

A NRSRO Rating\*

Calificación

República de Uruguay

Largo plazo	
Divisa Extranjera	HR A- (G)
Moneda Local	HR A- (G)
Corto plazo	
Divisa Extranjera	HR2 (G)
Moneda Local	HR2 (G)
Perspectiva	Estable

Calificación Crediticia



HR A- (G)| HR2 (G)  
2023

Contactos

**Edgar González**  
Analista Responsable  
Asociado de Análisis Económico y Deuda Soberana  
edgar.gonzalez@hrratings.com

**Álvaro Rodríguez**  
Director de Finanzas Públicas y Deuda Soberana  
alvaro.rodriguez@hrratings.com

**Ricardo Gallegos**  
Director General Adjunto de Análisis Económico  
ricardo.gallegos@hrratings.com

**Felix Boni**  
Director General de Análisis  
felix.boni@hrratings.com

**HR Ratings asignó la calificación de largo plazo de HR A- (G) con Perspectiva Estable para la deuda soberana de Uruguay, y asignó la calificación de corto plazo en HR2 (G)**

La calificación de deuda soberana de Uruguay se fundamenta en la estimación de su trayectoria de endeudamiento, que en 2022 cerró en 51.9% del PIB, un resultado que está por debajo del nivel observado en 2020 (56.6%). Posterior al impacto de la pandemia, la actividad económica del país registró una recuperación de 5.3% en 2021 y de 4.9% en 2022, y superó el nivel prepandemia en el segundo semestre de 2022. De acuerdo con nuestra expectativa, el nivel de deuda podría ir disminuyendo en el largo plazo debido a una tendencia descendente en el nivel del déficit primario, lo que mitiga al costo financiero, relativamente estable. Adicionalmente, el crecimiento del PIB alcanzaría un nivel promedio en el mediano y largo plazo de 2.0%, lo que consideramos positivo, dada la ausencia del crecimiento poblacional, por lo que el país tendría un efecto positivo en el PIB per cápita. En este sentido, las demandas por gasto social serían menores en el horizonte de proyección.

El sector externo uruguayo mostró un impacto en 2020, como consecuencia de la reducción de la demanda de los principales *commodities* exportados, por lo que se observó déficit en la balanza de bienes. Asimismo, a pesar de que se registró una recuperación en los niveles de comercio durante 2021 y 2022, el déficit de la cuenta corriente se mantuvo, explicado por los altos niveles de pago de utilidades en la balanza de rentas. Esto es un factor observado en buena parte de los soberanos que mantienen una posición sólida de inversión.

Del lado de la inflación, históricamente Uruguay ha mantenido niveles que oscilan entre 6.0% y 8.0%, por lo que las afectaciones provocadas por la pandemia fueron relativamente menores respecto a lo observado en países con calificaciones similares. Estos altos niveles se explican, en parte, por los altos precios de los insumos importados y la dinámica en el tipo de cambio. En 2020, el Banco Central de Uruguay inició con la tasa de interés de referencia como instrumento de política monetaria para mantener la inflación en un rango de 3.0% a 6.0%, previo al uso de agregados monetarios. En 2021 comenzó con un ciclo de alzas a la tasa de interés de 4.5% a 11.50% en 2023.

El balance primario mantuvo una trayectoria deficitaria a lo largo de los años previos a la pandemia, con un promedio de 1.1% del PIB de 2016 a 2019. Debido a los apoyos fiscales, la trayectoria deficitaria aumentó a 2.6% en 2020, para luego mostrar una reducción, en línea con el promedio de los periodos anteriores. En los siguientes periodos consideramos que la trayectoria descendente se mantendría, gracias a las mejoras en los niveles de actividad económica, balances primarios menos deficitarios y una menor depreciación del tipo de cambio.

Figura 1. Principales métricas proyectadas para la calificación

Año	Crecimiento Real del PIB	PIB Nominal (mil millones de USD)	Balance Primario (% del PIB)	Costos Financieros (% del PIB)	Deuda Neta * (% del PIB)	Inflación promedio	Cuenta Corriente (% del PIB)	Peso al cierre (UYU/USD)
2022	4.9%	71,250	-0.80%	2.20%	51.94%	9.10%	-3.51%	40.1
2023	1.1%	81,435	-1.37%	2.31%	52.21%	6.40%	-2.47%	39.5
2024	2.4%	83,123	-1.28%	2.19%	53.13%	6.30%	-1.19%	42.1
2025	2.2%	83,708	-1.19%	2.18%	52.54%	6.25%	0.54%	44.6
2026	2.1%	84,183	-0.97%	2.17%	52.31%	6.20%	1.10%	47.3
2027	2.0%	84,605	-0.77%	2.16%	51.97%	6.10%	1.41%	50.0
2028	2.0%	85,084	-0.58%	2.15%	51.15%	6.10%	1.64%	53.0
2029	2.0%	85,559	-0.39%	2.14%	50.59%	6.10%	1.71%	56.0
2030	2.0%	86,012	-0.21%	2.13%	49.99%	6.10%	1.78%	59.4

Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del Ministerio de Economía y Finanzas del Gobierno de Uruguay, el INE y el BCU.  
\*La medición de Deuda Neta incorpora la Deuda Neta del Gobierno Central.

### Desempeño Histórico

- **Actividad económica.** A pesar de la contracción observada en 2020, la implementación de apoyos fiscales por parte del Gobierno Central y la resiliencia de la población, que en su mayoría es clase media, permitió mitigar las afectaciones provocadas por la pandemia. Adicionalmente, la dinámica positiva del comercio exterior, particularmente de las exportaciones de bienes, permitió una recuperación sostenible.
- **Desempeño fiscal.** En 2020, las principales métricas de las cuentas fiscales sufrieron un deterioro, con mayores niveles de déficits primario (-2.6%) y financiero (-5.3%) en los últimos periodos. No obstante, se observó una relativa mejora hacia el cierre de 2022, al registrar un déficit primario de 0.8% del PIB, como resultado de una mejora en los niveles de ingresos, especialmente de la Dirección General Impositiva.
- **Déficit en la cuenta corriente.** La cuenta corriente ha mostrado sus mayores déficits como porcentaje del PIB en los últimos tres años, especialmente en 2021 (-2.5%) y 2022 (-3,5%). Sin embargo, estos han sido resultado del incremento en el déficit de rentas, por los altos niveles pagados de utilidades a los inversionistas, lo que mitiga el buen desempeño dentro del superávit de la balanza comercial.
- **Presiones inflacionarias.** Uruguay ha mantenido un nivel históricamente alto de la inflación, cercano al 9.0% previo al impacto de la pandemia. En 2022, la inflación anual alcanzó el 8.29%, superior al rango objetivo establecido por el Banco Central de 3.0 - 6.0%. No obstante, la adopción de la tasa de referencia, en conjunto con menores presiones de los bienes transables y no transables, así como un comportamiento favorable del tipo de cambio, ha mostrado un efecto favorable en las presiones inflacionarias.

### Expectativas para Periodos Futuros

- **Crecimiento económico.** HR Ratings considera que la crisis hídrica por la que atraviesa el país podría desacelerar el crecimiento de la producción de sectores como el agrícola y manufacturero. Lo anterior supondría afectaciones en los niveles de comercio de bienes, lo que reduciría el superávit de este rubro. Por lo anterior, en 2023, se estima un crecimiento de 1.1% del PIB, implicando una desaceleración respecto al avance de 2022 (+4.9%). Para 2024 se considera un crecimiento de 2.4%, mientras que para el resto del periodo el crecimiento promedio sería de 2.1%.
- **Trayectoria de deuda.** HR Ratings estima déficits primarios alrededor de 1.0% y 0.9% del PIB en 2023 y 2024, respectivamente, disminuyendo a 0.8% en 2025. En los periodos posteriores se continuará observando la tendencia descendente, promediando 0.3% del PIB de 2026 a 2030. Lo anterior se explica por la mejora recaudatoria de los ingresos tributarios, en conjunto con los beneficios proyectados en el nuevo sistema previsional común (reforma jubilatoria)<sup>1</sup>. En este sentido, estimamos que el nivel de deuda neta soberana se ubicará en 51.9% del PIB en 2023, y crecerá a 52.4% en 2024, para posteriormente registrar una tendencia descendente hasta 2030, cuando consideramos que se ubicaría en 47.9% del PIB.

<sup>1</sup> La reforma pensionaria incluye un incremento en la edad de jubilación de 60 a 65 años. Asimismo, se incluye la incorporación de pasivos al mercado laboral, sumado a una jubilación parcial flexible.

### Factores que podrían subir la calificación

- **Mejor dinamismo de la trayectoria fiscal.** Incrementos en la recaudación de las principales métricas, particularmente dentro de la Dirección General Impositiva<sup>2</sup>, así como mayores afiliados al Banco de Previsión Social. Asimismo, una reducción en el costo financiero implicaría una mejor perspectiva de trayectoria para el balance financiero, así como para la deuda neta a PIB, inclusive por debajo del nivel de 50.0% estimado.
- **Expansión económica.** Un comportamiento económico más dinámico en el corto plazo, respaldado por el crecimiento en la demanda externa de los principales sectores (agrícola y manufactura), en conjunto con menores problemas de sequía, permitirían mejorar las principales métricas de la calificación. Adicionalmente, el desarrollo de la industria del hidrogeno verde podría dar un impulso positivo a la actividad económica por medio del desarrollo industrial, siendo un exportador en el largo plazo.

### Factores que podrían bajar la calificación

- **Aumentos en el déficit primario, con impacto negativo en los niveles de deuda neta.** Problemas de consolidación fiscal, provocados por un incremento en el gasto corriente, sumado a la reducción en los ingresos de la Dirección General Impositiva y problemas en la captación de nuevos afiliados en el Banco de Previsión Social, podrían afectar el balance primario. Consideramos que un nivel de Deuda Neta por encima del 60% del PIB en el corto y mediano plazo podría presionar fuertemente a una reducción en la calificación.
- **Mayor costo financiero.** Un entorno macroeconómico en el que las presiones inflacionarias muestren nuevamente un alza en los próximos periodos podría provocar un crecimiento en la tasa de interés. Lo anterior presionaría el comportamiento fiscal del soberano, por lo que impactaría de forma negativa su calificación.

<sup>2</sup> Se encarga de la recaudación de pequeños y grandes contribuyentes, básicamente de los ingresos proveniente de los impuestos. Se compone de nueve divisiones. Ver sección de Cuentas Fiscales.

Anexos

Anexo 1. Proyecciones de HR Ratings para las Finanzas Públicas de Uruguay

Tabla A1.1. Finanzas Públicas de Uruguay, millones de pesos corrientes

Account / Fiscal Year	2019	2020	2021	2022	2023 E	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P	2030 P
<b>Ingresos Gobierno Central-BPS</b>	<b>655.0</b>	<b>607.4</b>	<b>709.9</b>	<b>766.0</b>	<b>817.4</b>	<b>901.3</b>	<b>974.1</b>	<b>1,049.3</b>	<b>1,129.4</b>	<b>1,215.3</b>	<b>1,307.7</b>	<b>1,407.2</b>
Gobierno Central	462.4	445.1	530.7	566.7	604.2	668.3	723.8	781.2	842.6	908.5	979.5	1,056.1
DGI (Dir. Gral. Impositiva)	385.0	372.0	446.7	483.5	506.1	561.3	609.2	658.9	712.0	769.3	831.0	897.8
IRP ( Imp. A las Retribuciones Personales)	0.9	0.9	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	1.9	2.0	2.1
Comercio Exterior	24.1	22.5	32.1	32.2	37.8	41.1	44.1	47.1	50.2	53.5	57.1	60.9
Otros	52.5	49.6	50.8	49.8	59.1	64.4	69.0	73.7	78.6	83.8	89.4	95.3
BPS (Banco de Previsión Social)	192.5	162.3	179.2	199.3	213.2	233.0	250.3	268.1	286.9	306.9	328.2	351.1
BPS s/50	183.8	148.8	168.5	193.4	199.7	218.2	234.5	251.1	268.7	287.4	307.4	328.9
<b>Egresos Primarios Gobierno Central - BPS</b>	<b>680.3</b>	<b>665.1</b>	<b>751.6</b>	<b>788.2</b>	<b>849.4</b>	<b>932.9</b>	<b>1,004.5</b>	<b>1,073.1</b>	<b>1,146.6</b>	<b>1,225.3</b>	<b>1,316.1</b>	<b>1,415.6</b>
Egresos primarios corrientes Gobierno Central	630.0	635.8	722.2	744.3	805.7	883.0	948.5	1,010.4	1,076.6	1,147.0	1,228.6	1,317.8
Remuneraciones	120.3	117.2	128.4	134.8	147.0	163.8	177.8	191.3	206.8	223.4	241.3	260.7
Gastos no personales	85.3	90.2	120.4	114.3	131.3	139.2	145.2	150.8	156.6	162.5	168.6	175.0
Pasividades	225.3	225.5	251.4	260.8	275.2	300.1	321.9	344.0	367.3	392.2	425.2	462.5
Transferencias	199.1	202.9	222.0	234.4	252.3	279.8	303.7	324.3	345.9	368.9	393.5	419.6
Inversiones GC	50.3	29.3	29.4	44.0	43.7	49.9	56.0	62.7	70.1	78.3	87.5	97.8
Costo de interes	52.5	60.9	58.8	64.5	72.2	64.6	68.7	72.9	77.2	81.8	86.6	91.7
<b>Balance Primario</b>	<b>-25.4</b>	<b>-57.7</b>	<b>-41.7</b>	<b>-22.3</b>	<b>-32.0</b>	<b>-31.6</b>	<b>-30.4</b>	<b>-23.7</b>	<b>-17.2</b>	<b>-9.9</b>	<b>-8.4</b>	<b>-8.4</b>
<b>Balance Financiero</b>	<b>-77.9</b>	<b>-118.6</b>	<b>-100.6</b>	<b>-86.7</b>	<b>-104.2</b>	<b>-96.2</b>	<b>-99.1</b>	<b>-96.6</b>	<b>-94.4</b>	<b>-91.7</b>	<b>-94.9</b>	<b>-100.1</b>
<b>Balance financiero S/50s</b>	<b>-72.2</b>	<b>-130.8</b>	<b>-109.7</b>	<b>-93.8</b>	<b>-108.1</b>	<b>-111.0</b>	<b>-115.0</b>	<b>-113.6</b>	<b>-112.6</b>	<b>-111.1</b>	<b>-115.7</b>	<b>-122.3</b>

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

Tabla A1.2. Finanzas Públicas de Uruguay como porcentaje del PIB

Account / Fiscal Year	2019	2020	2021	2022	2023 E	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P	2030 P
<b>Ingresos Gobierno Central-BPS</b>	<b>29.9%</b>	<b>26.9%</b>	<b>26.5%</b>	<b>26.1%</b>	<b>26.1%</b>	<b>26.5%</b>	<b>26.8%</b>	<b>27.1%</b>	<b>27.4%</b>	<b>27.7%</b>	<b>28.0%</b>	<b>28.3%</b>
Gobierno Central	21.1%	19.7%	19.8%	19.3%	19.3%	19.7%	19.9%	20.2%	20.4%	20.7%	21.0%	21.2%
DGI (Dir. Gral. Impositiva)	17.6%	16.5%	16.7%	16.5%	16.2%	16.5%	16.8%	17.0%	17.3%	17.5%	17.8%	18.1%
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%	0.0%
Comercio Exterior	1.1%	1.0%	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
Otros	2.4%	2.2%	1.9%	1.7%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
BPS (Banco de Previsión Social)	8.8%	7.2%	6.7%	6.8%	6.8%	6.9%	6.9%	6.9%	7.0%	7.0%	7.0%	7.1%
BPS s/50	8.4%	6.6%	6.3%	6.6%	6.4%	6.4%	6.4%	6.5%	6.5%	6.5%	6.6%	6.6%
<b>Egresos Primarios Gobierno Central - BPS</b>	<b>31.1%</b>	<b>29.5%</b>	<b>28.1%</b>	<b>26.9%</b>	<b>27.2%</b>	<b>27.4%</b>	<b>27.6%</b>	<b>27.7%</b>	<b>27.8%</b>	<b>27.9%</b>	<b>28.2%</b>	<b>28.5%</b>
Egresos prim. corrientes Gob. Central- BPS	28.8%	28.2%	27.0%	25.4%	25.8%	26.0%	26.1%	26.1%	26.1%	26.1%	26.3%	26.5%
Remuneraciones	5.5%	5.2%	4.8%	4.6%	4.7%	4.8%	4.9%	4.9%	5.0%	5.1%	5.2%	5.2%
Gastos no personales	3.9%	4.0%	4.5%	3.9%	4.2%	4.1%	4.0%	3.9%	3.8%	3.7%	3.6%	3.5%
Pasividades	10.3%	10.0%	9.4%	8.9%	8.8%	8.8%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	9.1%	9.3%
Transferencias	9.1%	9.0%	8.3%	8.0%	8.1%	8.2%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%
Inversiones GC	2.3%	1.3%	1.1%	1.5%	1.4%	1.5%	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%	2.0%
Costo de interes	2.4%	2.7%	2.2%	2.2%	2.3%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.8%
<b>Balance Primario</b>	<b>-1.2%</b>	<b>-2.6%</b>	<b>-1.6%</b>	<b>-0.8%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>-0.9%</b>	<b>-0.8%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.2%</b>
<b>Balance Financiero</b>	<b>-3.6%</b>	<b>-5.3%</b>	<b>-3.8%</b>	<b>-3.0%</b>	<b>-3.3%</b>	<b>-2.8%</b>	<b>-2.7%</b>	<b>-2.5%</b>	<b>-2.3%</b>	<b>-2.1%</b>	<b>-2.0%</b>	<b>-2.0%</b>
<b>Balance financiero S/50s</b>	<b>-3.3%</b>	<b>-5.8%</b>	<b>-4.1%</b>	<b>-3.2%</b>	<b>-3.5%</b>	<b>-3.3%</b>	<b>-3.2%</b>	<b>-2.9%</b>	<b>-2.7%</b>	<b>-2.5%</b>	<b>-2.5%</b>	<b>-2.5%</b>

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

Tabla A1.3. Evolución de la deuda del Gobierno Central, millones de pesos uruguayos

	2019	2020	2021	2022	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P	2030 P
<b>Deuda Bruta del Gob. Central</b>	<b>1,114,043</b>	<b>1,392,104</b>	<b>1,586,602</b>	<b>1,638,844</b>	<b>1,729,377</b>	<b>1,896,270</b>	<b>1,991,772</b>	<b>2,115,007</b>	<b>2,237,880</b>	<b>2,336,779</b>	<b>2,441,162</b>	<b>2,553,519</b>
<b>Interna</b>	<b>489,242</b>	<b>633,184</b>	<b>751,118</b>	<b>861,583</b>	<b>900,240</b>	<b>965,196</b>	<b>1,027,698</b>	<b>1,093,520</b>	<b>1,161,130</b>	<b>1,232,426</b>	<b>1,308,161</b>	<b>1,389,392</b>
Pesos	95,353	78,127	115,459	105,949	133,905	143,567	152,863	162,654	172,710	183,315	194,580	206,663
Unidades indexadas (UI)	313,074	435,880	475,784	523,160	578,168	619,886	660,027	702,301	745,722	791,511	840,151	892,321
Unidades indexadas a salario (UR y UP)	80,815	119,176	159,876	232,473	188,166	201,743	214,807	228,566	242,697	257,599	273,429	290,408
<b>Externa (en USD)</b>	<b>16,735</b>	<b>17,924</b>	<b>18,693</b>	<b>19,397</b>	<b>20,981</b>	<b>22,112</b>	<b>21,629</b>	<b>21,611</b>	<b>21,521</b>	<b>20,856</b>	<b>20,216</b>	<b>19,613</b>
<b>Externa (en pesos)</b>	<b>624,800</b>	<b>758,921</b>	<b>835,485</b>	<b>777,261</b>	<b>829,137</b>	<b>931,074</b>	<b>964,074</b>	<b>1,021,486</b>	<b>1,076,751</b>	<b>1,104,353</b>	<b>1,133,001</b>	<b>1,164,127</b>
USD	600,318	683,164	758,542	714,892	763,689	857,580	882,328	930,719	976,505	994,034	1,011,627	1,030,468
Yenes	23,499	51,273	51,584	40,039	42,016	47,182	52,479	58,271	64,355	70,822	77,920	85,806
Francos suizos	0	23,290	23,710	21,065	22,105	24,823	27,610	30,657	33,858	37,260	40,994	45,143
Otras	983	1,193	1,648	1,264	1,327	1,490	1,657	1,840	2,032	2,236	2,461	2,710
<b>Activos consolidados del G.C.</b>	<b>82,293</b>	<b>116,824</b>	<b>123,928</b>	<b>116,980</b>	<b>107,489</b>	<b>113,125</b>	<b>117,925</b>	<b>138,939</b>	<b>160,313</b>	<b>172,483</b>	<b>171,202</b>	<b>170,502</b>
En USD	2,204	2,759	2,773	2,919	2,720	2,687	2,646	2,939	3,204	3,257	3,055	2,873
Liquidez de Tesorería en pesos	45,292	66,988	71,987	63,702	60,983	63,076	64,813	82,477	100,397	108,913	103,749	98,887
Otros Activos en pesos	37,001	49,836	51,941	53,278	46,506	50,049	53,112	56,462	59,915	63,570	67,453	71,614
<b>Deuda neta presupuestaria</b>	<b>1,031,750</b>	<b>1,275,280</b>	<b>1,462,674</b>	<b>1,521,864</b>	<b>1,621,888</b>	<b>1,783,144</b>	<b>1,873,847</b>	<b>1,976,067</b>	<b>2,077,567</b>	<b>2,164,296</b>	<b>2,269,960</b>	<b>2,383,017</b>
Línea de crédito con organismos <sup>1</sup>	90,278	134,133	83,356	60,708	71,725	76,665	81,407	86,598	91,951	97,622	103,650	110,114
<b>Deuda neta consolidada</b>	<b>1,122,028</b>	<b>1,409,413</b>	<b>1,546,031</b>	<b>1,582,571</b>	<b>1,693,613</b>	<b>1,859,809</b>	<b>1,955,254</b>	<b>2,062,665</b>	<b>2,169,519</b>	<b>2,261,918</b>	<b>2,373,610</b>	<b>2,493,131</b>

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

<sup>1</sup>Línea de crédito con organismos multilaterales como el CAF, Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo, etc.

Tabla A1.4. Evolución de la deuda del Gobierno Central, millones de pesos uruguayos

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>Deuda Bruta del Gob. Central</b>	<b>50.9%</b>	<b>61.7%</b>	<b>59.3%</b>	<b>55.9%</b>	<b>55.3%</b>	<b>55.8%</b>	<b>54.8%</b>	<b>54.6%</b>	<b>54.3%</b>	<b>53.2%</b>	<b>52.2%</b>	<b>51.3%</b>
<b>Interna</b>	<b>22.4%</b>	<b>28.1%</b>	<b>28.1%</b>	<b>29.4%</b>	<b>28.8%</b>	<b>28.4%</b>	<b>28.3%</b>	<b>28.2%</b>	<b>28.2%</b>	<b>28.1%</b>	<b>28.0%</b>	<b>27.9%</b>
Pesos	4.4%	3.5%	4.3%	3.6%	4.3%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
Unidades indexadas (UI)	14.3%	19.3%	17.8%	17.9%	18.5%	18.2%	18.2%	18.1%	18.1%	18.0%	18.0%	17.9%
Unidades indexadas a salario (UR y UP)	3.7%	5.3%	6.0%	7.9%	6.0%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.8%
<b>Externa (en USD)</b>	<b>28.6%</b>	<b>33.7%</b>	<b>31.2%</b>	<b>26.5%</b>	<b>26.5%</b>	<b>27.4%</b>	<b>26.5%</b>	<b>26.4%</b>	<b>26.1%</b>	<b>25.2%</b>	<b>24.2%</b>	<b>23.4%</b>
<b>Externa (en pesos)</b>	<b>28.6%</b>	<b>33.7%</b>	<b>31.2%</b>	<b>26.5%</b>	<b>26.5%</b>	<b>27.4%</b>	<b>26.5%</b>	<b>26.4%</b>	<b>26.1%</b>	<b>25.2%</b>	<b>24.2%</b>	<b>23.4%</b>
USD	27.4%	30.3%	28.4%	24.4%	24.4%	25.2%	24.3%	24.0%	23.7%	22.6%	21.6%	20.7%
Yenes	1.1%	2.3%	1.9%	1.4%	1.3%	1.4%	1.4%	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%	1.7%
Francos suizos	0.0%	1.0%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%
Otras	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
<b>Activos consolidados del G.C.</b>	<b>3.8%</b>	<b>5.2%</b>	<b>4.6%</b>	<b>4.0%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.3%</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.9%</b>	<b>3.9%</b>	<b>3.7%</b>	<b>3.4%</b>
En USD	3.8%	5.2%	4.6%	4.0%	3.4%	3.3%	3.2%	3.6%	3.9%	3.9%	3.7%	3.4%
Liquidez de Tesorería en pesos	2.1%	3.0%	2.7%	2.2%	2.0%	1.9%	1.8%	2.1%	2.4%	2.5%	2.2%	2.0%
Otros Activos en pesos	1.7%	2.2%	1.9%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%
<b>Deuda neta presupuestaria con activos</b>	<b>47.2%</b>	<b>56.6%</b>	<b>54.7%</b>	<b>51.9%</b>	<b>51.9%</b>	<b>52.4%</b>	<b>51.5%</b>	<b>51.0%</b>	<b>50.4%</b>	<b>49.3%</b>	<b>48.6%</b>	<b>47.9%</b>
Línea de crédito con organismos <sup>1</sup>	4.1%	5.9%	3.1%	2.1%	2.3%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
<b>Deuda neta consolidada</b>	<b>51.3%</b>	<b>62.5%</b>	<b>57.8%</b>	<b>54.0%</b>	<b>54.2%</b>	<b>54.7%</b>	<b>53.8%</b>	<b>53.2%</b>	<b>52.6%</b>	<b>51.5%</b>	<b>50.8%</b>	<b>50.1%</b>

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

<sup>1</sup>Línea de crédito con organismos multilaterales como el CAF, Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo, etc.

## Anexo 2. Variables Macroeconómicas

A2.1 Variables Macroeconómicas												
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
PIB Nominal (mil millones de pesos corrientes)	2,188	2,255	2,675	2,855	3,127	3,400	3,636	3,874	4,125	4,390	4,673	4,973
PIB Real (mil millones de pesos reales Base 2016)	1,780	1,668	1,756	1,843	1,864	1,908	1,950	1,991	2,031	2,072	2,113	2,155
Crecimiento Real	0.74%	-6.26%	5.28%	4.92%	1.13%	2.38%	2.20%	2.10%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
Crecimiento Nominal	9.19%	3.07%	18.63%	6.74%	9.52%	8.75%	6.92%	6.56%	6.47%	6.44%	6.43%	6.44%
Inflación Deflactor	9.45%	9.96%	12.68%	4.41%	5.51%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Tasa de interés de política monetaria al cierre	9.25%	4.50%	5.75%	11.25%	9.50%	8.75%	7.75%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%
Inflación anual del IPC	8.79%	9.41%	7.96%	8.29%	5.75%	6.59%	6.12%	6.31%	6.12%	6.11%	6.11%	6.18%
Tipo del cambio al cierre	37.3	42.3	44.7	40.1	39.5	42.1	44.6	47.3	50.0	53.0	56.0	59.4

Fuente: Proyecciones de HR Ratings con base en información del Ministerio de Economía y Finanzas y el Banco Central de Uruguay. De 2023 hacia adelante son proyecciones de HR Ratings.

## Anexo 3. Cuentas Externas

A3.1. Cuenta Corriente (millones de USD)												
	Datos Anuales											
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Cuenta Corriente	770	-431	-1,551	-2,500	-2,011	-988	449	926	1,196	1,397	1,465	1,535
Balance de bienes y servicios	3,724	2,428	4,486	3,784	4,463	5,482	4,951	5,443	5,736	5,961	6,026	6,091
Balance de Bienes	3,113	2,153	4,473	3,452	4,118	5,139	4,596	5,061	5,425	5,625	5,657	5,706
Balance de servicios	611	274	13	332	345	343	355	382	311	336	369	385
Crédito (ingresos)	5,363	3,725	3,713	5,430	5,827	5,853	5,931	6,052	6,107	6,208	6,272	6,292
Débito (salidas)	4,751	3,450	3,700	5,097	5,482	5,510	5,577	5,670	5,796	5,872	5,902	5,906
Ingreso primario	-3,026	-2,928	-6,114	-6,420	-6,618	-6,615	-4,645	-4,661	-4,684	-4,710	-4,706	-4,701
Crédito (ingresos)	1,574	734	1,099	1,541	1,631	1,682	1,709	1,714	1,721	1,729	1,733	1,735
Débito (salidas)	4,600	3,662	7,213	7,961	8,249	8,297	6,355	6,375	6,405	6,439	6,440	6,436
Ingreso Secundario	72	69	78	135	144	144	144	144	145	145	145	145

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

A3.2. Balanza de Pagos en flujos como porcentaje del PIB												
	Datos Anuales											
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Cuenta Corriente	1.2%	-0.8%	-2.5%	-3.5%	-2.5%	-1.2%	0.5%	1.1%	1.4%	1.6%	1.7%	1.8%
Balance de bienes y servicios	6.0%	4.5%	7.3%	5.3%	5.5%	6.6%	5.9%	6.4%	6.8%	7.0%	7.0%	7.1%
Balance de Bienes	5.0%	4.0%	7.3%	4.8%	5.1%	6.2%	5.5%	6.0%	6.4%	6.6%	6.6%	6.6%
Balance de servicios	1.0%	0.5%	0.0%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
Crédito (ingresos)	8.6%	6.9%	6.0%	7.6%	7.2%	7.0%	7.1%	7.2%	7.2%	7.3%	7.3%	7.3%
Débito (salidas)	7.6%	6.4%	6.0%	7.2%	6.7%	6.6%	6.6%	6.7%	6.8%	6.9%	6.9%	6.8%
Ingreso primario	-4.9%	-5.4%	-9.9%	-9.0%	-8.1%	-7.9%	-5.5%	-5.5%	-5.5%	-5.5%	-5.5%	-5.5%
Crédito (ingresos)	2.5%	1.4%	1.8%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Débito (salidas)	7.4%	6.8%	11.7%	11.2%	10.1%	10.0%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.5%	7.5%
Ingreso Secundario	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%

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





## HR Ratings Contactos Dirección

### Presidencia del Consejo de Administración y Dirección General

#### Presidente del Consejo de Administración

Alberto I. Ramos +52 55 1500 3130  
alberto.ramos@hrratings.com

#### Director General

Pedro Latapí +52 55 8647 3845  
pedro.latapi@hrratings.com

#### Vicepresidente del Consejo de Administración

Anibal Habeica +52 55 1500 3130  
anibal.habeica@hrratings.com

### Análisis

#### Dirección General de Análisis / Análisis Económico

Felix Boni +52 55 1500 3133  
felix.boni@hrratings.com

Rogelio Argüelles +52 181 8187 9309  
rogelio.arguelles@hrratings.com

Ricardo Gallegos +52 55 1500 3139  
ricardo.gallegos@hrratings.com

#### FP Estructuradas / Infraestructura

Roberto Ballinez +52 55 1500 3143  
roberto.ballinez@hrratings.com

#### FP Quirografarias / Deuda Soberana

Álvaro Rodríguez +52 55 1500 3147  
alvaro.rodriguez@hrratings.com

#### Instituciones Financieras / ABS

Angel García +52 55 1253 6549  
angel.garcia@hrratings.com

Roberto Soto +52 55 1500 3148  
roberto.soto@hrratings.com

#### Corporativos / ABS

Heinz Cederborg +52 55 8647 3834  
heinz.cederborg@hrratings.com

#### Sustainable Impact / ESG

Luisa Adame +52 55 1253 6545  
luisa.adame@hrratings.com

### Regulación

#### Dirección General de Cumplimiento

Alejandra Medina +52 55 1500 0761  
alejandra.medina@hrratings.com

José González +52 55 8647 3810  
jose.gonzalez@hrratings.com

### Negocios

#### Dirección de Desarrollo de Negocios

Verónica Cordero +52 55 1500 0765  
veronica.cordero@hrratings.com

Luis Miranda +52 52 1500 3146  
luis.miranda@hrratings.com

Carmen Oyoque +52 55 5105 6746  
carmen.oyoque@hrratings.com

### Operaciones

#### Dirección de Operaciones

Odette Rivas +52 55 1500 0769  
odette.rivas@hrratings.com



México: Guillermo González Camarena No. 1200, Piso 10, Colonia Centro de Ciudad Santa Fe, Del. Álvaro Obregón, C.P. 01210, Ciudad de México. Tel. +52 (55) 15 00 31 30  
Estados Unidos: 2990 Ponce de Leon Boulevard, Suite 401, Coral Gables, FL 33134. Tel. +1 (786) 464 0500

La calificación otorgada por HR Ratings de México, S.A. de C.V. a esa entidad, emisora y/o emisión está sustentada en el análisis practicado en escenarios base y de estrés, de conformidad con la(s) siguiente(s) metodología(s) establecida(s) por la propia institución calificadoradora:

Metodología de Calificación para calificar Soberanos, 19 de mayo de 2017  
Criterios Generales Metodológicos, enero 2023

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar <https://www.hrratings.com/metodologia/>

**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.**

Calificación anterior	N.A.
Fecha de última acción de calificación	N.A.
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	1T1999-2T2023
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Ministerio Economía y Finanzas de Uruguay, Unidad de Gestión de Deuda Pública, Banco Central de Uruguay, FMI, Intracen, INE, & el Banco Mundial
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	N.A.
HR Ratings consideró al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante y los posibles adquirentes de dichos Valores. (en su caso)	N.A.

HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings), es una institución calificadoradora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) como una Nationally Recognized Statistical Rating Organization (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 de 1934 y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA).

La calificación antes señalada no fue solicitada por la entidad o emisor, o en su nombre. En nuestra página de internet [www.hrratings.com](http://www.hrratings.com) se puede consultar la siguiente información: (i) El procedimiento interno para el seguimiento a nuestras calificaciones y la periodicidad de las revisiones; (ii) los criterios de esta institución calificadoradora para el retiro o suspensión del mantenimiento de una calificación, (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis y (iv) las escalas de calificación y sus definiciones

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings de México S.A. de C.V. (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, en términos de lo dispuesto en el artículo 7, fracción II y/o III, según corresponda, de las "Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores".

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 y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings 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 calificadoradora [www.hrratings.com](http://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 lo anterior, 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 (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 (o el equivalente en otra moneda).

\*HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings) es una institución calificadoradora de valores registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) de los Estados Unidos de Norteamérica como una NRSRO para este tipo de calificación. El reconocimiento de HR Ratings como una NRSRO está limitado a activos gubernamentales, corporativos e instituciones financieras, descritos en la cláusula (v) de la sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act of 1934.