

## 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](mailto:edgar.gonzalez@hrratings.com)

Analista responsable

Asociado Sr. de Análisis Económico y  
Deuda Soberana



**Álvaro Rodríguez**

[alvaro.rodriguez@hrratings.com](mailto:alvaro.rodriguez@hrratings.com)

Director de Finanzas Públicas y  
Deuda Soberana



**Ricardo Gallegos**

[ricardo.gallegos@hrratings.com](mailto:ricardo.gallegos@hrratings.com)

Director General Adjunto de  
Análisis Económico



**Felix Boni**

[felix.boni@hrratings.com](mailto: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 pasividades<sup>1</sup> 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

<sup>1</sup> 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 neta<sup>2</sup> 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.

<sup>2</sup> 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

## Resultado: Observado vs. Proyectado

La presente sección muestra los resultados observados y proyectados de las principales métricas evaluadas por HR Ratings para la calificación de deuda soberana de la República Oriental de Uruguay. En la Figura inferior destaca que las últimas dos columnas reflejan las proyecciones para 2023 y 2024(P).

**Figura 1. Supuestos y resultados de la República Oriental de Uruguay**

| Concepto                   | Observado |       | Escenario base* |       |
|----------------------------|-----------|-------|-----------------|-------|
|                            | 2022      | 2023  | 2023*           | 2024  |
| Crecimiento Real del PIB   | 4.7%      | 0.4%  | 1.1%            | 3.0%  |
| Ingresos totales (% PIB)   | 26.1%     | 25.6% | 26.1%           | 25.6% |
| Gasto Total (% PIB)        | 26.9%     | 26.3% | 27.2%           | 26.3% |
| Costos Financieros (% PIB) | 2.2%      | 2.2%  | 2.0%            | 2.1%  |
| Balance Primario (% PIB)   | -0.8%     | -0.7% | -1.0%           | -0.7% |
| Balance Financiero (% PIB) | -3.0%     | -2.9% | -3.0%           | -2.8% |
| Deuda Neta (% PIB)         | 52.7%     | 54.8% | 52.2%           | 53.9% |
| Cuenta Corriente (% PIB)   | -3.9%     | -3.3% | -2.5%           | -2.0% |
| Inflación Anual promedio   | 9.1%      | 5.9%  | 6.4%            | 4.95% |

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

\*Proyecciones incluidas en el reporte publicado el 6 de octubre de 2023.

En 2023, el crecimiento observado de la actividad económica se ubicó en 0.4%, consecuencia de los problemas en torno a la desaceleración en el consumo privado, producción por estrés hídrico y las presiones inflacionarias, que a pesar de que se redujeron, aún mantuvieron la tasa de política monetaria en un nivel restrictivo la mayor parte del año. El avance de la actividad económica en 2023 se encontró por debajo de lo proyectado por HR Ratings (+1.1%), como consecuencia del menor dinamismo de la actividad en el segundo semestre del año.

Dentro de las principales métricas de las finanzas públicas se puede notar que tanto los ingresos como el gasto registraron menores niveles como porcentaje del PIB respecto a lo proyectado, lo que llevó a que el balance primario registrara un déficit de 0.7% del PIB en 2023 vs. -1.0% proyectado. Por parte de los intereses en el costo de la deuda, como sucede con otros soberanos calificados por HR Ratings, este se ubica en niveles superiores antes del impacto de la pandemia, siendo el nivel observado en 2023 (2.2%) superior al proyectado (2.0%), lo que implicó que el balance financiero como porcentaje del PIB se ubicara en 2.9% vs. 3.0% proyectado.

En este sentido, los niveles de deuda neta se vieron afectados, especialmente por el menor crecimiento nominal del PIB por debajo del estimado. La deuda neta cerró en 54.8% respecto al 52.2% proyectado por HR Ratings, lo que implicó un crecimiento de 2.1 puntos porcentuales respecto al mismo periodo de 2022 (52.7%).

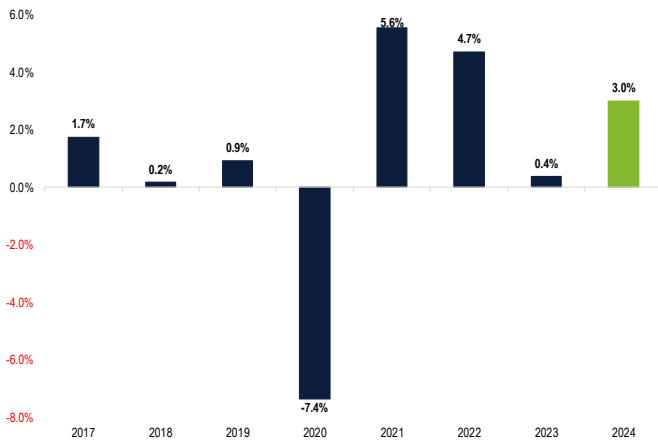


## Actividad Económica en 2023

Durante 2023, Uruguay presentó importantes retos en torno a los niveles de exportaciones, la producción industrial, el estrés hídrico, la generación de electricidad relacionada con este sector y, por ende, dificultades en el sector agropecuario, que es una de las áreas relevantes para el país. La mayor parte del año se observaron problemas en el dinamismo de la actividad económica, siendo el último trimestre el de mejor desempeño. En términos reales, la actividad económica mostró un crecimiento anual de 0.4%. Este resultado fue consecuencia de la importante contracción de la industria manufacturera, que mostró un retroceso de 1.56%, así como la generación de energía eléctrica, gas y agua en 9.2% en el año, que es su peor desempeño desde el impacto de la pandemia (-15.9% real anual).

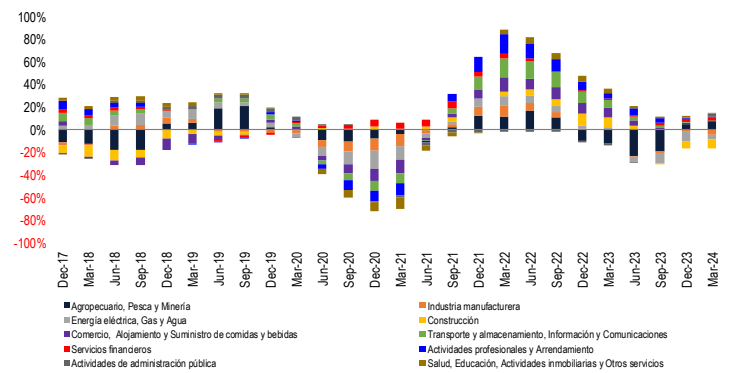
En el mismo sentido, el sector de la construcción registró una caída de 5.6% real anual, lo que consideramos fue reflejo de la finalización en las obras de construcción de la planta UPM de celulosa. De lado positivo, las actividades de comercio, alojamiento, suministro de comidas entre otros mostró un moderado crecimiento de 1.25% real anual, mientras que los servicios financieros mostraron un crecimiento de 2.7% real anual, siendo el sector terciario clave para el crecimiento registrado durante el año. La recuperación en la demanda de servicios, en parte, fue apoyada por la reducción en la tasa de política monetaria en 175 puntos base (pb) para situarse en 9.50% al cierre de 2023. Del lado del tipo de cambio peso uruguayo-dólar se observó una moderada apreciación real de 0.24%, cerrando el año en P\$39.3/USD.

**Figura 2. Crecimiento real anual de la actividad económica (UDM)**



Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INE Uruguay

**Figura 3. Crecimiento real anual de los principales sectores de la actividad económica**



Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información del INE Uruguay.



## Inflación, tasas de interés y tipo de cambio en 2023

Históricamente, Uruguay ha mostrado mayores presiones inflacionarias que sus pares con calificaciones similares, además de ubicarlo como uno de los países de la región con mayor inflación. Del año 2000 a 2010 se registró una inflación promedio de 8.46%. Es importante recordar que el Banco Central maneja un nivel objetivo de 3.0% a 6.0% desde el año 2022<sup>3</sup>, lo que permite que algunos componentes muestren mayores presiones, aunque es relevante mencionar que en el periodo de 2000 a 2023, en términos anuales, la inflación se ha ubicado por encima del rango superior.

El rango objetivo se estableció en 2022, pero fue hasta 2023 cuando se empezó a observar un descenso en la trayectoria inflacionaria, particularmente en el segundo semestre del año, resultado de la caída en la demanda de ciertos bienes y servicios. En este sentido, la inflación general se ubicó al cierre de 2023 en 5.11%, lo que implicó una reducción de 318pb en un periodo de 12 meses, mientras que la inflación promedio se situó en 5.90%, 50pb por debajo de la estimado en la revisión anterior. La reducción de la inflación general fue resultado de la disminución en los precios de mercancías alimentarias (11.77% dic. 2022 a 6.15% dic. 2023), del subcomponente de servicios de recreación y cultura (8.17% dic. 2022 a 3.33% dic. 2023), servicios restauranteros (10.74% dic. 2022 a 7.31% dic. 2023) y financieros (9.24% dic. 2022 a 5.57% dic. 2023).

El Banco Central de Uruguay implementó una política monetaria restrictiva, alcanzando un nivel de tasa de interés de 11.50% desde enero 2023. No obstante, a partir de abril de ese mismo año, se inició con el ciclo de reducciones en la tasa de política monetaria, cerrando 2023 en 9.25% o una disminución de 225pb, lo que se encontró en línea con las menores presiones inflacionarias mencionadas. Al momento de este reporte, la tasa de referencia se ubica en 8.50%, por lo que las reducciones acumuladas en el año han sido del orden de 75pb.

El tipo de cambio peso uruguayo-dólar registró una apreciación real anual de 0.24%, posterior de dos años consecutivos de depreciaciones, por lo que este se ubicó al cierre de 2023 en P\$39/USD.

## Proyecciones Económicas

### Actividad Económica

El escenario base de HR Ratings para 2024 incluye un crecimiento de la actividad económica de 3.0% vs. el moderado avance de 0.37% observado en 2023, además de encontrarse por encima de la proyección de 2.4% incluida en la revisión anterior. Esto es resultado de la recuperación en la dinámica de consumo privado relacionado a la disminución de las presiones inflacionarias y la reducción en la tasa de interés. Adicionalmente, las mejoras en las condiciones hídricas del país han permitido que sectores como la agricultura, producción ganadera, producción industrial (procesamiento de alimentos, bebidas, tabaco, textiles, cuero y calzado) y, por ende, las exportaciones muestren una importante recuperación respecto la reducción del año anterior. Asimismo, la fortaleza del mercado laboral ha permitido que los ingresos reales de los hogares y el consumo privado muestren una mejora respecto al año anterior. Un factor adicional que apoyará los niveles de actividad económica será el incremento en la producción de la planta UPM<sup>4</sup>. Asimismo, la demanda de los principales socios comerciales (Estados Unidos y China) seguiría apoyando el superávit de la balanza comercial de bienes.

<sup>3</sup> Antes del impacto de la pandemia, el Banco Central de Uruguay mantenía un objetivo inflacionario de 3.0% a 7.0%.

<sup>4</sup> Planta de producción de celulosa "Paso de los Toros" con un costo total de US\$3.4 billones, la cual inició su producción en abril 2024, desde Paso de los Toros a la terminal portuaria de Montevideo.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS



Es importante destacar que el sector externo presenta un papel relevante en términos de las exportaciones de bienes, especialmente por la industria de la celulosa, alimentos, ganadería, entre otros. En contraparte, Uruguay es una nación mayormente importadora de mercancías tanto de bienes duraderos como no duraderos. Asimismo, la importante participación de la industria privada tiene como resultado un considerable nivel en el pago de utilidades en términos del PIB, lo que se refleja en los déficits históricos de la cuenta corriente.

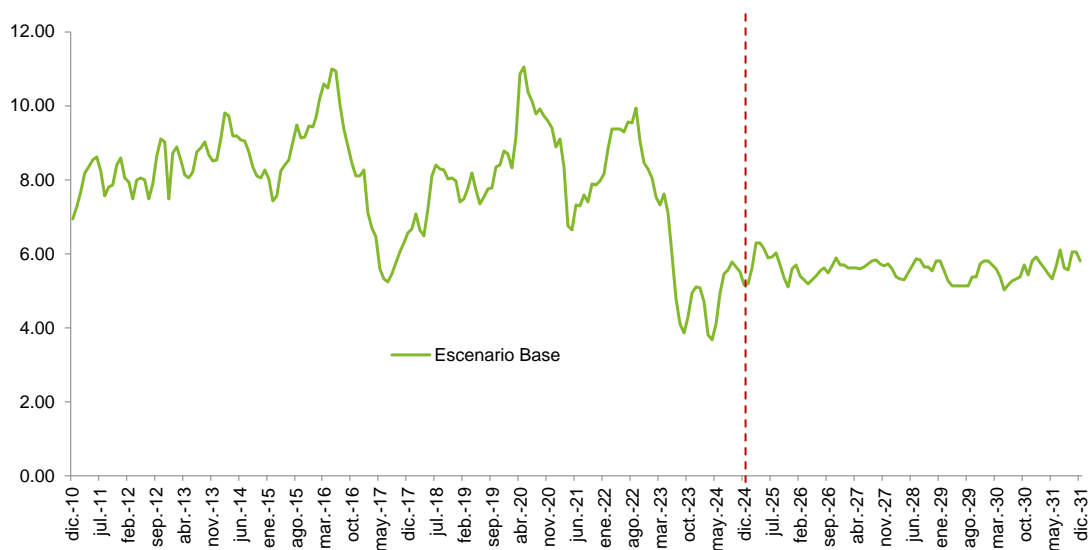
Por otro lado, el sector eléctrico en el país se encuentra altamente desarrollado, especialmente por la generación de energía renovable<sup>5</sup>. En este sentido, el país se encuentra en una etapa de descarbonización, lo que le ayudaría a mitigar riesgos futuros en torno a producción y precio de los principales *commodities*, permitiendo independencia y mitigar la exposición en la volatilidad, especialmente del precio del petróleo. Asimismo, el desarrollo de la economía verde con la producción de hidrogeno es uno de los objetivos en el mediano y largo plazo, lo que podría añadir dinamismo dentro de la industria y el sector laboral.

Para 2025 consideramos un crecimiento de la actividad económica de 2.80% vs. 2.2% estimado en la revisión anterior, mientras que el crecimiento de largo plazo lo mantenemos en un nivel de 2.2% real anual, lo que podría tender al alza con el mayor crecimiento en del desarrollo de energía, específicamente el hidrogeno verde y el continuo avance en las exportaciones de bienes.

## Inflación, Tasas de Interés y Tipo de Cambio

HR Ratings proyecta que, al cierre de 2024, la inflación general se ubique en 5.15% anual desde el 5.11% observado en 2023. Lo anterior incluye mayores presiones inflacionarias hacia el cierre del año, especialmente por la mayor demanda de alimentos, bienes, servicios inmobiliarios y transporte, por lo que el avance observado en el primer semestre se eliminó. No obstante, la inflación general se ubica por segundo año consecutivo dentro del rango objetivo establecido por el Banco Central.

**Figura 4. Proyecciones de la Inflación General**



Fuente: HR Ratings con base en información del Banco Central de la República de Uruguay.

<sup>5</sup> 44% proviene de energía hidroeléctrica, 32% eólica, 18% térmica biomasa, 3% solar y 3% térmica fósil.





En la Figura 4 se pueden observar las proyecciones de HR Ratings para la inflación en el corto y largo plazo, en el cual contemplamos que alcance un nivel promedio de 5.56%, lo que lo ubicaría con el mejor nivel desde que se implementa un rango objetivo.

Es importante considerar que a pesar de que Uruguay presentaría una trayectoria desinflacionaria respecto a los altos niveles observados en la última década, aún se mantendría en niveles por encima de los países con calificaciones similares de 2.2%, de acuerdo con datos del Fondo Monetario Internacional.

Del lado de la tasa de política monetaria, consideramos una trayectoria descendente para situarse al cierre de 2024 en 8.25%, 100pb por debajo del cierre del año anterior. Respecto al tipo de cambio se observaría una ligera depreciación de 0.54% real, para ubicarse en P\$40.132/USD, continuando con una depreciación real de 1.0% en 2025 y en el largo plazo de 1.5% real anual, para alcanzar un nivel de P\$54.473 al final del periodo de proyección. Lo anterior reflejaría una mejor trayectoria respecto a la revisión de 2023, cuando estimamos que este alcanzaría P\$59.4/USD. Este menor nivel influiría en menores presiones en la deuda externa denominada en dólares, por lo que impactaría positivamente en la métrica de deuda como porcentaje del PIB.

**Figura 5. Proyecciones para la actividad económica, tipo de cambio, inflación**

|   | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  | 2030  | 2031  |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| PIB Nominal (mil millones de pesos corrientes)    | 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) | 1,887 | 1,940 | 1,991 | 2,035 | 2,079 | 2,125 | 2,172 | 2,220 |
| Crecimiento Real                                  | 3.00% | 2.80% | 2.60% | 2.20% | 2.20% | 2.20% | 2.20% | 2.20% |
| Crecimiento Nominal                               | 7.91% | 7.41% | 7.14% | 6.73% | 6.70% | 6.70% | 6.69% | 6.73% |
| Inflación Deflactor                               | 4.77% | 4.48% | 4.42% | 4.43% | 4.41% | 4.40% | 4.40% | 4.40% |
| Inflación anual del IPC                           | 5.15% | 5.60% | 5.70% | 5.74% | 5.80% | 5.80% | 5.80% | 5.80% |
| Tipo del cambio al cierre                         | 40.1  | 41.7  | 43.4  | 45.4  | 47.5  | 49.7  | 52.0  | 54.5  |

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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

## Cuentas Fiscales

### Resultados fiscales 2023

Nuestra métrica de la deuda neta de Uruguay finalizó 2023 en un mayor nivel relativo al PIB respecto a la estimación de 2023 (54.8% vs. 51.9%). Esto fue consecuencia de un menor nivel del PIB y el incremento en la deuda neta. En este sentido, la deuda neta cerró en P\$1,644.3mm, un alza de P\$122.4mm, consecuencia del déficit financiero de P\$85.8mm (vs. P\$104mm esperado) y un incremento adicional de P\$36.6mm. A pesar de la debilidad económica en 2023, el gobierno logró mantener el déficit en 2.9% del PIB, ligeramente menor que el déficit del 3.0% en 2022. Estimamos que el incremento en la deuda neta por encima del déficit fue consecuencia de la deuda en pesos, así como un incremento en la deuda denominada en moneda extranjera, especialmente en dólares. Es importante mencionar que la contención observada en el déficit financiero fue resultado de la reducción en el gasto primario corriente relativo al PIB llegando este a 25.2% vs. 25.4% en 2022 y a una reducción en el rubro de inversiones corrientes de 40pbs.

### Ingresos presupuestarios

En 2023, los ingresos del Gobierno Central – Banco de Previsión Social (BPS) se ubicaron en 25.6% del PIB, lo que implicó una reducción de 0.5 puntos porcentuales respecto al mismo periodo de 2022. Es importante tener en consideración que los ingresos del Gobierno Central se encuentran susceptibles a la evolución de la actividad económica, especialmente del lado de la recaudación de los impuestos tributarios, la cual se puede mover tanto en sentido positivo como negativo. En este sentido, 2023 se vio afectado por el menor dinamismo en sectores como agricultura, servicios de consumo y producción de bienes, como consecuencia de la crisis hídrica que afectó la primera mitad del año. El nivel en la recaudación de impuestos se ubicó como el menor de la última década. Al interior se puede notar que el Gobierno Central registró un nivel de recaudación de 18.7% del PIB, lo que fue menor a lo observado con el impacto de la pandemia en 2020 (19.7%).

Es importante tener en consideración que los tres grandes rubros de la recaudación tributaria sufrieron un efecto negativo en 2023, destacando el Impuesto a la renta a las personas físicas (factor productivo trabajo), así como las rentas a las actividades económicas<sup>6</sup>.

Del lado del comercio exterior, este rubro no presentó un cambio importante respecto al mismo periodo del año anterior, al representar 1.0% del PIB vs. 1.1% en 2022. Al contabilizar los ingresos provenientes únicamente del Banco de Previsión Social (BPS), estos alcanzaron 6.9% del PIB, prácticamente un nivel similar al observado en 2022.

En este sentido, el mayor impacto en la recaudación de ingresos provino del componente tributario. De acuerdo con el reporte de resultados de la Dirección General Impositiva, lo anterior fue impactado por la reducción de impuestos en IRPF, reasignación fiscal como consecuencia de las medidas para mitigar la emergencia hídrica, así como los apoyos a los comercios de frontera derivado de la situación cambiaria en el país vecino de Argentina, en donde parte del consumo de servicios y bienes migró a ese país.

<sup>6</sup> El impuesto a la renta de personas físicas factor productivo del trabajo tributa hasta el 36%, mientras que la renta de actividades económicas alcanza el 25% de tributación.



## Gastos presupuestarios

En el mismo sentido que el rubro anterior, los Egresos Primario del Gobierno Central-BPS sufrieron una disminución respecto al mismo periodo del año anterior, ubicándose en 26.3% del PIB, representando una reducción de 0.5 puntos porcentuales. Lo anterior provocó que los egresos primarios-corrientes se ubicaran en 25.2% del PIB, implicando que el gasto en remuneraciones o servicios personales se ubicara en 4.7% del PIB, mientras que el gasto no personal disminuyó a 3.4% del PIB vs. 3.9% en el mismo periodo de 2022.

Por el lado del gasto en pasividades, estos alcanzaron un nivel de 9.1% del PIB, lo cual incluye los rubros de jubilaciones, pensiones por sobrevivencia, mínimo general jubilatorio y pensionario y pensiones graciables. Asimismo, existen otras prestaciones económicas como la pensión vejez e invalidez, prima por edad, pensión por sobrevivencia, en otros. Finalmente, el rubro de transferencias se mantuvo con un gasto de 8.0% del PIB.

El gasto en inversiones presentó un nivel de 1.1%, lo que implicó una importante reducción desde el 1.5% del PIB observado en 2022. Esto fue consecuencia del paro de actividades e inversiones derivado de la crisis hídrica, la cual tuvo su mayor impacto en el primer semestre de 2023. Por parte del costo de interés o el pago de intereses sobre la deuda, este se mantuvo en 2.2% del PIB, siendo prácticamente similar al mismo periodo de 2022. Es importante considerar que las presiones dentro de este rubro se encuentran relacionadas con el alto nivel en la tasa de interés que alcanzó su máximo nivel en 2023. No obstante, si consideramos el costo promedio del interés sobre la deuda para el periodo de 2016 a 2019, este fue de 2.6% del PIB.

## Balances

En términos del balance primario, alcanzó un déficit de 0.7% del PIB, siendo un nivel prácticamente similar al observado en 2022 y en línea con el estimado por HR Ratings (-0.66%). Lo anterior refleja que, a pesar de las diferencias proyectadas tanto en los ingresos como en los egresos, la reducción en ambos rubros se mantuvo para dar como proporción un balance primario cercano al proyectado. Es importante mencionar que 2023 estuvo impactado por el bajo nivel de crecimiento observado respecto a lo proyectado, lo que sin duda implicó afectaciones en la ejecución del presupuesto.

En el mismo sentido, el balance financiero mostró un déficit de 2.9% del PIB, lo que incluye el costo del interés sobre la deuda de 2.2%. En los últimos periodos, el balance financiero ha mostrado una reducción desde el fuerte incremento sufrido con el impacto de la pandemia cuando alcanzó 5.3% del PIB, por lo que la continua reducción dependerá, en gran parte, de los menores déficits observados en el balance primario.

## Deuda

Históricamente, los niveles de deuda externa en Uruguay se han mantenido por encima del nivel de deuda interna, lo que incluye las presiones provenientes de la posible depreciación de su moneda. No obstante, en los últimos dos periodos se observó una recomposición de la deuda, manteniendo la mayor parte de la deuda en moneda local (53.3% en promedio) respecto a la deuda denominada en moneda extranjera (46.5%).

En este sentido, para 2023 el nivel de deuda neta como porcentaje del PIB se ubicó en 54.8% (P\$1,644.3mm), lo que representó un crecimiento de 2.1 puntos porcentuales respecto al cierre de 2022. Es importante tener en consideración que parte de este incremento es efecto de un menor PIB nominal, así como el crecimiento moderado tanto de la deuda denominada



en moneda local, lo que no pudo ser mitigado por la disminución de la deuda denominada en moneda extranjera. En este sentido y como presentamos en el anexo 2.3 y 2.4, del total de la deuda, la deuda interna representó el 54.3% al cierre de 2023 vs. 52.6% al cierre de 2022. Del lado de la deuda externa, esta mostró un descenso de 1.8pp de respecto al cierre de 2022, para situarse en 45.7% del total.

Al interior de la deuda interna, la mayor parte (52.7%) se ubica en la deuda en unidades indexadas a la inflación, seguido de la deuda en unidades indexadas a salario (UR y UP) y finalmente en la deuda denominada en pesos uruguayos. Por parte de la deuda en moneda extranjera, el 92.8% se encuentra denominada en dólares (USD), el 4.2% en yenes y el restante 3.0% en otras divisas. Es importante mencionar que en los últimos cuatro años se ha observado una importante contención en la exposición de la deuda denominada en moneda extranjera, pasando de un nivel de 56.1% a 45.7%, lo que refleja un manejo prudente en los últimos periodos y mitiga el riesgo de la depreciación cambiaria. Con base en lo anterior, desde el impacto de la pandemia, la deuda neta como porcentaje del PIB ha disminuido 2.8pp. Estimamos que el costo de la deuda (costo de interés relativo a la deuda neta promedio) en 2023 fue de 4.17%, por debajo del 4.26% observado en 2022.

## Proyecciones Fiscales

### Ingresos presupuestarios

HR Ratings proyecta que los niveles de déficits para 2024 serán prácticamente similares a lo registrado el año anterior, resultado del incremento en el nivel de recaudación a un ritmo similar respecto al gasto, derivado de la mejora en los niveles de actividad económica. En este sentido, consideramos que el nivel de déficit de los principales balances (primario y financiero) mantendrían una trayectoria estable al cierre del año, lo que se encuentra en línea con la mejora del PIB en términos nominales.

Es importante tener en consideración que los ingresos del Gobierno Central dependen, en buen parte, de la dinámica que muestre la Dirección General Impositiva, especialmente por los impuestos conocidos como tributarios y que proyectamos muestre una mejora relativa al año anterior, mientras que el Banco de Previsión Social también desempeña un papel relevante debido a que integra los ingresos provenientes de la seguridad social, destacando el pago de jubilaciones y pensiones.

En este sentido, proyectamos un avance en los ingresos de la DGI para situarse en 16.0% del PIB (P\$518.9mm vs. P\$476.8mm en 2023). Esto se encuentra acompañado de la mejora en nuestra perspectiva de crecimiento de la actividad económica como parte de las mejoras en el consumo privado, productividad de las principales cadenas de producción como transformación de celulosa, agricultura, ganadería y textiles y el consumo de servicios como parte de la reducción de las presiones inflacionarias y la reducción en la tasa de política monetaria.

Por parte de los impuestos a las retribuciones y comercio exterior, consideramos que estos se mantengan con una trayectoria similar a la observada en los últimos tres años, lo que no impactaría de manera importante debido a su baja incidencia. Del lado de los ingresos del BPS, estos se situarían en 6.8% del PIB (P\$219.4mm vs P\$206.9mm del año anterior). Este rubro ha registrado importantes aportes en la recaudación de prestaciones económicas y aportes patronales sobre prestaciones. Asimismo, es importante considerar que al interior del BPS existe un crecimiento estacional para los meses de enero y julio debido a los pagos correspondientes al aguinaldo.



**Figura 6. Proyecciones de los Ingresos de Finanzas Públicas**

| Cuenta / Año Fiscal                        | 2021         | 2022         | 2023         | 2024 P       | 2025 P       | 2026 P       | 2027 P         | 2028 P         | 2029 P         | 2030 P         | 2031 P         |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Ingresos Gobierno Central-BPS</b>       | <b>702.3</b> | <b>755.1</b> | <b>768.8</b> | <b>829.4</b> | <b>913.4</b> | <b>989.3</b> | <b>1,067.5</b> | <b>1,151.6</b> | <b>1,242.3</b> | <b>1,340.0</b> | <b>1,446.0</b> |
| 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          |
| <b>Ingresos Gobierno Central-BPS</b>       | <b>26.5%</b> | <b>26.1%</b> | <b>25.6%</b> | <b>25.6%</b> | <b>26.3%</b> | <b>26.6%</b> | <b>26.9%</b>   | <b>27.2%</b>   | <b>27.5%</b>   | <b>27.8%</b>   | <b>28.1%</b>   |
| 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%           |

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.

La mayor parte de los ingresos del BPS se ubican dentro del rubro de contribuciones de invalidez, vejez y sobrevivencia, representando 45.4% del total, mientras que los ingresos por terceros representan el 32.2%, los impuestos afectados acumulan el 21.5% y el resto el 0.9%.

Para 2025 consideramos que los ingresos del Gobierno Central-BPS registren una mejora de 0.7pp respecto al año anterior, lo que le permitirá ubicarse en un nivel de 26.3% del PIB. Esto se encuentra conformado por ingresos del Gobierno Central de 19.3% del PIB y 7.0% por parte del BPS. Como lo comentamos, el grueso de los ingresos proviene de la DGI, la cual seguiría mostrando una trayectoria positiva, con un crecimiento de 0.5pp para situarse en 16.5% en 2025.

Para el periodo de 2026 a 2031 consideramos que los ingresos totales promediarían 27.3% del PIB, alcanzando su mejor nivel hacia 2031 cuando se situarían en 28.1%. Al interior, los ingresos del Gobierno Central tendrían un nivel promedio de 20.2% del PIB, apoyado en gran parte por el continuo crecimiento de la recaudación tributaria, la cual estimamos pase de 16.7% del PIB en 2026 a 18.0% en 2031. Este supuesto podría ser apoyado por un mejor desempeño en la creación de empleo formal, lo que a su vez sería apoyado en caso de que los niveles de actividad económica muestren un mejor desempeño respecto a lo estimado. Del lado del BPS, consideramos que este muestre un avance moderado en los niveles de recaudación, promediando 7.1% del PIB de 2026 a 2031.

## Gastos presupuestarios y costo financiero

Por parte de los egresos, para 2024 consideramos que muestren un mayor nivel en línea con el crecimiento de los ingresos totales, lo que permite ejercer un mayor nivel en términos nominales respecto al año anterior. Como se puede observar en la tabla inferior, los egresos primarios del Gobierno Central-BPS de acuerdo con las proyecciones de HR Ratings se situarán en 26.3% del PIB (P\$852.1mm vs. P\$788.6mm en el año anterior). Al interior, los egresos corrientes se ubicarían en 25.0%, prácticamente un nivel similar al observado el año anterior, lo que es resultado de un nivel similar tanto en el gasto en remuneraciones como no personales que alcanzarían 4.6% y 3.6% del PIB respectivamente.

Del lado de las pasividades, estas al considerarse un gasto ineludible debido a que engloba el pago de pensiones y jubilaciones, mantendría un nivel de 8.9% del PIB (P\$288.3mm vs. P\$273mm el año anterior). Finalmente, proyectamos que los niveles de gasto de transferencias continúen reflejando una trayectoria descendente, al ubicarse en 7.9% del PIB desde el nivel de 9.0% mostrado en 2020 por el impacto de la pandemia.



**Figura 7. Proyecciones de los Egresos de Finanzas Públicas**

| Cuenta / Año Fiscal                               | 2021         | 2022         | 2023         | 2024 P       | 2025 P       | 2026 P       | 2027 P         | 2028 P         | 2029 P         | 2030 P         | 2031 P         |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Egresos Primarios Gobierno Central - BPS</b>   | <b>743.6</b> | <b>777.0</b> | <b>788.6</b> | <b>852.1</b> | <b>930.5</b> | <b>999.6</b> | <b>1,071.0</b> | <b>1,147.4</b> | <b>1,222.0</b> | <b>1,309.7</b> | <b>1,404.4</b> |
| <i>Egresos prim. corrientes GC - BPS</i>          | 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          |
| <b>Egresos Primarios Gobierno Central - BPS</b>   | <b>28.1%</b> | <b>26.9%</b> | <b>26.3%</b> | <b>26.3%</b> | <b>26.8%</b> | <b>26.8%</b> | <b>26.9%</b>   | <b>27.1%</b>   | <b>27.0%</b>   | <b>27.1%</b>   | <b>27.3%</b>   |
| <i>Egresos prim. corrientes Gob. Central- BPS</i> | 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%           |

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

El gasto en inversiones registraría una recuperación respecto al nivel del año pasado, situándose en 1.3% del PIB vs. 1.1% en 2023. Es importante mencionar que consideramos adecuaciones en este rubro debido a la conclusión de algunos proyectos de infraestructura del país. Del lado del costo de interés sobre la deuda, proyectamos niveles en términos del PIB prácticamente similares a los del año anterior (2.1% del PIB en 2024), mientras que, al compararlo en términos nominales, este incrementa de manera moderada. Estimamos que el costo de interés relativo a la deuda neta promedio bajaría a 4.0%.

Para 2025, el gasto total se ubicaría en 26.8% del PIB, un incremento de 0.5pp respecto al periodo inmediatamente anterior. Al interior, los tres grandes rubros mostrarían un moderado incremento, siendo el más importante el observado dentro de las remuneraciones y pasividades. Para el mediano y largo plazo, consideramos una trayectoria ascendente en el nivel de gasto total, promediando 27.0% del PIB de 2026 a 2031. Al interior, el gasto corriente mantendría un nivel promedio de 25.6% del PIB para cada año, lo que sería resultado de una trayectoria ascendente de las remuneraciones pasando de 4.9% en 2026 a 5.3% en 2031, así como el gasto en pasividades que alcanzaría un nivel promedio de 9.2% del PIB.

Del lado del costo financiero, su trayectoria sería prácticamente similar durante el periodo de proyección, al situarse en 2.0% del PIB, lo que estaría sujeto a una trayectoria estable en el crecimiento nominal de la actividad económica. Por su parte, el costo de la deuda terminaría en 4.25%.

## Balances

De acuerdo con las proyecciones de HR Ratings, para 2024, el balance primario registrará un déficit de 0.7% del PIB (ver Figura 8), manteniéndose en términos relativos a lo observado en 2023. Lo anterior refleja una importante disminución respecto a lo estimado en la revisión anterior (-1.3% del PIB). Esto se debe a menores presiones en los niveles de gasto estimado para 2024 y hacia adelante. Asimismo, consideramos que el nivel de déficit registrará una trayectoria descendente de 2025 hacia adelante, inclusive mostrando un superávit en el balance primario a partir de 2028 (+0.1% del PIB). La trayectoria ascendente de los ingresos respecto a una trayectoria más moderada en los egresos permitiría que al final del periodo de proyección, el balance primario alcance un superávit de 0.8% del PIB.





**Figura 8. Finanzas Públicas de Uruguay 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       |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Ingresos Gobierno Central-BPS</b>            | <b>26.5%</b> | <b>26.1%</b> | <b>25.6%</b> | <b>25.6%</b> | <b>26.3%</b> | <b>26.6%</b> | <b>26.9%</b> | <b>27.2%</b> | <b>27.5%</b> | <b>27.8%</b> | <b>28.1%</b> |
| 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%         |
| <b>Egresos Primarios Gobierno Central - BPS</b> | <b>28.1%</b> | <b>26.9%</b> | <b>26.3%</b> | <b>26.3%</b> | <b>26.8%</b> | <b>26.8%</b> | <b>26.9%</b> | <b>27.1%</b> | <b>27.0%</b> | <b>27.1%</b> | <b>27.3%</b> |
| 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%         |
| <b>Balance Primario</b>                         | <b>-1.6%</b> | <b>-0.8%</b> | <b>-0.7%</b> | <b>-0.7%</b> | <b>-0.5%</b> | <b>-0.3%</b> | <b>-0.1%</b> | <b>0.1%</b>  | <b>0.4%</b>  | <b>0.6%</b>  | <b>0.8%</b>  |
| <b>Balance Financiero</b>                       | <b>-3.8%</b> | <b>-3.0%</b> | <b>-2.9%</b> | <b>-2.8%</b> | <b>-2.6%</b> | <b>-2.3%</b> | <b>-2.1%</b> | <b>-1.9%</b> | <b>-1.6%</b> | <b>-1.4%</b> | <b>-1.2%</b> |

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.

Por parte del balance financiero, el cual es la suma del balance primario más el costo financiero, este también mostraría una trayectoria con menores presiones respecto a la revisión anterior. Para 2024 este se ubicaría con un déficit de 2.8% del PIB vs. 3.5% estimado en la revisión anterior, mientras que al final del periodo de proyección este se reduciría hasta un nivel deficitario de 1.2% del PIB, lo cual refleja estabilidad en el manejo de las finanzas públicas.

## Deuda

Con el impacto de la pandemia, en 2020 el nivel de deuda neta presupuestaria alcanzó su mayor nivel al ubicarse en 56.6% del PIB. No obstante, a pesar de los descensos en los niveles de 2021 y 2022, la deuda neta se mantuvo por encima del 50.0%, lo que se ubica en un nivel similar a sus pares. Como lo comentamos en la sección anterior, en 2023 se observaron choques importantes en el nivel de deuda neta, al pasar de 52.7% en 2022 a 54.8% en 2023, afectado por el incremento en la deuda interna y la caída en los niveles de actividad económica. Para 2024, HR Ratings estima que el nivel de deuda neta muestre una reducción de 0.8pp, situándose en 54.0% del PIB. Al interior, es importante señalar que consideramos un impacto positivo dentro de la deuda indexada a la inflación, dado que mostraría una reducción de 0.4pp, mientras que la deuda en pesos descendería 0.3pp. En este sentido, la deuda interna representaría el 30.6% del PIB.

Del lado de la deuda denominada en moneda extranjera, esta mantendría un nivel prácticamente similar a 2023, ubicándose en 26.9% del PIB, aunque implica menores presiones respecto a la proyección del año anterior, cuando la ubicamos en 27.4% del PIB. Al interior, la mayor parte de la deuda en moneda extranjera se ubica en dólares, alcanzando el 92.8% del total. En este sentido, es importante considerar que la volatilidad en el nivel del tipo de cambio<sup>7</sup> podría presionar la evolución de este rubro.

Los activos consolidados del Gobierno Central han mostrado una trayectoria descendente en los últimos tres años, pasando de 4.7% del PIB en 2021 a 3.8% en 2023. En este sentido, como se puede observar en la tabla inferior, consideramos que, estos vayan reflejando un descenso en el mediano y largo plazo.

<sup>7</sup> HR Ratings considera que para el periodo de 2025 a 2031, el tipo de cambio peso uruguayo-dólar muestre una depreciación real de 1.4%.





**Figura 9. Evolución de la deuda del Gobierno Central y las Empresas Públicas como porcentaje del PIB**

|  | 2021         | 2022         | 2023         | 2024 P       | 2025 P       | 2026 P       | 2027 P       | 2028 P       | 2029 P       | 2030 P       | 2031 P       |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Deuda Bruta del Gob. Central</b>          | <b>60.0%</b> | <b>56.7%</b> | <b>58.6%</b> | <b>57.5%</b> | <b>57.1%</b> | <b>56.8%</b> | <b>56.9%</b> | <b>55.9%</b> | <b>54.7%</b> | <b>53.5%</b> | <b>52.3%</b> |
| <b>Interna</b>                               | <b>28.4%</b> | <b>29.8%</b> | <b>31.8%</b> | <b>30.6%</b> | <b>29.8%</b> | <b>29.2%</b> | <b>28.8%</b> | <b>28.4%</b> | <b>28.0%</b> | <b>27.6%</b> | <b>27.1%</b> |
| 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%         |
| <b>Externa (en USD)</b>                      | <b>31.6%</b> | <b>26.9%</b> | <b>26.8%</b> | <b>26.9%</b> | <b>27.3%</b> | <b>27.6%</b> | <b>28.1%</b> | <b>27.5%</b> | <b>26.8%</b> | <b>26.0%</b> | <b>25.1%</b> |
| 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%         |
| <b>Activos consolidados del G.C.</b>         | <b>4.7%</b>  | <b>4.0%</b>  | <b>3.8%</b>  | <b>3.5%</b>  | <b>3.4%</b>  | <b>3.7%</b>  | <b>3.9%</b>  | <b>3.9%</b>  | <b>3.6%</b>  | <b>3.3%</b>  | <b>3.0%</b>  |
| 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%         |
| <b>Deuda neta presupuestaria con activos</b> | <b>55.3%</b> | <b>52.7%</b> | <b>54.8%</b> | <b>54.0%</b> | <b>53.7%</b> | <b>53.1%</b> | <b>53.0%</b> | <b>52.0%</b> | <b>51.1%</b> | <b>50.2%</b> | <b>49.2%</b> |

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

En el mediano y largo plazo, consideramos que la deuda neta presupuestaria podría reflejar moderados descensos en 2025 y 2026, situándose en 53.7% del PIB y 53.1% del PIB, respectivamente. Estos descensos serían reflejo de las menores presiones de la deuda denominada en unidades indexadas en el largo plazo, así como por menores presiones en los niveles de deuda denominada en dólares, como se puede observar en la figura superior. Al final del periodo, proyectamos que la deuda neta se ubique en 49.2% del PIB.

## Cuentas Externas

### Balanza de Pagos en 2023

Con base en los datos publicados por el Banco Central de Uruguay, la cuenta corriente registró un déficit de 3.3% del PIB (US\$2.579 mil millones), lo que representó una reducción desde el 3.7% del PIB observado en el mismo periodo de 2022. Al interior destaca que este comportamiento es resultado del superávit dentro de la balanza de bienes y servicios que se ubicó en 3.5% del PIB (US\$2.7mm) en conjunto con el moderado superávit del componente de transferencias o ingreso secundario (0.2% del PIB). En contraste, se puede notar que el déficit del ingreso primario alcanzó el 7.1% del PIB (-US\$5.5mm), consecuencia del pago de utilidades de las compañías con inversiones en el país.

### Cuenta Corriente

En 2023, la cuenta corriente presentó un déficit de 3.3% del PIB, lo cual fue ligeramente menor al año anterior. Entre los principales componentes destaca el superávit dentro de la balanza de bienes el cual se ubicó en 2.7% del PIB. No obstante, a pesar de ser un dato positivo, es el segundo año en que la balanza de bienes presenta un descenso. En 2021 alcanzó un superávit de 7.8% del PIB, mientras que en 2022 fue de 5.8% del PIB.

Este comportamiento es resultado del nivel de exportaciones de mercancías generales, que a pesar de descender respecto a 2022, mostró un nivel de 15.7% del PIB, lo que en su mayor parte se destina a la compraventa. Adicionalmente, las exportaciones netas de bienes en compraventa alcanzaron un nivel de 3.8% del PIB como resultado de los bienes vendidos para la compraventa.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

En este sentido, destacamos que tanto las exportaciones relacionadas con las actividades primarias, así como de la industria manufacturera representan un papel importante en el marco sólido que muestra la balanza de bienes. Por un lado, las exportaciones de cultivos y cría de animales representan el 61.7% del total de las actividades primarias, demostrando la relevancia de estos dos rubros sobre la economía uruguaya. Por otro lado, las exportaciones de la industria manufacturera están apoyada, en su mayor parte, por la elaboración de productos alimenticios y bebidas, lo cual alcanza a representar el 68.8% del total de las exportaciones en este sector. Al interior, la producción, procesamiento y conservación de carne y productos cárnicos es el rubro más relevante, ya que alcanza una participación de 55.3% del total de las exportaciones del rubro mencionado. Adicionalmente, existen otros rubros importantes dentro de la elaboración de productos alimenticios como la elaboración de productos lácteos, arroz y derivados y menor proporción la fabricación de textiles.

Uruguay también presenta un alto nivel de importaciones de bienes, derivado de los niveles de consumo de ciertos productos. Existen dos rubros que abarcan prácticamente la totalidad de las importaciones del país. En primer lugar, las importaciones de bienes intermedios, especialmente los no petroleros como alimentos y bebidas y los suministros industriales elaborados son los que presentan el mayor nivel de importaciones. En el mismo sentido, las importaciones de bienes de consumo juegan un papel relevante, relacionados con los bienes duraderos, así como los alimentos y bebidas. Del lado de las importaciones de bienes de capital, la maquinaria y equipo y los equipos de transporte también son fundamentales para el correcto funcionamiento de la industria productiva dentro del país, por lo que su crecimiento abona a la productividad de largo plazo.

**Figura 10. Cuenta corriente UDM como porcentaje del PIB**

|                                      | 2018         | 2019         | 2020         | 2021          | 2022          | 2023         |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|--------------|
| <b>Cuenta Corriente</b>              | <b>-0.5%</b> | <b>1.3%</b>  | <b>-0.7%</b> | <b>-2.5%</b>  | <b>-3.7%</b>  | <b>-3.3%</b> |
| <b>Balance de bienes y servicios</b> | <b>5.0%</b>  | <b>6.1%</b>  | <b>4.5%</b>  | <b>7.4%</b>   | <b>6.0%</b>   | <b>3.5%</b>  |
| Bienes                               | 3.6%         | 5.0%         | 4.2%         | 7.8%          | 5.8%          | 2.7%         |
| Servicios                            | 1.4%         | 1.1%         | 0.3%         | -0.3%         | 0.2%          | 0.8%         |
| <b>Ingreso Primario</b>              | <b>-5.6%</b> | <b>-4.9%</b> | <b>-5.3%</b> | <b>-10.0%</b> | <b>-10.0%</b> | <b>-7.1%</b> |
| <b>Ingreso Secundario</b>            | <b>0.1%</b>  | <b>0.1%</b>  | <b>0.1%</b>  | <b>0.1%</b>   | <b>0.2%</b>   | <b>0.2%</b>  |

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

En términos de la balanza de servicios, esta registró un superávit de 0.8% del PIB (US\$613 millones) vs. 0.2% del PIB en 2022, lo que fue resultado del mayor crecimiento en las exportaciones de transporte y viajes respecto al nivel de importaciones de este rubro. Es importante mencionar que este superávit observado en el rubro de viajes fue resultado de un incremento en la paridad cambiaria respecto al país vecino, lo que provocó una importante salida y, por ende, un mayor consumo tanto de bienes como de servicios en el exterior. Esta fuga tuvo como consecuencia una caída en los niveles de consumo durante 2023.

Del lado de la balanza de rentas se puede notar que estas alcanzaron un déficit de 7.1% del PIB (-US\$5.5mm), lo que representó un descenso de 2.89 puntos porcentuales respecto al mismo periodo del año anterior. Este nivel de déficit fue resultado, en su mayor parte, por la renta de inversión directa, en donde se puede observar el pago de utilidades de las empresas con inversiones en el país, rubro que presentó un nivel de 7.2% del PIB, lo que no alcanzó a ser mitigado por las rentas que recibe el país del exterior. Respecto a las transferencias, estas mostraron un nivel similar al año anterior, ubicándose con un superávit de 0.2% del PIB.



## Cuenta Financiera

En 2023, la cuenta financiera registró entradas netas por US\$2.0mm, lo que lo ubicó con un déficit de 2.5% del PIB, ligeramente por debajo del 3.5% observado en 2022. En gran parte, esto fue resultado del nivel de financiamiento recibido por la inversión directa, la cual se situó en US\$2.8mm o 3.6% del PIB, derivado de la adquisición neta de activos financieros por 10.7% del PIB.

Este desempeño fue parcialmente mitigado por el préstamo neto de la inversión en cartera por 1.9% del PIB (US\$1.5mm). No obstante, sobresale que la adquisición neta de activos financieros representó 3.3% del PIB (US\$2.6mm). Del lado de la otra inversión, esta mostró un déficit de 1.3% del PIB, debido a la adquisición de monedas y depósitos en el exterior, así como otras cuentas por cobrar, lo cual no alcanzó a ser compensado por un moderado nivel en los pasivos netos incurridos (US\$1.1 millones).

En la figura inferior se puede notar que el endeudamiento neto por inversión directa en US\$2.8mm fue resultado del incremento en la adquisición neta de activos financieros en US\$8.3mm, especialmente por la mayor inversión en instrumentos de deuda (+US\$7.6mm), mientras que en 2023 existió una disminución en el pago de pasivos como consecuencia de la caída en el pago de instrumentos de deuda que mitigó el pago de participaciones de capital y fondos de inversión.

**Figura 11. Cuenta Financiera UDM (millones de USD)**

| Con base en préstamos y endeudamientos                   | 2016         | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         | 2021        | 2022         | 2023         |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
| Cuenta Fin. (Préstamo neto (+) / endeudamiento neto (-)) | 0.4%         | 1.4%         | -0.8%        | 0.3%         | 1.0%         | -0.3%       | -3.5%        | -2.5%        |
| <b>Cuenta Financiera</b>                                 | 0.4%         | 1.4%         | -0.8%        | 0.3%         | 1.0%         | -0.3%       | -3.5%        | -2.5%        |
| Inversión directa  | 3.2%         | 3.1%         | 1.1%         | -2.2%        | -2.0%        | -4.2%       | -4.0%        | -3.6%        |
| Adquisición neta de activos financieros                  | 2.3%         | 7.3%         | 3.8%         | 0.2%         | -0.2%        | 4.3%        | 8.4%         | -10.7%       |
| Pasivos netos incurridos                                 | -0.9%        | 4.1%         | 2.6%         | 2.3%         | 1.8%         | 8.5%        | 12.4%        | -7.0%        |
| <b>Inversión en cartera</b>                              | <b>3.0%</b>  | <b>-3.3%</b> | <b>-2.2%</b> | <b>1.7%</b>  | <b>2.8%</b>  | <b>1.8%</b> | <b>3.0%</b>  | <b>1.9%</b>  |
| Adquisición neta de activos financieros                  | 0.8%         | -2.1%        | -1.2%        | 3.9%         | 5.1%         | 2.3%        | 2.9%         | 3.3%         |
| Pasivos netos incurridos                                 | -2.2%        | 1.2%         | 1.0%         | 2.2%         | 2.3%         | 0.5%        | -0.1%        | 1.4%         |
| <b>Derivados financieros (distintos de reservas)</b>     | <b>0.0%</b>  | <b>-0.3%</b> | <b>0.0%</b>  | <b>0.0%</b>  | <b>0.1%</b>  | <b>0.7%</b> | <b>0.9%</b>  | <b>-0.6%</b> |
| <b>Otra Inversión</b>                                    | <b>-2.1%</b> | <b>-1.8%</b> | <b>1.0%</b>  | <b>2.5%</b>  | <b>-2.9%</b> | <b>0.0%</b> | <b>-1.2%</b> | <b>-1.3%</b> |
| <b>Activos de Reserva BCU</b>                            | <b>-3.7%</b> | <b>3.8%</b>  | <b>-0.6%</b> | <b>-1.8%</b> | <b>3.0%</b>  | <b>1.4%</b> | <b>-2.2%</b> | <b>1.1%</b>  |
| <b>Errores y Omisiones</b>                               | <b>-0.6%</b> | <b>1.4%</b>  | <b>-0.4%</b> | <b>-0.4%</b> | <b>1.6%</b>  | <b>2.2%</b> | <b>0.2%</b>  | <b>0.8%</b>  |

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

## Proyecciones de Cuenta Corriente

En la Figura 12 presentan las proyecciones de HR Ratings para la cuenta corriente, la cual toma en consideración el año en curso y siete años hasta 2031. En este sentido, se puede notar que la balanza comercial de bienes y servicios continuaría reflejando un importante nivel de superávit para alcanzar el 4.3% del PIB (US\$3.6mm), siendo 0.8pp por encima de lo observado el año anterior. Esto se explica a que consideramos una mejora relativa en los niveles de exportaciones de bienes en 2024 como resultado de la dinámica positiva en los bienes relacionados a la compraventa, esencialmente en los sectores de cultivos y productos agrícolas, así como la industria manufacturera, en donde destaca la producción, procesamiento de carne y productos cárnicos. Del lado de la balanza de servicios, proyectamos que esta se mantenga en con un superávit en torno al 0.5% del PIB.

Por su parte, la balanza de rentas (ingreso primario) registraría un déficit de 6.5% del PIB (US\$5.3mm), mostrando una moderada reducción respecto a los niveles observados en el mismo periodo del año anterior (-7.1% del PIB). Esto se explica



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

por la reducción en el pago de utilidades de las empresas extranjeras<sup>8</sup> con inversiones en el país, destacando los principales sectores exportadores, los cuales son frigoríficos (producción y procesamiento de carnes), celulosa y papel y las actividades relacionadas a materias primas agropecuarias. Finalmente, proyectamos que la balanza de transferencias registrará un superávit de 0.2% del PIB (US\$167 millones), lo que refleja su baja incidencia dentro de la cuenta corriente, manteniéndose a un valor similar a lo observado en los últimos dos años en términos del PIB.

Como se puede observar en la Figura 12, HR Ratings estima que la cuenta corriente continuará siendo deficitaria en los próximos dos años, pasando de un déficit de 1.3% del PIB en 2025 a 0.2% en 2026. Para 2027 consideramos que la cuenta corriente se vea apoyada por una mejora en la dinámica de la balanza comercial y una reducción en el nivel de déficit del balance primario, por lo que esta sería superavitaria en 0.4% del PIB, para finalizar el periodo de proyección con un superávit de 1.6% del PIB.

Al interior, consideramos que la balanza de bienes refleje un superávit en 2025 de 4.2% del PIB y de 4.5% en 2026. En el largo plazo proyectamos que esta cuenta promedie 4.5% de 2027 a 2031. Del lado de la balanza de servicios, proyectamos que en 2025 se observe un ligero superávit de 0.1% y este vaya incrementado en el periodo de proyección. HR Ratings estima que la balanza de servicios alcance un superávit de 1.3% hacia el cierre de la proyección.

**Figura 12. Cuenta corriente UDM como porcentaje del PIB**

|                                      | 2024 P       | 2025 P       | 2026 P       | 2027 P       | 2028 P       | 2029 P       | 2030 P       | 2031 P       |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Cuenta Corriente</b>              | <b>-2.0%</b> | <b>-1.3%</b> | <b>-0.2%</b> | <b>0.4%</b>  | <b>1.0%</b>  | <b>1.2%</b>  | <b>1.4%</b>  | <b>1.6%</b>  |
| <b>Balance de bienes y servicios</b> | <b>4.3%</b>  | <b>4.3%</b>  | <b>5.0%</b>  | <b>5.3%</b>  | <b>5.6%</b>  | <b>5.8%</b>  | <b>5.8%</b>  | <b>5.8%</b>  |
| Bienes                               | 3.8%         | 4.2%         | 4.5%         | 4.6%         | 4.4%         | 4.6%         | 4.6%         | 4.5%         |
| Servicios                            | 0.5%         | 0.1%         | 0.5%         | 0.7%         | 1.2%         | 1.2%         | 1.2%         | 1.3%         |
| <b>Ingreso Primario</b>              | <b>-6.5%</b> | <b>-5.8%</b> | <b>-5.4%</b> | <b>-5.1%</b> | <b>-4.8%</b> | <b>-4.7%</b> | <b>-4.5%</b> | <b>-4.4%</b> |
| <b>Ingreso Secundario</b>            | <b>0.2%</b>  | <b>0.2%</b>  | <b>0.2%</b>  | <b>0.2%</b>  | <b>0.2%</b>  | <b>0.2%</b>  | <b>0.2%</b>  | <b>0.2%</b>  |

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

Por parte de la balanza de rentas, HR Ratings considera que se continuará registrando déficits en todo el periodo de proyección, aunque este sería cada vez menor en el largo plazo, por lo que para 2025 consideramos un déficit de 5.8% del PIB que se reduciría a 5.4% en 2026 y de 2027 a 2031 promediaría 4.7% del PIB. Finalmente, como lo comentamos, el ingreso secundario mantendría una trayectoria superavitaria similar a los últimos periodos, ubicándose en 0.2% del PIB de 2025 a 2031.

Con base en lo anterior, la cuenta corriente mostrará un nivel sólido en los próximos años, lo cual se encuentra relacionado a los niveles de crecimiento de la actividad económica, así como las políticas de apertura comercial que mantiene el soberano con relación a la atracción de capitales, especialmente por la IED.

<sup>8</sup> Es importante tener en consideración que la Inversión Extranjera Directa en Uruguay representando aproximadamente el 50.0% del PIB. En el mismo sentido, del total de las exportaciones de bienes del país, el 70.0% se realiza por parte de las empresas extranjeras establecidas en el país.

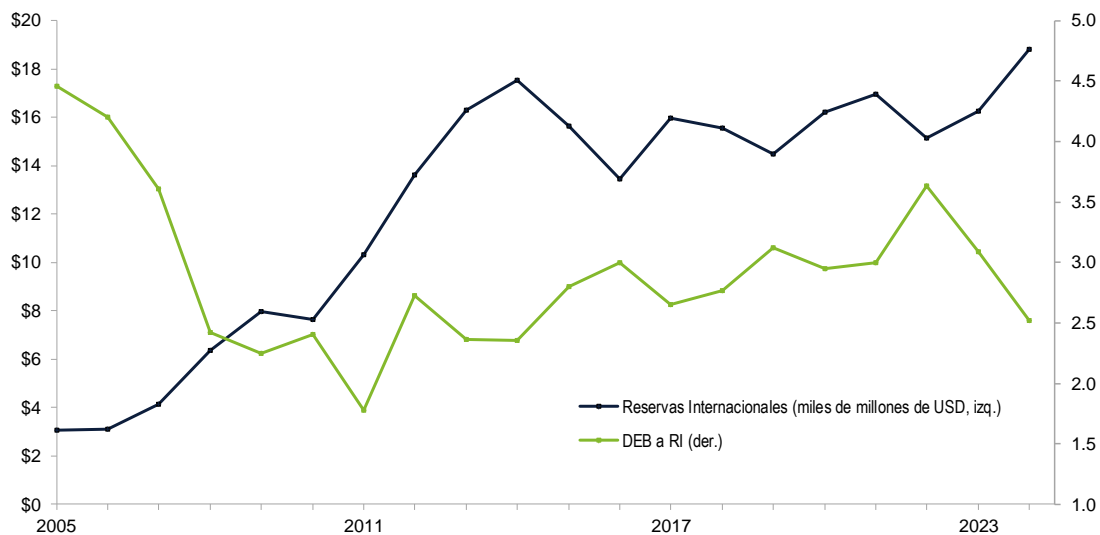


## Liquidez externa

De acuerdo con los activos financieros que presentan mayor liquidez, conformados por reservas internacionales<sup>9</sup>, denominado en moneda extranjera, se mide la capacidad que tiene el soberano para afrontar sus obligaciones de pago contraídas en el extranjero.

En la Figura 13 se presentan las métricas de razón de liquidez<sup>10</sup> con base en la métrica de Deuda Externa Bruta (DEB) a reservas internacionales (RI). Esta métrica ha reflejado una continua mejora en la última década. En diciembre 2020 se alcanzó una razón de 2.95x, mientras que con base en los datos del segundo trimestre de 2024 se observó una importante mejora, al mostrar una razón de deuda bruta sobre reservas internacionales de 2.5x.

**Figura 13. Deuda Externa Bruta a Reservas Internacionales**



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

El elemento más importante que explica el sostenimiento de la capacidad de liquidez externa es la continua acumulación de las Reservas Internacionales en el primer semestre de 2024, alcanzando US\$18.8mm vs. US\$16.2mm al cierre de 2023. Las cuentas externas se vieron beneficiadas por el incremento en las exportaciones de bienes, lo cual pudo contener el déficit de la cuenta financiera.

<sup>9</sup> 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.

<sup>10</sup> Las métricas de liquidez externa más representativas son las razones de deuda externa bruta (DEB) a reservas internacionales (RI).



**Figura 14. Deuda Externa Bruta (DEB) a Reservas Internacionales (RI)**

| Año  | DEB*  |
|------|-------|
|      | RI    |
| 2011 | 1.781 |
| 2012 | 2.726 |
| 2013 | 2.367 |
| 2014 | 2.358 |
| 2015 | 2.803 |
| 2016 | 3.002 |
| 2017 | 2.651 |
| 2018 | 2.767 |
| 2019 | 3.120 |
| 2020 | 2.949 |
| 2021 | 3.002 |
| 2022 | 3.633 |
| 2023 | 3.087 |
| 2024 | 2.519 |

Fuente: HR Ratings con información del BCU

\*Refiere a la deuda externa a valor nominal. Para 2024 se toma en cuenta el cierre del 2T24.



@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         |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Ingresos Gobierno Central-BPS</b>            | <b>702.3</b> | <b>755.1</b> | <b>768.8</b> | <b>829.4</b> | <b>913.4</b> | <b>989.3</b> | <b>1,067.5</b> | <b>1,151.6</b> | <b>1,242.3</b> | <b>1,340.0</b> | <b>1,446.0</b> |
| 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          |
| <b>Egresos Primarios Gobierno Central - BPS</b> | <b>743.6</b> | <b>777.0</b> | <b>788.6</b> | <b>852.1</b> | <b>930.5</b> | <b>999.6</b> | <b>1,071.0</b> | <b>1,147.4</b> | <b>1,222.0</b> | <b>1,309.7</b> | <b>1,404.4</b> |
| 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          |
| <b>Balance Primario</b>                         | <b>-41.3</b> | <b>-22.0</b> | <b>-19.8</b> | <b>-22.7</b> | <b>-17.0</b> | <b>-10.2</b> | <b>-3.5</b>    | <b>4.2</b>     | <b>20.2</b>    | <b>30.3</b>    | <b>41.6</b>    |
| <b>Balance Financiero</b>                       | <b>-99.5</b> | <b>-85.5</b> | <b>-85.8</b> | <b>-90.3</b> | <b>-89.3</b> | <b>-87.3</b> | <b>-85.3</b>   | <b>-82.7</b>   | <b>-72.0</b>   | <b>-67.6</b>   | <b>-62.4</b>   |

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       |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Ingresos Gobierno Central-BPS</b>            | <b>26.5%</b> | <b>26.1%</b> | <b>25.6%</b> | <b>25.6%</b> | <b>26.3%</b> | <b>26.6%</b> | <b>26.9%</b> | <b>27.2%</b> | <b>27.5%</b> | <b>27.8%</b> | <b>28.1%</b> |
| 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%         |
| <b>Egresos Primarios Gobierno Central - BPS</b> | <b>28.1%</b> | <b>26.9%</b> | <b>26.3%</b> | <b>26.3%</b> | <b>26.8%</b> | <b>26.8%</b> | <b>26.9%</b> | <b>27.1%</b> | <b>27.0%</b> | <b>27.1%</b> | <b>27.3%</b> |
| 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%         |
| <b>Balance Primario</b>                         | <b>-1.6%</b> | <b>-0.8%</b> | <b>-0.7%</b> | <b>-0.7%</b> | <b>-0.5%</b> | <b>-0.3%</b> | <b>-0.1%</b> | <b>0.1%</b>  | <b>0.4%</b>  | <b>0.6%</b>  | <b>0.8%</b>  |
| <b>Balance Financiero</b>                       | <b>-3.8%</b> | <b>-3.0%</b> | <b>-2.9%</b> | <b>-2.8%</b> | <b>-2.6%</b> | <b>-2.3%</b> | <b>-2.1%</b> | <b>-1.9%</b> | <b>-1.6%</b> | <b>-1.4%</b> | <b>-1.2%</b> |

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           |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Deuda Bruta del Gob. Central</b>    | <b>1,586,602</b> | <b>1,638,844</b> | <b>1,757,321</b> | <b>1,861,157</b> | <b>1,984,710</b> | <b>2,114,632</b> | <b>2,261,492</b> | <b>2,370,659</b> | <b>2,477,104</b> | <b>2,584,208</b> | <b>2,692,047</b> |
| <b>Interna</b>                         | <b>751,118</b>   | <b>861,583</b>   | <b>954,778</b>   | <b>990,099</b>   | <b>1,036,748</b> | <b>1,085,927</b> | <b>1,143,007</b> | <b>1,203,221</b> | <b>1,265,526</b> | <b>1,330,420</b> | <b>1,398,148</b> |
| 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          |
| <b>Externa (en USD)</b>                | <b>18,693</b>    | <b>19,397</b>    | <b>20,566</b>    | <b>21,705</b>    | <b>22,726</b>    | <b>23,706</b>    | <b>24,641</b>    | <b>24,573</b>    | <b>24,366</b>    | <b>24,092</b>    | <b>23,753</b>    |
| <b>Externa (en pesos)</b>              | <b>835,485</b>   | <b>777,261</b>   | <b>802,543</b>   | <b>871,058</b>   | <b>947,962</b>   | <b>1,028,705</b> | <b>1,118,485</b> | <b>1,167,437</b> | <b>1,211,578</b> | <b>1,253,787</b> | <b>1,293,899</b> |
| 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            |
| <b>Activos consolidados del G.C.</b>   | <b>123,928</b>   | <b>116,980</b>   | <b>113,024</b>   | <b>114,627</b>   | <b>117,176</b>   | <b>136,408</b>   | <b>156,359</b>   | <b>166,503</b>   | <b>162,759</b>   | <b>159,515</b>   | <b>156,783</b>   |
| 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           |
| <b>Deuda neta presupuestaria</b>       | <b>1,462,674</b> | <b>1,521,864</b> | <b>1,644,297</b> | <b>1,746,530</b> | <b>1,867,534</b> | <b>1,978,225</b> | <b>2,105,134</b> | <b>2,204,156</b> | <b>2,314,345</b> | <b>2,424,692</b> | <b>2,535,264</b> |

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       |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Deuda Bruta del Gob. Central</b>          | <b>60.0%</b> | <b>56.7%</b> | <b>58.6%</b> | <b>57.5%</b> | <b>57.1%</b> | <b>56.8%</b> | <b>56.9%</b> | <b>55.9%</b> | <b>54.7%</b> | <b>53.5%</b> | <b>52.3%</b> |
| <b>Interna</b>                               | <b>28.4%</b> | <b>29.8%</b> | <b>31.8%</b> | <b>30.6%</b> | <b>29.8%</b> | <b>29.2%</b> | <b>28.8%</b> | <b>28.4%</b> | <b>28.0%</b> | <b>27.6%</b> | <b>27.1%</b> |
| 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%         |
| <b>Externa (en USD)</b>                      | <b>31.6%</b> | <b>26.9%</b> | <b>26.8%</b> | <b>26.9%</b> | <b>27.3%</b> | <b>27.6%</b> | <b>28.1%</b> | <b>27.5%</b> | <b>26.8%</b> | <b>26.0%</b> | <b>25.1%</b> |
| 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%         |
| <b>Activos consolidados del G.C.</b>         | <b>4.7%</b>  | <b>4.0%</b>  | <b>3.8%</b>  | <b>3.5%</b>  | <b>3.4%</b>  | <b>3.7%</b>  | <b>3.9%</b>  | <b>3.9%</b>  | <b>3.6%</b>  | <b>3.3%</b>  | <b>3.0%</b>  |
| 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%         |
| <b>Deuda neta presupuestaria con activos</b> | <b>55.3%</b> | <b>52.7%</b> | <b>54.8%</b> | <b>54.0%</b> | <b>53.7%</b> | <b>53.1%</b> | <b>53.0%</b> | <b>52.0%</b> | <b>51.1%</b> | <b>50.2%</b> | <b>49.2%</b> |

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        |
|--------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Cuenta Corriente</b>              | <b>-1,496</b> | <b>-2,616</b> | <b>-2,579</b> | <b>-1,627</b> | <b>-1,082</b> | <b>-199</b>   | <b>315</b>    | <b>868</b>    | <b>1,118</b>  | <b>1,333</b>  | <b>1,511</b>  |
| <b>Balance de bienes y servicios</b> | <b>4,526</b>  | <b>4,205</b>  | <b>2,746</b>  | <b>3,529</b>  | <b>3,638</b>  | <b>4,396</b>  | <b>4,755</b>  | <b>5,121</b>  | <b>5,364</b>  | <b>5,482</b>  | <b>5,573</b>  |
| 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         |
| <b>Ingreso primario</b>              | <b>-6,099</b> | <b>-6,983</b> | <b>-5,487</b> | <b>-5,322</b> | <b>-4,887</b> | <b>-4,762</b> | <b>-4,608</b> | <b>-4,421</b> | <b>-4,414</b> | <b>-4,317</b> | <b>-4,230</b> |
| 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         |
| <b>Ingreso Secundario</b>            | <b>78</b>     | <b>162</b>    | <b>162</b>    | <b>167</b>    | <b>167</b>    | <b>167</b>    | <b>168</b>    | <b>168</b>    | <b>168</b>    | <b>168</b>    | <b>168</b>    |

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       |
|--------------------------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Cuenta Corriente</b>              | <b>-2.5%</b>  | <b>-3.7%</b>  | <b>-3.3%</b> | <b>-2.0%</b> | <b>-1.3%</b> | <b>-0.2%</b> | <b>0.4%</b>  | <b>1.0%</b>  | <b>1.2%</b>  | <b>1.4%</b>  | <b>1.6%</b>  |
| <b>Balance de bienes y servicios</b> | <b>7.4%</b>   | <b>6.0%</b>   | <b>3.5%</b>  | <b>4.3%</b>  | <b>4.3%</b>  | <b>5.0%</b>  | <b>5.3%</b>  | <b>5.6%</b>  | <b>5.8%</b>  | <b>5.8%</b>  | <b>5.8%</b>  |
| 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%         |
| <b>Ingreso Primario</b>              | <b>-10.0%</b> | <b>-10.0%</b> | <b>-7.1%</b> | <b>-6.5%</b> | <b>-5.8%</b> | <b>-5.4%</b> | <b>-5.1%</b> | <b>-4.8%</b> | <b>-4.7%</b> | <b>-4.5%</b> | <b>-4.4%</b> |
| 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%         |
| <b>Ingreso Secundario</b>            | <b>0.1%</b>   | <b>0.2%</b>   | <b>0.2%</b>  | <b>0.2%</b>  | <b>0.2%</b>  | <b>0.2%</b>  | <b>0.2%</b>  | <b>0.2%</b>  | <b>0.2%</b>  | <b>0.2%</b>  | <b>0.2%</b>  |

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<br>Criterios Generales Metodológicos, enero de 2023   |
| Calificación Anterior   | HR A- (G) con Perspectiva Estable<br>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/](http://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](http://www.hrratings.com), donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

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

**Contacto con Medios**  
[comunicaciones@hrratings.com](mailto:comunicaciones@hrratings.com)

