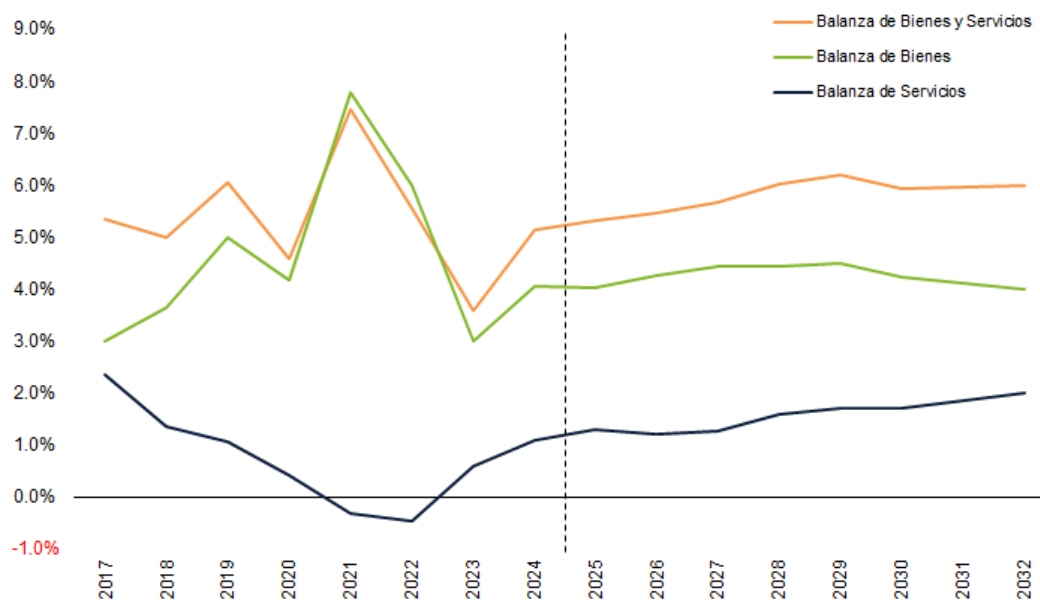


Balanza Comercial

En el superávit de la balanza de bienes y servicios, los resultados de ambos componentes contribuyeron a su mejora respecto a lo observado en 2023 aunque en diferentes magnitudes. Empezando por la balanza de bienes, en 2024 reportó un superávit de 4.1% del PIB (US\$3,298m) por encima del 3.0% de 2023 (US\$2,353.m), derivado del crecimiento de las exportaciones, donde sobresale el impulso de las colocaciones de soya y celulosa, seguido por mayores ventas de energía eléctrica, trigo y vehículos automotores. En el caso de la soya, se observó un importante aumento del volumen exportado, favorecido por mejores rendimientos de los cultivos de verano de la cosecha 2023-24, en comparación con la de 2022-23, que estuvo afectada por la sequía.

Por su parte, el crecimiento de las ventas de celulosa se explica por la operación durante todo el año de la planta de UPM Paso de los Toros, lo que se tradujo en mayores volúmenes exportados y mejores precios de exportación. Cabe mencionar que en 2024 la celulosa lideró por primera vez el ranking de productos exportados, desplazando a la carne bovina. Sin embargo, los niveles de exportación de carne bovina se mantuvieron sólidos, lo que contribuyó al superávit comentado. Respecto a la balanza de servicios, esta registró un superávit de 1.1% del PIB (US\$879m) en comparación con el superávit de 0.6% del PIB en 2023 (US\$466m), lo que fue consecuencia de una caída en las importaciones del rubro de viajes (turismo emisor). Esta disminución se debió a una menor salida de residentes uruguayos al exterior, revirtiendo parcialmente la tendencia observada en 2023, cuando el abaratamiento relativo de precios en Argentina incentivó los viajes hacia ese país.

Figura 11. Balanza de Bienes y Servicios (% PIB)



Fuente: Proyecciones de HR Ratings con base en información histórica del Banco Central de Uruguay.

Como se puede apreciar en la Figura 11, para el periodo comprendido entre 2025 y 2032 se anticipa que la balanza de bienes mantenga un resultado superavitario promedio de 4.2% del PIB derivado de la expectativa de que las exportaciones mantengan un comportamiento positivo en línea con el desempeño del sector agrícola y ganadero. En lo anterior se espera que los cultivos de soya y otros productos agrícolas continúen reportando rendimientos superiores a los observados en años anteriores y que las exportaciones de carne bovina se mantengan sólidas. Asimismo, se espera que el volumen exportado de celulosa se mantenga elevado, sin embargo, no se espera un crecimiento sostenido debido a que se alcanzó la capacidad instalada. Por su parte, el superávit sería contenido por el crecimiento de las importaciones, derivado de las importaciones de bienes de



consumo, en línea con una demanda superior debido a los niveles esperados de tipo de cambio y una inflación inferior a la reportada en años anteriores. Por último, la balanza de servicios incrementaría a un resultado superavitario promedio de 1.6% en el mismo periodo en línea con el encarecimiento relativo de Argentina, lo que a su vez incentivaría una menor salida de residentes uruguayos y una mayor entrada de turistas argentinos.

Balanza de Rentas (ingreso primario) y de Transferencias (ingreso secundario)

Del lado de la balanza de rentas o ingreso primario, se reportó un déficit de 6.2% del PIB (-US\$5,004m), lo que también representó una mejora respecto al mismo periodo del año anterior, donde se registró un déficit de 6.8% (US\$5,373m). Esta contracción estuvo asociada principalmente a mayores rentas cobradas por los residentes al resto del mundo. Por categoría funcional la mayor variación es la de renta de Inversión Directa, la cual mostró un déficit de 6.3% del PIB. Esto derivado del movimiento de empresas residentes propiedad de capitales extranjeros⁵ hacia sus casas matrices en el exterior. Respecto a la balanza de transferencias o ingreso secundario, se mantuvo un nivel similar al año anterior, al observarse un superávit de 0.2% del PIB (US\$194m). Para los próximos años, se estima que el déficit de la balanza de rentas disminuya a un promedio de 5.6% del PIB, de acuerdo con la reducción esperada en el pago de utilidades de las empresas extranjeras con inversiones en el país. Por otro lado, la balanza de transferencias mantendría un superávit promedio de 0.2% del PIB entre 2025 y 2032, nivel similar al observado en los últimos años, derivado de su baja incidencia dentro de la cuenta corriente.

Cuenta Corriente

Al cierre de 2024, la cuenta corriente registró un déficit de -0.8% del PIB (US\$633 millones), lo que representó una importante contracción desde el déficit de 3.0% del PIB observado en el mismo periodo de 2023. Esta mejora obedece principalmente a que el superávit de la balanza de bienes y servicios fue superior al observado el año anterior, al ascender a 5.1% del PIB (US\$4,177m) (vs. 3.6% en 2023) y en menor medida de la reducción del déficit del ingreso primario, el cual pasó de -6.8% del PIB en 2023 a -6.2% en 2024. Para 2025 se estima un déficit en la cuenta corriente de 0.6% del PIB y que se mantenga en terreno negativo hasta 2027, donde se proyecta un déficit de 0.2% del PIB. Posteriormente, en 2028, se anticipa un resultado equilibrado y resultados superavitarios hasta el final del horizonte de proyección, año en el que espera un superávit de 1.7%. Esta mejora paulatina sería consecuencia de los superávits superiores mencionados en la balanza de bienes y servicios y la contracción del déficit en la balanza de rentas.

⁵ De acuerdo con datos de Uruguay XXI (Promoción de Inversiones, Exportaciones e Imagen País) la Inversión Extranjera Directa representa alrededor del 50.0% del PIB.



@HRRATINGS



HR RATINGS

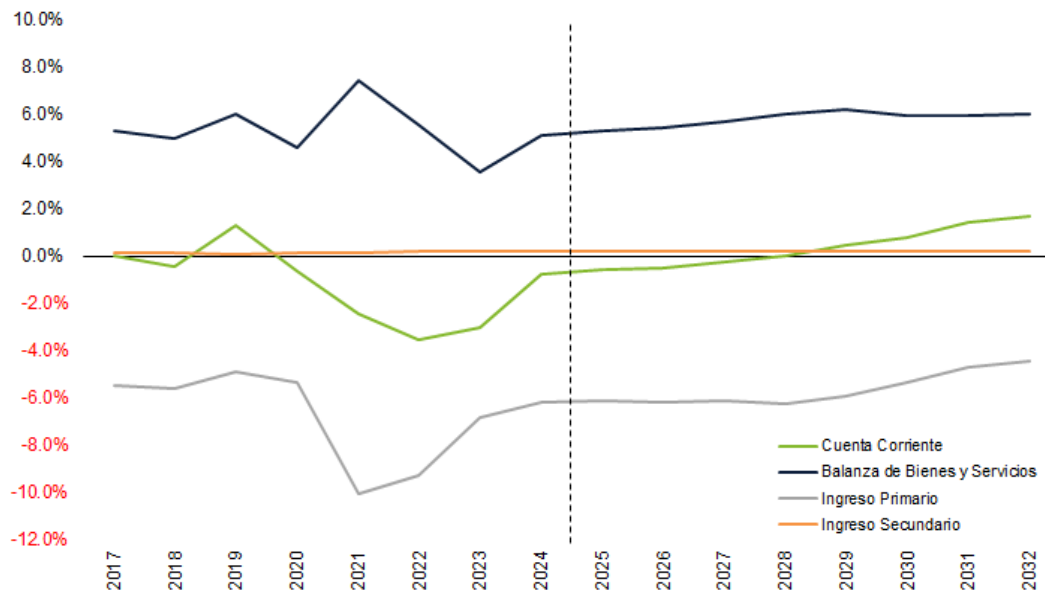


WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Figura 12. Cuenta corriente y sus componentes (% PIB)



Fuente: Proyecciones de HR Ratings con base en información histórica del Banco Central de Uruguay.

Cuenta Financiera

En 2024, la cuenta financiera registró entradas netas por US\$285m, equivalente a un déficit de 0.4% del PIB. Con ello, el nivel fue inferior al déficit reportado de 2.5% en 2023, debido principalmente a la salida neta de Inversión Directa por 3.2% del PIB, lo que contrasta con la entrada neta de 3.9% del PIB observada en 2023. La Inversión Directa registró una salida de capitales por US\$2,585m, debido principalmente a los movimientos registrados en la categoría de instrumentos de deuda, asociado a la cancelación de préstamos con empresas emparentadas y casa matriz (US \$4,412m). Por otro lado, en las Participaciones de Capital y en Fondos de Inversión se registraron entradas de capitales (US\$1,827m). Adicionalmente, se reportó una salida neta de Activos de Reserva del BCU por US\$1,150m. Por otro lado, este movimiento fue parcialmente mitigado por la entrada neta de inversión de cartera por 2.6% del PIB (US\$2,143m) de acuerdo con la reinversión de utilidades y las contribuciones de capital. Por último, el rubro de Otra Inversión mostró un déficit de 2.2% del PIB, debido a la adquisición de préstamos en el exterior.



Figura 13. Cuenta Financiera UDM (millones de USD)

Con base en préstamos y endeudamientos	2022	2023	2024
Cuenta Fin. (Préstamo neto (+) / endeudamiento neto (-))	-3.6%	-2.5%	-0.4%
Cuenta Financiera	-3.6%	-2.5%	-0.4%
Inversión directa	-4.1%	-3.9%	3.2%
Adquisición neta de activos financieros	8.4%	-10.6%	-1.7%
Participaciones de Capital y en Fondos de Inversión	0.5%	-0.6%	0.9%
Instrumentos de Deuda	7.9%	-10.0%	-2.6%
Pasivos netos incurridos	12.5%	-6.7%	-4.9%
Participaciones de Capital y en Fondos de Inversión	6.5%	1.6%	3.1%
Instrumentos de Deuda	6.0%	-8.3%	-8.0%
Inversión en cartera	2.6%	1.7%	-2.6%
Adquisición neta de activos financieros	2.9%	3.3%	-2.3%
Participaciones de Capital y en Fondos de Inversión	-0.3%	1.4%	-1.0%
Títulos de Deuda	3.2%	1.9%	-1.3%
Pasivos netos incurridos	0.3%	1.6%	0.3%
Participaciones de Capital y en Fondos de Inversión	0.2%	0.1%	0.0%
Títulos de Deuda	0.1%	1.6%	0.3%
Derivados financieros (distintos de reservas)	0.9%	-0.4%	-0.1%
Otra Inversión	-0.9%	-0.9%	-2.2%
Adquisición neta de activos financieros	-0.3%	-0.5%	-0.2%
Moneda y Depósitos	0.0%	-0.9%	-0.1%
Préstamos	0.1%	0.3%	0.1%
Créditos y anticipos comerciales	-0.8%	0.7%	-0.6%
Otras cuentas por cobrar	0.4%	-0.7%	0.3%
Pasivos netos incurridos	0.6%	0.4%	1.9%
Moneda y Depósitos	-0.1%	-0.1%	0.1%
Préstamos	0.4%	0.6%	1.2%
Créditos y anticipos comerciales	0.3%	-0.1%	0.2%
Otras cuentas por cobrar	0.0%	0.0%	0.4%
Derechos Especiales de Giro	0.0%	0.0%	0.0%
Activos de Reserva BCU	-2.2%	1.1%	1.4%
Cuenta de Capital	0.0%	0.0%	0.0%
Cuenta Corriente	-3.5%	-3.0%	-0.8%
Errores y Omisiones¹	-0.1%	0.5%	0.4%

Fuente: HR Ratings con información del Banco Central de Uruguay.

¹ Con base en flujos. (Cuenta Corriente + Cuenta de Capital - Cuenta Financiera)

Liquidez externa

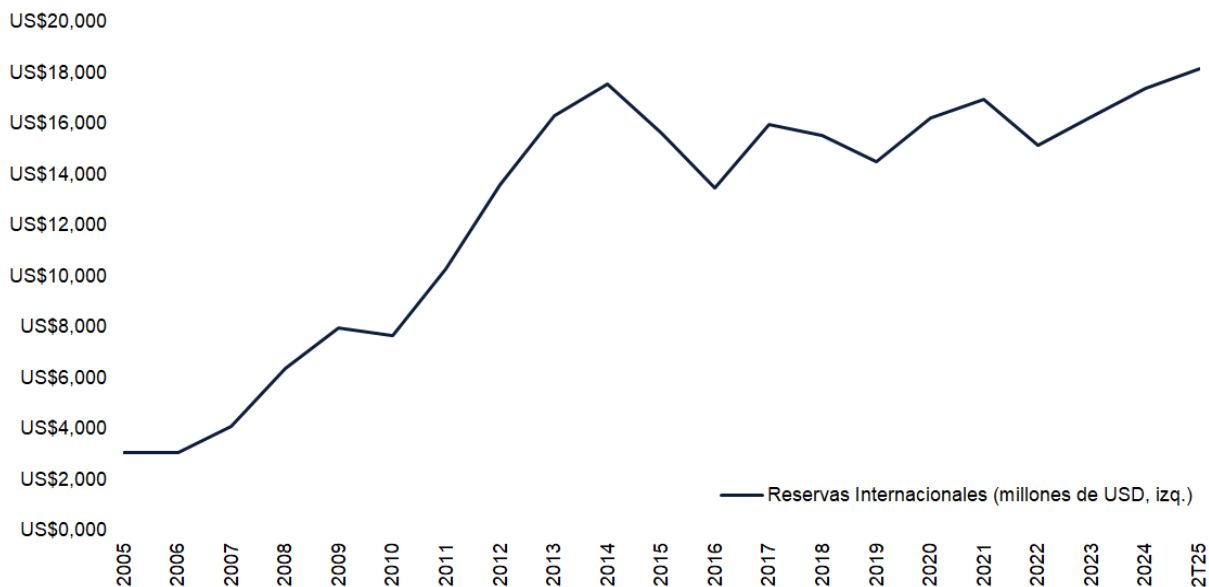
La liquidez externa se define a través del cociente entre la Deuda en moneda extranjera Bruta (DEB)⁶ del Uruguay, como numerador, y el nivel de las Reservas Internacionales (RI)⁷ contabilizadas por parte del BCU, como el denominador. Con base en lo anterior, al 2T25, la razón de DEB a RI se ubicó en 2.6 veces (x), mismo nivel que el observado al cierre de 2024, con lo que continúa mostrando una mejora en los últimos años desde el 2.9x registrado en 2020. Esto se debe a la constante acumulación de Reservas Internacionales en los últimos años, ascendiendo a US\$18,157m al 2T25. Para ponerlo en perspectiva, en 2020 las RI reportaron un monto de US\$16,217m.

⁶ Corresponde al saldo neto de la deuda en moneda extranjera.

⁷ Las reservas internacionales se acumulan con base en la diferencia entre la cuenta corriente, cuenta financiera, cuenta de errores y omisiones, así como el balance de la cuenta de capitales y considerando los ajustes por valoración de las reservas.



Figura 14. Reservas Internacionales (RI)



Fuente: HR Ratings con información del Banco Central de Uruguay.

Análisis de factores Ambientales, Sociales y de Gobernanza (ASG)

Evaluación de los factores ASG

El objetivo de esta evaluación es incorporar el impacto que los factores ASG pueden tener en la calidad crediticia del soberano. A continuación, se presentan los principales elementos considerados, así como los factores y la etiqueta correspondiente a cada uno de ellos. Las principales fuentes de información utilizadas en el análisis se describen en la metodología aplicable a la deuda soberana.

Ambiental: Promedio

La matriz de generación de energía eléctrica en Uruguay está muy concentrada en fuentes renovables, ya que depende aproximadamente en un 93.0% de estas, donde el 37.0% de la producción corresponde a energía hidroeléctrica, 34.0% a energía eólica, 18.0% a la generación a través del aprovechamiento de biomasa y 4.0% a energía solar. Como resultado de lo anterior, las emisiones de gases de efecto invernadero han mostrado un comportamiento histórico decreciente y son bajas comparadas con otros países. Asimismo, Uruguay mantiene estrategias de descarbonización para dos de sus principales actividades económicas: la agricultura y la ganadería, en línea con la utilización de fertilizantes sintéticos para reducir la emisión de óxido nitroso (N_2O) y la mejora de la alimentación del ganado e introducción de tecnologías para su cría y manejo, lo que se traduce en un menor nivel de emisiones de metano (CH_4) a pesar de que la producción de carne ha aumentado en los últimos años. No obstante, el país es susceptible a riesgos ambientales —especialmente hidrometeorológicos— que pueden comprometer sus principales actividades económicas e infraestructura. Entre 2020 y 2023 se presentó una severa sequía que impactó fuertemente al sector agropecuario, lo que tuvo un efecto negativo en el crecimiento económico y provocó una crisis en el suministro de agua potable en el área metropolitana de Montevideo, donde reside más de la mitad de la población del país. Cabe mencionar que, actualmente, el país se encuentra desarrollando proyectos para diversificar las fuentes de abastecimiento de agua potable. Derivado del conjunto de características mencionadas, HR Ratings le otorga una etiqueta *promedio* a esta categoría.



Social: Promedio

Uruguay destaca entre los países de Latinoamérica en indicadores sociales, cuenta con una baja tasa de pobreza, que de acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística (INE) ascendió a 17.3% de la población en 2024. Asimismo, sobresale con uno de los PIB per cápita más altos de Latinoamérica, una adecuada distribución del ingreso y un bajo porcentaje de informalidad laboral, lo que se traduce en que la clase media representa cerca del 60.0% de la población, la proporción más elevada en la región. Adicionalmente, cuenta con un sistema de seguridad social robusto y con amplia cobertura, mientras que los recursos públicos invertidos en educación han crecido en términos reales y en relación con la capacidad económica del país hasta alcanzar 4.9% del PIB en 2024.

El principal reto que enfrenta actualmente el país en este factor es un problema compartido con el resto de la región, la inseguridad y la violencia. En los últimos años se ha incrementado la incidencia de crímenes violentos, el crecimiento de mercados ilícitos, la emergencia de ciberdelitos y estafas, la agudización de la violencia de género y una crisis estructural del sistema penitenciario. Al cierre de 2024, la tasa de homicidios por cada 100,000 habitantes ascendió a 10.7, que si bien puede considerarse baja si se compara con otros países latinoamericanos ésta se ha incrementado en la última década. El Gobierno está consciente de lo anterior y en el Presupuesto Nacional 2025-2029 presentó un Plan de Seguridad Pública con visión a largo plazo con diversas estrategias enfocadas a abordar la situación. Por otro lado, el perfil sociodemográfico de Uruguay representa un reto en el mediano y largo plazo, ya que, de acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística⁸, la población alcanzó un pico en 3.5 millones de habitantes en 2020 y posteriormente comenzó a decrecer de forma moderada, situación que se proyecta continúe, pasando a poseer una población de 3 millones en 2070. Aunado a lo anterior, “el envejecimiento poblacional será el rasgo dominante del futuro demográfico uruguayo”, lo que tendría un impacto directo sobre la población económicamente activa y los gastos relacionados con pensiones y jubilaciones. La combinación de subfactores mencionados se traduce en la consideración del factor social como *promedio*.

Gobernanza: Superior

La estabilidad política, social e institucional del país lo colocan a la cabeza de Latinoamérica y entre los países mejor rankeados a nivel mundial en diversos indicadores entre los que se incluyen la adherencia al estado de derecho (World Justice Project Rule of Law), la efectividad del gobierno, la estabilidad política y la ausencia de violencia/terrorismo, así como la voz y rendición de cuentas de los indicadores de gobernanza del Banco Mundial (Worldwide Governance Indicators). Adicionalmente, en el índice de percepción de corrupción de Transparency International lo ubica en la parte baja de la escala, lo que contrasta con los elevados niveles de corrupción que imperan la región. No se identifican riesgos macroeconómicos importantes y la economía ha mostrado resiliencia ante choques externos. Con base en lo mencionada anteriormente, el factor gobernanza se evalúa como *superior*, lo que tiene un impacto positivo en la calificación.

⁸ Estimaciones y proyecciones de la población de Uruguay y sus departamentos 2012-2070, INE, Julio 2025



Anexo 1. Variables Macroeconómicas

	2022	2023	2024	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P	2030 P	2031 P	2032 P
PIB Nominal (mil millones de pesos corrientes)	2,889	3,028	3,256	3,499	3,739	3,991	4,258	4,545	4,850	5,176	5,524
PIB Real (mil millones de pesos reales Base 2016)	1,827	1,841	1,898	1,945	1,990	2,034	2,079	2,124	2,171	2,219	2,268
Crecimiento Real	4.49%	0.74%	3.11%	2.50%	2.30%	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%
Crecimiento Nominal	9.19%	4.83%	7.52%	7.48%	6.86%	6.72%	6.71%	6.72%	6.72%	6.72%	6.72%
Inflación Deflactor	5.15%	3.41%	4.28%	4.85%	4.46%	4.42%	4.41%	4.43%	4.42%	4.42%	4.42%
Inflación anual del IPC	8.29%	5.11%	5.49%	4.40%	4.69%	4.70%	4.75%	4.78%	4.80%	4.84%	4.89%
Tipo del cambio al cierre	40.1	39.0	44.1	40.4	41.7	43.1	44.7	46.3	48.0	49.8	51.7

Fuente: Proyecciones de HR Ratings a partir de 2025 con base en información del Ministerio de Economía y Finanzas y el Banco Central de Uruguay.

Anexo 2. Principales balances públicos

Anexo 2.1 Balance primario y financiero, miles de millones de pesos corrientes

Cuenta / Año Fiscal	2022	2023	2024	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P	2030 P	2031 P	2032 P
Ingresos Gobierno Central-BPS	759.7	812.9	888.8	973.7	1,044.4	1,142.3	1,230.9	1,332.2	1,432.7	1,545.7	1,662.3
Gobierno Central	562.1	591.8	647.9	699.3	759.9	838.4	906.2	985.3	1,060.7	1,146.7	1,234.5
DGI (Dir. Gral. Impositiva)	479.6	505.7	533.9	581.9	634.2	704.0	762.5	831.6	896.4	971.0	1,046.6
IRP (Imp. A las Retribuciones Personales)	1.2	1.4	0.0	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9	2.1	2.2
Comercio Exterior	32.0	30.3	35.8	40.4	43.3	46.3	49.5	52.9	56.6	60.5	64.7
Otros	49.4	54.5	78.1	75.6	80.9	86.5	92.5	99.0	105.8	113.1	121.0
BPS (Banco de Previsión Social)	197.6	221.0	240.9	274.5	284.5	303.9	324.7	346.8	372.0	399.0	427.9
BPS s/50	191.8	218.0	240.9	260.2	279.5	299.8	322.4	345.8	370.9	397.8	426.7
Egresos Primarios Gobierno Central - BPS	781.8	841.8	911.6	1,014.6	1,096.4	1,171.9	1,248.0	1,320.0	1,406.2	1,503.4	1,611.5
Egresos prim. corrientes GC - BPS	738.2	805.4	872.5	962.1	1,040.2	1,111.4	1,182.8	1,249.7	1,330.4	1,421.7	1,523.5
Remuneraciones	133.7	151.4	162.8	176.5	188.6	202.3	217.0	232.7	249.6	267.7	290.0
Gastos no personales	113.4	106.0	113.9	134.7	148.3	158.4	164.0	169.7	181.3	193.7	206.9
Pasividades	258.7	293.7	322.3	348.1	379.5	405.4	433.0	457.5	487.8	520.0	554.4
Transferencias	232.5	254.3	273.5	302.7	323.8	345.3	368.8	389.7	411.7	440.2	472.1
Inversiones GC	43.6	36.3	39.1	52.5	56.1	60.5	65.2	70.3	75.8	81.7	88.0
Costo de interes	63.9	69.6	78.1	84.1	89.9	96.1	102.6	109.7	117.2	124.5	132.2
Balance Primario	-22.1	-28.9	-22.8	-40.9	-51.9	-29.6	-17.2	12.2	26.5	42.3	50.8
Balance Financiero	-86.0	-98.6	-100.9	-124.9	-141.9	-125.7	-119.8	-97.5	-90.7	-82.2	-81.3
Balance Financiero S/50s	-93.0	-96.9	-104.2	-139.2	-146.9	-129.8	-122.0	-98.5	-91.8	-83.3	-82.6

Fuente: HR Ratings con información del Ministerio de Economía y Finanzas de Uruguay.

Anexo 2.2 Balance primario y financiero como porcentaje del PIB

Cuenta / Año Fiscal	2022	2023	2024	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P	2030 P	2031 P	2032 P
Ingresos Gobierno Central-BPS	26.1%	26.9%	27.3%	27.8%	27.9%	28.6%	28.9%	29.3%	29.5%	29.9%	30.1%
Gobierno Central	19.3%	19.6%	19.9%	20.0%	20.3%	21.0%	21.3%	21.7%	21.9%	22.2%	22.3%
DGI (Dir. Gral. Impositiva)	16.5%	16.7%	16.4%	16.6%	17.0%	17.6%	17.9%	18.3%	18.5%	18.8%	18.9%
IRP (Imp. A las Retribuciones Per.)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Comercio Exterior	1.1%	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
Otros	1.7%	1.8%	2.4%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
BPS (Banco de Previsión Social)	6.8%	7.3%	7.4%	7.8%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.7%	7.7%	7.7%
BPS s/50	6.6%	7.2%	7.4%	7.4%	7.5%	7.5%	7.6%	7.6%	7.6%	7.7%	7.7%
Egresos Primarios Gobierno Central - BPS	26.9%	27.7%	28.1%	29.0%	29.3%	29.4%	29.3%	29.0%	29.0%	29.0%	29.2%
Egresos prim. corrientes Gob. Central- BPS	25.3%	26.5%	26.8%	27.5%	27.8%	27.9%	27.8%	27.5%	27.4%	27.5%	27.6%
Remuneraciones	4.6%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.2%	5.3%
Gastos no personales	3.9%	3.5%	3.5%	3.9%	4.0%	4.0%	3.9%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
Pasividades	8.9%	9.7%	9.9%	9.9%	10.1%	10.2%	10.2%	10.1%	10.1%	10.0%	10.0%
Transferencias	8.0%	8.4%	8.4%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.6%	8.5%	8.5%	8.5%
Inversiones GC	1.5%	1.2%	1.2%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%
Costo de interes	2.2%	2.3%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
Balance Primario	-0.8%	-0.8%	-0.8%	-1.2%	-1.4%	-0.7%	-0.4%	0.3%	0.5%	0.8%	0.9%
Balance Financiero	-3.0%	-3.1%	-3.2%	-3.6%	-3.8%	-3.1%	-2.8%	-2.1%	-1.9%	-1.6%	-1.5%
Balance Financiero S/50s	-3.2%	-3.2%	-3.2%	-4.0%	-3.9%	-3.3%	-2.9%	-2.2%	-1.9%	-1.6%	-1.5%

Fuente: HR Ratings con información del Ministerio de Economía y Finanzas de Uruguay. Los porcentajes representan niveles de ingresos sobre PIB.



Anexo 2.3 Niveles de deuda bruta y neta en millones de pesos uruguayos

	2021	2022	2023	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P	2030 P	2031 P	2032P
Deuda Bruta del Gob. Central	1,586,602	1,638,844	1,764,486	2,024,641	2,153,299	2,380,275	2,608,195	2,745,995	2,942,283	3,097,205	3,198,368	3,302,487
Interna	751,118	861,583	958,671	1,059,688	1,178,890	1,308,949	1,442,128	1,528,967	1,682,733	1,798,846	1,864,885	1,933,416
Pesos	115,459	105,949	159,662	182,137	267,418	360,544	455,174	501,501	612,880	684,603	704,078	723,624
Unidades indexadas (UI)	475,784	523,160	505,306	543,105	566,992	593,591	621,495	651,044	682,138	714,898	749,480	786,125
Unidades indexadas a salario (UR y UP)	159,876	232,473	293,703	334,446	344,480	354,814	365,458	376,422	387,715	399,346	411,327	423,667
Externa (en USD)	18,693	19,397	20,650	21,898	24,128	25,692	27,025	27,247	27,205	27,048	26,786	26,504
Externa (en pesos)	835,485	777,261	805,815	964,952	974,409	1,071,326	1,166,067	1,217,028	1,259,550	1,298,359	1,333,483	1,369,071
USD	758,542	714,892	747,793	848,697	861,004	946,641	1,030,357	1,070,197	1,102,048	1,130,117	1,154,456	1,178,673
Yenes	51,584	40,039	34,171	69,611	67,904	74,658	81,261	87,919	94,308	100,740	107,197	114,006
Francos suizos	23,710	21,065	22,637	45,404	44,291	48,696	53,002	57,346	61,513	65,708	69,920	74,361
Otras	1,648	1,264	1,215	1,240	1,210	1,330	1,448	1,566	1,680	1,795	1,910	2,031
Activos consolidados del G.C.	123,928	116,980	112,090	137,356	128,510	141,134	202,901	178,541	166,553	158,705	151,550	145,082
En USD	2,773	2,919	2,872	3,117	3,182	3,385	4,703	3,997	3,597	3,306	3,044	2,809
Liquidez de Tesorería en pesos	71,987	63,702	68,739	95,996	92,821	106,440	165,206	145,371	135,611	126,543	118,112	110,300
Otros Activos en pesos	51,941	53,278	43,351	41,361	35,689	34,695	37,695	33,169	30,942	32,161	33,438	34,782
Deuda neta presupuestaria	1,462,674	1,521,864	1,652,396	1,887,284	2,024,789	2,239,141	2,405,294	2,567,454	2,775,730	2,938,501	3,046,818	3,157,405

Fuente. Proyecciones de HR Ratings con información del Ministerio de economía y finanzas de Uruguay.

Anexo 2.4 Niveles de deuda bruta y neta como porcentaje del PIB

	2021	2022	2023	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P	2030 P	2031 P	2032 P
Deuda Bruta del Gob. Central	60.0%	56.4%	58.3%	62.2%	61.5%	63.7%	65.4%	64.5%	64.7%	63.9%	61.8%	59.8%
Interna	28.4%	29.6%	31.7%	32.5%	33.7%	35.0%	36.1%	35.9%	37.0%	37.1%	36.0%	35.0%
Pesos	4.4%	3.6%	5.3%	5.6%	7.6%	9.6%	11.4%	11.8%	13.5%	14.1%	13.6%	13.1%
Unidades indexadas (UI)	18.0%	18.0%	16.7%	16.7%	16.2%	15.9%	15.6%	15.3%	15.0%	14.7%	14.5%	14.2%
Unidades indexadas a salario (UR y UP)	6.0%	8.0%	9.7%	10.3%	9.8%	9.5%	9.2%	8.8%	8.5%	8.2%	7.9%	7.7%
Externa (en USD)	31.6%	26.7%	26.6%	29.6%	27.8%	28.7%	29.2%	28.6%	27.7%	26.8%	25.8%	24.8%
USD	28.7%	24.6%	24.7%	26.1%	24.6%	25.3%	25.8%	25.1%	24.2%	23.3%	22.3%	21.3%
Yenes	1.9%	1.4%	1.1%	2.1%	1.9%	2.0%	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
Francos suizos	0.9%	0.7%	0.7%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%
Otras	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Activos consolidados del G.C.	4.7%	4.0%	3.7%	4.2%	3.7%	3.8%	5.1%	4.2%	3.7%	3.3%	2.9%	2.6%
En USD	4.7%	4.0%	3.7%	4.2%	3.7%	3.8%	5.1%	4.2%	3.7%	3.3%	2.9%	2.6%
Liquidez de Tesorería en pesos	2.7%	2.2%	2.3%	2.9%	2.7%	2.8%	4.1%	3.4%	3.0%	2.6%	2.3%	2.0%
Otros Activos en pesos	2.0%	1.8%	1.4%	1.3%	1.0%	0.9%	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%
Deuda neta presupuestaria con activos	55.3%	52.4%	54.6%	58.0%	57.9%	59.9%	60.3%	60.3%	61.1%	60.6%	58.9%	57.2%

Fuente. Proyecciones de HR Ratings con información del Ministerio de economía y finanzas de Uruguay.



Anexo 3. Cuentas Externas

Anexo 3.1 Cuenta corriente en millones de USD

	2022	2023	2024	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P	2030 P	2031 P	2032 P
Cuenta Corriente	-2,487	-2,375	-633	-496	-429	-215	-2	485	815	1,549	1,888
Balance de bienes y servicios	3,916	2,819	4,177	4,533	4,973	5,344	5,834	6,207	6,117	6,335	6,568
Bienes	4,236	2,353	3,298	3,439	3,868	4,168	4,304	4,505	4,354	4,374	4,369
Servicios	-321	466	879	1,094	1,105	1,176	1,530	1,702	1,763	1,962	2,199
Ingreso primario	-6,565	-5,373	-5,004	-5,235	-5,608	-5,765	-6,043	-5,929	-5,510	-4,993	-4,887
Renta de Inversión Directa	-6,034	-5,475	-5,100	-5,977	-6,162	-6,377	-6,405	-6,416	-6,426	-6,440	-6,450
Renta Inversión de Cartera	-584	-283	-339	-411	-407	-402	-397	-391	-388	-388	-389
Renta Otra Inversión	-175	-185	-203	-182	-167	-165	-164	-164	-162	-162	-162
Otros	229	570	638	1,335	1,128	1,179	923	1,042	1,466	1,997	2,114
Ingreso Secundario	162	179	194	206	206	206	207	207	207	207	207

Fuente: HR Ratings con información del Banco Central de Uruguay.

Anexo 3.1 Cuenta corriente como porcentaje del PIB

	2022	2023	2024	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P	2030 P	2031 P	2032 P
Cuenta Corriente	-3.5%	-3.0%	-0.8%	-0.6%	-0.5%	-0.2%	0.0%	0.5%	0.8%	1.5%	1.7%
Balance de bienes y servicios	5.5%	3.6%	5.1%	5.3%	5.5%	5.7%	6.0%	6.2%	5.9%	6.0%	6.0%
Bienes	6.0%	3.0%	4.1%	4.0%	4.2%	4.4%	4.4%	4.5%	4.2%	4.1%	4.0%
Servicios	-0.5%	0.6%	1.1%	1.3%	1.2%	1.3%	1.6%	1.7%	1.7%	1.8%	2.0%
Ingreso Primario	-9.3%	-6.8%	-6.2%	-6.1%	-6.2%	-6.1%	-6.2%	-5.9%	-5.3%	-4.7%	-4.5%
Renta de Inversión Directa	-8.5%	-7.0%	-6.3%	-7.0%	-6.8%	-6.8%	-6.6%	-6.4%	-6.2%	-6.1%	-5.9%
Renta Inversión de Cartera	-0.8%	-0.4%	-0.4%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
Renta Otra Inversión	-0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.1%
Otros	0.3%	0.7%	0.8%	1.6%	1.2%	1.3%	1.0%	1.0%	1.4%	1.9%	1.9%
Ingreso Secundario	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%

Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del Banco Central de Uruguay.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Información complementaria en cumplimiento con la fracción V, inciso A), del Anexo 1 de las Disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones calificadoras de valores

Metodologías usadas para el análisis*	Metodología para Calificar Soberanos, marzo de 2025 Criterios Generales Metodológicos, octubre de 2024
Calificación Anterior	HR A- (G) con Perspectiva Estable HR2 (G)
Fecha de última acción de calificación	23 de octubre de 2024
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	Enero 1999 a noviembre 2025
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Ministerio de Economía y Finanzas de Uruguay, Instituto Nacional de Estadística, Unidad de Gestión de Deuda, Banco Central de Uruguay, FMI, Banco Mundial
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso)	N.A.
HR Ratings considera al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante, y los posibles adquirientes de dichos valores (en su caso)	N.A.
Calificaciones otorgadas por otras agencias calificadoras a los presentes valores (en su caso)	N.A.

*Para más información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar www.hrratings.com/methodology/

** HR Ratings de México, S.A. de C.V. ("HR Ratings"), es una institución calificadora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) y registrada ante la Securities and Exchange Commission de los Estados Unidos de Norteamérica (SEC) como una NRSRO para los activos de finanzas públicas, corporativos e instituciones financieras, según lo descrito en la cláusula (v) de la sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act of 1934 y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA) y por el Financial Conduct Authority (FCA).

Esta es una calificación no solicitada, por lo que HR Ratings no recibió pago alguno de sociedad o persona, para su emisión. Las calificaciones no solicitadas se emiten de acuerdo con las metodologías vigentes de la Institución y siguen las mismas políticas y procedimientos que para las calificaciones solicitadas, en lo que resulte aplicable. HR Ratings podrá retirar o cambiar esta calificación en cualquier momento, sin ningún tipo de responsabilidad.

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings son opiniones con respecto a la calidad crediticia y/o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social, por parte de sociedades emisoras y demás entidades o sectores, y se basan exclusivamente en las características de la entidad, emisión y/u operación, con independencia de cualquier actividad de negocio entre HR Ratings y la entidad o emisora. Las calificaciones y/u opiniones otorgadas se emiten en nombre de HR Ratings y no de su personal directivo o técnico y no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación, y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings.

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información. Derivado de lo anterior, HR Ratings no es responsable de cualquier error u omisión en dicha información o, en caso de que esta sea incorrecta o inexacta, por los resultados obtenidos por el uso de la misma. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings de México, o un tercero, han pagado una cuota de calificación crediticia basada en el monto y tipo de emisión. La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y, en su caso, la opinión sobre la capacidad de una entidad con respecto a la administración de activos y desempeño de su objeto social podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso, al alza o a la baja la calificación, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings. HR Ratings emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadora www.hrratings.com, donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

Las calificaciones y/u opiniones que emite HR Ratings consideran un análisis de la calidad crediticia relativa de una entidad, emisora y/o emisión, por lo que no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de una entidad o emisora para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago, con lo cual los acreedores y/o tenedores se ven forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés como complemento del análisis elaborado sobre un escenario base. Los honorarios que HR Ratings recibe por parte de los emisores generalmente varían desde US\$1,000 a US\$1,000,000 (mil a un millón dólares, moneda de curso legal en los Estados Unidos de América) (o el equivalente en otra moneda) por emisión. En algunos casos, HR Ratings calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por una cuota anual. Se estima que las cuotas anuales varíen entre US\$5,000 y US\$2,000,000 (cinco mil a dos millones de dólares, moneda de curso legal en los Estados Unidos de América) (o el equivalente en otra moneda).

Contacto con Medios
comunicaciones@hrratings.com

