

**Rating Action: Moody's subió la calificación de bonos del gobierno de Uruguay a Baa2; perspectiva estable**

---

Global Credit Research - 29 May 2014

New York, May 29, 2014 -- Moody's Investors Service señaló que la decisión de elevar las calificaciones está asociada al fortalecimiento observado en el perfil crediticio del Uruguay, lo cual se pone de manifiesto al observar la convergencia que han reportado los indicadores fiscales y de deuda gubernamental del país con respecto a las medianas del grupo Baa; un perfil de deuda gubernamental que incorpora riesgos crediticios moderados; una reducción manifiesta en la vulnerabilidad que enfrenta el país ante choques regionales y choques de commodities.

Factores claves detrás de la mejora en la calificación incluyen:

1. Consolidación de un perfil crediticio gubernamental que incorpora (i) bajos riesgos de refinanciamiento dada una vida promedio de la deuda que excede los 10 años; (ii) la expectativa de que los requerimientos financieros del gobierno harán de ser moderados en términos absolutos y relativos durante el resto de la década; y (iii) amplios colchones financieros que proveen cobertura contra eventos adversos en los mercados financieros internacionales.
2. Transición hacia una pauta de crecimiento sustentable, que si bien habrá de estar asociada con tasas inferiores a las observadas en años anteriores, estará fundamentada en tasas de inversión y niveles de la productividad más elevados.
3. Una marcada reducción en el grado de exposición que mantiene el país ante choques regionales que, aunada a una creciente diversificación en la canasta de commodities, habrá de reducir el impacto adverso que choques externos puedan tener sobre la perspectiva crediticia del país.

**FUNDAMENTOS PARA EL ALZA DE LA CALIFICACIÓN A Baa2**

**PRIMER FACTOR -- CONSOLIDACIÓN DE UN PERFIL CREDITICIO GUBERNAMENTAL ASOCIADO CON RIESGOS MODERADOS**

Uruguay es parte de un reducido número de países cuyos gobiernos reportan una vida promedio de la deuda superior a los 10 años. Ubicándose en 11.9 años a marzo de 2014, los riesgos de refinanciamiento vienen a ser modestos en términos absolutos y relativos dado que los pagos de principal habrán de ubicarse en torno 1%-2% del PIB en términos anuales durante el resto de la década. A la par de ello, Moody's espera que los requerimientos financieros anuales del gobierno sean igualmente moderados ubicándose por debajo de 5% del PIB a lo largo del período.

Las reservas de liquidez que mantiene el gobierno por motivos precautorios se encuentran reforzadas por líneas de crédito contingentes que están disponibles para rápido desembolso y cuyo monto es comparable al de las reservas de liquidez. En conjunto, reservas y líneas de crédito equivalen a casi 7.5% del PIB y proveen una cobertura financiera equivalente a casi cuatro años de pagos de principal, o bien, 24 meses de servicio de la deuda (principal + intereses).

La razón deuda gubernamental/PIB se encuentra en línea con la mediana correspondiente al grupo Baa reportando un nivel de 40% del PIB. La reducción de este indicador estuvo apoyada por un elevado crecimiento del PIB y déficits fiscales moderados. A pesar de que en los últimos dos años la economía ha reportado menores crecimientos y que las cuentas gubernamentales se han deteriorado, el ratio de deuda ha registrado cambios mínimos. Moody's espera que los ratios se mantengan en línea con la mediana del grupo Baa

El perfil crediticio del gobierno se ha fortalecido ante una menor participación la deuda en moneda extranjera. No obstante que el porcentaje continúa siendo superior al reportado por la mayor parte de países con calificación Baa, las autoridades han sido capaces de reducir la deuda en moneda extranjera de manera significativa, y a través de una muy efectiva administración de pasivos la han llevado a ubicarse por debajo de 50% del total, la mitad de lo reportado durante 2004-2005.

## SEGUNDO FACTOR -- TRANSICIÓN HACIA UNA PAUTA DE CRECIMIENTO MÁS SUSTENTABLE APOYADA POR TASAS DE INVERSIÓN ELEVADAS Y MAYOR PRODUCTIVIDAD.

La economía uruguaya reportó crecimiento del orden de 6% durante la última década, por arriba del correspondiente a la mediana del grupo Baa. Después de haber registrado crecimiento superior a la tendencia histórica, la economía ha transitado hacia una pauta que si bien está asociada con tasas menores, se encuentra en línea con el crecimiento potencial del Uruguay que Moody's estima alrededor de 4% y por lo tanto considera habrá de ser más sustentable en el mediano plazo. A nuestra forma de ver, este cambio es positivo desde una perspectiva crediticia ya que esperamos dé lugar a un patrón de crecimiento más estable en los próximos años.

Un fuerte crecimiento de la inversión en años pasados dio lugar a un incremento sostenido de la tasa de inversión que actualmente se ubica en torno a 24% del PIB. Dado lo anterior, la economía Uruguay habrá de operar con niveles de inversión que en promedio serán más elevados que los observados en el pasado reciente. Moody's espera que esto se traduzca en un fuerte apoyo al crecimiento durante los próximos años, dadas perspectivas favorables de inversión y mayores niveles de productividad.

## TERCER FACTOR -- REDUCCIÓN GRADUAL DE LA EXPOSICIÓN A CHOQUES REGIONALES AUNADO A UNA MAYOR DIVERSIFICACIÓN DE COMMODITIES HA REFORZADO EL PERFIL CREDITICIO

Uruguay continúa estando expuesto a choques económicos y financieros provenientes de la región. En este contexto, los vínculos económicos con Argentina representan un elemento estructural que impacta a través del tiempo el desempeño del país. No obstante, Moody's considera que las vulnerabilidades derivadas de esta condición no son de un grado tal que llegue a afectar significativamente la calificación dada una mucho menor exposición del país a la región en general, Argentina en particular, que en el pasado.

Moody's también señala que si bien el país mantiene una dependencia relativa en los commodities, Uruguay ha diversificado de manera notoria su base de commodities, al tiempo que ha expandido los mercados a los cuales exporta. Dichos elementos han elevado la capacidad del país para enfrentar choques externos de esta naturaleza. En este respecto, y en relación con otros países productores de commodities, Uruguay se encuentra posicionado favorablemente en lo que respecta a riesgos de concentración.

## FUNDAMENTOS PARA LA PERSPECTIVA ESTABLE

La perspectiva estable de las calificaciones Baa2 de Uruguay incorpora la opinión de Moody's de que las actuales calificaciones reflejan adecuadamente tanto fortalezas subyacentes derivadas del robusto perfil crediticio del gobierno, como riesgos potenciales asociados al grado de dolarización que existe actualmente -- mayor que el de otros países Baa, y la condición de Uruguay como una economía pequeña y abierta que mantiene una exposición a commodities relativamente elevada.

## QUÉ PUDIERA CAMBIAR LA CALIFICACIÓN AL ALZA/BAJA

Podrían darse aumentos futuros en la calificación si:

(i) los esfuerzos de consolidación fiscal dan lugar a menores déficits gubernamentales (mayores superávits primarios) apoyando reducciones adicionales en los indicadores de deuda del gobierno; (ii) una mayor diversificación de la base exportadora contribuye a la reducción adicional de los riesgos de concentración.

Podrían darse aumentos futuros en la calificación si:

(i) la posición fiscal subyacente se deteriora llevando a mayores déficits gubernamentales que los observados hasta ahora; (ii) se observa una reversión de la tendencia hacia la baja en la deuda denominada en moneda extranjera que lleve a que el porcentaje correspondiente por arriba de 50%

## TECHOS PAÍS

Los techos de bonos y depósitos en moneda local a largo plazo de Uruguay se modificaron a A2 de Baa1. El techo país para bonos de largo plazo en moneda extranjera de Uruguay fue elevado a A2 de Baa1, mientras que el techo de depósitos de largo plazo en moneda extranjera subió a Baa2 de Baa3. Los techos de corto plazo para deuda en moneda extranjera y depósitos en moneda extranjera subieron a Prime-2 de Prime-3. Los techos país reflejan una serie de riesgos que no pueden diversificarse y a los que se encuentran expuestos todos los emisores de una jurisdicción determinada, incluyendo riesgos económicos, legales y políticos. Estos techos actúan como límite máximo para las calificaciones que pueden asignarse a las obligaciones en moneda local y extranjera de entidades domiciliadas en el país.

PIB per cápita (base PPA, US\$): 16,723 (2013 Actual) (también conocido como Ingreso per Cápita)  
Crecimiento Real del PIB (cambio porcentual): 4.4% (2013 Actual) (también conocido como Crecimiento del PIB)  
Tasa de Inflación (cambio porcentual Dic/ Dic): 8.5% (2013 Actual)  
Balance Fiscal del Gobierno General/PIB: -1.6% (2013 Actual) (también conocido como Balance Fiscal)  
Balance de la Cuenta Corriente/PIB: -5.6% (2013 Actual) (también conocido como Balance Externo)  
Deuda Externa/PIB: 42.9% (2013 Actual)  
Nivel de desarrollo económico: Nivel moderado de resistencia económica  
Historia de mora: Al menos un episodio de falta de pago ha sido registrado desde 1983.

El 22 de mayo de 2014, un comité de calificación fue convocado para discutir la calificación del Gobierno de Uruguay. Los principales puntos planteados durante el debate fueron: los fundamentos económicos del emisor, incluyendo su fuerza económica, han mejorado sustancialmente. La fortaleza fiscal o financiera del emisor, incluido el perfil de la deuda, ha mejorado sustancialmente. El emisor ha desarrollado menor susceptibilidad a riesgos de eventos.

#### METODOLOGÍA

La principal metodología utilizada en esta calificación fue Sovereign Bond Ratings, publicada en septiembre de 2013. Por favor entrar a la página de Metodologías en [www.moodys.com](http://www.moodys.com) para obtener una copia de esta metodología.

#### REVELACIONES REGULATORIAS.

Con respecto a las calificaciones emitidas en un programa, serie o categoría/ tipo de deuda, este anuncio proporciona aclaraciones regulatorias relevantes en relación a cada calificación de un bono o nota de la misma serie o categoría/clase de deuda emitida con posterioridad o conforme a un programa para el cual las calificaciones son derivadas exclusivamente de calificaciones existentes, de acuerdo con las prácticas de calificación de Moody's. Con respecto a las calificaciones emitidas sobre una entidad proveedora de soporte, este anuncio proporciona aclaraciones regulatorias relevantes en relación a la acción de calificación referente al proveedor de soporte y en relación a cada acción de calificación particular de instrumentos cuyas calificaciones derivan de las calificaciones crediticias de la entidad proveedora de soporte. Con respecto a calificaciones provisionales, este anuncio proporciona aclaraciones regulatorias relevantes con relación a la calificación provisional asignada y en relación a la calificación definitiva que podría ser asignada con posterioridad a la emisión final de deuda, en cada caso en el que la estructura y términos de la transacción no hayan cambiado antes de la asignación de la calificación definitiva de manera tal que hubieran afectado la calificación. Para mayor información, favor de consultar la pestaña de calificaciones en la página del emisor/entidad correspondiente en [www.moodys.com](http://www.moodys.com).

Con respecto a cualquier entidad y/o instrumento calificado afectado que reciba apoyo crediticio directo de la(s) principal(es) entidad(es) a que se refiere esta acción de calificación, y cuyas calificaciones pudieran cambiar como resultado de esta acción de calificación, las revelaciones regulatorias serán aquellas asociadas con la entidad garante. Existen excepciones a este enfoque para efectos de las siguientes revelaciones, en caso de ser aplicables en la jurisdicción: Servicios Auxiliares, Revelación a la entidad calificada, Revelación de la entidad calificada.

Las revelaciones regulatorias contenidas en este comunicado de prensa aplican a la calificación crediticia y, de ser aplicable, a la perspectiva de la calificación o revisión de calificación respectiva.

Favor de entrar a [www.moodys.com](http://www.moodys.com) para actualización de cambios del analista líder de calificación y de la entidad legal de Moody's que emitió la calificación.

Favor de ir a la pestaña de calificaciones en la página del emisor/entidad en [www.moodys.com](http://www.moodys.com) para obtener las revelaciones regulatorias adicionales de cada calificación crediticia.

Mauro Leos-Lopez  
VP - Senior Credit Officer

Sovereign Risk Group  
Moody's Investors Service, Inc.  
250 Greenwich Street  
New York, NY 10007  
U.S.A.  
JOURNALISTS: 212-553-0376  
SUBSCRIBERS: 212-553-1653

Bart Oosterveld  
MD - Sovereign Risk  
Sovereign Risk Group  
JOURNALISTS: 212-553-0376  
SUBSCRIBERS: 212-553-1653

Releasing Office:  
Moody's Investors Service, Inc.  
250 Greenwich Street  
New York, NY 10007  
U.S.A.  
JOURNALISTS: 212-553-0376  
SUBSCRIBERS: 212-553-1653

**MOODY'S**  
INVESTORS SERVICE

© 2014 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

**LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. ("MIS") Y SUS FILIALES SON OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S SOBRE EL FUTURO RIESGO CREDITICIO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS DE CRÉDITO, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES A DEUDA, PUDIENDO LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y ESTUDIOS PUBLICADOS POR MOODY'S ("PUBLICACIONES DE MOODY'S") INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S DEL FUTURO RIESGO CREDITICIO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS DE CRÉDITO, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES A DEUDA. MOODY'S DEFINE RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO QUE NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI OFRECEN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. TAMPOCO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.**

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN SOBRE EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo. MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación o en la elaboración de las Publicaciones de Moody's.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY's y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY's o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera avisado por adelantado de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo que no limitativo: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) pérdida o daño surgido en el caso de que el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY's y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo que no limitativo, negligencia (excluido, no obstante, el fraude, la conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de MOODY's o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO DE DICHAS CALIFICACIONES Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

MIS, agencia de calificación crediticia, filial al 100% de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MIS han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MIS por sus servicios de valoración y calificación unos honorarios que oscilan entre los \$1.500 dólares y aproximadamente los 2.500.000 dólares. MCO y MIS mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones de MIS. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones de MIS y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en [www.moodys.com](http://www.moodys.com) bajo el capítulo de "Shareholder Relations – Corporate Governance – Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado" - Gestión Corporativa - Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas].

Únicamente aplicable a Australia: La publicación en Australia de este documento es conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de un compromiso de crédito del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento a disposición de clientes minoristas. Sería peligroso que los inversores minoristas tomaran decisiones de inversión basadas en calificaciones crediticias de MOODY'S. En caso de duda, deberá ponerse en contacto con su asesor financiero u otro asesor profesional.