Uruguay
Reporte de Deuda Soberana

Reporte trimestral preparado por la Unidad de Gestión de Deuda (UGD) del Ministerio de Economía y Finanzas ***Octubre 2025***

Destacados

- **Estrategias y operaciones de financiamiento del Gobierno en los mercados de deuda doméstica e internacional, entre enero y setiembre de 2025.**
- **Calendario de emisiones de Notas del Tesoro en el mercado doméstico en el segundo semestre de 2025: características clave y consideraciones en su diseño.**
- **Stock de deuda a fin del segundo trimestre de 2025 y composición por monedas y plazos.**
- **Actualización de las proyecciones para 2025 de las necesidades de financiamiento del Gobierno, fuentes de fondeo y endeudamiento neto sujeto a tope legal.**
- **Fitch Ratings mantuvo la calificación de Uruguay en BBB, con perspectiva estable.**
- **Anexo Metodológico: mejoras al marco fiscal, programa financiero 2025-2029 y proyección de la dinámica de deuda sobre PIB, presentados en el proyecto de ley de Presupuesto quinquenal presentado al Parlamento el 31 de agosto de 2025.**

I. Estrategias y operaciones de financiamiento durante los primeros nueve meses de 2025.

Entre enero y setiembre de 2025, el endeudamiento bruto total (emisión de títulos de mercado y desembolsos con organismos multilaterales) ascendió a USD 3.610 millones. Del total de fondeo bruto obtenido, el 93% (USD 3.360 millones) provino de los mercados de bonos, en los tramos de corto y mediano plazos. El resto (USD 250 millones) se obtuvo mediante desembolsos de préstamos multilaterales.

Del total de fondeo obtenido en el mercado de bonos, el 43% (USD 1.453 millones) se emitió en el mercado doméstico y estuvo denominado en moneda local. El monto restante (USD 1.907 millones) se obtuvo accediendo a los mercados de bonos externos en dos monedas extranjeras: dólares estadounidenses (en febrero) y francos suizos (en junio). Véase a continuación los gráficos debajo.

Figura 1. Emisiones totales de bonos entre enero y setiembre de 2025
(en millones de USD)

Figura 1a: Por jurisdicción

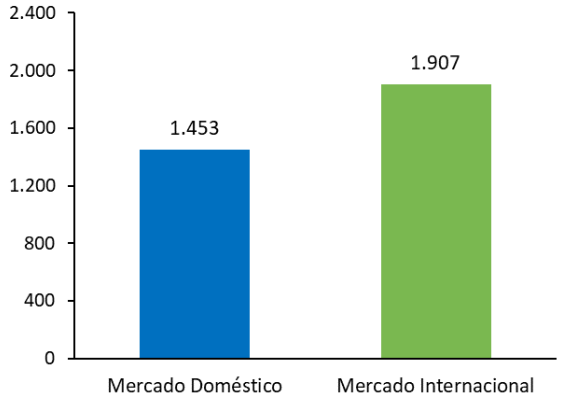
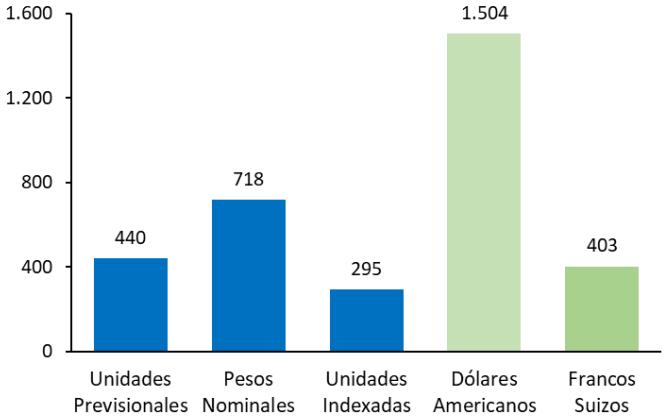


Figura 1b: Por moneda



Desarrollo de los mercados secundarios de deuda soberana

La Unidad de Gestión de Deuda (UGD) de Uruguay está enfocada en mejorar la eficiencia y profundidad de los mercados secundarios para los bonos soberanos externos del país. Para un emisor de bonos soberanos de mercado emergente como Uruguay, un mercado secundario líquido y transparente es crucial para reducir los costos de endeudamiento, estabilizar las curvas de rendimiento y fortalecer la confianza de los inversionistas.

La UGD entiende que las actividades de creación de mercado de los bancos, la cotización activa de precios, el *trading* y la provisión de liquidez son esenciales para desarrollar mercados de bonos soberanos resilientes. En este sentido, en 2025 la UGD llevó a cabo una evaluación exhaustiva, de varios meses de duración, sobre la contribución de un conjunto de bancos internacionales a los mercados secundarios de bonos soberanos de Uruguay, de instrumentos tanto en moneda local como extranjera. La evaluación se centró en el rol de los bancos para mejorar la profundidad y liquidez de las operaciones, optimizar el descubrimiento de precios y la transparencia, y fomentar una participación sostenida de los inversionistas, independientemente de su rol como coordinadores y colocadores de las emisiones primarias de la República.

La evaluación se centró en tres áreas clave:

- *Compromiso de creación de mercado*. La DMU evaluó el rol de cada banco como proveedor de liquidez, destacando sus esfuerzos en la cotización de precios, la facilitación de operaciones, el mantenimiento de mesas de negociación dedicadas y la tenencia de inventario en bonos soberanos de Uruguay. Estas actividades son cruciales para atraer a diversos inversores y minimizar la volatilidad de la curva de rendimientos.

- *Provisión de liquidez*. Se solicitó a los bancos que presentaran evidencia de sus contribuciones para profundizar las curvas de rendimientos en vencimientos de referencia. Las métricas clave incluyeron la reducción de los diferenciales entre precios de oferta y demanda, incrementos en los volúmenes de negociación, mayor frecuencia de cotizaciones diarias y mayores tamaños de órdenes ejecutables. La DMU revisó específicamente la actividad de cotización en la función ALLQ de Bloomberg, enfocándose en la accesibilidad, oportunidad y amplitud de las cotizaciones. Además, se pidió a los bancos que describieran su participación en operaciones en la plataforma MarketAxess y, cuando correspondiese, su participación en los mercados de forwards no entregables (NDF) de divisas.

- *Asignación de capital y apetito por el riesgo*. Los bancos proporcionaron detalles cualitativos o cuantitativos sobre el capital asignado a la transacción de deuda soberana, reflejando su disposición a mantener posiciones y absorber choques de mercado. Este compromiso indica la capacidad para apoyar la estabilidad y resiliencia del mercado.[1]

De cara al futuro, estos criterios —compromiso de creación de mercado, provisión de liquidez y asignación de capital y recursos— serán cada vez más determinantes en la selección de los *bookrunners* para las emisiones de bonos globales de Uruguay, junto con otros factores relevantes. Al priorizar estas áreas, la DMU busca contribuir al fortalecimiento de los mercados secundarios de bonos de Uruguay, fomentando mayor liquidez, transparencia y confianza de los inversores para respaldar los objetivos de gestión de deuda del país.

II. Calendario de emisiones en el Mercado doméstico para las Notas del Tesoro para el segundo semestre de 2025: características clave y consideraciones de diseño.

El 16 de julio de 2025, la Unidad de Gestión de Deuda de Uruguay publicó su calendario semestral de emisión para julio-diciembre de 2025, apuntando a un monto base de aproximadamente USD 670 millones equivalentes en el mercado interno. El objetivo general es expandir el financiamiento en moneda local en el mercado doméstico. El diseño, la ejecución y la mejora de aspectos comunicativos del calendario de licitaciones actual busca capitalizar la creciente confianza en la trayectoria de reducción de la inflación de Uruguay y la mayor credibilidad del Banco Central. El propósito fundamental es financiar al gobierno a tasas fiscalmente sostenibles, aprovechando los avances en la reducción de la inflación, la disminución de las expectativas de inflación, el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica y un bajo riesgo país.

[1] Entendemos que cierta información solicitada puede estar sujeta a regulaciones internas que restringen su divulgación. En tales casos, y en la medida de lo posible, proporcione el mayor nivel de detalle permitido dentro de dichos límites.

Características Clave y Consideraciones de Diseño

El calendario para el segundo semestre se compone de la subasta de cinco instrumentos: dos denominados en Pesos Nominales (UYU), dos en Unidades Indexadas (UI) y el restante en Unidades Previsionales (UP). Tres de las Notas de Tesorería se licitarán por primera vez (las denominados en UYU, y una de las de UI), y en estos tres casos con plazos de vencimiento contractual menores a cinco años. Las restantes dos Notas (la de mayor plazo en UI, y la de UP), corresponden a reaperturas de Notas existentes. Por más detalles, acceda al comunicado de prensa aquí o visite el sitio web de la UGD aquí.

El programa de licitaciones para el segundo semestre fue diseñado considerando las siguientes características:

- *Instrumentos a licitar:* Selección de la cantidad de instrumentos y los respectivos montos base de emisión, las monedas de denominación (UYU, UI, o UP), el tipo de emisión (nueva o reapertura), y las estructuras de amortización.

- *Mecanismo de licitación:* Determinación de la frecuencia de emisión y la secuencia de cada título.

- *Determinación del cupón*: Establecimiento de las tasas de cupón para los títulos de nueva emisión.

- *Títulos elegibles para canje*: Identificación de los títulos de deuda locales del Ministerio de Economía y Finanzas (Notas del Tesoro) y del Banco Central del Uruguay (Letras de Regulación Monetaria) elegibles para canje en cada licitación.[2]

El marco de diseño consideró:

- *Dinámica de la Demanda de los Inversores*: Análisis de las preferencias de los inversores (institucionales, bancos, minoristas) por moneda y vencimiento, con una notoria preferencia hacia instrumentos nominales a tasa fija con vencimientos menores a cinco años. Esto refleja la caída de la inflación y de las expectativas de inflación, el progreso en el afianzamiento de la credibilidad del Banco Central y el debilitamiento del valor global del dólar.

- *Objetivos de Financiamiento:* Alineación con las metas de financiación del programa financiero de 2025 para el mercado doméstico.

- *Factores Monetarios y Económicos*: Evolución de las curvas de rendimiento de las LRM, trayectorias proyectadas de la inflación y el salario real, y condiciones macroeconómicas nacionales e internacionales.

Consideraciones Estructurales y Regulatorias en la Estrategia de Emisión de Deuda de Uruguay

El diseño del programa de emisiones también tuvo en cuenta factores estructurales, especialmente la maduración del pilar de capitalización individual del sistema de pensiones, lo que genera tres efectos clave:

- *Crecimiento de los Activos de los Fondos de Pensión en Fondos de Retiro*: El crecimiento de los activos gestionados por las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional (AFAPs) ha aumentado la demanda de títulos de deuda pública de corto plazo, particularmente instrumentos en UI y UYU a tasa fija.

- *Aumento de los activos requeridos por las aseguradoras de rentas vitalicias*: En la fase de desacumulación, el crecimiento de los activos gestionados por las aseguradoras que ofrecen anualidades vitalicias ha impulsado una demanda creciente de Notas del Tesoro en UP a largo plazo, para alinearse con los requisitos de su balance financiero.

- Cambios Regulatorios del Banco Central: Los cambios regulatorios implementados por el BCU podrían incentivar a los bancos a mantener una mayor proporción de Notas del Tesoro del gobierno en sus

[2] Los inversores pueden liquidar los títulos adquiridos utilizando efectivo (en UYU o USD) y/o mediante la entrega de ciertas Notas del Tesoro y LRM (Letras de Regulación Monetaria) a corto plazo. La lista de instrumentos elegibles para la liquidación se publica en el sitio web de la UGD el viernes anterior a cada licitación. El día antes de cada licitación, el monto base se confirma y publica en el sitio web de la UGD. Finalmente, el día de la licitación, los precios de recompra de las Notas y LRM elegibles se publicarán en el sitio web de la UGD.

carteras, impulsando la demanda en el mercado primario y mejorando su papel como creadores de mercado (*market makers*) en el mercado secundario.

Innovaciones del programa de licitaciones de Uruguay para el segundo semestre de 2025

El programa de licitaciones para el segundo semestre de 2025 introduce varias innovaciones en la estrategia de emisión de deuda local de Uruguay. Por primera vez, se han incorporado dos instrumentos nominales a tasa fija con vencimientos inferiores a cinco años. Además, el calendario incluye tres instrumentos con vencimientos a menos de cinco años, una característica novedosa en el marco de emisión de la UGD.

Un cambio estratégico clave es la priorización de la nominalización de la emisión de deuda local en moneda nacional, donde los títulos denominados en UYU constituyen la mayoría de la emisión total. Esto diverge de las tendencias históricas, donde los instrumentos denominados en UI eran más prominentes. Además, la inclusión de títulos tanto en UYU como UI con plazos de cinco años (licitados de forma cercana y estructurados con amortizaciones *bullet* al vencimiento) permite a los inversores (tanto institucionales como minoristas) evaluar mejor la compensación por inflación requerida por el mercado (punto de equilibrio o *breakeven*) con base en la curva de demanda y los montos ofrecidos a cada tasa.

Mejoras en la Transparencia y la Difusión

Con la publicación del calendario de emisión más reciente, el Ministerio de Economía y Finanzas ha avanzado en sus esfuerzos para mejorar la visibilidad y la comprensión de los mercados primario y secundario de títulos valores locales. Esto incluye presentaciones conjuntas con autoridades del BCU para interactuar con los inversores, así como la difusión sistemática y periódica de los resultados de las licitaciones a través de informes mensuales (acceda a los reportes mensuales aquí).

La publicación regular de los resultados de las licitaciones tiene como objetivo proporcionar mayor transparencia y perspectivas analíticas sobre la dinámica del mercado local y su importancia macroeconómica. Esta iniciativa busca fomentar una mayor participación, profundidad y eficiencia en el mercado, lo que beneficia a todos los interesados.

Resultados de las Licitaciones

Durante los primeros tres meses del nuevo calendario (julio, agosto y setiembre), el Gobierno colocó el equivalente a USD 494 millones (1,5 veces el monto base original). Los desgloses detallados están disponibles en la Tabla 6B del anexo de Estadísticas de Deuda y Financiación del Gobierno Central.

Del total emitido, el 60,5% correspondió a canje de Notas del Tesoro y LRM. También cabe destacar que, en varias licitaciones durante el semestre, el monto base fue aumentado gracias a la flexibilidad que posee la UGD. Además, es preciso señalar la reducción en las tasas de interés, sobre todo en lo que respecta a instrumentos en UYU.

III. Stock de deuda y composición de la misma por moneda y plazo, a fin del segundo trimestre de 2025.

Al mes de agosto de 2025, el fondeo bruto total del Gobierno Central (el valor nominal de los bonos emitidos en los mercados nacionales y los préstamos desembolsados) alcanzó el equivalente a USD 3.209 millones. Las amortizaciones nominales totales de bonos y préstamos fueron de USD 1.926 millones. Así, el fondeo neto durante el primer trimestre del año fue de USD 1.284 millones. Además, el Gobierno Central desacumuló activos financieros por USD 510 millones durante este período. Como resultado, el endeudamiento neto del gobierno fue de USD 1.794 millones durante el período enero-agosto de 2025 (ver Tabla 4 en el Anexo).

El stock de deuda bruta del Gobierno Central alcanzó el 63,1% del PIB nominal a finales del segundo trimestre de 2025, un aumento de 6,3 puntos porcentuales del PIB con respecto a finales de 2024 y 1 punto porcentual respecto al primer trimestre de este año. Por otro lado, la deuda neta alcanzó el 59,7% del PIB, un aumento de 6,7 puntos porcentuales del PIB con respecto a finales de 2024 y 2,7 puntos porcentuales respecto al primer trimestre de este año (ver Indicadores de Deuda en el Anexo).[3]

[3] Los cocientes fueron calculados tanto con el numerador como con el denominador expresados en dólares.

La proporción de la deuda en moneda local se situó en el 54,3% de la deuda total. En comparación con fines de 2024, la proporción de la deuda denominada en moneda local aumentó en 1,9 puntos porcentuales a fines del segundo trimestre de 2025, y aumentó 1,4 puntos porcentuales respecto al primer trimestre de este año.

A junio de 2025, la tasa de interés anual promedio ponderada pagada por la deuda en moneda local indexada a la UI fue del 3,5% en términos reales, 2,1% para los instrumentos indexados al salario nominal (UP) y 9,2% para la deuda en pesos a tasa fija nominal. La tasa anual promedio para la cartera de deuda en dólares se mantuvo estable en 5,4% desde el último trimestre (ver Tabla 3 del Anexo).

IV. Actualización de las proyecciones para 2025 de las necesidades de financiamiento del Gobierno, fuentes de fondeo y endeudamiento neto sujeto a tope legal, presentados en el proyecto de ley de Presupuesto quinquenal

El 31 de agosto de 2025, la nueva administración que asumió el cargo en marzo de 2025, presentó al Parlamento el proyecto de ley que contiene las proyecciones de las finanzas fiscales y el programa de endeudamiento para 2025-2029.

El déficit fiscal proyectado del Gobierno Central para 2025, excluyendo los ingresos por intereses del Fideicomiso de Seguridad Social, se situó en 4,1% del PIB.[4] Como resultado, las necesidades totales de financiaciamiento para 2025 se proyectan en USD 6.231 millones. Esto se compone de emisiones en el mercado de bonos (tanto doméstico como internacional) por un monto proyectado de USD 5.698 millones, más desembolsos de préstamos con organismos multilaterales, que se proyectan en USD 533 millones (ver Tabla 5 en Anexo).

El endeudamiento neto del Gobierno proyectado para 2025 es de USD 3.414 millones. El tope de endeudamiento neto es de USD 3.450 millones.

V. Fitch Ratings mantuvo la calificación de Uruguay en BBB, con perspectiva estable.

El 19 de setiembre de 2025, Fitch Ratings mantuvo la calificación de Uruguay en 'BBB' con perspectiva estable. Esta calificación está respaldada por un PIB per cápita relativamente alto, finanzas externas robustas y sólidos indicadores de gobernanza. También se destaca que Uruguay está logrando avances para reducir la inflación de manera estructural mientras mejora la credibilidad de su política monetaria, lo que permite la reducción de la dolarización y el impacto de la indexación salarial.

Sin embargo, se señalaron algunos puntos Uruguay que limitan el aumento de su calificación más allá de 'BBB', centrados en desafíos estructurales y riesgos fiscales. Por ejemplo, las perspectivas de crecimiento económico a medio plazo que son moderadas, afectadas por desafíos de competitividad y bajos niveles de inversión, la alta dolarización, la indexación y un historial de alta inflación y la relativamente alta deuda del gobierno general que está por encima de la mediana de sus pares de calificación. Acceda al análisis crediticio aquí.

[4] Sin embargo, el déficit total observado en 2025 será del 3.7%, debido al ingreso no recurrente asociado al Fideicomiso II de la Seguridad Social, según lo dispuesto en la Ley No. 20.209 (la 'Ley de Cuarentones'), el cual se estima en 0.4% del PIB.

ANEXO: ESTADÍSTICAS DE DEUDA, ACTIVOS Y FINANCIAMIENTO DEL GOBIERNO CENTRAL

Las estadísticas presentadas a continuación son compiladas por la UGD del Ministerio de Economía y Finanzas, con el objetivo de administrar el conjunto de obligaciones financieras del Gobierno Central, y diseñar las estrategias de gestión de deuda. Las cifras incluyen todos los instrumentos de mercado emitidos, tanto en moneda local como extranjera, bajo jurisdicción doméstica o externa, y en poder de entidades privadas y del sector público (tanto residentes como del exterior). También se incluyen todos los préstamos con Organismos Multilaterales y otras instituciones financieras cuyo deudor contractual es el Gobierno Central. Las cifras de deuda también incluyen los instrumentos emitidos por el Gobierno Central en poder del Fideicomiso de la Seguridad Social y los Fideicomisos de SiGa (que ofrecen garantía pública a préstamos del sistema bancario a PyMes). La categoría de deuda bruta excluye los bonos, no comercializables, emitidos con el objetivo de capitalizar al Banco Central del Uruguay (BCU).[5]

Los activos financieros del Gobierno Central incluyen los fondos disponibles en moneda local y extranjera del Tesoro Nacional en el BCU y en el Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU), incluyendo en estos últimos aquellos saldos pertenecientes a las dependencias comprendidas en el Presupuesto Nacional. De igual manera, forman parte de este agregado aquellos activos financieros que el Gobierno Central mantiene producto de préstamos contractualmente contraídos por la República en representación de otras entidades del Sector Público (cuyo repago, convenio mediante, no debe servir. También se incluyen los activos bajo manejo por inyecciones de capital a los fideicomisos SiGa. Por último, la categoría Otros Activos Financieros excluye los activos bajo manejo del Fideicomiso de la Seguridad Social y del Fondo Fiduciario de créditos hipotecarios reestructurados administrado por la Agencia Nacional de Vivienda (ANV).

A continuación, se presenta la evolución de la deuda total, los activos financieros y las líneas de crédito multilaterales del Gobierno Central, expresados tanto en millones de dólares estadounidenses (Tabla 1a) como en miles de millones de pesos (Tabla 1b).

Tabla 1a. Deuda, Activos y Líneas de Crédito con Organismos Multilaterales

(en millones de dólares, a fin de cada período)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 Trim. 2
Deuda Bruta	26.098	28.664	29.383	29.838	32.879	35.498	40.898	45.218	45.946	50.934
Activos Financieros	3.794	3.431	3.174	2.204	2.759	2.773	2.919	2.872	3.117	2.765
Liquidez de Tesorería	*2.515*	*2.230*	*2.132*	*1.213*	*1.582*	*1.611*	*1.590*	*1.762*	*2.178*	*1.673*
Otros Activos	*1.279*	*1.201*	*1.042*	*991*	*1.177*	*1.162*	*1.330*	*1.111*	*939*	*1.092*
Deuda Neta	22.304	25.233	26.208	27.634	30.120	32.726	37.979	42.345	42.829	48.169
Líneas de Crédito con Organismos Multilaterales (1)	2.418	2.418	2.434	2.191	1.415	1.865	1.515	1.039	764	764

(1) Incluye líneas de crédito con el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), y Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Tabla 1b. Deuda, Activos y Líneas de Crédito con Organismos Multilaterales

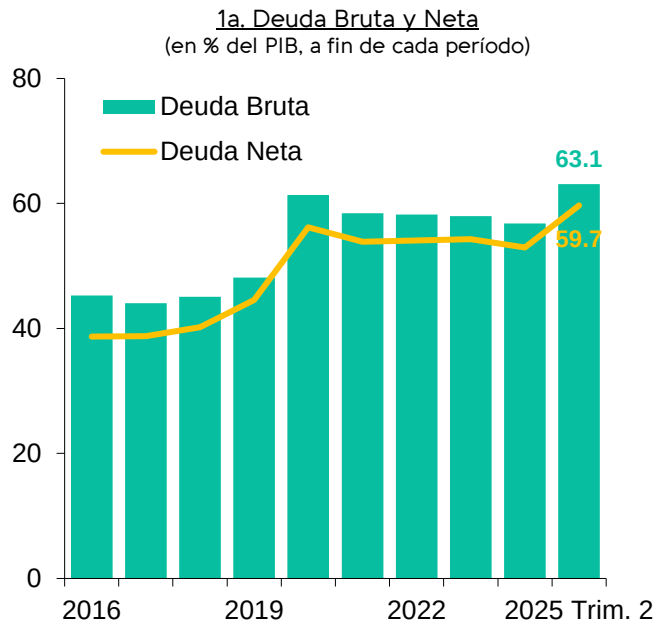
(en miles de millones de pesos, a fin de cada período)

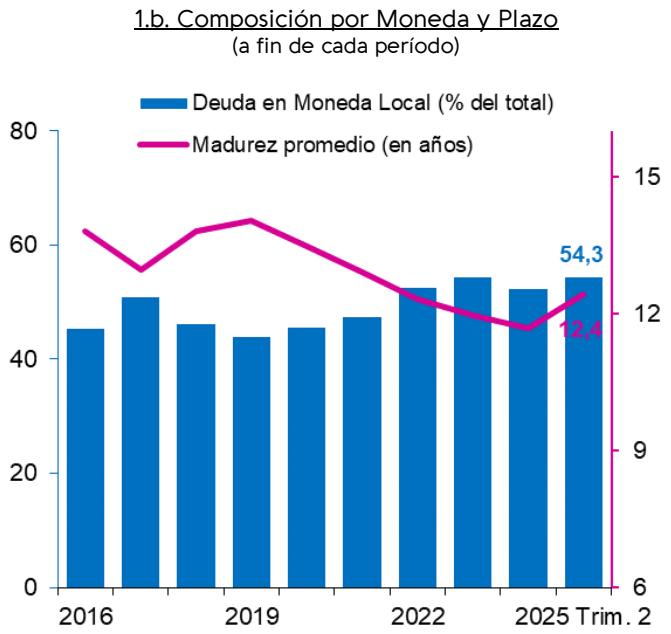
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 Trim. 2
Deuda Bruta	764	824	952	1.114	1.392	1.586	1.639	1.764	2.027	2.015
Activos Financieros	104	99	101	82	117	124	117	113	139	109
Liquidez de Tesorería	*74*	*64*	*68*	*45*	*67*	*72*	*64*	*69*	*96*	*66*
Otros Activos	*30*	*35*	*33*	*37*	*50*	*52*	*53*	*45*	*43*	*43*
Deuda Neta	660	726	850	1.032	1.275	1.463	1.522	1.651	1.888	1.906
Líneas de Crédito con Organismos Multilaterales (1)	71	70	79	82	60	83	61	41	34	30

(1) Incluye líneas de crédito con el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), y Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

[5] El primer bono de capitalización se emitió en 2008 y posteriores emisiones se realizaron en 2010, 2011, 2012 y 2013, y más recientemente en diciembre de 2023. Para obtener información sobre el circulante de los bonos del gobierno emitidos para capitalizar al Banco Central, al Trimestre 3 de 2024, referirse a: https://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Finanzas%20Pblicas/dpspnm.pdf

Figura 1. Indicadores de Deuda del Gobierno





Los cocientes de deuda sobre PIB que se presentan arriba en la Figura 1a, se calculan tomando el cociente entre la deuda total medida en dólares al final de cada período (utilizando los tipos de cambio nominales de fin de período para expresar la deuda en moneda local y otras monedas extranjeras a dólares) y el PIB nominal medido en dólares (utilizando el tipo de cambio nominal promedio del período para convertir las cifras del PIB en moneda local a dólares). Como se indica en la Exposición de Motivos del Proyecto de Ley de Presupuesto Quinquenal, a partir de la publicación correspondiente a las cifras de fin de año 2025, las estadísticas oficiales de la deuda bruta y neta del Gobierno como porcentaje del PIB se calcularán tomando el cociente de las magnitudes expresadas en moneda local (pesos nominales) tanto para el numerador como para el denominador. Véase la sección 2 del Anexo Metodológico.

Tabla 2. Estructura de Deuda

(en % del total, a fin de cada período)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 Trim. 2
Por moneda [1]										
Moneda extranjera (ME)	54,7	49,2	53,8	56,1	54,5	52,7	47,4	45,7	47,6	45,7
Dólares	52,0	47,6	51,4	53,9	49,1	47,8	43,6	42,4	41,9	40,0
Yenes	2,3	1,2	2,1	2,1	3,7	3,3	2,4	1,9	3,4	3,3
Francos suizos	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	1,5	1,3	1,3	2,2	2,4
Otras	0,3	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
Moneda nacional (MN)	45,3	50,8	46,2	43,9	45,5	47,3	52,6	54,3	52,3	54,3
Pesos uruguayos	5,0	12,8	10,1	8,6	5,6	7,3	6,5	9,0	9,0	9,7
Unidades indexadas (UI)	36,4	34,0	30,7	28,1	31,3	30,0	31,9	28,6	26,8	26,3
Unidades indexadas a salario (UR y UP)	3,9	4,0	5,3	7,3	8,6	10,1	14,2	16,6	16,5	18,3
Por madurez residual										
Corto plazo (menor a un año)	5,1	5,5	3,9	5,6	4,7	5,3	4,4	4,5	5,1	4,0
Medio y largo plazo	94,9	94,5	96,1	94,4	95,3	94,7	95,6	95,5	94,9	96,0
Por tipo de tasa										
Fija [2]	93,7	94,4	94,4	94,3	95,8	94,6	94,3	92,3	93,9	94,6
Flotante	6,3	5,6	5,6	5,7	4,2	5,4	5,7	7,7	6,1	5,4
Por instrumento										
Bonos	91,2	91,2	90,6	90,8	88,0	87,9	88,7	87,9	87,3	88,2
Préstamos	8,8	8,8	9,4	9,2	12,0	12,1	11,3	12,1	12,7	11,8
Por residencia del acreedor [3]										
Residentes	44,5	46,5	45,0	42,6	42,2	44,3	50,1	50,8	51,2	52,0
No residentes	55,5	53,5	55,0	57,4	57,8	55,7	49,9	49,2	48,8	48,0
Bonos y Notas	46,7	44,7	45,6	48,2	45,8	45,8	38,6	37,2	36,3	35,8
Préstamos con instituciones financieras	8,8	8,8	9,4	9,2	12,0	12,0	11,3	12,1	12,5	12,2
Por jurisdicción contractual										
Local	25,9	24,1	22,9	21,6	22,0	23,4	28,9	29,5	27,0	28,7
Internacional	74,1	75,9	77,1	78,4	78,0	76,6	71,1	70,5	73,0	71,3

La suma de los componentes puede no coincidir con los totales por razones de redondeo.
(1) La composición en moneda extranjera se define con criterio contractual. Refleja las conversiones de deuda con organismos multilaterales.
(2) Incluye instrumentos en moneda nacional a tasa fija real, tanto en UI como en UR y UP.
(3) Información refleja los últimos datos disponibles a fin de marzo 2025.

Tabla 3. Costo de Endeudamiento e Indicadores de Riesgo
(en %, excepto donde se indique; a fin de cada período)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 Trim. 2
Tasa de interés promedio [1]										
Dólares	5,1	5,2	5,2	5,0	4,8	4,6	5,1	5,2	5,4	5,4
Euros	5,3	5,3	5,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Yenes	1,9	1,6	1,3	1,3	0,9	0,7	0,7	0,7	1,6	1,6
Francos suizos	.	.	.	.	0,3	0,4	0,4	0,3	1,0	1,1
Pesos uruguayos	13,5	10,9	10,6	10,6	9,6	8,8	8,8	9,2	9,1	9,2
Unidades indexadas (UI)	4,1	4,1	3,8	3,8	3,6	3,4	3,3	3,4	3,4	3,5
Unidades indexadas a salario (UR y UP)	2,3	2,3	2,2	2,3	2,3	2,2	2,1	2,2	2,1	2,1
Riesgo de moneda										
Deuda en ME	54,7	49,2	53,8	56,1	54,5	52,7	47,4	45,7	47,6	45,7
Deuda en ME que vence en un año	1,7	0,9	2,2	1,1	2,3	1,9	1,5	2,3	2,1	2,0
Riesgo de tasa de interés										
Duración (en años)	12,1	11,6	12,3	12,5	12,1	11,7	11,1	10,7	10,6	11,6
Deuda a tasa flotante	6,3	5,6	5,6	5,7	4,2	5,4	5,7	7,7	6,1	5,4
Deuda que reajusta tasa en un año	11,2	10,7	9,2	11,1	8,5	10,0	9,9	11,7	10,8	9,0
Riesgo de refinanciamiento y liquidez										
Madurez promedio (en años)	13,8	13,0	13,8	14,0	13,5	12,9	12,3	12,0	11,7	12,4
Deuda que vence en un año	5,1	5,5	3,9	5,6	4,7	5,3	4,4	4,5	5,1	4,0
(Activos líquidos + Líneas de crédito) / Servicio de deuda un año hacia adelante [2]	188,2	154,0	172,8	108,0	95,7	105,2	88,3	71,2	71,7	57,7

(1) Promedio ponderado por moneda.
(2) Servicio de deuda incluye amortizaciones más pago de intereses.

Figura 2. Perfil de Amortizaciones por Moneda de Denominación de Deuda
(en millones de dólares, a fin de junio de 2025)

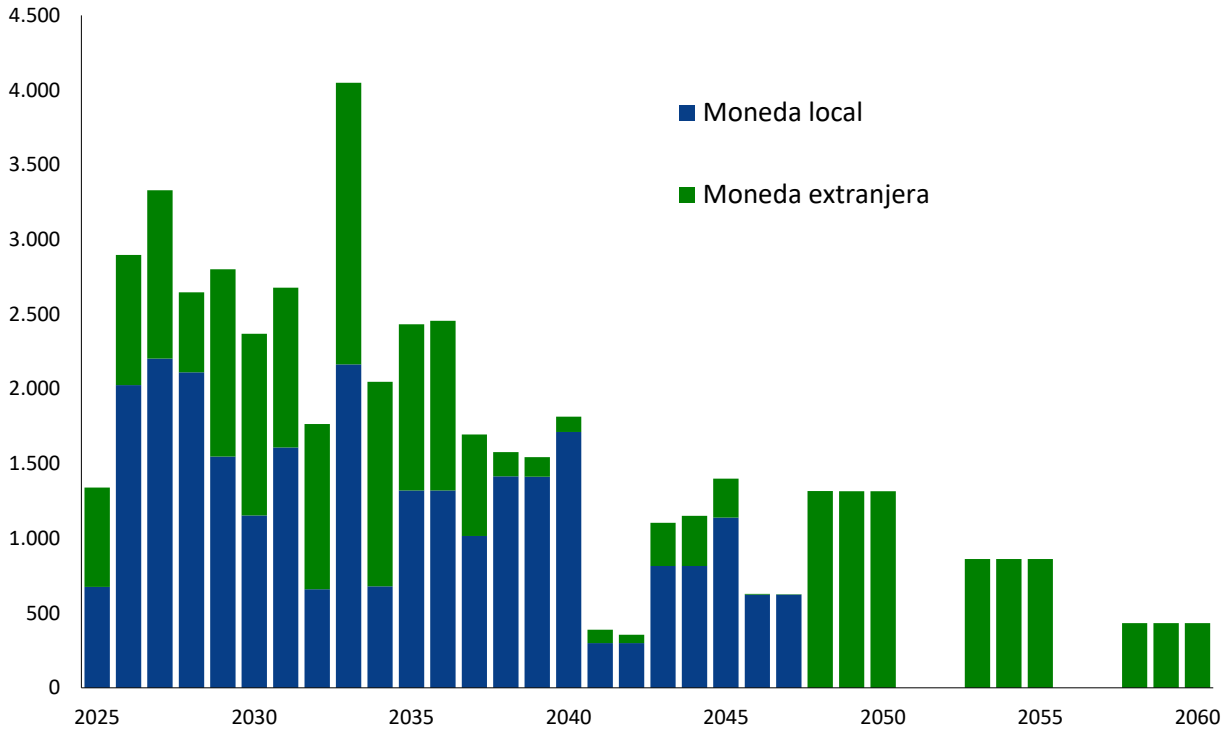


Figura 3. Perfil de Servicio de Deuda de Corto Plazo
(en millones de dólares, a fin de junio de 2025)

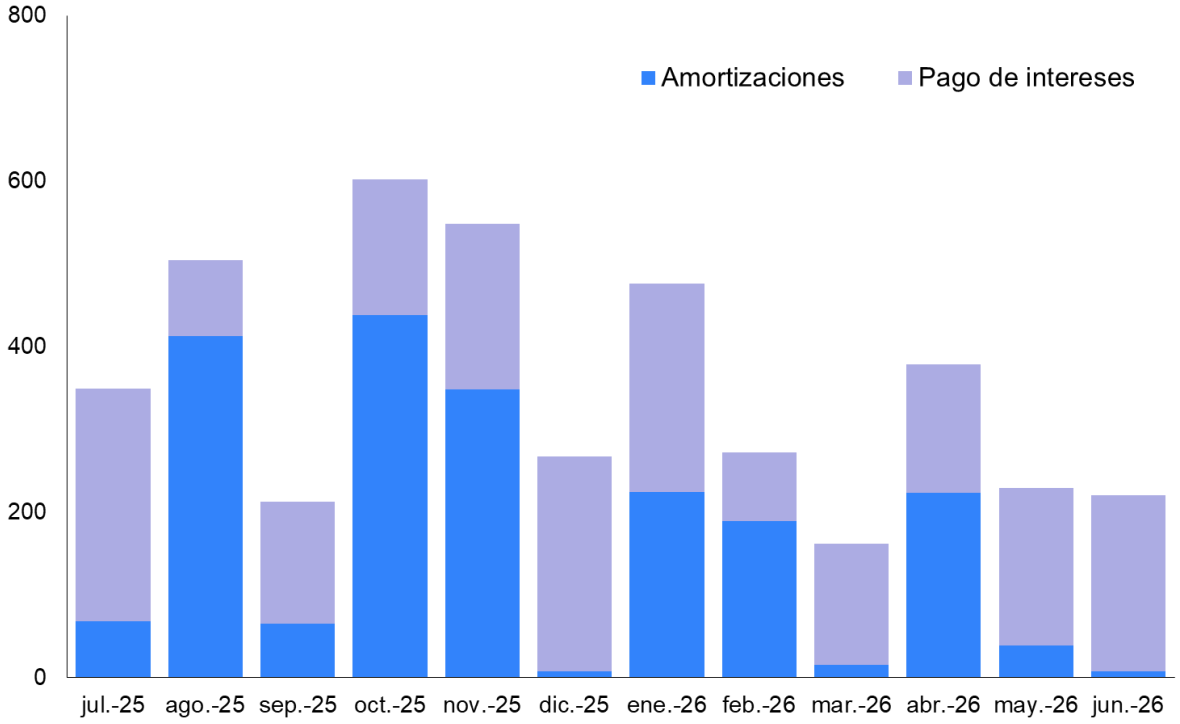


Tabla 4. Endeudamiento Neto del Gobierno
(Acumulado entre enero y agosto de 2025, en millones de dólares)[1/]

(1) Endeudamiento Bruto	**3.209**
Desembolsos con Org. Multilaterales e Instit. Financieras	33
Emisión Total de Títulos de Mercado	3.176
Emisiones Domésticas	*1.270*
Emisiones Internacionales	*1.907*
(2) Amortizaciones de Títulos de Mercado y Préstamos	**1.926**
Títulos de Mercado	1.563
Amortizaciones Contractuales del trimestre	*906*
Amortizaciones Anticipadas	*657*
Préstamos	363
(3) Variación de Activos Financieros	**-510**
Liquidez de Tesorería	-626
Otros Activos Financieros	116
Endeudamiento Neto = (1) - (2) - (3)	**1.794**

[1/] Preliminar. La suma de los componentes puede no coincidir con los totales por razones de redondeo.

Tabla 5. Necesidades y Fuentes de Financiamiento del Gobierno
(anual, en millones de dólares)

	2024	2025 (Proy.)
NECESIDADES	**5.701**	**6.326**
Déficit primario[1/]	611	1.340
Pago de Intereses[2/]	2.099	2.169
Amortizaciones de Títulos de Mercado y Préstamos[3/]	2.745	2.763
Variación de Activos Financieros	245	54
FUENTES	**5.701**	**6.326**
Desembolsos con Org. Multilaterales e Inst. Financieras	844	533
Emisión Total de Títulos de Mercado[4/]	4.797	5.698
Otros (neto)[5/]	61	95
Memo: Endeudamiento Neto del Gobierno (ENG)	2.650	3.414

Notas:
Para 2025, basado en proyecciones fiscales y supuestos macroeconómicas a agosto de 2025.
1/ Excluye transferencias al Fideicomiso de la Seguridad Social (FSS).
2/ Incluye los pagos de intereses al FSS por tenencia de títulos del gobierno
3/ Para 2025, incluye los vencimientos contractuales y los bonos recomprados recomprados en operaciones de manejo de pasivos hasta agosto de 2025.
4/ Incluye bonos emitidos en los mercados doméstico e internacional.
5/ Refleja el efecto neto de operaciones de financiamiento que no impactan en las estadísticas de deuda bruta.

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas.

Tabla 6A. Calendario de Emisiones de Títulos en el Mercado Doméstico (Enero – Junio 2025)

Debajo se encuentran los resultados de las licitaciones regulares realizadas en el mercado doméstico en el primer semestre del año 2025:

Fecha de Licitación	Nota del Tesoro	Vencimiento[1/]	Cupón (%)	Moneda [2/]	Monto licitado (en millones)		Monto adjudicado (en millones)		Tasa de Corte (%)
					Moneda de emisión	Equiv. en dólares	Moneda de emisión	Equiv. en dólares	
14-01-2025	Serie 32	28-02-2036	3,125	UI	250	35,1	336,9	47,3	3,45
21-01-2025	Serie 7	21-02-2029	1,200	UP	1.200	44,9	1.800,0	67,4	1,79
28-01-2025	Serie 11	7-12-2026	9,125	UYU	1.200	27,7	1.656,4	38,3	9,58
11-02-2025	Serie 31	18-01-2029	3,250	UI	200	28,6	400,0	57,2	2,87
18-02-2025	Serie 6	20-07-2036	2,250	UP	1.000	37,7	2.000,0	75,5	2,13
25-02-2025	Serie 11	7-12-2026	9,125	UYU	1.200	28,3	2.400,0	56,5	9,57
11-03-2025	Serie 32	28-02-2036	3,125	UI	250	36,9	41,2	6,1	3,29
18-03-2025	Serie 7	21-02-2029	1,200	UP	1.200	47,4	2.388,8	94,3	1,80
25-03-2025	Serie 11	7-12-2026	9,125	UYU	1.500	35,6	3.000	71,2	9,46
8-04-2025	Serie 31	18-01-2029	3,250	UI	200	29,1	204	29,7	2,87
22-04-2025	Serie 6	20-07-2036	2,250	UP	1.000	40,6	2.000	81,2	2,24
29-04-2025	Serie 11	7-12-2026	9,125	UYU	1.500	35,8	3.000	71,5	9,53
13-05-2025	Serie 32	28-02-2036	3,125	UI	200	30,5	106	16,1	3,30
20-05-2025	Serie 7	21-02-2029	1,200	UP	1.200	49,0	1.871	76,4	1,98
27-05-2025	Serie 11	7-12-2026	9,125	UYU	1.500	36,0	3.000	72,1	9,36
10-06-2025	Serie 31	18-01-2029	3,250	UI	200	31,0	171	26,5	3,00
17-06-2025	Serie 6	20-07-2036	2,250	UP	1.000	41,6	1.118	46,5	2,25
24-06-2025	Serie 11	7-12-2026	9,125	UYU	1.500	37,3	1.113	27,6	9,01

Tabla 6B. Calendario de Emisiones de Títulos en el Mercado Doméstico (Julio-Diciembre 2025)

Debajo se encuentran los resultados de las licitaciones regulares realizadas en el mercado doméstico en lo que va del segundo semestre del año 2025:

Fecha de Licitación	Nota del Tesoro	Vencimiento(*)	Tasa de Cupón (%)	Moneda	Monto licitado (en millones)		Monto adjudicado (en millones)		Tasa de Corte (%)
					Moneda de emisión	Equiv. en dólares	Moneda de emisión	Equiv. en dólares	
22-07-2025	Serie 12	22-01-2028	8,500	UYU	1.500	37,5	3.000,0	74,9	8,13
29-07-2025	Serie 33	22-06-2030	3,000	UI	200	31,7	369,4	58,5	3,00
05-08-2025	Serie 13	29-06-2030	8,125	UYU	1.250	31,2	2.500,0	62,4	8,05
12-08-2025	Serie 5	01-09-2047	2,000	UP	1.750	74,6	Sin Ofertas Aceptadas		-
19-08-2025	Serie 12	22-01-2028	8,500	UYU	2.000	50,0	4.000,0	100,0	7,77
26-08-2025	Serie 32	28-02-2036	3,125	UI	100	15,9	97,8	15,6	3,13
09-09-2025	Serie 12	22-01-2028	8,500	UYU	2.500	62,4	4.462,6	111,5	7,85
16-09-2025	Serie 33	22-06-2030	3,000	UI	200	31,9	227,6	36,3	3,07
23-09-2025	Serie 13	29-06-2030	8,125	UYU	1.500	37,6	1.406,9	35,3	7,92
14-10-2025	Serie 12	22-01-2028	8,500	UYU					
21-10-2025	Serie 5	01-09-2047	2,000	UP					
28-10-2025	Serie 32	28-02-2036	3,125	UI					
11-11-2025	Serie 12	22-01-2028	8,500	UYU					
18-11-2025	Serie 33	22-06-2030	3,000	UI					
25-11-2025	Serie 13	29-06-2030	8,125	UYU					
09-12-2025	Serie 12	22-01-2028	8,500	UYU					
16-12-2025	Serie 5	01-09-2047	2,000	UP					
23-12-2025	Serie 32	28-02-2036	3,125	UI					

1/ Todas las Notas del Tesoro, excepto la Serie 32 en UI y Serie 5 en UP, amortizan en los últimos tres años.

Tabla 7. Títulos de Deuda de Mercado del Gobierno
(al 3 de octubre de 2025)

Mercado internacional

en MONEDA EXTRANJERA

Instrumento	Fecha de emisión	Vencimiento	Cupón (%)	Duración (años)	Vida promedio (años)	Monto emitido (millones de dólares) 1/	Circulante (millones de dólares) 1/	Amortizable	Próximo pago de cupón	Identificador de Bloomberg
Dólares										
Global USD Julio '27	15-07-1997	15-07-2027	7,875	1,7	1,8	510	49	No	15-01-2026	TT334611 Corp
Global USD Octubre '27	27-10-2015	27-10-2027	4,375	1,0	1,1	2100	1269	Si	27-10-2025	QJ2218924 Corp
Global USD '31	23-01-2019	23-01-2031	4,375	3,9	4,3	2441	1879	Si	23-01-2026	AW7271116 Corp
Global USD '33	29-05-2003	15-01-2033	7,875	5,8	7,3	1056	841	No	15-01-2026	EC939210 Corp
Global USD BIICC '34	28-10-2022	28-10-2034	5,750	6,5	8,1	2200	2200	Si	28-10-2025	BZ876934 Corp
Global USD '36	21-03-2006	21-03-2036	7,625	7,2	9,5	1421	1057	Si	21-03-2026	EF330974 Corp
Global USD '37	14-02-2025	14-02-2037	5,442	8,0	10,4	1500	1500	Si	14-02-2026	BZ8769342 Corp
Global USD '45	20-11-2012	20-11-2045	4,125	12,8	19,1	854	731	Si	20-11-2025	EJ442676 Corp
Global USD '50	18-06-2014	18-06-2050	5,100	13,5	23,7	3947	3947	Si	18-12-2025	EK3264687 Corp
Global USD '55	20-04-2018	20-04-2055	4,975	14,6	28,5	2588	2588	Si	20-10-2025	AS2148789 Corp
Global USD '60	09-10-2024	09-10-2060	5,250	15,6	33,9	1298	1298	Si	10-03-2026	YV5672386 Corp
Yenes										
Samurai '26	09-12-2021	09-12-2026	0,670	1,2	1,2	3	3	No	09-12-2025	BS808422 Corp
Samurai '27	13-12-2024	13-12-2027	1,410	2,1	2,2	205	201	No	13-12-2025	YT6589352 Corp
Samurai '28	09-12-2021	08-12-2028	0,840	3,1	3,2	4	4	No	09-12-2025	BS808408 Corp
Samurai '29	13-12-2024	13-12-2029	1,580	4,0	4,2	44	43	No	13-12-2025	YT658966 Corp
Samurai '31	09-12-2021	09-12-2031	1,000	6,0	6,2	3	3	No	09-12-2025	BS808414 Corp
Samurai '31	13-12-2024	13-12-2031	1,680	5,9	6,2	2	2	No	13-12-2025	YT658957 Corp
Samurai '36	09-12-2021	09-12-2036	1,320	10,3	11,2	79	77	No	09-12-2025	BS808417 Corp
Samurai '44	13-12-2024	13-12-2044	2,780	14,6	19,2	69	68	No	13-12-2025	YT659008 Corp
Francos suizos										
Global CHF '30	23/7/2025	07-23-2030	1,040	4,7	4,8	200	201	No	23-07-2026	YN7701470 Corp
Global CHF '35	23/7/2025	07-23-2035	1,618	9,1	9,8	200	201	No	23-07-2026	YN7701488 Corp

en MONEDA LOCAL

Instrumento	Fecha de emisión	Vencimiento	Cupón (%)	Duración (años)	Vida promedio (años)	Monto emitido (millones de dólares) 1/	Circulante (millones de dólares) 1/	Amortizable	Próximo pago de cupón	Identificador de Bloomberg
Pesos uruguayos (UYU)										
Global UYU '28	15-09-2017	15-03-2028	8,500	2,2	2,4	793	640	No	15-03-2026	AP0760557 Corp
Global UYU '31	21-05-2021	21-05-2031	8,250	4,5	5,6	1.288	1.288	No	21-11-2025	BP526500 Corp
Global UYU '33	20-07-2023	20-07-2033	9,750	5,5	7,8	1.494	1.494	No	20-01-2026	ZJ749841 Corp
Unidades Indexadas (UI)										
Global UI '27	03-04-2007	05-04-2027	4,250	1,3	1,3	304	414	Si	05-10-2025	EG3199437 Corp
Global UI '28	15-12-2011	15-12-2028	4,375	2,1	2,2	998	2.268	Si	15-12-2025	EI8993764 Corp
Global UI '30	10-07-2008	10-07-2030	4,000	3,5	3,7	367	1.290	Si	10-01-2026	EH4525315 Corp
Global UI '37	26-06-2007	26-06-2037	3,700	9,0	10,6	299	1.131	Si	26-12-2025	EG5893227 Corp
Global UI '40	02-07-2020	02-07-2040	3,875	10,9	13,5	1.718	2.347	Si	02-01-2026	BK2453227 Corp
Global UI '45	16-05-2024	16-05-2045	3,400	14,0	18,6	1.450	1.535	Si	16-11-2025	ZB990259 Corp

Mercado doméstico

en MONEDA LOCAL

Instrumento	Fecha de emisión	Vencimiento	Cupón (%)	Duración (años)	Vida promedio (años)	Monto emitido (millones de dólares) 1/	Circulante (millones de dólares) 1/	Amortizable	Próximo pago de cupón	Identificador de Bloomberg
Pesos uruguayos (UYU)										
Notas del Tesoro 10	01-02-2023	01-02-2029	10,500	2,9	3,3	164	164	No	01-02-2026	ZM7497484 Corp
Notas del Tesoro 11	07-02-2024	07-12-2026	9,125	1,1	1,2	735	735	No	07-02-2026	ZF9780734 Corp
Notas del Tesoro 12	07-22-2025	22-01-2028	8,500	2,1	2,3	288	288	No	22-01-2026	YM6366731 Corp
Notas del Tesoro 13	05-08-2025	29-06-2030	8,125	4,0	4,7	98	98	No	05-02-2026	YL0389475 Corp
Unidades Indexadas (UI)										
Notas del Tesoro 21	26-11-2014	26-11-2025	4,000	0,1	0,1	620	226	No	26-11-2025	EK9574097 Corp
Notas del Tesoro 25	24-01-2018	24-07-2030	2,900	4,5	4,8	676	676	No	24-01-2026	AR4175741 Corp
Notas del Tesoro 28	20-01-2021	20-01-2026	1,575	0,3	0,3	1.129	194	Si	20-01-2026	BN5826324 Corp
Notas del Tesoro 29	24-08-2021	24-08-2034	2,500	7,2	7,9	1.054	1.054	Si	24-02-2026	BR1714806 Corp
Notas del Tesoro 30	19-01-2022	19-01-2027	1,125	1,3	1,3	954	954	No	19-01-2026	BT5601823 Corp
Notas del Tesoro 31	18-01-2023	18-01-2029	3,250	3,1	3,3	699	699	No	18-01-2026	ZM4879866 Corp
Notas del Tesoro 32	28-02-2024	28-02-2036	3,125	8,2	9,4	226	226	Si	28-02-2026	ZD3376021 Corp
Notas del Tesoro 33	16-09-2025	22-06-2030	3,000	4,4	4,7	95	95	No	22-03-2026	YM8532900 Corp
Unidades Previsionales (UP)										
Notas del Tesoro 2	29-08-2018	29-08-2033	1,800	7,2	6,9	825	825	Si	28-02-2026	AU7040093 Corp
Notas del Tesoro 3	13-05-2019	13-05-2040	2,200	10,7	14,6	1.866	1.866	Si	13-11-2025	ZS6932199 Corp
Notas del Tesoro 4	27-01-2020	27-01-2037	2,450	8,5	10,3	1.893	1.893	Si	27-01-2026	ZP7855163 Corp
Notas del Tesoro 5	01-09-2021	01-09-2047	2,000	13,2	20,9	1.863	1.863	Si	01-03-2026	BR2601176 Corp
Notas del Tesoro 6	20-07-2023	20-07-2036	2,250	8,8	9,8	689	689	Si	20-01-2026	ZJ8592405 Corp
Notas del Tesoro 7	21-02-2024	21-02-2029	1,200	2,3	2,4	609	609	Si	21-02-2026	ZD1725781 Corp
Unidades Reajustables (UR)										
Notas del Tesoro 1	31-03-2014	31-03-2044	2,250	15,2	18,8	1.492	1.492	Si	31-03-2026	•

1/ Equivalente en dólares al 3 de octubre de 2025.
Fuente: Unidad de Gestión de Deuda y Bloomberg.

II. ANEXO METODOLÓGICO

1. Nuevo marco fiscal introducido en el Proyecto de Ley de Presupuesto 2025-2029 presentado al Parlamento[6]

Para reforzar la solidez y previsibilidad del programa de convergencia fiscal de Uruguay, el Proyecto de Ley de Presupuesto 2025-2029 introduce un conjunto de reformas al marco fiscal existente, alineadas con avances en la literatura académica y las mejores prácticas internacionales. También incorpora lecciones derivadas de la implementación de la regla durante el período 2020-2024. De hecho, la administración anterior encargó un informe al Banco Interamericano de Desarrollo (BID) titulado "Propuestas para continuar fortaleciendo el Marco Fiscal en Uruguay", el cual constituye un insumo significativo para la nueva propuesta.

Para reforzar el compromiso con la disciplina fiscal, la nueva institucionalidad se basa en una regla fiscal dual que incluye: (i) un ancla de mediano plazo de la deuda neta como porcentaje del PIB y (ii) metas operacionales de corto plazo (una meta indicativa en el resultado fiscal estructural y un tope legal sobre el endeudamiento neto), consistentes con la estabilización de la deuda neta a mediano plazo, por debajo de la nueva ancla de deuda prudente.[7] También introduce un conjunto de mecanismos de corrección para mantener el camino de convergencia fiscal en curso.

Las instituciones fiscales también se fortalecen, ya que el Consejo Fiscal evolucionará de un organismo asesor a una institución autónoma, con un mandato más amplio y una mayor capacidad técnica. Esto mejorará la supervisión independiente y la transparencia.

El Proyecto de Ley de Presupuesto 2025-2029 busca reducir el déficit como porcentaje del PIB y estabilizar la deuda a mediano plazo, por debajo de la nueva ancla de deuda prudente. Contempla un aumento permanente en el gasto social y la inversión, que se financiará mediante un incremento gradual de los ingresos a través de la modernización y mayor eficiencia de la administración tributaria, la reducción del fraude fiscal, la implementación del impuesto mínimo global y la racionalización de ciertos impuestos.

Estimación del Ancla de Deuda

La calibración del ancla de deuda requirió estimar dos conceptos clave asociados al nivel de la deuda pública neta respecto al PIB:

- Límite de deuda: el nivel más allá del cual la sostenibilidad de la deuda pública se vería gravemente comprometida. Cruzar este umbral implicaría un alto riesgo de perder acceso a los mercados financieros e incluso una reestructuración de la deuda.
- Ancla de deuda: un nivel prudente del cociente de deuda neta sobre PIB que sea consistente con la sostenibilidad de las finanzas públicas, de modo que la probabilidad de exceder el límite de deuda en los próximos cinco años permanezca por debajo del 1%.

Se aplicaron dos enfoques principales para estimar el límite de deuda pública de Uruguay:

- Fatiga fiscal: En teoría, cualquier nivel de deuda puede estabilizarse mediante un ajuste suficientemente grande en el resultado primario. Sin embargo, en la práctica, los gobiernos enfrentan restricciones políticas e institucionales que limitan su capacidad para aumentar ingresos o reducir gastos. A medida que la deuda aumenta, el margen para ajustes disminuye, y más allá de cierto punto, los mayores pagos de intereses no pueden compensarse con superávits primarios. En este umbral, la deuda se vuelve insostenible, definiendo el límite de deuda.

---

[6] Elaborado por Giuliano Cantisani y Joaquín Torres, Asesores de la Dirección de Política Económica del Ministerio de Economía y Finanzas del Uruguay.

[7] El nuevo marco elimina el tope objetivo para el crecimiento del gasto primario real, el cual estaba previamente asociado con la estimación del crecimiento potencial de la economía. Como se señala en la Exposición de Motivos, la eliminación del límite de crecimiento del gasto primario evita inconsistencias entre objetivos operativos, reduce la superposición de dimensiones similares y previene la sobredeterminación del marco fiscal. La evidencia empírica apoya el mantenimiento de los objetivos de la regla fiscal estructural sobre los objetivos de gasto, ya que estos últimos no solo son menos comunes a nivel mundial, sino que generalmente también presentan las tasas de cumplimiento regionales más bajas.

- Disciplina de mercado: Este enfoque se centra en la relación entre los niveles de deuda pública y los *spreads* soberanos. La evidencia sugiere que esta relación es no lineal: por encima de un umbral crítico, los *spreads* aumentan drásticamente y pueden alcanzar niveles incompatibles con el acceso voluntario continuo al mercado.

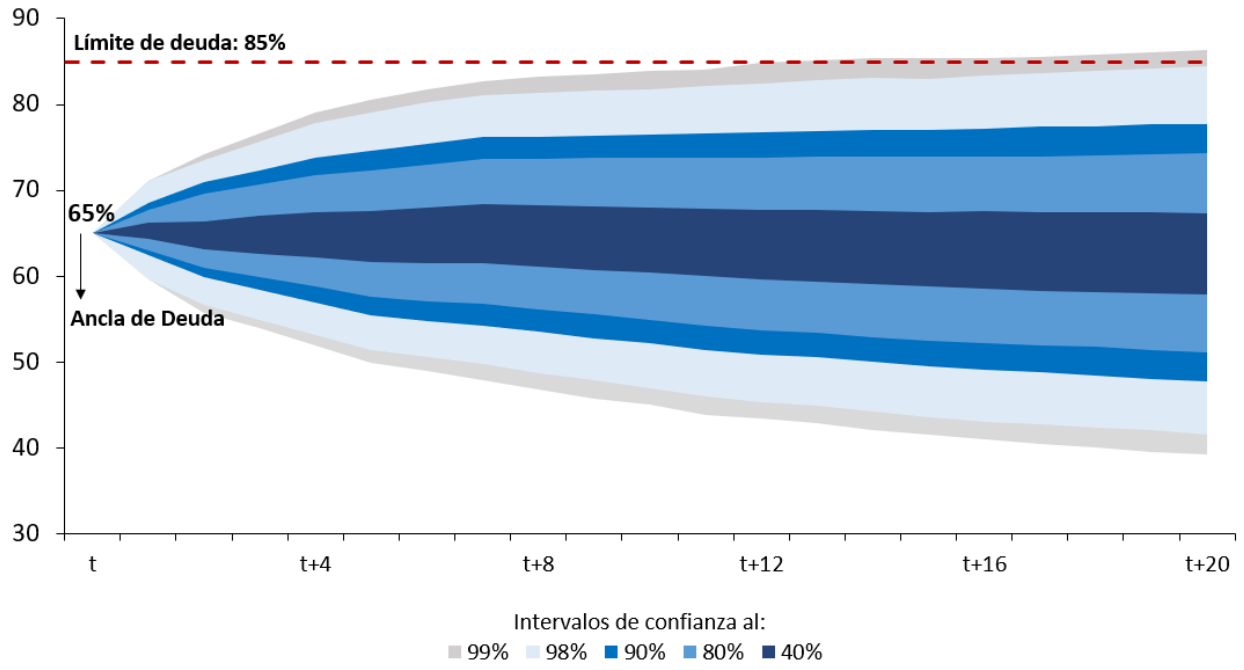
Basado en ambos enfoques, se estimó un conjunto de modelos (modelos de series de tiempo y de panel) utilizando datos actualizados a 2024, y se calculó que el límite de la deuda neta de Uruguay era del 85% del PIB.

El ancla fiscal a mediano plazo se calibró a través de modelos que capturan la dinámica conjunta de los principales determinantes del cociente deuda neta sobre PIB: resultado primario, crecimiento real del PIB y deflactor del PIB, inflación, movimientos del tipo de cambio, cambios en el índice medio de salarios (relevante dado el porcentaje de deuda indexada a salarios), tasas de interés en diferentes monedas (USD, UYU, UI, UR/UP) y activos de reserva del Gobierno Central.

Diversas simulaciones que introducen *shocks* aleatorios a estos determinantes, permitieron estimar la probabilidad de superar el límite de deuda en diferentes escenarios. El criterio adoptado establece el ancla de deuda en el nivel que asegura una probabilidad de no más del 1% de superar el límite en cinco años.

Los resultados indican que un porcentaje de deuda neta del 65% del PIB cumple con este estándar y, por lo tanto, servirá como el ancla fiscal a mediano plazo de Uruguay.

Figura 4. Calibración del Ancla de Deuda Neta
(% del PIB, datos trimestrales)



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas.

2. Cálculo de los cocientes de deuda sobre PIB

La Exposición de Motivos del Proyecto de Ley de Presupuesto Quinquenal describe un cambio en el cálculo de los cocientes deuda sobre PIB, efectivo a partir de finales de 2025. El nuevo enfoque expresará tanto el numerador (deuda bruta total y deuda neta) como el denominador (PIB nominal) en moneda local (pesos uruguayos nominales, UYU).

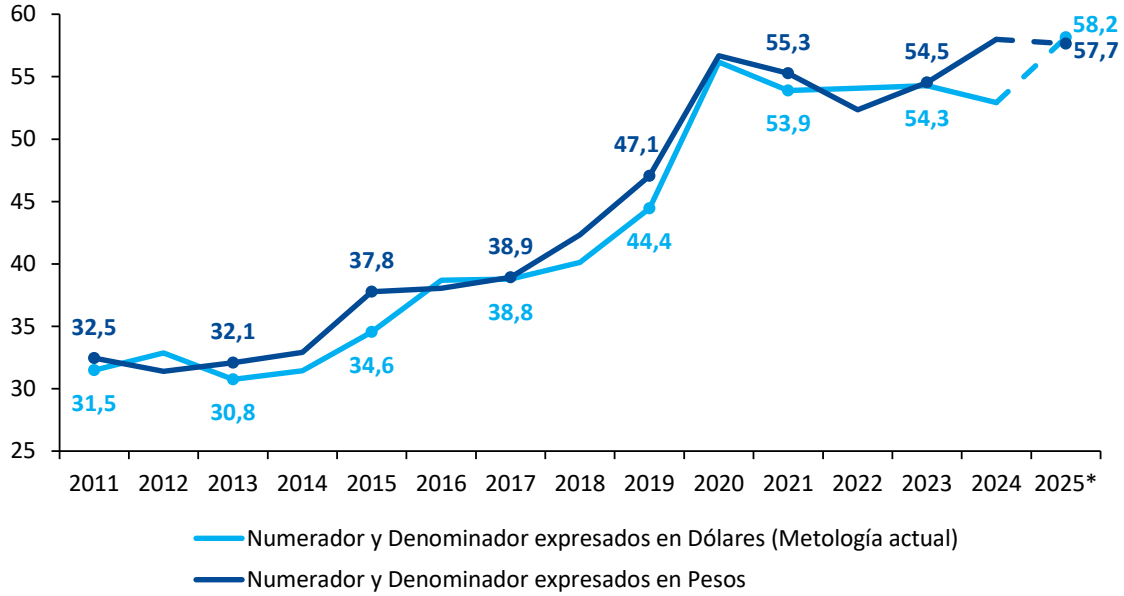
Actualmente, los cocientes deuda sobre PIB se calculan tomando la división entre: (i) la deuda total medida en dólares al final de cada período (utilizando los tipos de cambio nominales de fin de período para expresar la deuda en moneda local y otras denominaciones extranjeras en dólares estadounidenses, así como los valores de las monedas locales indexadas al IPC y a salarios, UI y UR/UP) y (ii) el PIB nominal medido en

dólares (utilizando el tipo de cambio nominal promedio del período para convertir los números de PIB en moneda local a dólares).

Cuando el tipo de cambio promedio anual y el de fin de período son similares, la metodología actual produce resultados comparables al calcular el cociente en moneda local nominal. Sin embargo, cuando las fluctuaciones en el tipo de cambio nominal durante el año hacen que las tasas promedio y de fin de período difieran sustancialmente, pueden surgir diferencias notables entre ambos enfoques.

El gráfico a continuación ilustra el cociente deuda neta sobre PIB histórico de 2011 a 2024, calculada usando ambas metodologías, junto con una proyección para finales de 2025 basada en estimaciones impulsadas por modelos realizados para el Proyecto de Ley de Presupuesto.

Figura 5. Evolución de la Deuda Neta del Gobierno
(% del PIB)



Los datos históricos revelan una alta correlación entre las dos metodologías para calcular el cociente deuda neta sobre PIB, con valores idénticos en ciertos años (por ejemplo, 2017 y 2023). Sin embargo, en otros años surgen disparidades debido a fluctuaciones en los tipos de cambio intra-anuales y de fin de período, así como a la composición de la deuda bruta (y activos) en moneda local y extranjera.

De 2011 a 2024, el cociente deuda neta sobre PIB calculado en dólares estadounidenses (metodología actual) fue, en promedio, 1 punto porcentual más bajo que el cociente calculado en moneda local (pesos uruguayos, UYU), con una discrepancia promedio anual del -1% del PIB. La mayor divergencia ocurrió en 2024, cuando el cociente expresado en dólares fue 5,1 puntos porcentuales más bajo que el expresado en moneda local. En contraste, en 2022, el cociente basado en dólares superó al de moneda local en 1,7 puntos porcentuales. Durante los 15 años, el cociente en dólares fue menor que el de moneda local en 11 años, con márgenes variables, aunque las desviaciones estándar de las dos series son similares.

A partir de los datos de finales de 2025, las estadísticas oficiales del gobierno para la deuda bruta y neta como porcentaje del PIB adoptarán la metodología en moneda local, expresando tanto la deuda como el PIB en UYU. El cociente del ancla de deuda ha sido calibrado econométricamente utilizando la serie temporal expresada en moneda local para reflejar este cambio próximo.

Este cambio está respaldado por tres consideraciones clave:

- *Alineación con estándares internacionales:* La mayoría de las agencias calificadoras y organismos multilaterales que analizan la deuda de Uruguay calculan el cociente respecto al PIB utilizando moneda local para ambos, lo que hace que esta metodología sea consistente con las prácticas globales y facilite la comparabilidad.

- *Estimaciones más prudentes:* Históricamente, el ratio de deuda sobre PIB calculado como cocientes expresados en moneda local ha sido más alto que el basado en dólares. Adoptar este enfoque refleja una postura más cautelosa en la gestión macroeconómica y financiera.

- *Progreso en la desdolarización:* Anteriormente, cuando la mayoría de la deuda estaba denominada en moneda extranjera, expresar el cociente en dólares era práctico. Sin embargo, con la deuda en moneda local ahora representando más de la mitad de la cartera, calcular el cociente en UYU se alinea con los esfuerzos continuos de desdolarización de Uruguay.

Dadas las proyecciones del tipo de cambio nominal para el resto de 2025 a fines de agosto, la transición metodológica en 2025 parece ser oportuna. Las proyecciones basadas en modelos indican que el cociente de deuda sobre PIB bajo ambas metodologías será casi equivalente, con una discrepancia mínima de -0,5%, la mitad de la diferencia anual promedio observada durante el período. En general, este cambio metodológico previsto busca garantizar mayor precisión y relevancia en la presentación de las métricas fiscales de Uruguay.

3. Programa financiero del Gobierno y proyección de dinámica de deuda sobre PIB 2025-2029

El programa financiero del Gobierno para 2025–2029 describe las necesidades de financiamiento anuales y las fuentes de financiación. Los requerimientos brutos de financiamiento abarcan el déficit fiscal primario, los pagos de intereses netos, la amortización (tanto contractuales como anticipadas) de emisiones de mercado y préstamos, y los cambios en los activos financieros. La financiación provendrá principalmente de emisiones de bonos soberanos en los mercados doméstico e internacional, complementada por desembolsos de préstamos de organismos multilaterales, incluidas el Banco Interamericano de Desarrollo, el Banco Mundial, la Corporación Andina de Fomento y Fonplata.

Tabla 8. Necesidades de Financiamiento y Fuentes de Financiamiento Proyectadas del Gobierno Central
(en millones de USD))

	2025	2026	2027	2028	2029
NECESIDADES	**6.326**	**6.667**	**6.843**	**6.254**	**6.078**
Déficit primario[1/]	1.340	1.345	902	458	3
Pago de Intereses[2/]	2.169	2.381	2.520	2.655	2.861
Amortizaciones de Títulos de Mercado y Préstamos[3/]	2.763	2.908	3.431	3.155	3.188
Variación de Activos Financieros	54	33	-10	-14	26
FUENTES	**6.326**	**6.667**	**6.843**	**6.254**	**6.078**
Desembolsos con Org. Multilaterales e Inst. Financieras	533	600	600	500	500
Emisión Total de Títulos de Mercado[4/]	5.698	5.966	6.145	5.652	5.467
Otros (neto)[5/]	95	101	98	102	111
Memo: Endeudamiento Neto del Gobierno (ENG)	3.414	3.625	3.324	3.011	2.753

Notas:
Las cifras se basan en proyecciones fiscales y supuestos macroeconómicos a agosto de 2025.
1/ Incluye pagos de intereses al Fideicomiso de Seguridad Social (FSS) y al Fideicomiso SiGa por la tenencia de valores gubernamentales.
2/ Incluye vencimientos contractuales y bonos recomprados que vencen en años posteriores
3/ Variación de activos líquidos del Tesoro y otros activos financieros (activos de los fideicomisos SiGa y activos con otras entidades del sector público, resultantes de préstamos contratados contractualmente por la República en su nombre); un valor negativo (-) implica una desacumulación de activos (reducción de activos).
4/ Incluye bonos emitidos en los mercados doméstico e internacional.
5/ Refleja el efecto neto de operaciones de financiación que no impactan las estadísticas de deuda bruta; efectos de valoración de mercado para emisiones de bonos con precios por encima o por debajo de la par; y fuentes financieras de aumento de efectivo del Tesoro que no implican ingresos gubernamentales en las estadísticas fiscales.

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas.

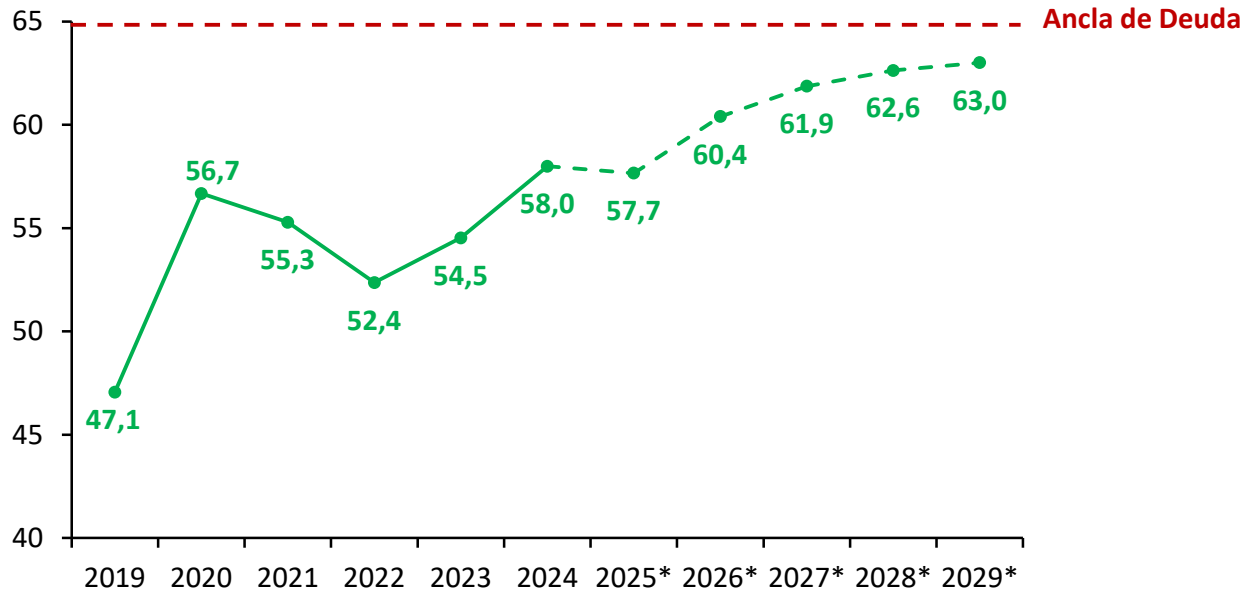
El plan de endeudamiento se basa en un escenario macroeconómico y financiero base, que incorpora proyecciones fiscales para el resultado primario, perfiles de servicio de deuda (intereses y amortizaciones), estrategias de financiación en el mercado de bonos, desembolsos de organismos multilaterales y objetivos de gestión de deuda. Un objetivo clave es avanzar en la desdolarización, apuntando a que al menos el 57% de la deuda total esté en moneda local para fines del período, frente a aproximadamente el 52% en 2024.

Para alcanzar esto, el Gobierno priorizará la profundización del financiamiento en moneda local en el mercado doméstico y mantendrá una composición equilibrada de monedas en las emisiones de deuda internacional. Los esfuerzos se centrarán en minimizar los costos de financiación fiscal, diversificar la base de inversores, mejorar la liquidez en las curvas de rendimiento en moneda local y promover actividades de creación de mercado por parte de instituciones financieras nacionales y extranjeras. Además, se espera que los organismos de crédito multilaterales proporcionen el 14% de las necesidades de financiamiento, con acceso continuo a líneas de crédito precautorias para fortalecer las reservas de liquidez contingente.

Este programa financiero es un insumo crítico para proyectar la trayectoria del cociente de deuda sobre PIB durante el período de cinco años y evaluar su sostenibilidad en relación con el ancla fiscal del 65% del PIB. Las proyecciones indican una disminución en los cocientes de deuda bruta y neta respecto al PIB para fines de 2025 en comparación con 2024, con la deuda bruta disminuyendo en 0,8 puntos porcentuales y la deuda neta en 0,3 puntos porcentuales. En 2026, se espera que el ratio de deuda neta sobre PIB aumente aproximadamente 2,7 puntos porcentuales desde los niveles de 2025. A partir de 2027, se proyecta que la tasa de crecimiento del cociente de deuda neta sobre PIB se desacelere, impulsada por el programa de convergencia fiscal, el crecimiento económico sostenido y las variaciones del tipo de cambio nominal alineadas con el diferencial de inflación proyectado entre Uruguay y EE. UU. Para 2029, se espera que el ratio de deuda neta sobre PIB se estabilice en aproximadamente el 63%, 2 puntos porcentuales por debajo del ancla fiscal.

Esta trayectoria respalda la sostenibilidad fiscal y refleja el compromiso continuo de Uruguay con una gestión prudente de la deuda y la desdolarización.

Figura 6. Dinámica Proyectada de la Deuda Neta del Gobierno respecto al PIB



4. Tope Legal de Endeudamiento Neto del Gobierno para 2026

<u>Evolución del Marco Legal para el Tope de Endeudamiento Neto del Gobierno</u>

De 2020 a 2025, el límite legal para el endeudamiento neto del gobierno se denominó en millones de dólares estadounidenses, un cambio respecto al marco anterior (vigente hasta 2019) que establecía el tope en UI. Este cambio, introducido en 2020, buscaba mejorar la claridad y simplicidad para la comunidad financiera internacional, particularmente en medio de la pandemia global. El tope basado en dólares también estaba diseñado para introducir un elemento contracíclico en la política fiscal. Durante períodos de aceleración económica, la apreciación cíclica de la moneda local, combinada con emisiones en moneda local que superan las amortizaciones de deuda en los últimos años, podría inflar las emisiones netas cuando se expresan en USD, haciendo que el límite sea más restrictivo y se alinee con una gestión fiscal prudente.

Sin embargo, la implementación práctica reveló desafíos. Establecer el tope en USD, mientras que las proyecciones presupuestarias están principalmente en moneda local, introdujo volatilidad debido a las fluctuaciones del tipo de cambio. Una apreciación de la moneda local más allá de los supuestos en el programa macroeconómico podría dificultar el cumplimiento del límite legal, incluso en ausencia de políticas fiscales imprudentes o errores de planificación. Esta volatilidad proviene de movimientos exógenos del tipo de cambio, con la restrictividad del tope, influenciada además por el momento de las fluctuaciones al alza o a la baja del tipo de cambio y el cronograma de las operaciones de endeudamiento y amortización de deuda, que se convierten a USD al tipo de cambio vigente.

Propuesta de Cambio a un Tope Legal Denominado en UI

Para mejorar la consistencia y previsibilidad en la planificación fiscal, se propone que el límite legal para el endeudamiento neto se redefina en UI a partir de 2026. Dado que los ingresos y gastos del gobierno están predominantemente denominados en moneda local, indexar el tope a UI (una variable más estable y predecible) se alinea más estrechamente con la programación fiscal a mediano plazo. Este enfoque mitiga la volatilidad introducida por las fluctuaciones del tipo de cambio y apoya una política fiscal disciplinada, dado que el endeudamiento financia el déficit fiscal, que también está principalmente en moneda local.

Para 2026, el tope legal propuesto para el endeudamiento neto es de UI 25.115 millones, equivalente a aproximadamente USD 3.992 millones según las proyecciones de tipo de cambio utilizadas en la Exposición de Motivos del Proyecto de Ley. El programa financiero del Gobierno Central proyecta un endeudamiento neto de USD 3.635 millones para 2026.

UNIDAD DE GESTIÓN DE DEUDA PÚBLICA

Herman Kamil (Director)

Victoria Buscio (Asesora Principal)

Gabriela Billeci (Asesora Senior)

Joaquín Álvarez (Asesor)

Stefanía Nova (Asesora)

Mathías De León (Asesor)

Antonella Di Conza (Asesora)

Gabriela Tobías (Asesora Jurídica)

Fernando Scelza (Asesor Legal)

INFORMACIÓN DE CONTACTO

☎ +598 2 1712 int. 2785/2786/2957

Email: debtinfo@mef.gub.uy

Página web: deuda.mef.gub.uy