

Deuda Soberana

Uruguay LP
HR A- (G)
Perspectiva
Estable

Uruguay CP
HR2 (G)

Finanzas Públicas y Deuda Soberana
23 de octubre de 2024
A NRSRO Rating**

2023
HR A- (G)
Perspectiva Estable

2024
HR A- (G)
Perspectiva Estable



Edgar González

edgar.gonzalez@hrratings.com

Analista responsable

Asociado Sr. de Análisis Económico y
Deuda Soberana



Álvaro Rodríguez

alvaro.rodriguez@hrratings.com

Director de Finanzas Públicas y
Deuda Soberana



Ricardo Gallegos

ricardo.gallegos@hrratings.com

Director General Adjunto de
Análisis Económico



Felix Boni

felix.boni@hrratings.com

Director General de Análisis

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

La ratificación de la calificación de deuda soberana de Uruguay y su perspectiva se centra en los resultados observados de las principales métricas de calificación y en la mejora de las estimaciones de perspectivas de crecimiento en el mediano y largo plazo, así como el resultado esperado en los principales balances de las finanzas públicas, lo cual ayuda a contener el crecimiento de la deuda neta como porcentaje del PIB durante el periodo de proyección. Destaca que en 2023 se observó un incremento en los niveles de deuda neta, principalmente como consecuencia del bajo crecimiento de la actividad económica, lo que parcialmente fue compensando por la apreciación del tipo de cambio UYU/USD que ayudó a mantener niveles estables en los saldos de la deuda denominada en moneda extranjera. Para 2024 se observa una recuperación en los niveles de producción de los principales sectores de la actividad económica, entre los que destacan el sector manufacturero en torno a producción de carne, farmacéuticos, celulosa y papel, así como el comercio de agropecuarios, materias primas y animales.

Para 2024, nuestra estimación de deuda se ubica en 53.98% del PIB vs. 53.13% en la revisión anterior, mientras que para 2025 estimamos un nivel de 53.73%. Con base en nuestra expectativa, el nivel de deuda mostrará una trayectoria descendente en el largo plazo. Esto como resultado de menores niveles de déficit esperado en el balance primario, el cual consideramos podría mostrar un superávit a partir de 2028. Lo anterior ayudaría a contener el costo de interés sobre la deuda, el cual proyectamos se encuentre alrededor del 2.0% del PIB en el largo plazo. En este sentido, proyectamos que la deuda neta finalice el periodo de proyección en 49.21% vs. 50.0% de la revisión anterior. Otro de los factores que beneficiaría los niveles de deuda sería la mejora en las perspectivas de crecimiento, que alcanzaría el 2.2% en el mediano y largo plazo (vs. 2.0% estimado en la revisión anterior). No obstante, será importante tener en consideración la discusión sobre diferentes reformas en el entorno social y el rubro de pensiones, lo cual podría añadir presiones a los balances dentro de las finanzas públicas, lo cual no se incluyen dentro de las estimaciones actuales.



Por parte del sector externo, Uruguay presentó dificultades en la mayor parte de 2023, como consecuencia de la reducción en los niveles de producción de los principales sectores, como consecuencia de la crisis hídrica que atravesó el país durante el primer semestre del año. Lo anterior provocó una reducción importante en los niveles de exportaciones, particularmente de bienes. A esto se sumaron algunos problemas relacionados con el consumo doméstico, el cual experimentó dificultades derivado del incremento en la adquisición de bienes y servicios en el exterior, como consecuencia del favorecimiento cambiario con el país vecino. Por otra parte, para 2024 proyectamos una recuperación dentro de la balanza comercial de bienes, resultado de la mejora en la producción del sector manufacturero y agropecuario, lo cual ayudaría a contener el incremento de la demanda interna. Por lo tanto, el nivel de déficit de la cuenta corriente descendería en el corto y mediano plazo hasta alcanzar un superávit a partir de 2028.

Del lado de la inflación, destacamos que en los últimos dos años se ha presentado una trayectoria favorable, debido a que históricamente el soberano presentaba niveles anuales de inflación entre 6.0% y 8.0% antes de 2020, relacionado, en parte, a los altos precios de los insumos importados y la dinámica que mostraba el tipo de cambio. Destaca que una vez que el Banco Central inició con la implementación de la tasa de interés de referencia como instrumento de política monetaria, se han observado un proceso desinflacionario, por lo que al cierre de 2023 la inflación se ubicó en un nivel anual de 5.11% vs. 8.30% al cierre de 2022. Adicionalmente, durante 2024 se ha observado un comportamiento diferenciado, dado que en el primer semestre se registró una disminución, mientras que en los meses recientes las presiones han resurgido, por lo que consideramos que al cierre de 2024 la inflación se ubique en 5.15% anual para situarse en el largo plazo en 5.80%. Finalmente, la tasa de política monetaria alcanzó su máximo nivel al cierre de 2022 (11.50%) para empezar a ser menos restrictiva a partir de 2023 y descender a 8.50% al momento de este reporte.

Principales variables, balances y métricas a seguir en la calificación

| Año | Crecimiento Real del PIB | PIB USDmm | Bal. Primario (% del PIB) | Intereses (% del PIB) | Deuda Neta * (% del PIB) | Inflación promedio | Cuenta Corriente (% del PIB) | Tipo de cambio al cierre (UYU/USD) |
|------|--------------------------|-----------|---------------------------|-----------------------|--------------------------|--------------------|------------------------------|------------------------------------|
| 2023 | 0.37% | 77.7 | -0.66% | -2.20% | 54.84% | 5.87% | -3.32% | 39.0 |
| 2024 | 3.00% | 81.9 | -0.70% | -2.09% | 53.98% | 4.95% | -1.98% | 40.1 |
| 2025 | 2.80% | 84.8 | -0.49% | -2.08% | 53.73% | 5.76% | -1.27% | 41.7 |
| 2026 | 2.60% | 87.4 | -0.28% | -2.07% | 53.13% | 5.51% | -0.23% | 43.4 |
| 2027 | 2.20% | 89.4 | -0.09% | -2.06% | 52.97% | 5.69% | 0.35% | 45.4 |
| 2028 | 2.20% | 91.1 | 0.10% | -2.05% | 51.98% | 5.59% | 0.95% | 47.5 |
| 2029 | 2.20% | 92.9 | 0.45% | -2.04% | 51.15% | 5.38% | 1.20% | 49.7 |
| 2030 | 2.20% | 94.7 | 0.63% | -2.03% | 50.23% | 5.46% | 1.41% | 52.0 |
| 2031 | 2.20% | 96.6 | 0.81% | -2.02% | 49.21% | 5.74% | 1.56% | 54.5 |

Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del Ministerio de Economía y Finanzas, INE y el BCU. Los datos de 2023 son observados.

Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- **Solidez en el marco fiscal.** Al cierre de 2023, a pesar del menor crecimiento de la actividad económica, se observó un ajuste en los niveles de gasto como consecuencia de la caída en los ingresos de la Dirección General Impositiva (DGI). En este sentido, el ajuste observado en los gastos no personales en conjunto con la ligera reducción en el gasto de pasividades¹ permitió hacerle frente a la caída de los ingresos por medio del IVA e ISR en la misma magnitud.
- **Afectaciones en el crecimiento de la actividad económica.** En 2023, la actividad económica en la República Oriental del Uruguay registró un avance de 0.37% real anual, contrastando con nuestra expectativa de crecimiento de

¹ Se entiende por pasividad la prestación de Invalidez, Vejez y Sobrevivencia (IVS), establecidas en la Ley N°16.713 y normas concordantes, es decir, jubilaciones, pensiones por fallecimiento, pensión vejez e invalidez y subsidios transitorios.



1.1%. En contraste, en el primer semestre de 2024, se observó una dinámica positiva en sectores como el agropecuario, generación de energía eléctrica, comercio, transporte.

- **Inflación por debajo de las expectativas.** Al cierre de 2023, la inflación general se ubicó en promedio en 5.90%, lo que se encontró por debajo del 6.40% que estimamos en la revisión anterior, resultado de menores presiones dentro de mercancías alimentarias y servicios. En 2024 se ha registrado un avance diferenciado, dado que el primer semestre las presiones disminuyeron, mientras que en los últimos meses se ha observado un repunte, por lo que proyectamos que la inflación cierre en torno al 5.15% anual y 4.95% en promedio.
- **Deuda neta por encima de lo estimado.** La deuda neta² se ubicó al cierre de 2023 en 54.8% (vs. 52.2% anticipado), reflejo del menor crecimiento de la actividad económica en el primer semestre del año, siendo afectado por las mayores presiones observadas en la deuda denominada en moneda local.

Expectativas para Periodos Futuros

- **Mejora en las perspectivas de crecimiento.** Revisamos al alza nuestra perspectiva de crecimiento para 2024, ubicándose en 3.0% desde el 2.4% de la revisión anterior, resultado de una notable recuperación en los niveles de producción del sector manufacturero, así como la producción de agropecuarios y mejoras en la demanda interna. Para 2025 consideramos un crecimiento de 2.8%, para posteriormente mantener una expectativa de crecimiento de 2.2%, lo que sería resultado de las mayores inversiones en la industria manufacturera, especialmente de celulosa, cárnica y farmacéutico, así como la industria energética.
- **Contención del déficit en las principales cuentas públicas.** HR Ratings considera que el déficit del balance primario sea deficitario en 2024 (0.70% del PIB) para posteriormente descender y registrar un cambio de trayectoria en el mediano y largo plazo, mostrando un superávit en el balance primario a partir de 2028 (0.1% del PIB). Del lado del costo de interés, este mantendría un nivel promedio de 2.0% en el periodo de proyección.
- **Comportamiento esperado de la deuda neta.** HR Ratings estima que, al cierre de 2024, la deuda neta se ubique en 53.98% del PIB. En el horizonte de proyección, consideramos que la deuda neta inicie una trayectoria descendente a partir de 2025, debido a menores presiones en la parte de deuda en moneda extranjera, así como menores presiones en la deuda indexada a la inflación, permitiendo que la deuda neta descienda hasta 49.21% en el final del periodo de proyección.
- **Inflación dentro del objetivo del Banco Central.** Para 2024, estimamos que la inflación promedie 4.95% y que al cierre del año se ubique en 5.15%. Esperamos que el promedio de la inflación de 2025 muestre un repunte, situándose en 5.76%, para posteriormente promediar 5.56% del periodo de 2026 a 2031. Esto permitiría que la tasa de interés continúe con un descenso moderado relativo a lo observado en los últimos meses.

Factores que podrían bajar la calificación

- **Aumento en los déficits de los principales balances públicos.** Una reducción de los ingresos de la DGI, especialmente ISR e IVA podría afectar la trayectoria del déficit del balance primario, en conjunto con mayores presiones del costo de interés y una depreciación cambiaria. Asimismo, mayores presiones inflacionarias afectaría la deuda indexada, provocando un aumento en los niveles de deuda, lo que podría sumarse un incremento en el gasto en pensiones en caso de aprobarse el plebiscito de seguridad social.

² La métrica de deuda neta considerada por HR Ratings es la suma de la deuda neta del gobierno central y las empresas públicas.



- **Desaceleración en el crecimiento económico.** Menores avances en el desarrollo de los principales sectores de la actividad económica (manufactura y agropecuario) provocarían presiones en los niveles de exportaciones, así como afectaciones en la recaudación, provocando incrementos en los déficits públicos. Asimismo, se observaría una caída en el consumo privado, especialmente de bienes.

Factores que podrían subir la calificación

- **Mejora en la trayectoria fiscal.** Un incremento en los niveles de ingresos, especialmente de la DGI, así como el desarrollo de la industria manufacturera y agropecuaria como resultado del aumento de la captación de Inversión Extranjera Directa, permitiría mejorar las principales métricas de las finanzas públicas. Asimismo, menores niveles de costo financiero apoyarían a la reducción de la deuda neta, la cual se podría situar por debajo del 45% del PIB.
- **Perspectivas en el desarrollo de la industria energética.** Incentivos para el mayor desarrollo de la industria eléctrica podría atraer mayores inversiones, especialmente las relacionadas con la industria del hidrógeno verde. En este sentido, es importante mencionar que la IED representa alrededor del 50.0% del PIB, por lo que un alza sería positiva en el desarrollo económico.

Factores adicionales considerados

El 27 de octubre se celebrarán las elecciones presidenciales y parlamentarias en el país, lo que no consideramos como un factor de riesgo en la calidad crediticia, mientras que en paralelo se estará discutiendo la aprobación del plebiscito de seguridad social, el cual busca reducir la edad de jubilación de 65 a 60 años, así como igualar la pensión mínima con el salario mínimo. Esto último podría tener un importante impacto dentro de las principales métricas de finanzas públicas en caso de aprobarse, debido a que, con base en recientes estimaciones por parte de la Secretaría de Economía y Finanzas, esto podría añadir presiones por el orden de US\$1.5 mil millones en el primer año, que se podría triplicar en los próximos cinco años, lo cual no se integra dentro de las estimaciones de HR Ratings. Para poder hacer frente a estos riesgos, se tendría que implementar un plan para aumentar la recaudación de impuestos, lo que podría ser una medida controversial, tomando en consideración que la República de Uruguay es uno de los soberanos con mayor tasa de pago de impuestos en la región. Por lo tanto, será relevante dar seguimiento a este evento en caso de aprobación.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Anexo 1. Variables Macroeconómicas

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 P | 2025 P | 2026 P | 2027 P | 2028 P | 2029 P | 2030 P | 2031 P |
|---|--------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| PIB Nominal (mil millones de pesos corrientes) | 2,646 | 2,889 | 2,999 | 3,236 | 3,476 | 3,724 | 3,974 | 4,241 | 4,525 | 4,827 | 5,152 |
| PIB Real (mil millones de pesos reales Base 2016) | 1,744 | 1,826 | 1,832 | 1,887 | 1,940 | 1,991 | 2,035 | 2,079 | 2,125 | 2,172 | 2,220 |
| Crecimiento Real | 5.56% | 4.71% | 0.37% | 3.00% | 2.80% | 2.60% | 2.20% | 2.20% | 2.20% | 2.20% | 2.20% |
| Crecimiento Nominal | 17.36% | 9.15% | 3.81% | 7.91% | 7.41% | 7.14% | 6.73% | 6.70% | 6.70% | 6.69% | 6.73% |
| Inflación Deflactor | 11.18% | 4.24% | 3.43% | 4.77% | 4.48% | 4.42% | 4.43% | 4.41% | 4.40% | 4.40% | 4.40% |
| Inflación anual del IPC | 7.96% | 8.29% | 5.11% | 5.15% | 5.60% | 5.70% | 5.74% | 5.80% | 5.80% | 5.80% | 5.80% |
| Tipo del cambio al cierre | 44.7 | 40.1 | 39.0 | 40.1 | 41.7 | 43.4 | 45.4 | 47.5 | 49.7 | 52.0 | 54.5 |

Fuente: Proyecciones de HR Ratings a partir de 2024 con base en información del Ministerio de Economía y Finanzas y el Banco Central de Uruguay.

Anexo 2. Principales balances públicos

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

| Cuenta / Año Fiscal | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 P | 2025 P | 2026 P | 2027 P | 2028 P | 2029 P | 2030 P | 2031 P |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Ingresos Gobierno Central-BPS | 702.3 | 755.1 | 768.8 | 829.4 | 913.4 | 989.3 | 1,067.5 | 1,151.6 | 1,242.3 | 1,340.0 | 1,446.0 |
| Gobierno Central | 525.0 | 558.6 | 561.9 | 610.0 | 671.2 | 728.5 | 787.8 | 851.6 | 920.6 | 995.1 | 1,076.0 |
| DGI (Dir. Gral. Impositiva) | 441.9 | 476.6 | 476.8 | 518.9 | 572.1 | 622.1 | 674.0 | 730.0 | 790.5 | 856.1 | 927.4 |
| IRP (Imp. A las Retribuciones Personales) | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.4 | 1.4 | 1.5 | 1.6 | 1.7 | 1.8 | 2.0 | 2.1 |
| Comercio Exterior | 31.8 | 31.8 | 30.0 | 33.6 | 34.9 | 37.5 | 40.1 | 42.8 | 45.8 | 49.0 | 52.4 |
| Otros | 50.3 | 49.1 | 54.0 | 56.1 | 62.8 | 67.4 | 72.1 | 77.1 | 82.4 | 88.1 | 94.2 |
| BPS (Banco de Previsión Social) | 177.3 | 196.4 | 206.9 | 219.4 | 242.2 | 260.8 | 279.7 | 300.0 | 321.7 | 344.9 | 370.0 |
| BPS sin/50* | 166.7 | 190.6 | 203.9 | 214.6 | 238.7 | 257.0 | 275.7 | 295.7 | 317.0 | 339.9 | 364.6 |
| Egresos Primarios Gobierno Central - BPS | 743.6 | 777.0 | 788.6 | 852.1 | 930.5 | 999.6 | 1,071.0 | 1,147.4 | 1,222.0 | 1,309.7 | 1,404.4 |
| Egresos prim. corrientes GC - BPS | 714.5 | 733.7 | 755.6 | 810.4 | 888.3 | 952.1 | 1,017.8 | 1,087.9 | 1,155.3 | 1,235.0 | 1,320.7 |
| Remuneraciones | 127.0 | 132.9 | 140.9 | 149.0 | 169.9 | 183.9 | 199.2 | 215.8 | 233.7 | 253.0 | 274.1 |
| Gastos no personales | 119.1 | 112.7 | 102.0 | 116.9 | 112.3 | 117.3 | 122.1 | 127.0 | 132.2 | 137.5 | 143.1 |
| Pasividades | 248.8 | 257.1 | 272.9 | 288.3 | 318.2 | 341.9 | 366.0 | 391.7 | 411.7 | 440.6 | 471.7 |
| Transferencias | 219.6 | 231.1 | 239.9 | 256.3 | 287.9 | 309.0 | 330.5 | 353.3 | 377.8 | 403.8 | 431.9 |
| Inversiones GC | 29.1 | 43.3 | 33.0 | 41.6 | 42.1 | 47.4 | 53.1 | 59.5 | 66.7 | 74.7 | 83.7 |
| Costo de interes | 58.2 | 63.5 | 66.0 | 67.6 | 72.3 | 77.0 | 81.8 | 86.9 | 92.2 | 97.9 | 104.0 |
| Balance Primario | -41.3 | -22.0 | -19.8 | -22.7 | -17.0 | -10.2 | -3.5 | 4.2 | 20.2 | 30.3 | 41.6 |
| Balance Financiero | -99.5 | -85.5 | -85.8 | -90.3 | -89.3 | -87.3 | -85.3 | -82.7 | -72.0 | -67.6 | -62.4 |

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

*Se excluye el programa de cincuentones.

Anexo 2.2 Balance primario y financiero como porcentaje del PIB

| Cuenta / Año Fiscal | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 P | 2025 P | 2026 P | 2027 P | 2028 P | 2029 P | 2030 P | 2031 P |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ingresos Gobierno Central-BPS | 26.5% | 26.1% | 25.6% | 25.6% | 26.3% | 26.6% | 26.9% | 27.2% | 27.5% | 27.8% | 28.1% |
| Gobierno Central | 19.8% | 19.3% | 18.7% | 18.9% | 19.3% | 19.6% | 19.8% | 20.1% | 20.3% | 20.6% | 20.9% |
| DGI (Dir. Gral. Impositiva) | 16.7% | 16.5% | 15.9% | 16.0% | 16.5% | 16.7% | 17.0% | 17.2% | 17.5% | 17.7% | 18.0% |
| IRP (Imp. A las Retribuciones Per.) | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| Comercio Exterior | 1.2% | 1.1% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |
| Otros | 1.9% | 1.7% | 1.8% | 1.7% | 1.8% | 1.8% | 1.8% | 1.8% | 1.8% | 1.8% | 1.8% |
| BPS (Banco de Previsión Social) | 6.7% | 6.8% | 6.9% | 6.8% | 7.0% | 7.0% | 7.0% | 7.1% | 7.1% | 7.1% | 7.2% |
| BPS sin/50* | 6.3% | 6.6% | 6.8% | 6.6% | 6.9% | 6.9% | 6.9% | 7.0% | 7.0% | 7.0% | 7.1% |
| Egresos Primarios Gobierno Central - BPS | 28.1% | 26.9% | 26.3% | 26.3% | 26.8% | 26.8% | 26.9% | 27.1% | 27.0% | 27.1% | 27.3% |
| Egresos prim. corrientes Gob. Central- BPS | 27.0% | 25.4% | 25.2% | 25.0% | 25.6% | 25.6% | 25.6% | 25.7% | 25.5% | 25.6% | 25.6% |
| Remuneraciones | 4.8% | 4.6% | 4.7% | 4.6% | 4.9% | 4.9% | 5.0% | 5.1% | 5.2% | 5.2% | 5.3% |
| Gastos no personales | 4.5% | 3.9% | 3.4% | 3.6% | 3.2% | 3.2% | 3.1% | 3.0% | 2.9% | 2.8% | 2.8% |
| Pasividades | 9.4% | 8.9% | 9.1% | 8.9% | 9.2% | 9.2% | 9.2% | 9.2% | 9.1% | 9.1% | 9.2% |
| Transferencias | 8.3% | 8.0% | 8.0% | 7.9% | 8.3% | 8.3% | 8.3% | 8.3% | 8.3% | 8.4% | 8.4% |
| Inversiones GC | 1.1% | 1.5% | 1.1% | 1.3% | 1.2% | 1.3% | 1.3% | 1.4% | 1.5% | 1.5% | 1.6% |
| Costo de interes | 2.2% | 2.2% | 2.2% | 2.1% | 2.1% | 2.1% | 2.1% | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 2.0% |
| Balance Primario | -1.6% | -0.8% | -0.7% | -0.7% | -0.5% | -0.3% | -0.1% | 0.1% | 0.4% | 0.6% | 0.8% |
| Balance Financiero | -3.8% | -3.0% | -2.9% | -2.8% | -2.6% | -2.3% | -2.1% | -1.9% | -1.6% | -1.4% | -1.2% |

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

*Se excluye el programa de cincuentones.



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

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 P | 2025 P | 2026 P | 2027 P | 2028 P | 2029 P | 2030 P | 2031 P |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Deuda Bruta del Gob. Central | 1,586,602 | 1,638,844 | 1,757,321 | 1,861,157 | 1,984,710 | 2,114,632 | 2,261,492 | 2,370,659 | 2,477,104 | 2,584,208 | 2,692,047 |
| Interna | 751,118 | 861,583 | 954,778 | 990,099 | 1,036,748 | 1,085,927 | 1,143,007 | 1,203,221 | 1,265,526 | 1,330,420 | 1,398,148 |
| Pesos | 115,459 | 105,949 | 159,013 | 159,648 | 167,647 | 175,661 | 189,271 | 203,377 | 217,170 | 231,037 | 245,054 |
| Unidades indexadas (UI) | 475,784 | 523,160 | 503,254 | 529,165 | 558,777 | 590,632 | 624,514 | 660,745 | 699,083 | 739,633 | 782,551 |
| Unidades indexadas a salario (UR y UP) | 159,876 | 232,473 | 292,510 | 301,286 | 310,324 | 319,634 | 329,223 | 339,100 | 349,273 | 359,751 | 370,543 |
| Externa (en USD) | 18,693 | 19,397 | 20,566 | 21,705 | 22,726 | 23,706 | 24,641 | 24,573 | 24,366 | 24,092 | 23,753 |
| Externa (en pesos) | 835,485 | 777,261 | 802,543 | 871,058 | 947,962 | 1,028,705 | 1,118,485 | 1,167,437 | 1,211,578 | 1,253,787 | 1,293,899 |
| USD | 758,542 | 714,892 | 744,756 | 808,618 | 880,009 | 954,964 | 1,038,308 | 1,080,524 | 1,117,910 | 1,153,142 | 1,186,067 |
| Yenes | 51,584 | 40,039 | 34,032 | 36,773 | 40,019 | 43,428 | 47,218 | 51,185 | 55,163 | 59,272 | 63,505 |
| Francos suizos | 23,710 | 21,065 | 22,545 | 24,360 | 26,511 | 28,769 | 31,280 | 33,908 | 36,543 | 39,265 | 42,069 |
| Otras | 1,648 | 1,264 | 1,210 | 1,308 | 1,423 | 1,544 | 1,679 | 1,820 | 1,962 | 2,108 | 2,258 |
| Activos consolidados del G.C. | 123,928 | 116,980 | 113,024 | 114,627 | 117,176 | 136,408 | 156,359 | 166,503 | 162,759 | 159,515 | 156,783 |
| En USD | 2,773 | 2,919 | 2,896 | 2,856 | 2,809 | 3,143 | 3,445 | 3,505 | 3,273 | 3,065 | 2,878 |
| Liquidez de Tesorería en pesos | 71,987 | 63,702 | 68,626 | 68,511 | 69,124 | 86,293 | 103,806 | 111,362 | 104,901 | 98,811 | 93,084 |
| Otros Activos en pesos | 51,941 | 53,278 | 44,397 | 46,116 | 48,052 | 50,115 | 52,553 | 55,141 | 57,857 | 60,705 | 63,700 |
| Deuda neta presupuestaria | 1,462,674 | 1,521,864 | 1,644,297 | 1,746,530 | 1,867,534 | 1,978,225 | 2,105,134 | 2,204,156 | 2,314,345 | 2,424,692 | 2,535,264 |

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

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

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 P | 2025 P | 2026 P | 2027 P | 2028 P | 2029 P | 2030 P | 2031 P |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Deuda Bruta del Gob. Central | 60.0% | 56.7% | 58.6% | 57.5% | 57.1% | 56.8% | 56.9% | 55.9% | 54.7% | 53.5% | 52.3% |
| Interna | 28.4% | 29.8% | 31.8% | 30.6% | 29.8% | 29.2% | 28.8% | 28.4% | 28.0% | 27.6% | 27.1% |
| Pesos | 4.4% | 3.7% | 5.3% | 4.9% | 4.8% | 4.7% | 4.8% | 4.8% | 4.8% | 4.8% | 4.8% |
| Unidades indexadas (UI) | 18.0% | 18.1% | 16.8% | 16.4% | 16.1% | 15.9% | 15.7% | 15.6% | 15.5% | 15.3% | 15.2% |
| Unidades indexadas a salario (UR y UP) | 6.0% | 8.0% | 9.8% | 9.3% | 8.9% | 8.6% | 8.3% | 8.0% | 7.7% | 7.5% | 7.2% |
| Externa (en USD) | 31.6% | 26.9% | 26.8% | 26.9% | 27.3% | 27.6% | 28.1% | 27.5% | 26.8% | 26.0% | 25.1% |
| USD | 28.7% | 24.7% | 24.8% | 25.0% | 25.3% | 25.6% | 26.1% | 25.5% | 24.7% | 23.9% | 23.0% |
| Yenes | 1.9% | 1.4% | 1.1% | 1.1% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 1.2% |
| Francos suizos | 0.9% | 0.7% | 0.8% | 0.8% | 0.8% | 0.8% | 0.8% | 0.8% | 0.8% | 0.8% | 0.8% |
| Otras | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| Activos consolidados del G.C. | 4.7% | 4.0% | 3.8% | 3.5% | 3.4% | 3.7% | 3.9% | 3.9% | 3.6% | 3.3% | 3.0% |
| En USD | 4.7% | 4.0% | 3.8% | 3.5% | 3.4% | 3.7% | 3.9% | 3.9% | 3.6% | 3.3% | 3.0% |
| Liquidez de Tesorería en pesos | 2.7% | 2.2% | 2.3% | 2.1% | 2.0% | 2.3% | 2.6% | 2.6% | 2.3% | 2.0% | 1.8% |
| Otros Activos en pesos | 2.0% | 1.8% | 1.5% | 1.4% | 1.4% | 1.3% | 1.3% | 1.3% | 1.3% | 1.3% | 1.2% |
| Deuda neta presupuestaria con activos | 55.3% | 52.7% | 54.8% | 54.0% | 53.7% | 53.1% | 53.0% | 52.0% | 51.1% | 50.2% | 49.2% |

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

Anexo 3. Cuentas Externas

Anexo 3.1 Cuenta corriente en millones de USD

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 P | 2025 P | 2026 P | 2027 P | 2028 P | 2029 P | 2030 P | 2031 P |
|--------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Cuenta Corriente | -1,496 | -2,616 | -2,579 | -1,627 | -1,082 | -199 | 315 | 868 | 1,118 | 1,333 | 1,511 |
| Balance de bienes y servicios | 4,526 | 4,205 | 2,746 | 3,529 | 3,638 | 4,396 | 4,755 | 5,121 | 5,364 | 5,482 | 5,573 |
| Bienes | 4,730 | 4,080 | 2,134 | 3,094 | 3,579 | 3,974 | 4,114 | 3,984 | 4,271 | 4,356 | 4,322 |
| Servicios | -204 | 125 | 613 | 435 | 59 | 422 | 641 | 1,137 | 1,094 | 1,125 | 1,251 |
| Ingreso primario | -6,099 | -6,983 | -5,487 | -5,322 | -4,887 | -4,762 | -4,608 | -4,421 | -4,414 | -4,317 | -4,230 |
| Renta de Inversión Directa | -5,441 | -6,450 | -5,566 | -5,206 | -5,530 | -4,861 | -4,851 | -4,842 | -4,840 | -4,831 | -4,828 |
| Renta Inversión de Cartera | -701 | -585 | -293 | -299 | -308 | -306 | -300 | -294 | -287 | -283 | -283 |
| Renta Otra Inversión | -15 | -177 | -197 | -230 | -287 | -287 | -286 | -285 | -286 | -284 | -284 |
| Otros | 58 | 228 | 569 | 413 | 1,238 | 691 | 829 | 1,001 | 998 | 1,081 | 1,165 |
| Ingreso Secundario | 78 | 162 | 162 | 167 | 167 | 167 | 168 | 168 | 168 | 168 | 168 |

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



Anexo 3.1 Cuenta corriente como porcentaje del PIB

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 P | 2025 P | 2026 P | 2027 P | 2028 P | 2029 P | 2030 P | 2031 P |
|--------------------------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Cuenta Corriente | -2.5% | -3.7% | -3.3% | -2.0% | -1.3% | -0.2% | 0.4% | 1.0% | 1.2% | 1.4% | 1.6% |
| Balance de bienes y servicios | 7.4% | 6.0% | 3.5% | 4.3% | 4.3% | 5.0% | 5.3% | 5.6% | 5.8% | 5.8% | 5.8% |
| Bienes | 7.8% | 5.8% | 2.7% | 3.8% | 4.2% | 4.5% | 4.6% | 4.4% | 4.6% | 4.6% | 4.5% |
| Servicios | -0.3% | 0.2% | 0.8% | 0.5% | 0.1% | 0.5% | 0.7% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 1.3% |
| Ingreso Primario | -10.0% | -10.0% | -7.1% | -6.5% | -5.8% | -5.4% | -5.1% | -4.8% | -4.7% | -4.5% | -4.4% |
| Renta de Inversión Directa | -8.9% | -9.2% | -7.2% | -6.3% | -6.5% | -5.6% | -5.4% | -5.3% | -5.2% | -5.1% | -5.0% |
| Renta Inversión de Cartera | -1.2% | -0.8% | -0.4% | -0.4% | -0.4% | -0.3% | -0.3% | -0.3% | -0.3% | -0.3% | -0.3% |
| Renta Otra Inversión | 0.0% | -0.3% | -0.3% | -0.3% | -0.3% | -0.3% | -0.3% | -0.3% | -0.3% | -0.3% | -0.3% |
| Otros | 0.1% | 0.3% | 0.7% | 0.5% | 1.5% | 0.8% | 0.9% | 1.1% | 1.1% | 1.1% | 1.2% |
| Ingreso Secundario | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% |

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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

| | |
|---|--|
| Metodologías usadas para el análisis* | Metodología para Calificar Soberanos, mayo de 2017 Criterios Generales Metodológicos, enero de 2023 |
| Calificación Anterior | HR A- (G) con Perspectiva Estable HR2 (G) |
| Fecha de última acción de calificación | 6 de octubre, 2023 |
| Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación | Enero 1999 a julio 2024 |
| Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas | Ministerio de Economía y Finanzas, Instituto Nacional de Estadística, Unidad de Gestión de Deuda, Banco Central de Uruguay, FMI, Banco Mundial |
| Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso) | N.A. |
| HR Ratings considera al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante, y los posibles adquirientes de dichos valores (en su caso) | N.A. |
| Calificaciones otorgadas por otras agencias calificadoras a los presentes valores (en su caso) | N.A. |

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

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

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

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

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

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

Contacto con Medios
comunicaciones@hrratings.com

