

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)¹. 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.

¹ 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 Impositiva², 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.

² 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.

Resultados Observados y escenario base 2023

La Figura 2 presenta las principales métricas consideradas por HR Ratings respecto al entorno económico, las cuentas fiscales, niveles de deuda y cuentas externas. En la primera parte de la tabla se muestran los resultados observados para el periodo de 2020 a 2022, mientras que para 2023 se considera el escenario base de HR Ratings.

Concepto	Observado			Escenario base*
	2020	2021	2022	2023
PIB nominal	2,255	2,675	2,930	3,127
PIB real	1,668	1,756	1,843	1,864
Crecimiento Real del PIB	-6.3%	5.3%	4.9%	1.1%
Ingresos totales (% PIB)	27.0%	25.6%	26.1%	26.1%
Gasto Total (% PIB)	29.5%	27.2%	26.9%	27.2%
Costos Financieros (% PIB)	2.7%	2.1%	2.2%	2.0%
Balance Primario (% PIB)	-2.5%	-1.6%	-0.8%	-1.0%
Balance Financiero (% PIB)	-5.2%	-3.7%	-3.0%	-3.0%
Deuda Neta (% PIB)	56.6%	54.7%	51.9%	52.2%
Cuenta Corriente (% PIB)	-0.8%	-2.5%	-3.5%	-2.5%
Inflación Anual promedio	9.8%	7.8%	9.1%	6.4%
Deflactor	10.0%	12.7%	4.4%	5.5%

Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del Ministerio de Finanzas y Economía, el INE y el BCU.

*Proyecciones por parte de HR Ratings.

En 2020, la actividad económica mostró un importante deterioro, consecuencia del impacto de la pandemia y el cierre de actividades. En este sentido, la actividad económica cayó en 6.3%. Adicionalmente, la inflación anual promedio alcanzó un nivel de 9.8%, mientras que el déficit de la cuenta corriente se ubicó en -0.8% del PIB vs. el superávit de 1.2% del PIB en el año anterior. Del lado de las cuentas fiscales se observó un deterioro en términos nominales, con menores niveles de ingresos, especialmente los relacionados con la Dirección General Impositiva (DGI), en donde se ubican los ingresos por conceptos de impuesto sobre la renta y el impuesto al valor agregado. En este sentido, los ingresos totales del Gobierno Central fueron de 27.0% del PIB.

Por ende, el nivel de gasto del Gobierno Central-BPS también sufrió un deterioro, al ubicarse en 29.5% del PIB, con un importante impacto negativo en las inversiones del Gobierno Central que se situó en 1.3% del PIB vs. el 2.3% observado en el mismo periodo del año anterior, mientras que las transferencias³ se situaron en 9.0% del PIB. Como consecuencia, el balance primario fue deficitario en 2.5% del PIB, mientras que el balance financiero alcanzó un déficit de 5.2% del PIB. Finalmente, la deuda neta alcanzó su máximo nivel desde que se tiene registro, con 56.6% del PIB.

³ Durante la pandemia, el Gobierno de Uruguay ya contaba con dos programas sociales que cubrían la mayor parte de los beneficiarios, siendo estos: la Tarjeta Uruguay Social (TUS) y las Asignaciones Familiares Plan Equidad (AFAM-PE), por lo que no fue necesario la creación de nuevos programas, pero si la ampliación de sus prestaciones que aumentaron a partir de abril 2020.

Para los siguientes dos años se registró un desempeño favorable de la actividad económica, con un repunte de 5.3% del PIB en 2021 y 4.9% en 2022. Lo anterior fue resultado de la reapertura gradual de la mayoría de los sectores que conforman la actividad económica. Por un lado, los apoyos fiscales brindados por el gobierno impulsaron a que los niveles de demanda interna y, por ende, de consumo, mostraran un repunte.

Respecto a las cuentas fiscales, los ingresos totales representaron el 25.6% y 26.1% del PIB para 2021 y 2022, respectivamente, registrando una importante alza en términos nominales. Del lado del gasto, este se mantuvo en un nivel alto en 2021, situándose en 27.2% del PIB, mientras que para 2022 este se redujo a 26.9% del PIB, lo que en parte es resultado de la reducción en las transferencias que realizó el Gobierno Central. En términos del balance primario y financiero, este registró un descenso respecto a los niveles de 2021 y 2022. El balance primario mostró un déficit de 1.6% y 0.8% del PIB en 2021 y 2022, mientras que el balance financiero reflejó un déficit de 3.7% y 3.0% del PIB, respectivamente.

Finalmente, las cuentas fiscales reflejarían un moderado incremento en su déficit, como consecuencia de mayores niveles de gasto, lo que provocaría un déficit primario de 1.0% del PIB, mientras que al sumar el costo financiero de 2.0% del PIB, el balance financiero alcanzaría el 3.0% del PIB en el año. En este sentido, el nivel de deuda neta alcanzaría el 52.2% del PIB.

Adicionalmente, el comercio exterior registró mayores niveles de exportaciones e importaciones de bienes y servicios respecto a lo observado en el año anterior, beneficiando al sector exportador uruguayo, el cual dependen de la demanda de los principales socios comerciales entorno al sector de la agricultura, ganadería y actividades de servicios, la producción y procesamiento de cárnicos y la fabricación de sustancias y productos químicos.

Del lado de las importaciones, se notó una importante mejora en el consumo de bienes y servicios, entre los que destacaron los bienes de consumo no duraderos, los bienes de capital, especialmente la demanda de maquinaria y equipo del sector privado, así como las importaciones de bienes intermedios. Con base en lo anterior, la cuenta corriente registró un déficit de 2.5% del PIB en 2021 y de -3.5% del PIB en 2022. La inflación promedio anual se situó en 7.8% en 2021 y 9.1% en 2022.

Respecto al escenario base de HR Ratings para 2023, se considera que la actividad económica mostrará una desaceleración al crecer 1.1%, especialmente por un menor nivel de producción provocado por la crisis hídrica en el primer semestre. Del lado de la inflación anual promedio, esta se ubicaría en 6.4% en el año, lo que sería beneficiada por las menores presiones observadas a partir del segundo semestre de 2023. Del lado de la cuenta corriente, esta registraría un descenso en su déficit para situarse en 2.5% del PIB, apoyado por una moderada mejora en el superávit de bienes y servicios y un menor déficit en el balance de rentas por el menor pago de utilidades y dividendos.

Coyuntura Económica

Evolución del crecimiento Real del PIB

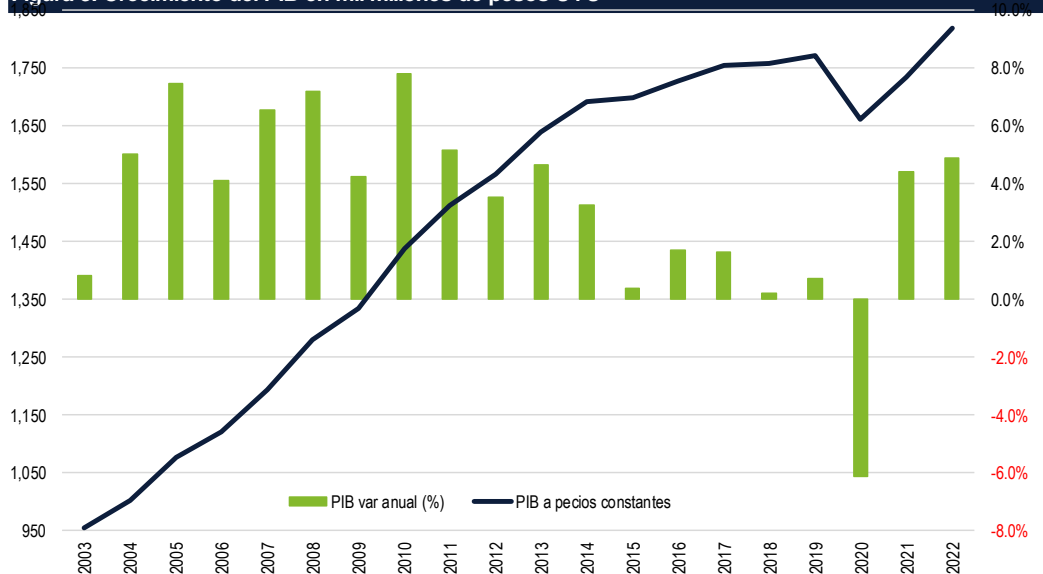
La actividad económica en Uruguay ha mostrado un comportamiento diferenciado en las últimas dos décadas, con ciclos de expansión y contracción. No obstante, destaca el periodo observado de 2004 a 2011, con una tasa de crecimiento promedio de 5.9% real anual, lo que colocó al país como uno de los de mayor avance en la región, al compararlo con sus pares. Lo anterior fue respaldado por los positivos efectos de la globalización, que permitieron una mayor inversión, y, por ende, el avance de sectores como el agrícola y el sector secundario. Particularmente destacan los rubros de agricultura y servicios agrícolas, con la mayor utilización de las tierras y el aumento de la productividad laboral, así como los servicios de ganadería. Estos dos sectores se encuentran directamente asociados a los niveles positivos de exportación que mantuvo el país en las últimas décadas.

Estos mayores niveles de exportación provocaron que el sector manufacturero, especialmente el relacionado con el procesamiento de alimentos, bebidas, tabaco y los textiles, prendas, cuero y calzado, desarrollaran mejoras en sus niveles de actividad y producción, lo que favoreció la inversión de maquinaria y equipo, un sector altamente importante para mantener la productividad en el mediano y largo plazo. Asimismo, otro de los sectores que sufrió un importante avance en las últimas dos décadas fue el de transporte, almacenamiento y comunicaciones, con tasas de crecimiento anuales de doble dígito.

El desarrollo observado en las últimas dos décadas permitió mitigar los ciclos de crisis que se observaron en el país en la década de los noventa, que tuvo como consecuencia la degradación del valor de la moneda con altos niveles de inflación. No obstante, el ciclo de expansión mencionado anteriormente mostró una considerable desaceleración del periodo de 2014 a 2019, previo al impacto de la pandemia. Durante este periodo, los niveles de exportaciones fueron más moderados. Adicionalmente, las importaciones de bienes y servicios disminuyeron considerablemente, especialmente las relacionadas con los bienes de consumo, de capital y de bienes intermedios. Lo anterior provocó una moderación en los niveles de empleo, con menores índices de productividad a lo observado en los periodos anteriores.

En este sentido, durante este periodo, la actividad económica registró un avance promedio de 1.29%, siendo los años 2018 y 2019 los que registraron las menores tasas de crecimiento, con 0.2% y 0.7% real anual. Esto se puede observar en la Figura 3 que presentamos a continuación. El ciclo expansionista de la actividad económica provocó que el PIB, en términos reales, pasara de un nivel de US\$32.7 mil millones en 2003 a un nivel de US\$47.1 mil millones.

Figura 3. Crecimiento del PIB en mil millones de pesos UYU



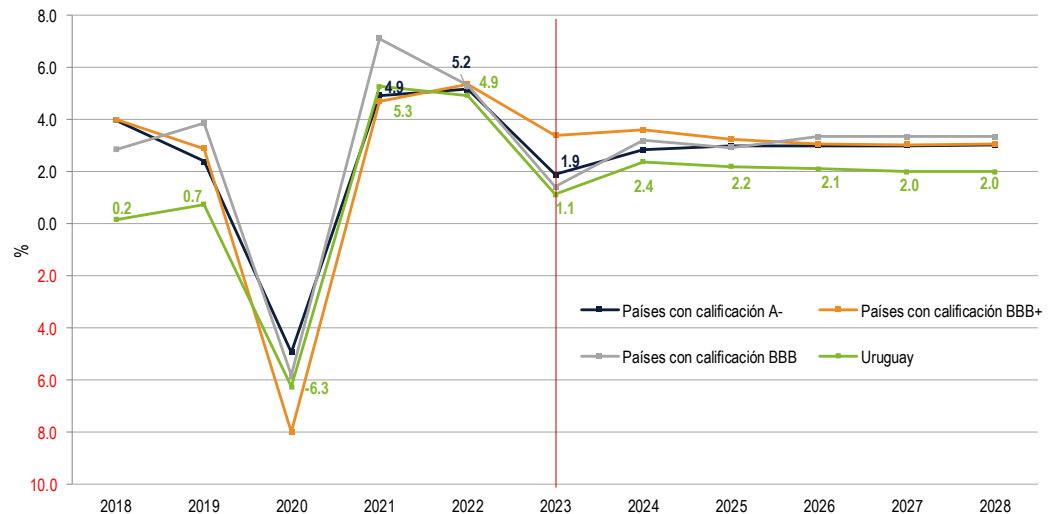
Fuente: HR Ratings con información del Fondo Monetario Internacional.

Por otro lado, en la figura superior se puede apreciar el impacto negativo que provocó la pandemia dentro de la actividad económica, con una caída real de 6.3% del PIB, lo que colocó el PIB real en términos de dólares en US\$39.4 mil millones, un nivel similar al observado entre 2003 y 2004, además de ser la caída más profunda desde el 2002 (-7.7% a/a). Del lado positivo, durante los siguientes dos periodos, se observó un avance del PIB entorno al 5.3% y 4.9% real anual, respectivamente. Destaca que, en términos nominales, el PIB alcanzó su nivel prepandemia en marzo 2022, por lo que la completa recuperación de su economía tomó quince meses.

En la Figura 4 presentamos el desempeño de la economía uruguaya respecto a las economías avanzadas y economías en desarrollo que poseen calificaciones similares, con base en la información del World Economic Outlook (WEO), publicado por el Fondo Monetaria Internacional (FMI). Como puede observarse en la figura inferior, el crecimiento de la actividad económica en Uruguay se encuentra en una trayectoria similar al promedio de la muestra de países con calificaciones en A- y BBB+.

Como se puede notar, el impacto de la pandemia provocó un deterioro de la actividad económica menos profundo en Uruguay respecto a países con calificaciones en BBB+, mientras que el rebote fue ligeramente mayor a lo observado tanto en países con calificaciones BBB+ como en A-. En este contexto, destacaron los apoyos fiscales brindados por el Gobierno, con la ampliación de sus dos principales programas sociales para hacer frente a los efectos negativos de la pandemia. En 2022, el crecimiento económico fue impulsado por el sector exterior, gracias a la estabilidad de los precios de las exportaciones de bienes. Entre 2021 y 2022, la Formación Bruta de Capital Fijo también contribuyó al aumento del PIB debido a la construcción de la fábrica de celulosa UPM.

Figura 4. Crecimiento real del PIB



Fuente: HR Ratings con información del FMI. Las proyecciones en el crecimiento del PIB de Uruguay son parte de HR Ratings.

Proyecciones de Crecimiento Económico

El escenario base de HR Ratings contempla un crecimiento de la actividad económica en Uruguay para 2023 de 1.13%. La desaceleración respecto al avance observado en 2022 (+4.92%) responde, en gran medida, a las menores inversiones en infraestructura debido a la culminación del proyecto de la planta de celulosa (UPM II), la desaceleración en el comercio internacional, que de acuerdo con datos del más reciente informe de Perspectivas de la Economía Mundial (WEO, por sus siglas en inglés), el FMI prevé que el crecimiento del comercio mundial disminuya del 5.2% en 2022 al 2.0% en 2023. La expectativa de 2023 se encuentra por debajo del promedio de 4.9% registrado entre 2000 y 2019, siendo afectado por sus principales socios comerciales como son Brasil, la Unión Europea y Estados Unidos. Adicionalmente, la sequía que está atravesando el país afecta al sector de la agricultura, uno de los principales rubros que contribuye a las exportaciones.

Los fenómenos meteorológicos y la variación en los precios de las materias primas tienen un gran impacto sobre el desempeño de la actividad económica en Uruguay debido a que uno de los principales rubros de la base económica es el sector agrícola. De acuerdo con datos del comercio exterior hasta junio 2023, las actividades primarias representan el 30% de las exportaciones totales de Uruguay, sobresaliendo el rubro de agricultura, ganadería y caza, con el 20.2% de las exportaciones totales.

Como lo mencionamos en la sección anterior, la industria manufacturera se encuentra relacionada con el desempeño del sector de la agricultura, especialmente en la dinámica de la elaboración de productos alimenticios y bebidas, que es el sector más importante en términos de nivel de exportaciones, y el cual alcanzó el 50.0% del total. En 2024 consideramos que el PIB crecerá en 2.4% real anual, mientras que de 2025 a 2030 anticipamos un crecimiento promedio 2.05%.

Inflación, política monetaria y tipo de cambio

Durante el siglo XX, Uruguay sufrió importantes presiones inflacionarias que alcanzaron el doble dígito, especialmente en el periodo de 1950 al año 2000⁴. A inicios del siglo XXI, la tasa de inflación en Uruguay descendió de manera importante, aunque todavía se mantiene sustancialmente por encima de los niveles observados en sus pares con la misma calificación crediticia. Es importante mencionar que en la década de los 2000 se optó por el manejo del tipo de cambio como instrumento de política monetaria debido, en gran parte, a la alta dolarización del país.

En este sentido, la imposición de una banda de fluctuación del tipo de cambio permite que el manejo de la política monetaria sea más eficiente, respecto a la década anterior. Con base en lo anterior, del año 2000 a 2010, se empezó a observar un descenso importante en las presiones inflacionarias, con una inflación promedio anual de 8.46%, siendo el primer registro por debajo del doble dígito en los últimos 50 años.

Es importante mencionar que el Banco Central de Uruguay, antes del impacto de la pandemia de COVID-19, tenía establecido el objetivo de inflación de un rango de 3.0% a 7.0%, mientras que, con el impacto de la pandemia, se acordó que a partir de septiembre 2022 el rango meta de la inflación oscilaría entre 3.0% a 6.0%.

Uruguay es un caso diferenciado a la mayor parte de los soberanos analizados en la muestra del WEO del FMI, con un nivel de inflación promedio en 7.7% para el periodo de 2018 a 2019, mientras que en países con calificaciones A- la inflación se ubicó en 2.1% para el mismo periodo, para soberanos con calificaciones BBB+ se ubicó en 1.2% a/a y para países con calificaciones BBB en 2.8% a/a.

Para 2020, mientras la mayor parte de los soberanos registraron descensos en la inflación, en Uruguay esta se mantuvo en un nivel promedio anual de 9.8%, mientras que en los años posteriores ha fluctuado entre 7.8% y 9.1% anual para 2021 y 2022, respectivamente. No obstante, las proyecciones de HR Ratings consideran que en 2023 la inflación promedio anual se ubicará en 6.3%, por debajo de los niveles observados en 2018 y cercano al rango objetivo establecido por el Banco Central. Para 2024, consideramos que los niveles de inflación se ubicaran en 6.3%, debido al agotamiento del efecto base y precios más estables. Asimismo, para el horizonte de proyección de 2025 a 2028, proyectamos que la inflación se sitúe en 6.1% promedio anual.

Por parte de la tasa de política monetaria, consideramos que esta registrará un descenso desde los máximos niveles observados desde diciembre 2022 en 11.50%. Finalmente, a pesar de que consideramos una apreciación del tipo de cambio en 2023 de 4.0%, para ubicarse en P\$39.539/USD, para los siguientes periodos HR Ratings contempla una depreciación promedio de 2.1% de 2024 a 2030.

⁴ El promedio anual de la inflación de la década de 1950-1960 fue de 18.2%, para 1960-1970 fue de 43.3%, de 1970-1980 fue de 63.5%, para 1980-1990 fue de 64.0%, de 1990-2000 fue de 30.8% y de 2000-2010 fue de 8.5%.

Cuentas Fiscales

Ingresos presupuestarios observados

Como en la mayor parte de las economías, el Gobierno Central de Uruguay sufrió un importante impacto negativo en 2020 con la pandemia de COVID-19. Lo anterior representó una caída de 3.7% del PIB en términos de la recaudación de los ingresos del Gobierno Central-BPS⁵. Es importante mencionar que el Banco de Previsión Social (BPS) ha contribuido de manera significativa en los ingresos. Desde el año 2004 se observó un crecimiento en el sistema de afiliados y en la última década la extensión y profundización de la cobertura ha permitido que este ente autónomo se posicione entre los principales recaudadores del Gobierno Central.

Por otro lado, es importante destacar que, en términos de participación sobre los ingresos totales, el Gobierno Central representa el 72.9% del total, mientras que los provenientes del BPS acumulan el 27.1%, lo que refleja su importancia dentro del sistema recaudatorio.

En este sentido, los ingresos totales del Gobierno Central-BPS se ubicaron en P\$607.4 mil millones (mm), lo que representó una contracción nominal anual de 7.3% y un nivel de 27.0% del PIB vs. 30.7% en el periodo anterior. Al interior destacó que la mayor contracción en términos anuales provino de la recaudación de los ingresos del BPS, el cual cayó en 15.7% nominal anual, alcanzando P\$162.3mm vs. P\$192.5mm en el mismo periodo del año anterior. Esta caída la relacionamos con la pérdida de afiliados al BPS, especialmente en los sectores relacionados al comercio, así como de actividades de servicios, especialmente del hogar, debido al cierre de actividades.

Por el lado de los ingresos del Gobierno Central, estos reflejaron una contracción de 3.8% anual, acumulando P\$445.1mm vs. P\$462.4mm en el 2019 y alcanzando en 2020 un nivel de 19.8% del PIB. Al interior se puede notar que una parte importante de esta caída fue reflejo de la menor recaudación por la Dirección General Impositiva (DGI), la cual se encarga, entre otras funciones, de la recaudación de pequeños y grandes contribuyentes. Este rubro presentó una contracción del 3.4% anual, por lo que alcanzó el 16.5% del PIB vs. el 17.6% observado en el periodo anterior.

Del lado de los impuestos al comercio exterior y otros impuestos, estos mostraron una contracción anual de 6.3% y 5.5%, respectivamente, mientras que los Impuestos a las Retribuciones Personales (IRP) crecieron en 3.1% anual, lo que, a pesar de ser un dato positivo, representó una importante desaceleración respecto al alza promedio de 8.1% observada en el promedio de 2017 a 2019.

Para 2021, el efecto nominal del crecimiento del PIB provocó que, en términos porcentuales, los ingresos totales del Gobierno Central-BPS se ubicaran en 26.5%, situándose en P\$709.9mm. Esta mejora estuvo acompañada del crecimiento del PIB en 5.3% real anual, que a su vez fue reflejo de la reapertura de actividades en la mayor parte de los sectores de la economía. Al interior, la recaudación del Gobierno Central alcanzó el 19.8% del PIB sin BPS, apoyado por el avance de los ingresos en la DGI, que se situaron

⁵Banco de Previsión Social. Coordina los servicios estatales de previsión social y organización de la seguridad social.

en 16.7% del PIB, mientras que los ingresos del IRP⁶ y comercio exterior se mantuvieron en las mismas proporciones que el periodo anterior. Del lado del BPS, este presentó una recaudación del 6.7% del PIB, situándose en P\$179.2mm, un importante avance respecto a la medición anterior.

En 2022, el nivel de la actividad económica continuó avanzando, con una tasa de crecimiento real anual de 4.9%. Con base en lo anterior, en términos nominales, los ingresos totales alcanzaron P\$765.9mm, lo que implicó un nivel del PIB de 26.1%. Al interior, la recaudación del Gobierno Central se ubicó en 19.3% del PIB (P\$566.7mm), mientras que la observada en el BPS se ubicó en 6.8% del PIB (P\$199.2mm).

Al interior de la recaudación del Gobierno Central, esta mostró que la DGI alcanzó el 16.5% del PIB (P\$483.5mm), lo que implicó un importante avance desde los P\$385.1mm recaudados en 2020. Adicionalmente, los IRP y comercio exterior mostraron avances en términos nominales, alcanzando P\$1.2mm y P\$32.2mm respectivamente.

Gasto presupuestario observado

El nivel de egresos del Gobierno Central-BPS sufrió un deterioro en 2020, lo que se encuentra relacionado con lo sucedido en la caída de los ingresos totales. Con base en lo anterior, el nivel de gasto total se ubicó en 29.5% del PIB (P\$665.1mm), lo que implicó un retroceso de 1.7 puntos porcentuales (pp) respecto a lo observado en el año anterior (31.2% del PIB). Al interior de los egresos existen dos rubros principales: egresos primarios corrientes (Gobierno Central-BPS) e Inversiones del Gobierno Central. En este sentido, los egresos primarios corrientes se situaron en 28.2% del PIB, ubicándose moderadamente por debajo del nivel promedio registrado en los tres años anteriores de 28.4%.

Al interior de los egresos primarios existe cuatro grandes rubros en donde se concentra la mayor parte de los egresos. En primer lugar, destacan las pasividades, que en 2020 alcanzaron un gasto de 10.0% del PIB (P\$225.5mm), siendo la principal erogación que ejerce el Gobierno Central para el pago de pensiones y jubilaciones. Es importante mencionar que este rubro se puede categorizar como un gasto obligatorio por parte del Gobierno Central, por lo que consideramos que continuará presentando crecimientos en términos nominales.

Por el lado del rubro de transferencias, al igual que en otras economías, aquí se contabilizaron los apoyos que brindó el Gobierno para hacer frente a los efectos negativos de la pandemia, que como lo comentamos en la sección anterior, se focalizaron a los dos principales programas de ayudas sociales con las que cuenta el gobierno. En este sentido, las transferencias alcanzaron el 9.0% del PIB (P\$202.9mm) en 2020. Finalmente, el rubro de remuneraciones y gastos no personales registraron un nivel de 5.2% (P\$117.2mm) y 4.0% (P\$90.2mm) del PIB respectivamente. El rubro de inversiones históricamente se ubica en un nivel de 2.2% del PIB, sin embargo, con el impacto de la pandemia, se observó

⁶Impuestos a las Retribuciones Personales.

un fuerte deterioro, al caer a un nivel de 1.3% del PIB (P\$29.3mm), siendo de los rubros más afectados en este periodo.

Para 2021 y 2022 se observó una mejora en el nivel de egresos, apoyado los niveles de actividad económica, y, por ende, los niveles de ingresos totales. Los egresos primarios, alcanzaron el 28.2% del PIB, lo que implicó un crecimiento en términos nominales de P\$86.5mm, para situarse en P\$751.6mm con pasividades en torno al 9.4% del PIB y transferencias en 8.3% del PIB, siendo estas últimas las que presentaron una reducción de 0.7pp. Adicionalmente, las remuneraciones y los gastos no personales se ubicaron en 4.8% y 4.5% del PIB. De parte del gasto en inversiones, este se ubicó en 1.1% del PIB, lo que implicó un ligero avance nominal anual de 0.4% vs. 2020.

En 2022, el gasto total se ubicó en 26.9% del PIB (P\$788.2mm), lo que implicó un crecimiento de 4.9% nominal anual. Al interior, las pasividades se colocaron en 8.9% del PIB, seguidas de las transferencias en 8.0% del PIB, mientras que el gasto en remuneraciones y gastos no personales se colocaron en 4.6% y 3.9%, respectivamente. Es importante notar que el gasto en transferencias presentó una reducción de 1pp desde lo observado en 2020, por lo que el nivel de gasto en su conjunto disminuyó.

Las inversiones del Gobierno Central alcanzaron el 1.5% del PIB en 2022, lo que implicó un crecimiento nominal anual de 49.4%, situándose como el mejor nivel en los últimos tres años. Finalmente, el costo de interés se ha mantenido en una trayectoria similar en los últimos años, con un promedio de 2.6% del PIB en el periodo de 2016 a 2019, mientras que en 2020 alcanzó el 2.7%, para posteriormente disminuir a 2.2% en los dos periodos posteriores.

Balances

Respecto a los principales balances de las cuentas fiscales, destaca que el balance primario había reflejado, hasta antes del impacto de la pandemia niveles de déficits por debajo del 1.0% del PIB, lo que estaba soportado en el contexto positivo de los niveles de recaudación. Con el impacto de la pandemia, el déficit primario alcanzó el 2.5% del PIB (-P\$57.7mm), mientras que, al sumarle el costo de los intereses, el balance financiero alcanzó un déficit de 5.2% (-P\$118.6mm), su nivel más alto desde que se tiene registro, lo que repercutió negativamente en los niveles de deuda.

Para 2021 y 2022, los niveles de déficit en los dos balances mostraron una disminución, situándose en 2021 en -1.6% y -0.8%, respectivamente.

Deuda

Con base en la información del Ministerio de Economía y Finanzas de Uruguay, la deuda neta como porcentaje del PIB se había mantenido en niveles similares a los pares con una calificación crediticia similar. No obstante, desde el impacto de la pandemia de COVID-19, en 2020, el nivel de deuda del Gobierno Central experimentó un crecimiento.

En 2016, el nivel de la deuda neta como porcentaje del PIB se ubicó en 37.6% (P\$652 mil millones), para posteriormente mostrar un incremento en los años posteriores, ubicándose

al cierre de 2019 en un nivel de 47.2% (P\$1,032 mil millones). No obstante, fue en 2020 cuando se observó un importante incremento de 9.4pp, ubicándose en 56.6% del PIB (P\$1,276mm), el mayor nivel observado desde que se tiene registro. En este contexto, es importante destacar que el Gobierno Central de Uruguay ha mantenido históricamente mayores niveles de deuda externa sobre deuda interna. En 2018, la composición de la deuda total fue de 53.8% deuda externa y 46.2% deuda interna. En el mismo sentido, en 2020, la composición de la deuda fue de 54.5% externa y 45.5% interna.

Al interior de la deuda externa, para el periodo de 2018 a 2020, el dólar representó el 93.9% del total, lo que permite observar el impacto que tiene esta moneda en la deuda en episodios de volatilidad del tipo de cambio UYU/USD. Tomando en cuenta lo ocurrido en 2020, el mayor aumento de la deuda se derivó por parte del componente indexado, seguido de la deuda externa denominada en dólares, respecto al cierre de 2019. En su conjunto, estos dos rubros incrementaron la deuda en P\$205.7mm o representaron el 74.0% del incremento de la deuda total (+P\$278.1mm).

Para 2021, la deuda neta registró un descenso de 1.9pp, para situarse en 54.7% del PIB (P\$1,463mm). Al interior se observó un moderado cambio en la composición de la deuda interna y externa. En primer lugar, la deuda en moneda local representó el 47.3%, mientras que la externa el 52.7%. Asimismo, el crecimiento del PIB nominal contribuyó al descenso de la deuda total.

En 2022 se continuó observando una trayectoria de descenso en los niveles totales de la deuda, colocándose en 51.9% del PIB, es decir, una disminución de 2.7pp. Asimismo, destaca que la composición de la deuda sufrió un importante cambio, siendo la primera vez en que la deuda en moneda local representó más de la mitad, alcanzando el 52.6%, mientras que la deuda externa registró el 47.4%, lo que, en parte, fue resultado de la revaluación real del tipo de cambio en 2022 (1.64%). Lo anterior permitió que se ubicara en su menor nivel desde el cierre de 2019.

Proyecciones Fiscales

Balance Presupuestario

Con base en las proyecciones de HR Ratings, en 2023 se alcanzaría un mayor déficit en las principales cuentas fiscales del Gobierno Central, lo que sería resultado de mayores niveles de egresos corrientes respecto al nivel de recaudación, especialmente, dentro del rubro de pasividades. Adicionalmente, HR Ratings considera que el nivel de déficit en el balance primario se irá reduciendo en los próximos periodos, aunque se mantendrá deficitario hasta el final del periodo de proyección.

Es importante mencionar que los ingresos del Gobierno Central dependen, en su mayor parte, de la dinámica que muestre la Dirección General Impositiva (DGI), en cuanto a los niveles de recaudación de los ingresos tributarios. Asimismo, el Banco de Previsión Social juega un papel relevante en torno a los ingresos provenientes de la seguridad social, que a su vez administra el pago de jubilaciones y pensiones. Del lado del gasto, tanto las pasividades como las transferencias representan un papel importante dentro de las

proyecciones de HR Ratings, debido a que estos dos gastos tienen un carácter determinante dentro de los egresos del Gobierno Central.

En este sentido, como se puede observar en la Figura 5, se mantendría una trayectoria deficitaria en el horizonte de proyección para el balance primario, mientras que el balance financiero se vería afectado por el costo de interés, el cual históricamente se ha mantenido en niveles superiores al 2.0% del PIB. Asimismo, dentro de la Figura 5, incluimos el balance financiero.

HR Ratings estima que en 2023 el déficit primario se ubique en 1.4% del PIB (P\$-43.0mm), nivel superior al registrado en 2022 (-0.8% del PIB). No obstante, consideramos que la ligera mejora en la recaudación de ingresos en 2024 y menores presiones por parte de las transferencias ayudarán a la reducción de déficit primario en 2024, alcanzando el 1.2% del PIB (P\$-42.0mm), mientras que en 2025 se ubicaría en 1.0%. Consideramos que la trayectoria descendente se mantendrá a lo largo del periodo de proyección, con un déficit primario promedio de 2026 a 2030 de -0.5% del PIB.

Del lado del balance financiero, este se verá presionado por los altos niveles de costo de interés que mantiene Uruguay. Consideramos que este nivel se mantendrá cercano al 2.0% en el horizonte de proyección, presionando de manera significativa el balance financiero, que en 2023 se ubicaría con un déficit de 3.7% del PIB, descendiendo a 3.4% en 2024 y 3.2% en 2025. Para el último periodo de proyección, el balance financiero registraría un déficit de 2.3% del PIB.

Figura 5. Finanzas Públicas de Uruguay como porcentaje del PIB

Account / Fiscal Year	2021	2022	2023 E	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P	2030 P
Ingresos Gobierno Central-BPS	26.5%	26.1%	26.1%	26.5%	26.8%	27.1%	27.4%	27.7%	28.0%	28.3%
Gobierno Central	19.8%	19.3%	19.3%	19.7%	19.9%	20.2%	20.4%	20.7%	21.0%	21.2%
DGI (Dir. Gral. Impositiva)	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%
Comercio Exterior	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
Otros	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)	6.7%	6.8%	6.8%	6.9%	6.9%	6.9%	7.0%	7.0%	7.0%	7.1%
BPS s/50	6.3%	6.6%	6.4%	6.4%	6.4%	6.5%	6.5%	6.5%	6.6%	6.6%
Egresos Primarios Gobierno Central - BPS	28.1%	26.9%	27.5%	27.8%	28.0%	28.1%	28.2%	28.3%	28.4%	28.5%
Egresos prim. corrientes Gob. Central- BPS	27.0%	25.4%	26.1%	26.3%	26.4%	26.4%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%
Remuneraciones	4.8%	4.6%	4.7%	4.8%	4.9%	4.9%	5.0%	5.1%	5.2%	5.2%
Gastos no personales	4.5%	3.9%	4.2%	4.1%	4.0%	3.9%	3.8%	3.7%	3.6%	3.5%
Pasividades	9.4%	8.9%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%
Transferencias	8.3%	8.0%	8.1%	8.2%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%
Inversiones GC	1.1%	1.5%	1.4%	1.5%	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%	2.0%
Costo de interés	2.2%	2.2%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.1%	2.1%
Balance Primario	-1.6%	-0.8%	-1.4%	-1.3%	-1.2%	-1.0%	-0.8%	-0.6%	-0.4%	-0.2%
Balance Financiero	-3.8%	-3.0%	-3.7%	-3.5%	-3.4%	-3.1%	-2.9%	-2.7%	-2.5%	-2.3%
Balance financiero S/50s	-4.3%	-3.2%	-4.1%	-3.9%	-3.8%	-3.6%	-3.4%	-3.2%	-3.0%	-2.8%

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

Ingresos del Gobierno Central

Con base en las estimaciones de HR Ratings, en 2023 los ingresos del Gobierno Central se ubicarán en 26.1% del PIB (P\$817.4 mm), similar a lo observado en el mismo periodo del año anterior. Al interior, los ingresos del Gobierno Central alcanzarían el 19.3% del PIB (P\$604.2mm), lo que se encuentra por debajo del nivel promedio observado antes del impacto de la pandemia (21.1%).

Un factor importante del desempeño de los ingresos del Gobierno Central son los rubros de impuestos que se encuentran a cargo de la Dirección General Impositiva⁷, el cual alcanzaría un menor nivel (16.2%) respecto a lo observado en 2022 (16.5% del PIB), como consecuencia de menores recaudaciones relacionados con impuesto de bienes y servicios. Es importante mencionar que la demanda interna se ha visto afectada por altos niveles en la tasa de referencia, lo que ha ocasionado, al igual que en otras economías, que el consumo privado muestre una desaceleración respecto a los niveles de 2021 y 2022.

Adicionalmente, consideramos que los ingresos de la DGI registrarán avances en el horizonte de proyección, alcanzando el 16.5% del PIB en 2024 y 16.8% en 2025. Para los siguientes periodos, los niveles de ingresos promediarán 17.5% del PIB de 2026 a 2030. Por parte de las retribuciones personales y el comercio exterior, estos mantendrán niveles ligeramente superiores a lo observado en 2022, siendo el rubro de los impuestos del comercio exterior el que registraría su mejor nivel desde 2016.

Asimismo, los ingresos provenientes de la seguridad social se administran dentro del rubro del BPS. Destaca que desde que se implementaron las reformas del sistema tributario y sistema de salud, el BPS ha mantenido un rol importante dentro de los ingresos totales del Gobierno Central. En este sentido, HR Ratings considera que los ingresos del BPS alcanzarán el 6.8% del PIB en 2023 (P\$213.7mm) y continuarían avanzando, alcanzando un nivel de 7.1% del PIB al final del periodo de proyección.

Con base en lo anterior, los ingresos del Gobierno Central-BPS mantendría una trayectoria ascendente, situándose en 26.5% del PIB en 2024 y 26.8% en 2025, aumentando moderadamente de 2026 a 2030, finalizando en un nivel de 28.3% del PIB en 2030.

Gastos Presupuestarios

HR Ratings considera que para 2023 el nivel de crecimiento del gasto será mayor al observado en los ingresos. En este sentido, los egresos primarios del Gobierno Central-BPS mostrarán un avance de 0.6pp vs. 2022, colocándose en 27.5% del PIB (P\$860.4mm). Al interior proyectamos avance en cada uno de los rubros que lo conforman con excepción de los egresos no personales, el cual consideramos una trayectoria similar a la observada en los últimos periodos.

Del lado del rubro de las pasividades, en donde se ubican los pagos de pensiones y jubilaciones, consideramos que seguirán mostrando presiones, debido a que consideramos este rubro como gastos ineludibles. En este sentido, el gasto en pasividades se ubicaría en 9.2% del PIB (P\$286.1mm). La trayectoria de este rubro continuaría ascendente en el horizonte de proyección, alcanzando el 9.3% del PIB al final del periodo.

⁷ La DGI se encarga de cobrar las tributaciones. Se compone de nueve divisiones: Planificación, Estudios y Coordinación; Atención y Asistencia; Recaudación y Controles Extensivos; Fiscalización; Grandes Contribuyentes; Informática; Interior; Técnico Fiscal y Administración y Gestión Humana. De la Dirección General dependen también la Secretaría General, la Unidad de Comunicaciones, la Asesoría Tributaria y la Auditoría Interna.

Otro de los rubros importantes dentro de los egresos del Gobierno Central se encuentra en las transferencias, en donde se registraron los apoyos fiscales que realizó el Gobierno en la etapa de la pandemia. Para 2023 consideramos que este rubro se ubique en 8.1% del PIB, con un alza a 8.2% en 2024, para luego mantenerse en torno al 8.4% del PIB de 2026 a 2030. Por parte de las remuneraciones, consideramos que esta mantendría una trayectoria con incrementos moderados en el horizonte de proyección, alcanzando el 4.7% del PIB en 2023 y creciendo hasta el 5.3% del PIB en 2030.

Las inversiones del Gobierno Central, como lo mencionamos en las secciones anteriores, presentaron un importante impacto negativo en el periodo de afectación de la pandemia con niveles muy por debajo de lo observado en 2019. En este sentido, consideramos que a pesar de que existirá una mejora en los niveles, el nivel de inversiones irá creciendo progresivamente, pasando de 1.4% del PIB en 2023 a 2.0% en 2030, lo que se encuentra cercano al nivel promedio observado para el periodo de 2016 a 2019 (2.3% del PIB).

Costo de interés

Históricamente, Uruguay ha mantenido altos niveles como proporción del PIB en el costo de interés, con un promedio de 2.5% para el periodo de 2016 a 2019. Lo anterior se encuentra relacionado con los altos niveles de interés que se pagó para la emisión o refinanciamiento de la deuda.

En este sentido, debido a los problemas coyunturales respecto a los altos niveles de inflación y la tasa de política monetaria observada en 2022 y 2023, consideramos que el costo de interés no mostrará un descenso en el corto plazo. HR Ratings estima que el costo de interés se ubicará en 2.3% del PIB en 2023 y 2.2% en 2024, manteniéndose en un nivel similar en promedio para el periodo de 2025 a 2030. Este alto nivel de costo de interés tiene implicaciones negativas en el balance financiero, debido a que lo hace más deficitario tanto en 2023 como en los periodos proyectados.

Deuda Soberana

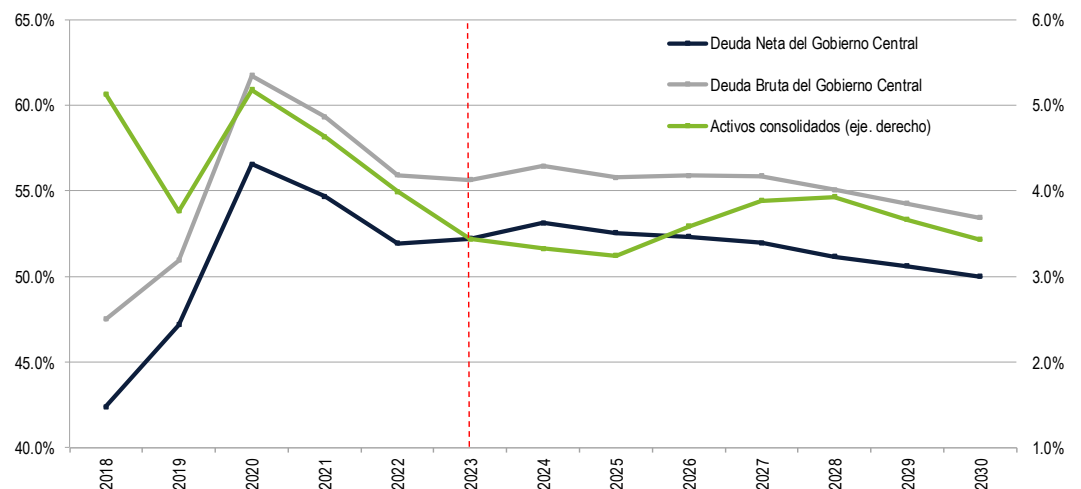
Históricamente, los niveles de deuda neta de Uruguay se han mantenido cercanos a los observados por sus pares en calificación crediticia, ayudado por los niveles de activos. No obstante, antes del impacto de la pandemia, el nivel de la deuda neta presupuestaria se encontraba en 47.2% del PIB desde el 42.4% observado en 2018, lo que implica una trayectoria ascendente. Con el impacto de la pandemia, al igual que en otros soberanos con características similares, los niveles de deuda alcanzaron su mayor nivel en 56.6% para posteriormente descender en 2021 a 54.7% y 51.9% en 2022.

Debido a que en 2023 consideramos que el balance primario registrará un crecimiento en su déficit en conjunto con el aumento en la deuda interna en unidades indexadas, la deuda neta del Gobierno Central se ubicará en 52.2% del PIB, 0.3pp por encima del cierre de 2022. Asimismo, otro de los factores a tomar en consideración es la reducción de los activos en los últimos dos años, pasando de 5.2% del PIB en 2020 a 4.0% en 2022.

En este sentido, consideramos que los activos registrarían un descenso en los próximos tres años. Para 2023, consideramos que estos alcancen, en términos del PIB, un nivel de 3.4% y para 2026 descienda hasta el 3.1%, nivel que mantendría hasta el final del periodo de proyección. Con base en lo anterior, para 2024, consideramos que la deuda neta se ubicará en 53.1% del PIB (P\$1,807.1mm), para posteriormente registrar una trayectoria descendiente de 2025 a 2030. En este periodo, la deuda neta pasaría de 52.6% del PIB a un nivel de 50.0% del PIB al final del periodo de proyección.

Lo anterior se puede explicar, por un lado, debido a los menores niveles de déficits en el balance primario, permitiendo menores presiones en la deuda bruta, mientras que consideramos que la deuda externa mantendrá una menor composición del total, lo que permitiría que las presiones externas sean menos severas. Con base en lo anterior, consideramos que al final del periodo la composición de la deuda bruta sea de 52.9% para la deuda interna y 47.1% para la deuda externa, que en su mayoría está compuesta por el dólar americano.

Figura 6. Deuda Neta Soberana de Uruguay y su composición



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

Cuentas Externas

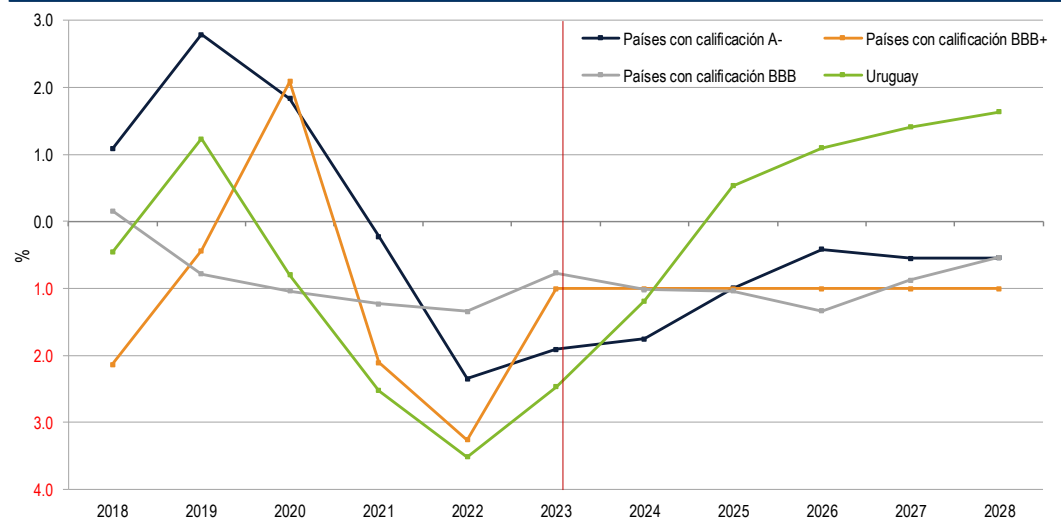
Cuenta corriente observada

Históricamente, Uruguay ha mantenido niveles superavitarios en la cuenta corriente, respaldados por los importantes niveles en el comercio exterior, especialmente dentro de la balanza de bienes, que compensa el déficit registrado en la balanza de rentas (ingreso primario), mientras que la balanza de transferencias (ingreso secundario) es relativamente pequeña como proporción del PIB.

Por un lado, destacan los altos niveles de exportaciones de bienes de las industrias manufactureras, sobresaliendo el sector de producción, procesamiento y conservación de carne y productos cárnicos, seguido de los productos del sector primario. Por el otro, los niveles importaciones de bienes están representados por las importaciones de bienes de capital en el sector de maquinaria y equipo, así como de los bienes intermedios, sobresaliendo los relacionados con la industria energética como el petróleo y sus derivados, así como los suministros industriales no petroleros.

Con base en lo anterior, el superávit de la balanza de bienes y servicios registra un promedio de 5.4% del PIB para el periodo de 2016 a 2019, mientras que las rentas devengadas, especialmente por el pago de utilidades acumulan un nivel promedio para el mismo periodo de 5.6% del PIB, siendo parcialmente compensado por el moderado superávit de la inversión directa y de cartera, que acumulan en promedio 2.3% del PIB para el mismo periodo. Lo anterior indica que la inversión extranjera directa representa un papel relevante en la economía nacional. Finalmente, las transferencias mantienen un ligero balance superavitario de 0.1% del PIB.

Figura 7. Cuenta Corriente (% del PIB)



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

Desempeño de la Cuenta Corriente en 2020

Para 2020, la cuenta corriente presentó un déficit de 0.8% del PIB (US\$431 millones). Al interior, el superávit de la balanza de bienes y servicios registró una reducción, ubicándose en 4.5% del PIB, lo que fue resultado de una importante pérdida de demanda del exterior, debido a los problemas relacionados con el COVID-19. En el mismo sentido, la demanda interna fue menor a lo observado el año previo, por lo que el nivel de las importaciones registró una disminución, especialmente las relacionadas con bienes de capital, por lo que la balanza de bienes alcanzó un superávit de 4.0% del PIB. Adicionalmente, las importaciones de servicios disminuyeron a un mayor ritmo respecto a las exportaciones, por lo que en 2020 éstas registraron un superávit de 0.5% del PIB.

Al interior de los servicios, es importante mencionar que las mayores afectaciones se ubicaron dentro de los rubros de transporte y viajes, siendo este último el que mayores reducciones presentó, situación que se observó en la mayor parte de los soberanos que aplicaron medidas restrictivas. La balanza de rentas mantuvo un mayor déficit en el acumulado anual, a pesar de que registró un descenso en el pago de utilidades de la inversión directa. El descenso en la entrada de IED fue mayor, acumulando el 0.2% del PIB vs. 1.3% del PIB observado el año anterior.

Desempeño de la Cuenta Corriente en 2021

En 2021 se observó un repunte en los niveles de comercio a nivel global, debido a los programas de vacunación y a las menores medidas restrictivas de operaciones, propiciando la apertura de las actividades. En este sentido, la balanza de bienes y servicios registró un superávit de 7.3% del PIB, apoyado por los mayores niveles de comercio con el exterior. Del mismo modo, la balanza de rentas aumentó de manera significativa los niveles de déficit, alcanzando un nivel de 9.9% del PIB, el mayor desde que se tiene registro y que se debió al mayor pago de rentas de inversión directa, relacionado al incremento en los precios internacionales de los *commodities*. En este sentido, la cuenta corriente registró un déficit de 2.5% del PIB (US\$1.5mm).

Desempeño de la Cuenta Corriente en 2022

Como se puede observar en la Figura 8, en 2022, la balanza de bienes alcanzó un superávit de 4.8% del PIB, lo que se debió a un mayor ritmo de crecimiento de las importaciones sobre las exportaciones en términos del cambio anual, lo que indicó una recuperación en las importaciones de bienes intermedios y de bienes de capital, mientras que la balanza de servicios fue ligeramente superavitaria en 0.5% del PIB, particularmente por recuperación tanto en las exportaciones como importaciones de viajeros, explicado por la eliminación de las medidas restrictivas en torno al COVID-19.

Por parte de la balanza de rentas, esta continuó registrando un importante nivel de déficit, alcanzando el 9.0% del PIB, consecuencia de los aún altos niveles de pagos de utilidades en la inversión directa. Respecto a la balanza de transferencias, esta registró un ligero crecimiento en su superávit, ubicándose en 0.2% del PIB vs. 0.1% en el mismo periodo del año anterior. Con base en lo anterior, la cuenta corriente alcanzó un déficit de 3.5% del PIB (US\$2.5mm), con lo que acumuló tres años consecutivos de déficits.

Figura 8. Balanza de Pagos en flujos como porcentaje del PIB

	Datos Anuales											
	2019	2020	2021	2022	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P	2030 P
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%
Crédito (salidas)	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
Débito (ingresos)	0.4%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%

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

Cuenta Financiera

En la Figura 9 se puede observar la evolución de la cuenta financiera como porcentaje del PIB. En 2022, se registró una entrada por US\$2.1mm, lo que representó el 3.0% del PIB vs. 0.9% en el mismo periodo de 2021. Este es el mayor endeudamiento para un año desde que se tiene registro. Lo anterior fue resultado del importante nivel de financiamiento recibido por la inversión directa, que alcanzó US\$3.3mm (4.7% del PIB). Adicionalmente, los movimientos en la cuenta de errores y omisiones fueron positivos en US\$357m (0.5% del PIB).

Lo anterior fue parcialmente mitigado por el préstamo neto de la Inversión de Cartera (IC) por US\$1.6mm (2.3% del PIB) y la otra inversión por US\$308m (0.4% del PIB). Asimismo, se observó una disminución en los activos de reserva por US\$1.6mm y una transacción por derivados financieros por US\$833m.

En la figura inferior se puede notar que el endeudamiento neto por inversión directa en US\$3.3mm fue resultado del incremento en los pasivos US\$9.4mm, compuesto por US\$4.6mm en participaciones de capital y fondos de inversión y US\$4.8mm en instrumentos de deuda. Por otro lado, se observó un incremento en activos por US\$6.1mm, siendo la mayor parte en los instrumentos de deuda (US\$5.4mm) y, en menor medida, por las participaciones de capital (US\$702m).

Figura 9. Cuenta Financiera como porcentaje del PIB

Con base en préstamos y endeudamientos	Datos Anuales						
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Cuenta Financiera (Préstamo neto (+) / endeudamiento neto (-))	0.4%	1.4%	-0.8%	0.2%	0.9%	-0.9%	-3.0%
Cuenta Financiera	0.4%	1.4%	-0.8%	0.2%	0.9%	-0.9%	-3.0%
Inversión directa	3.2%	3.1%	1.1%	-2.2%	-1.9%	-2.9%	-4.7%
Adquisición neta de activos financieros	2.3%	7.3%	3.8%	0.1%	-0.9%	3.1%	8.5%
Participaciones de Capital y en Fondos de Inversión	-0.7%	2.4%	1.0%	1.1%	-0.3%	0.6%	1.0%
Instrumentos de Deuda	2.9%	4.8%	2.7%	-1.0%	-0.6%	2.4%	7.5%
Pasivos netos incurridos	-0.9%	4.1%	2.6%	2.4%	1.0%	5.9%	13.2%
Participaciones de Capital y en Fondos de Inversión	0.7%	2.8%	2.1%	0.0%	1.3%	6.6%	6.5%
Instrumentos de Deuda	-1.6%	1.3%	0.5%	2.3%	-0.3%	-0.6%	6.8%
Inversión en cartera	3.0%	-3.3%	-2.3%	1.7%	2.7%	1.7%	2.3%
Adquisición neta de activos financieros	0.8%	-2.1%	-1.2%	3.9%	5.1%	2.2%	2.4%
Participaciones de Capital y en Fondos de Inversión	-0.6%	0.3%	-0.3%	0.4%	0.6%	0.8%	-0.4%
Títulos de Deuda	1.4%	-2.5%	-0.9%	3.4%	4.5%	1.3%	2.8%
Pasivos netos incurridos	-2.2%	1.2%	1.0%	2.2%	2.4%	0.5%	0.1%
Participaciones de Capital y en Fondos de Inversión	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%
Títulos de Deuda	-2.2%	1.2%	1.0%	2.2%	2.2%	0.3%	-0.1%
Derivados financieros (distintos de reservas)	0.0%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.1%	0.8%	1.2%
Otra Inversión	-2.1%	-1.8%	1.0%	2.6%	-3.0%	-1.9%	0.4%
Activos de Reserva BCU	-3.7%	3.8%	-0.6%	-1.8%	3.0%	1.4%	-2.2%
Errores y Omisiones	-0.6%	1.4%	-0.4%	-0.4%	1.6%	1.7%	0.5%

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

Proyecciones de la cuenta corriente

En la Figura 8, HR Ratings presenta las proyecciones de la cuenta corriente para 2023, en el que considera un déficit de 2.5% del PIB (US\$2.0mm). Lo anterior sería resultado de un crecimiento en el superávit de la balanza de bienes y servicios respecto al año anterior, ubicándose en 5.5% del PIB. Es importante considerar que este mayor superávit se explica por una mayor reducción de las importaciones respecto a las exportaciones durante el año, especialmente en las importaciones de capital y bienes intermedios sobre las exportaciones de los principales sectores de la industria manufacturera. La balanza de servicios mantendrá una trayectoria similar al año anterior, con una ligera reducción en los viajes.

Por parte de la balanza de rentas, HR Ratings considera una reducción en su déficit, especialmente por una caída en el pago de utilidades respecto a lo observado el año anterior. No obstante, aún se ubicaría con un déficit de 8.1% del PIB (-US\$6.6mm), lo que se encuentra por encima del promedio observado antes del impacto de la pandemia. Finalmente, consideramos que la balanza de transferencias mantendrá un superávit de 0.2% del PIB en 2023.

Para los próximos periodos, HR Ratings proyecta que la cuenta corriente registrará una tendencia descendente en el nivel del déficit, con un déficit de 1.2% del PIB en 2024, mientras que en 2025 alcanzaría un superávit de 0.5% del PIB. Consideramos que esta trayectoria se mantendría hasta el último periodo de proyección, promediando un superávit de 2026 a 2030 de 1.5% del PIB.

Al interior, la balanza de bienes servicios mostrará un crecimiento en su superávit en 2024, para alcanzar el 6.6% del PIB, debido a un avance en los niveles de exportación, particularmente dentro de la industria manufacturera. De 2025 a 2030, el superávit se ubicaría en 6.7% del PIB. Por parte de la balanza de rentas, proyectamos que el déficit mantenga una trayectoria descendente en 2024, ubicándose en 7.9% del PIB, para

posteriormente ubicarse en 5.5% del PIB en 2025, nivel que consideramos se mantenga en el horizonte proyectado.

Principales socios comerciales

Exportaciones

En la Figura 10 se presentan los principales socios comerciales de Uruguay, en términos de las participaciones en las exportaciones, con una periodicidad de cinco años. La composición de los principales socios ha mostrado una evolución diferenciada desde los datos de 2003 a 2022. En 2022 destacó que China se posiciona como el principal socio comercial de Uruguay, alcanzando el 21.5% del total de las exportaciones, seguido de la Zona Libre⁸ con el 19.0% y la Brasil, en tercera posición, con el 15.1%.

En conjunto, estas tres naciones acumulan el 55.4% del total de las exportaciones de Uruguay, lo que refleja la importancia en la relación comercial. Asimismo, las diez naciones que mantienen las mayores relaciones comerciales con Uruguay en términos de exportación representan el 75.6%.

Figura 10. Principales socios comerciales de Uruguay como participación de las exportaciones (2003-2022)

País	2003	2007	2012	2017	2022
China	0.9%	1.5%	7.1%	15.9%	21.5%
Zona libre	0.3%	2.5%	12.7%	2.7%	19.0%
Brasil	4.2%	6.5%	15.1%	11.7%	15.0%
Argentina	1.4%	4.0%	4.5%	3.8%	8.1%
Estados Unidos	2.2%	4.5%	3.0%	4.1%	6.2%
Países Bajos	0.3%	0.8%	1.1%	2.2%	2.6%
México	0.8%	1.9%	1.3%	1.8%	1.8%
Alemania	1.3%	1.8%	2.3%	1.8%	0.8%
Rusia	0.2%	1.0%	3.5%	1.1%	0.7%
Area Nes	0.0%	0.0%	0.0%	5.9%	0.0%
Otros	88.4%	75.5%	49.4%	49.0%	24.4%
Total Top 10*	11.6%	24.5%	50.6%	51.0%	75.6%

Fuente: HR Ratings con información del centro de comercio internacional (Intracen). Cifras no ajustadas por estacionalidad.

*El Top 10 se seleccionó con base en la participación observada en 2022.

Por otro lado, en la Figura 11 presentamos los principales productos exportados y su participación. Sobresale que las semillas y frutas se ubican como el producto que más se exporta con el 25.8% del total, seguido de los productos cárnicos, con el 19.1%, y la madera, con el 9.7%. Al considerar los diez productos con mayores participaciones en las exportaciones, estos acumulan el 82.3% del total.

⁸Zona libre de comercio internacional, que brinda facilidades.

Figura 11. Principales productos exportados y su participación (2003-2022)

Producto	2003	2007	2012	2017	2022
Semillas y frutas	4.1%	19.5%	18.2%	21.7%	25.8%
Carne	18.0%	4.9%	15.9%	15.3%	19.1%
Madera y manufacturas de madera	3.3%	5.5%	5.4%	11.9%	9.7%
Productos orgánicos y de origen animal	7.2%	7.8%	9.2%	7.8%	8.0%
Cereales	8.5%	7.6%	12.2%	6.8%	7.3%
Industria minera	2.5%	2.6%	1.4%	1.4%	3.9%
Derivados de animales	8.3%	4.1%	3.5%	2.9%	3.2%
Vehículos y accesorios	1.5%	2.1%	2.5%	2.4%	2.6%
Cueros y pieles	10.3%	6.8%	3.0%	3.1%	1.4%
Plásticos	3.3%	5.1%	2.8%	2.7%	1.3%
Otros	33.1%	34.1%	25.9%	24.2%	17.7%
Total Top 10*	66.9%	65.9%	74.1%	75.8%	82.3%

Fuente: HR Ratings con información del centro de comercio internacional (Intracen). Cifras no ajustadas por estacionalidad.

*El Top 10 se seleccionó con base en la participación observada en 2022.

Importaciones

La Figura 12 presenta los principales socios de Uruguay en términos de las importaciones y su participación. Como se puede observar, Brasil es el principal país que exporta productos hacia Uruguay, lo que lo ubica como el principal socio comercial en términos de comercio. En segunda posición se ubica China, con una participación en las importaciones de Uruguay del 18.1%, mientras que Estados Unidos se posiciona en tercer lugar con el 15.8% del total. En su conjunto, estas tres naciones acumulan el 53.8%.

Figura 12. Principales socios comerciales de Uruguay con base en la participación de las importaciones (2003-2022)

País	2003	2007	2012	2017	2022
Brasil	3.5%	10.1%	16.2%	12.7%	19.9%
China	0.7%	4.2%	12.8%	10.6%	18.1%
Estados Unidos	1.3%	3.2%	8.1%	7.3%	15.8%
Argentina	4.4%	9.7%	13.4%	8.8%	11.5%
Nigeria	0.2%	0.0%	2.6%	1.4%	2.9%
Alemania	0.5%	0.9%	1.9%	1.4%	2.3%
España	0.3%	0.6%	1.2%	1.8%	2.0%
México	0.2%	0.6%	2.3%	1.5%	1.9%
Rusia	2.0%	1.5%	4.5%	0.3%	0.9%
Venezuela	0.0%	4.9%	6.4%	0.0%	0.0%
Otros	86.9%	64.3%	30.6%	54.1%	24.7%
Total Top 10*	13.1%	35.7%	69.4%	45.9%	75.3%

Fuente: HR Ratings con información del centro de comercio internacional (Intracen). Cifras no ajustadas por estacionalidad.

*En el orden de los socios comerciales se excluye la clasificación NES, ya que no brinda información concreta al ser un grupo de países desconocidos. El Top 10 se seleccionó con base en la participación observada en 2022.

Por otro lado, la Figura 13 muestra los principales productos importados por Uruguay. Como es de esperar, el producto con mayor participación es el combustible y aceites con el 17.2%, debido a que el país no es un productor de estos *commodities*. En segundo lugar, se ubica la maquinaria y equipo con el 11.2% en conjunto con los equipos electrónicos. Lo anterior se relaciona con la demanda de bienes intermedios y de capital para el desarrollo de la industria, lo cual ayuda a la productividad de largo plazo. El total de los diez productos más demandados acumulan una participación del 74.4%.

Figura 13. Principales productos importados y su participación (2023-2022)

Producto	2003	2007	2012	2017	2022
Combustibles minerales, aceites minerales	22.3%	22.6%	27.0%	12.8%	17.2%
Maquinaria, aparatos mecánicos, reactores, etc.	7.5%	9.5%	9.6%	9.1%	9.7%
Vehículos distintos del material rodante de ferrocarril	3.5%	8.1%	9.6%	10.5%	11.2%
Maquinaria y equipos eléctricos y sus partes	4.8%	7.7%	6.7%	9.7%	6.8%
Plásticos y sus manufacturas	6.5%	6.2%	4.8%	5.1%	5.0%
Fertilizantes	2.5%	3.8%	3.0%	2.3%	5.4%
Productos químicos	3.6%	3.1%	2.7%	3.1%	3.5%
Productos farmacéuticos	3.1%	2.0%	1.9%	3.0%	2.8%
Productos químicos orgánicos	3.1%	2.3%	2.2%	1.9%	1.6%
Papel y derivados	2.9%	2.0%	1.3%	1.9%	1.5%
Otros	40.2%	32.7%	31.1%	40.5%	35.3%
Total Top 10*	59.8%	67.3%	68.9%	59.5%	64.7%

Fuente: HR Ratings con información del centro de comercio internacional (Intracen). Cifras no ajustadas por estacionalidad.

*El Top 10 se seleccionó con base en la participación observada en 2022.

Liquidez Externa

De acuerdo con las reservas internacionales⁹, compuestas por los activos financieros de mayor liquidez, denominados en moneda extranjera, se mide la capacidad del soberano para hacer frente a sus obligaciones de pago contraídas en el extranjero.

En la Figura 14 se muestran las métricas de razón de liquidez¹⁰ con base en la métrica de Deuda Externa Bruta (DEB) a Reservas Internacionales (RI). De 2004 a 2011 esta métrica ha mostrado una importante mejora al reducir la razón de deuda de 5.6x a 1.8x. No obstante, con el impacto de la crisis financiera, esta métrica se deterioró y con el impacto de la pandemia, la métrica alcanzó un nivel de 3.7x en 2022 y una moderada reducción hasta el tercer trimestre de 2023, cuando cerró en 3.5x.

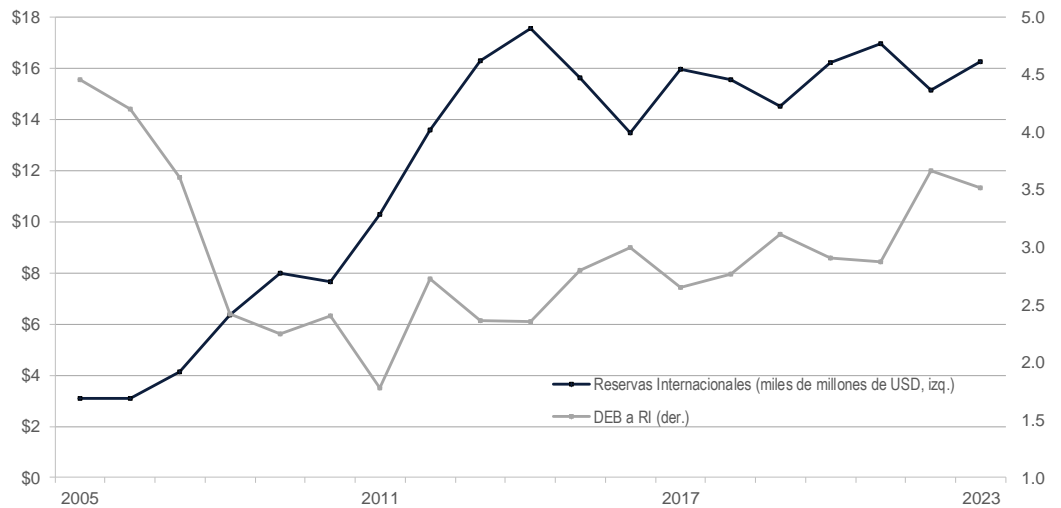
Al observar los datos de la deuda bruta externa, esta ha mostrado una tendencia ascendente, pasando de US\$12.9 mil millones en 2002 a US\$57.2 mil millones en 2023. En el mismo sentido, las reservas internacionales registran un importante crecimiento desde el dato de 2002, cuando acumulaban US\$772 millones, mientras que al cierre de 2023 alcanzaron US\$16.3 mil millones.

⁹ 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.

¹⁰ Las métricas de liquidez externa más representativas son las razones de deuda externa bruta (DEB) a reservas internacionales (RI). Además, se agrega la LCF para mayor precisión. Asimismo, se considera útil agregar a la DEB los ajustes relacionados al criterio de residencia (DEBcA).

Con base en lo anterior, HR Ratings considera que la razón de deuda a reservas internacionales se mantiene estable, a pesar del impacto sufrido por la pandemia, por lo que consideramos que a medida que la DEB muestre una reducción en el horizonte de proyección, la métrica de DEB/RI mostrará un mayor equilibrio.

Figura 14. Deuda Externa Bruta a Reservas Internacionales



Fuente: HR Ratings con información del Banco Central de Uruguay.
*Deuda Externa Bruta a valor nominal.

Anexos

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

Account / Fiscal Year	2019	2020	2021	2022	2023 E	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P	2030 P
Ingresos Gobierno Central-BPS	655.0	607.4	709.9	766.0	817.4	901.3	974.1	1,049.3	1,129.4	1,215.3	1,307.7	1,407.2
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
Egresos Primarios Gobierno Central - BPS	680.3	665.1	751.6	788.2	849.4	932.9	1,004.5	1,073.1	1,146.6	1,225.3	1,316.1	1,415.6
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
Balance Primario	-25.4	-57.7	-41.7	-22.3	-32.0	-31.6	-30.4	-23.7	-17.2	-9.9	-8.4	-8.4
Balance Financiero	-77.9	-118.6	-100.6	-86.7	-104.2	-96.2	-99.1	-96.6	-94.4	-91.7	-94.9	-100.1
Balance financiero S/50s	-72.2	-130.8	-109.7	-93.8	-108.1	-111.0	-115.0	-113.6	-112.6	-111.1	-115.7	-122.3

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

Account / Fiscal Year	2019	2020	2021	2022	2023 E	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P	2030 P
Ingresos Gobierno Central-BPS	29.9%	26.9%	26.5%	26.1%	26.1%	26.5%	26.8%	27.1%	27.4%	27.7%	28.0%	28.3%
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%
Egresos Primarios Gobierno Central - BPS	31.1%	29.5%	28.1%	26.9%	27.2%	27.4%	27.6%	27.7%	27.8%	27.9%	28.2%	28.5%
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%
Balance Primario	-1.2%	-2.6%	-1.6%	-0.8%	-1.0%	-0.9%	-0.8%	-0.6%	-0.4%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
Balance Financiero	-3.6%	-5.3%	-3.8%	-3.0%	-3.3%	-2.8%	-2.7%	-2.5%	-2.3%	-2.1%	-2.0%	-2.0%
Balance financiero S/50s	-3.3%	-5.8%	-4.1%	-3.2%	-3.5%	-3.3%	-3.2%	-2.9%	-2.7%	-2.5%	-2.5%	-2.5%

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

	2019	2020	2021	2022	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P	2030 P
Deuda Bruta del Gob. Central	1,114,043	1,392,104	1,586,602	1,638,844	1,729,377	1,896,270	1,991,772	2,115,007	2,237,880	2,336,779	2,441,162	2,553,519
Interna	489,242	633,184	751,118	861,583	900,240	965,196	1,027,698	1,093,520	1,161,130	1,232,426	1,308,161	1,389,392
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
Externa (en USD)	16,735	17,924	18,693	19,397	20,981	22,112	21,629	21,611	21,521	20,856	20,216	19,613
Externa (en pesos)	624,800	758,921	835,485	777,261	829,137	931,074	964,074	1,021,486	1,076,751	1,104,353	1,133,001	1,164,127
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
Activos consolidados del G.C.	82,293	116,824	123,928	116,980	107,489	113,125	117,925	138,939	160,313	172,483	171,202	170,502
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
Deuda neta presupuestaria	1,031,750	1,275,280	1,462,674	1,521,864	1,621,888	1,783,144	1,873,847	1,976,067	2,077,567	2,164,296	2,269,960	2,383,017
Línea de crédito con organismos ¹	90,278	134,133	83,356	60,708	71,725	76,665	81,407	86,598	91,951	97,622	103,650	110,114
Deuda neta consolidada	1,122,028	1,409,413	1,546,031	1,582,571	1,693,613	1,859,809	1,955,254	2,062,665	2,169,519	2,261,918	2,373,610	2,493,131

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

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

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Deuda Bruta del Gob. Central	50.9%	61.7%	59.3%	55.9%	55.3%	55.8%	54.8%	54.6%	54.3%	53.2%	52.2%	51.3%
Interna	22.4%	28.1%	28.1%	29.4%	28.8%	28.4%	28.3%	28.2%	28.2%	28.1%	28.0%	27.9%
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%
Externa (en USD)	28.6%	33.7%	31.2%	26.5%	26.5%	27.4%	26.5%	26.4%	26.1%	25.2%	24.2%	23.4%
Externa (en pesos)	28.6%	33.7%	31.2%	26.5%	26.5%	27.4%	26.5%	26.4%	26.1%	25.2%	24.2%	23.4%
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%
Activos consolidados del G.C.	3.8%	5.2%	4.6%	4.0%	3.4%	3.3%	3.2%	3.6%	3.9%	3.9%	3.7%	3.4%
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%
Deuda neta presupuestaria con activos	47.2%	56.6%	54.7%	51.9%	51.9%	52.4%	51.5%	51.0%	50.4%	49.3%	48.6%	47.9%
Línea de crédito con organismos ¹	4.1%	5.9%	3.1%	2.1%	2.3%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
Deuda neta consolidada	51.3%	62.5%	57.8%	54.0%	54.2%	54.7%	53.8%	53.2%	52.6%	51.5%	50.8%	50.1%

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

¹Línea 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



A NRSRO Rating*

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 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, 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.