



ECONOMÍA & FINANZAS

NEWSLETTER  
DICIEMBRE

FINANCIAMIENTO DE INFRAESTRUCTURA

 EDITORIAL

## Cómo financiar infraestructura cuando las cuentas fiscales son estrechas

La región atraviesa un escenario fiscal muy complejo, marcado por déficits primarios persistentes que se profundizaron después de la pandemia. Los países que ya tenían desequilibrios previos han visto deteriorarse aún más su situación y son pocos los que han logrado volver a superávits o reducir sus déficits a niveles sostenibles. Esto vuelve a colocar la disciplina fiscal como una prioridad, especialmente ahora que las reglas fiscales, antes suspendidas por la emergencia sanitaria, vuelven a aplicarse plenamente. Como resultado, los gobiernos enfrentan mayores restricciones para expandir el gasto público, lo que limita directamente la posibilidad de ejecutar nuevas obras de infraestructura.

La inversión en infraestructura es clave para el crecimiento económico, la productividad y la generación de beneficios de largo plazo. Su desaceleración reduce la capacidad de desarrollo futuro, por lo que cobran relevancia alternativas de financiamiento que permitan avanzar sin aumentar el déficit. Entre ellas se destacan los modelos con participación privada y los esquemas de repago por usuarios, que pueden ejecutar obras estratégicas sin impacto fiscal inmediato. Para entender su importancia es necesario analizar cómo funciona la contabilidad pública y cómo los distintos contratos inciden en los resultados fiscales.

Uruguay, como la mayoría de los países de la región, utiliza el Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas del FMI como referencia para registrar ingresos, gastos, activos y pasivos del sector público. Este marco define si una inversión debe considerarse pública, afectando déficit y deuda, o si puede clasificarse como privada aunque esté vinculada a un servicio público. La clasificación depende principalmente de dos factores: quién controla el activo y qué riesgos asume cada parte. Solo se incorpora al balance del Estado cuando este mantiene el control económico y obtiene los beneficios asociados. Si la operación, el mantenimiento, la tecnología y los ingresos están en manos del sector privado, la inversión no se registra como pública, como ocurre con muchas concesiones viales, portuarias o plantas de tratamiento.

El segundo criterio fundamental es la asignación de riesgos. Para que una inversión no afecte el déficit, el privado debe asumir riesgos reales de construcción, disponibilidad, operación o demanda. Si el Estado garantiza ingresos mínimos, cubre sobrecostos o establece pagos fijos sin relación con el desempeño, entonces la inversión debe registrarse como gasto público. Este marco contable opera junto con una restricción normativa local: el Tope de Pasivos Firmes y Contingentes definido por el Ministerio de Economía y Finanzas, que fija límites estrictos al valor presente y a los pagos anuales asociados a contratos PPP. Estos límites, incorporados al presupuesto quinquenal, reducen el espacio para expandir estas modalidades aunque no generen impacto en el déficit según los criterios del FMI.

La obra pública tradicional siempre se registra como gasto de capital y aumenta el déficit. En cambio, las PPP pueden mantenerse fuera del balance cuando están bien estructuradas y el privado asume los riesgos principales. Lo mismo sucede con los proyectos financiados mediante repago por usuarios, como los peajes, que no requieren recursos presupuestarios. La clave está en diseñar modelos donde la transferencia de riesgos sea efectiva y el Estado no retenga el control económico del activo.

El Presupuesto 2025-2029 prevé más de 3.268 millones de dólares en nuevas obras, lo que obliga a priorizar esquemas que no incrementen el déficit. Más de dos mil millones se destinan a transporte y logística, un sector donde las concesiones y las PPP tienen especial relevancia. Agua, riego y saneamiento suman más de 540 millones y presentan oportunidades para aplicar esquemas con repago parcial por usuarios. En desarrollo territorial y movilidad urbana, con 380 millones proyectados, es posible combinar financiamiento público y privado o implementar PPP de escala media. Los sectores de salud y seguridad, aunque de menor tamaño, también han demostrado capacidad para atraer participación privada.

En definitiva, Uruguay debe sostener un nivel alto de inversión sin comprometer el equilibrio fiscal. Esto requiere ampliar el uso de modelos de financiamiento que permitan ejecutar infraestructura sin afectar el déficit, aprovechando los criterios contables vigentes y fortaleciendo el rol del sector privado en áreas con capacidad de repago o donde la transferencia de riesgos puede realizarse de manera eficiente. La restricción fiscal no elimina la necesidad de invertir, pero exige innovar en la forma de hacerlo.

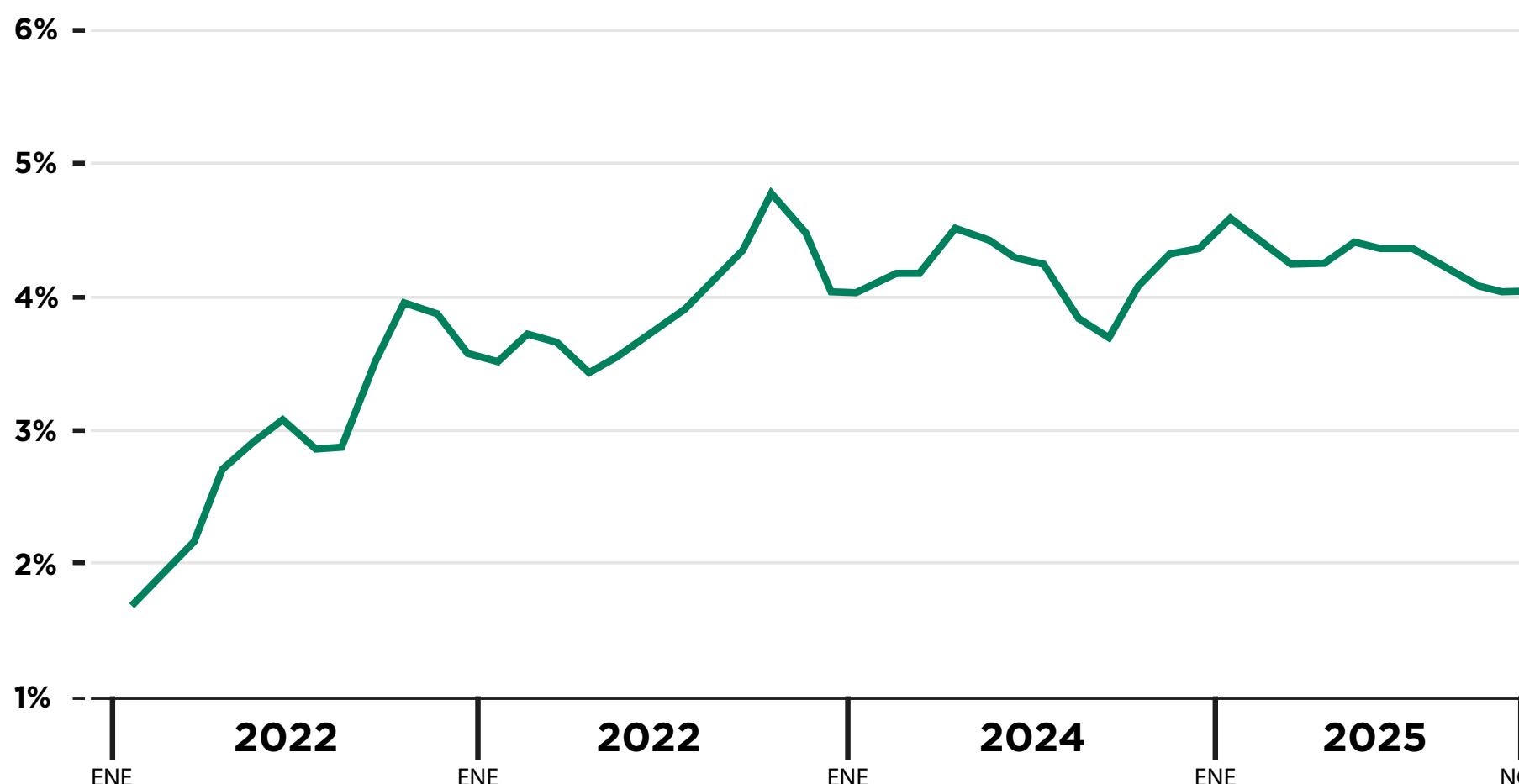


# Indicadores Sectoriales

- Tasas internacionales
- Número de PPPs
- Evolución CAPM
- Financiamiento de PPPs

# Tasas Internacionales

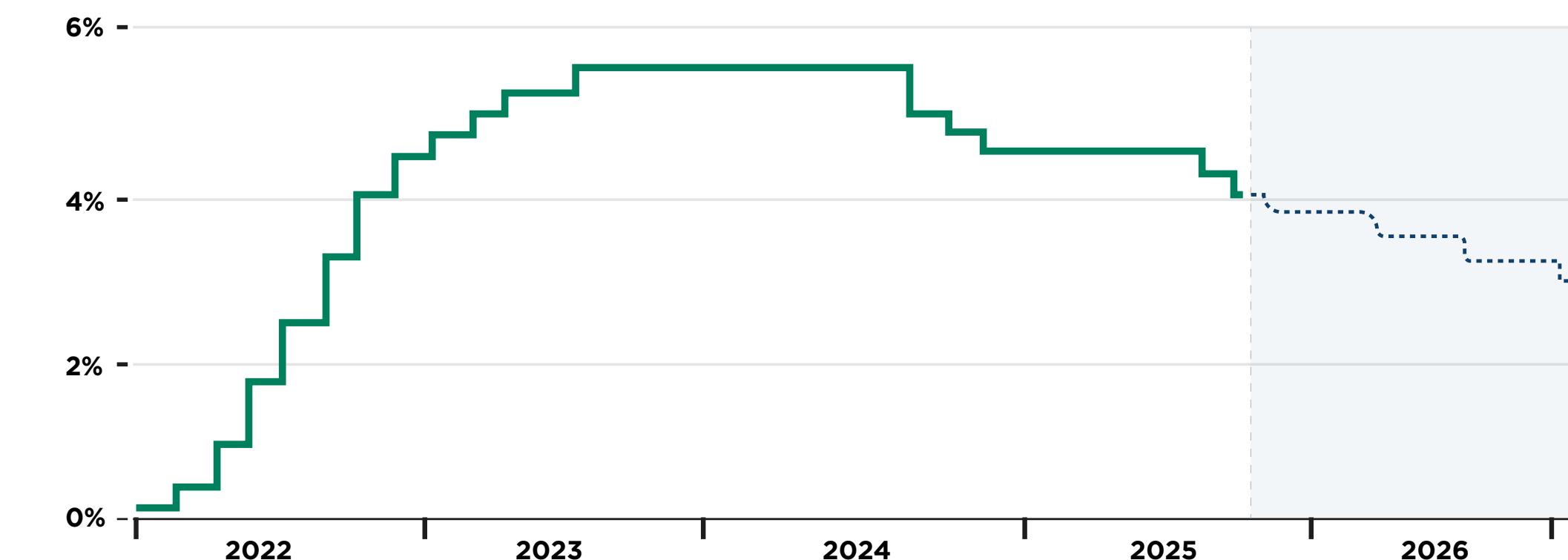
## Tasa 10Y USA



*FUENTE: FED*

- El bono del Tesoro estadounidense a 10 años se ha mantenido con un rendimiento elevado en los últimos meses, rondando el 4,1% anual a diciembre de 2025.
  - Los analistas prevén que el rendimiento del bono a 10 años se mantendrá relativamente estable y alto en el mediano plazo, con ligeras variaciones. Una encuesta de Reuters en noviembre proyectó que la tasa se ubicará cerca de 4,2% dentro de un año, reflejando la idea de que permanecerá en torno a los niveles actuales.
  - La solidez de la economía de EE.UU. y las políticas fiscales expansivas (como los recortes de impuestos y mayor gasto propuestos) alimentan expectativas de mayor deuda e inflación, lo que ha frenado las bajas de tasas y empujado los rendimientos a 10 años al alza.

## Tasa de Política Monetaria



\*Proyecciones para lo que resta de 2025 y 2026

\*Valor del límite superior de la tasa

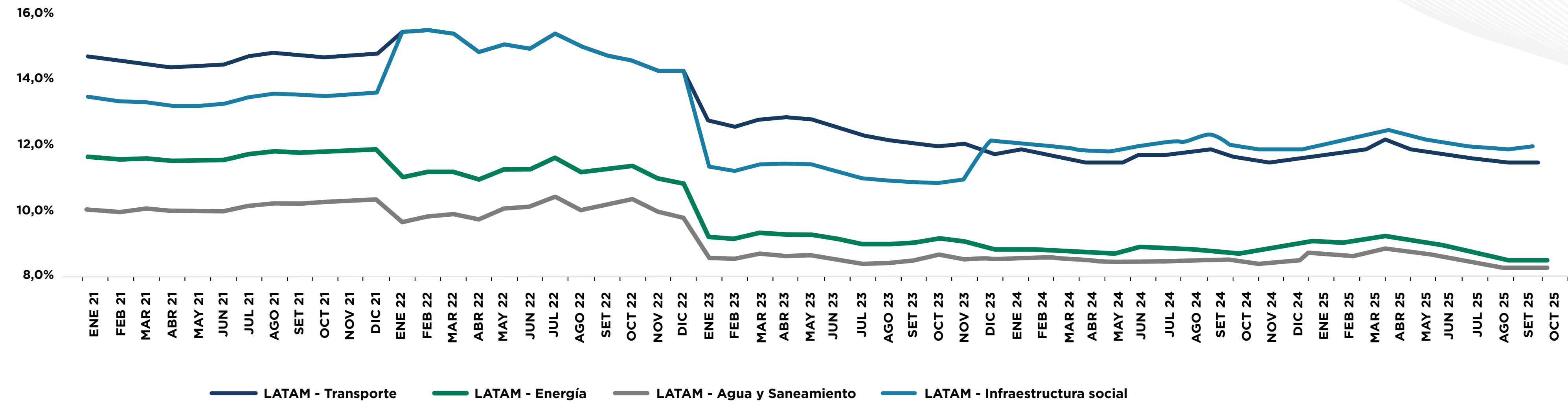
FUENTE: F

- El pasado 10 de diciembre la FED decidió bajar la tasa de interés de política monetaria en 0,25 puntos porcentuales, a un rango objetivo de 3,50% - 3,75%. La medida se justificó señalando que la actividad económica se expande a un ritmo moderado, la creación de empleo se ha desacelerado y la tasa de desempleo ha aumentado levemente, a pesar de que la inflación ha repuntado permaneciendo algo por encima de la meta del 2%.
  - De cara al futuro, la Fed mantuvo un tono prudente, sugiriendo que la tasa se aproxima al nivel neutral y se está “bien posicionado para esperar y ver” cómo evoluciona la economía. Para 2026 se proyecta solo un recorte adicional.




**MONITOR DE INDICADORES**

## ■ Evolución CAPM



CAPM:  $ke = rf + Beta \text{ leverage} (rm - rf) + \text{Riesgo país ke}$  || Tasa de rentabilidad requerida ||  $rf$ : Tasa libre de riesgo (10y treasury bond USA) || Beta leverage: Beta unleverage \* {1 + (1 - tasa de impuestos país) \* ratio deuda(60) / equity (40)} ||  $rm$ : Riesgo de mercado

Se toma el promedio simple de los países relevados por sector (Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay). Se excluye a Argentina porque presenta tasas significativamente superiores y distorsionan el análisis realizado.

- Caída significativa de las tasas requeridas CAPM a inicios de 2023 en todos los sectores, explicado por el ajuste en los betas (riesgo sistemático) a partir de esa fecha.
- Persisten brechas entre sectores: La infraestructura hospitalaria sigue siendo el más riesgoso; Agua y Saneamiento el más estable con la tasa más baja.
- En lo que va del año, las rentabilidades no han mostrado grandes volatilidades y, en los últimos meses, se registran los valores más bajos de toda la serie.



# Financiamiento de PPPs

	POSICIÓN	PUNTUACIÓN GENERAL	FINANCIAMIENTO
 <b>BRASIL</b>	<b>1</b>	<b>77,9</b>	<b>82,8</b>
 <b>CHILE</b>	<b>2</b>	<b>76,9</b>	<b>82,5</b>
 <b>COLOMBIA</b>	<b>3</b>	<b>70,3</b>	<b>76,9</b>
 <b>MÉXICO</b>	<b>8</b>	<b>59,4</b>	<b>76,5</b>
 <b>URUGUAY</b>	<b>4</b>	<b>65,8</b>	<b>76,1</b>
 <b>PERÚ</b>	<b>5</b>	<b>65,2</b>	<b>75,5</b>
 <b>PARAGUAY</b>	<b>14</b>	<b>50,7</b>	<b>56,2</b>
 <b>ARGENTINA</b>	<b>16</b>	<b>41,6</b>	<b>48,6</b>

## Puntuación general

- Las posiciones permanecen consistentes tanto en el índice global como en el componente de financiamiento.
- Según el Infrascopio, Uruguay muestra aspectos como la preparación de proyectos y sostenibilidad, así como la evaluación del rendimiento e impacto (dos indicadores del índice), calificados como "emergentes" y con valoraciones bajas.
- Se recomienda incorporar evaluaciones del impacto climático y su alineación con los ODS. Uruguay tiene normativas ambientales, pero carece de un mecanismo que evalúe la alineación de los impactos con los objetivos climáticos y los ODS.

## Componente financiamiento

- Brasil y Chile destacan en este ámbito, posicionándose como los líderes de la región con una ventaja significativa.
- En 2018, Chile creó el Fondo de Infraestructura mediante una ley que establece una empresa pública autónoma con gobierno corporativo moderno y patrimonio propio, destinada a impulsar obras de infraestructura.
- Uruguay sobresale en acceso al capital con un puntaje de 98,3. Esto incluye mediciones sobre el coste medio del capital, apoyo financiero del gobierno, portabilidad de capitales y comportamiento de la deuda.

FUENTE: Infrascopio 2023/2024

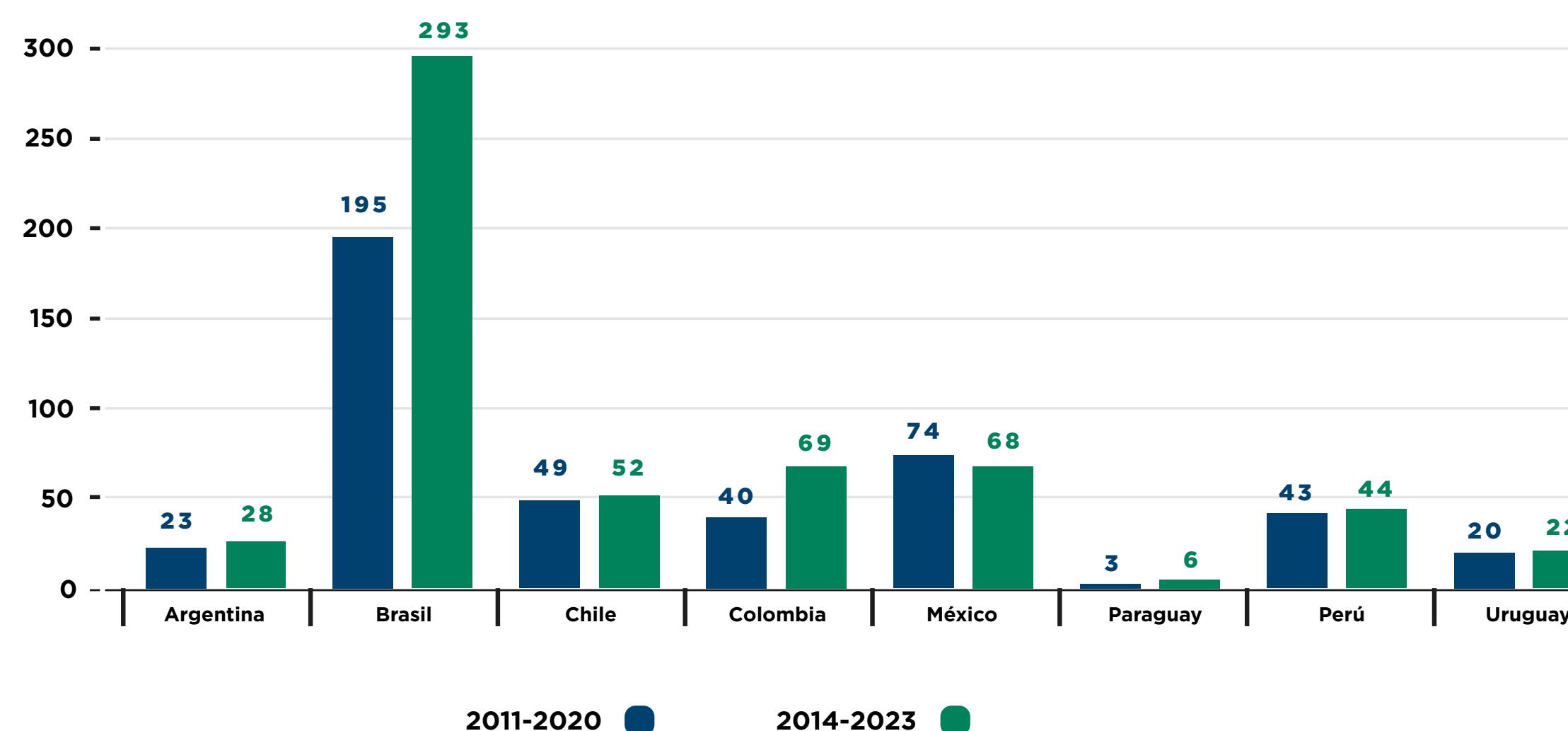
El infrascopio abarca a las PPP como aquellos proyectos; cuando el gobierno emprende una inversión inicial y unos requisitos financieros menores pero transfiere al sector privado los riesgos de explotación mantenimiento y demanda al sector privado; cuando el Gobierno construye y financia un proyecto y posteriormente transfiere al sector privado el riesgo comercial; y cuando el gobierno financia la deuda mientras que el sector privado aporta capital y construye explota y mantiene el proyecto asumiendo un importante riesgo de demanda. Índice de Financiamiento, incluye indicadores sobre la estructura y fuentes de financiamiento (6 indicadores), el acceso al financiamiento (4 indicadores), y el entorno macroeconómico (2 indicadores)




**MONITOR DE INDICADORES**

# Número de PPPs

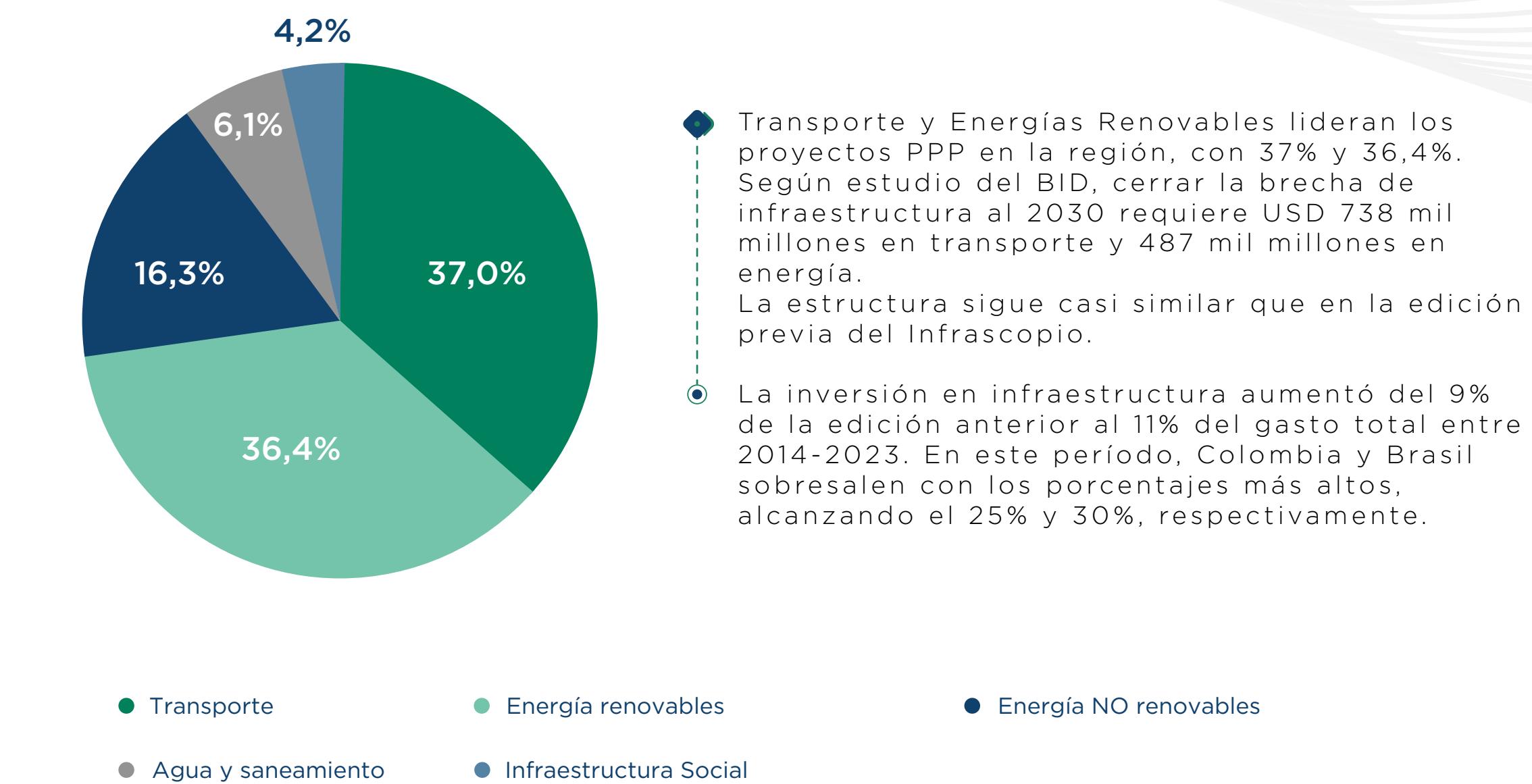
## ➤ Número de PPPs que alcanzaron el cierre financiero



FUENTE: Infraescopio 2023/2024

- En la última década, la inversión en proyectos de infraestructura bajo esta modalidad creció a un promedio anual de 3,8% entre 2011 y 2023.
- Entre 2014 y 2023, se alcanzaron el cierre financiero de 640 PPPs en la región, con Brasil liderando con 293 proyectos, representando el 45,8% del total de la región.
- Entre 2011 y 2023, la inversión total en proyectos fue de USD 185,2 billones. De 2014 a 2023, alcanzó más de USD 160 billones, un 14% más que los USD 141 billones de 2011-2020.

## ➤ Número de PPPs por Sector 2014 - 2023



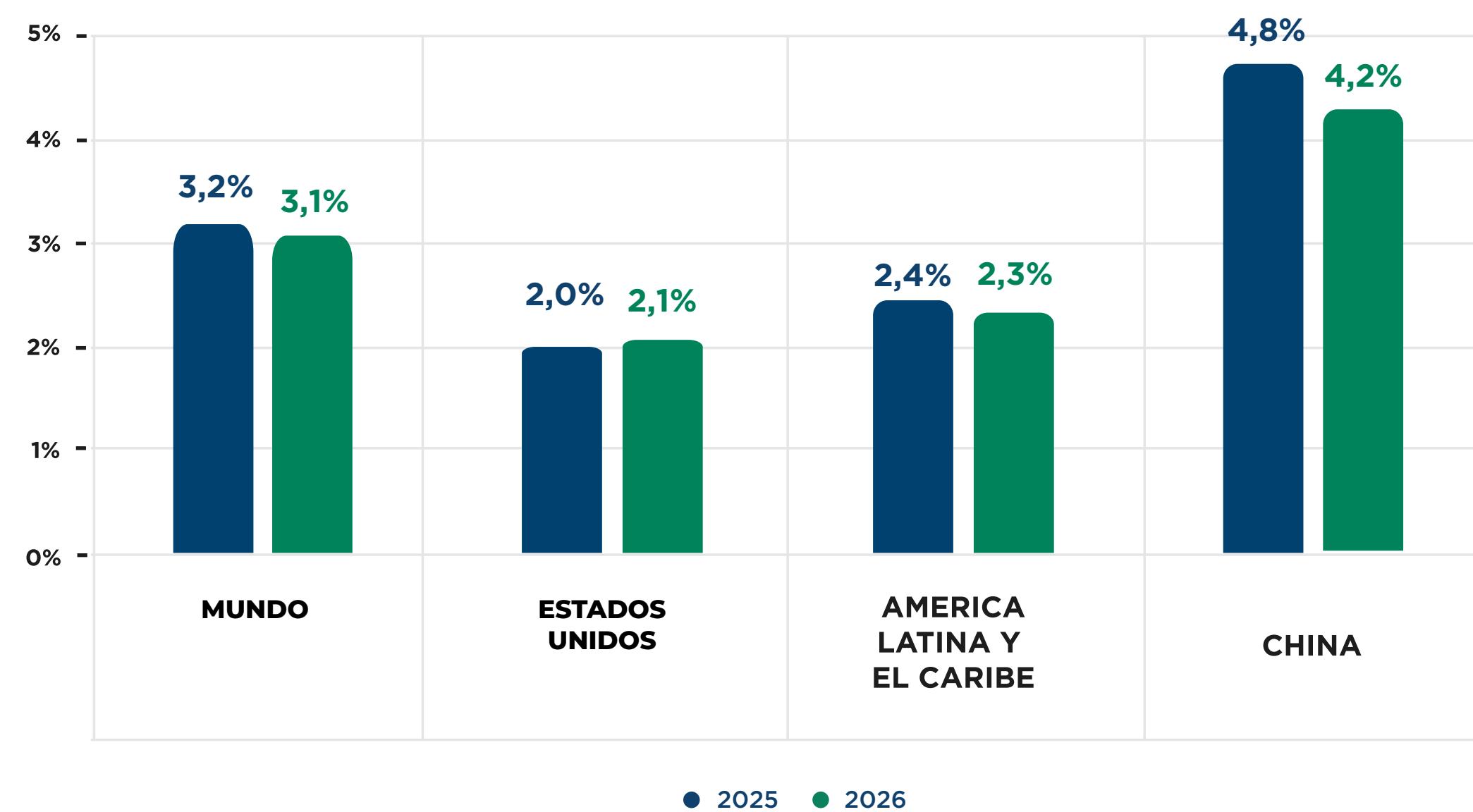
# Indicadores Macroeconómicos Regionales

- PIB
- Riesgo País
- Rendimiento bono USA a 10 años y DXY
- Inflación
- Rentabilidades
- Infra Index
- Variación de inversión

## MONITOR DE INDICADORES

### Indicadores Macroeconómicos Regionales

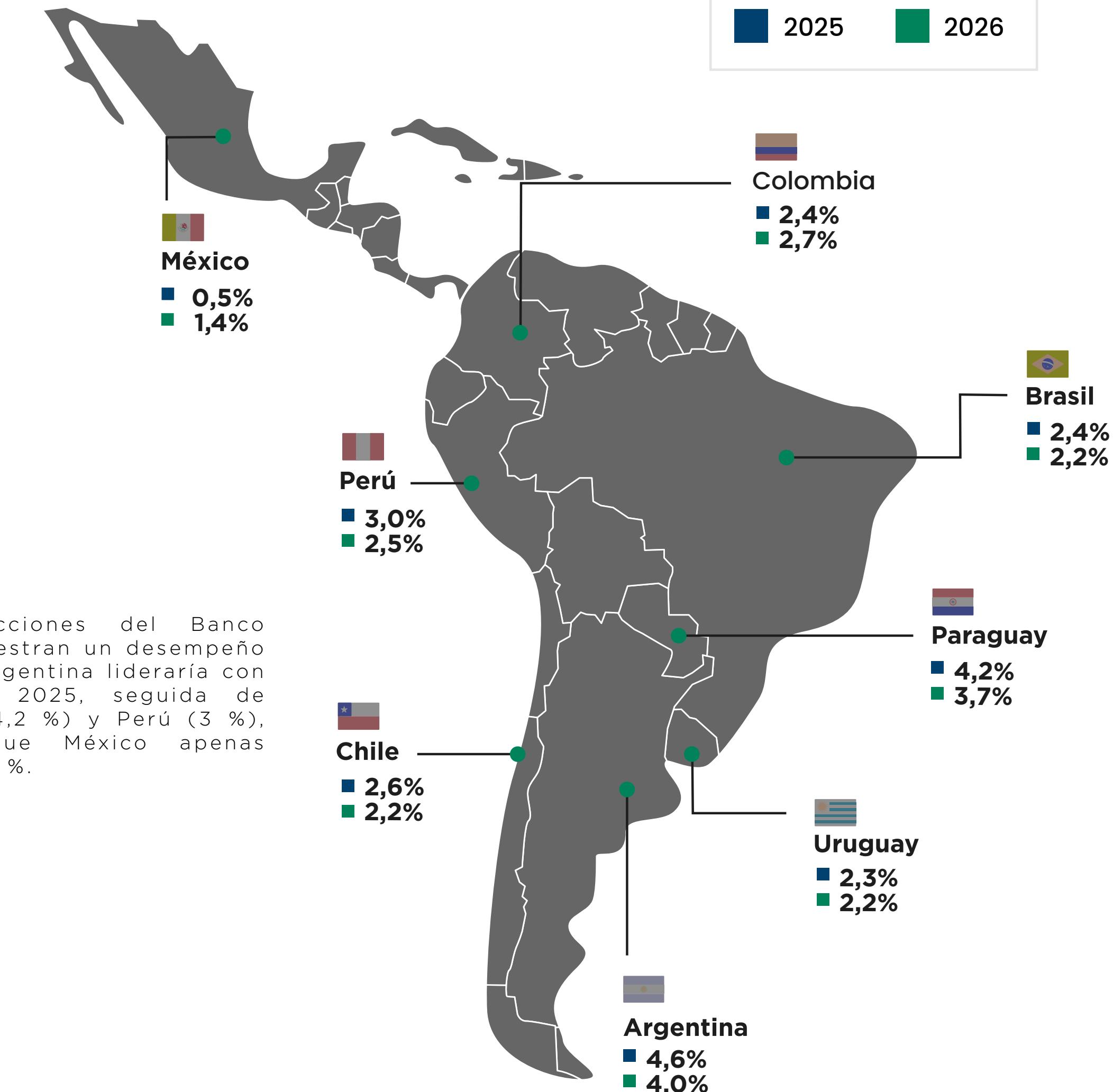
#### Indicador 1: PIB



Fuente: Fondo Monetario Internacional - Oct 2025

Según el último informe publicado por el FMI, la economía mundial crecería 3,2 % en 2025 y 3,1 % en 2026, con las economías avanzadas expandiéndose apenas 1,6 %, mientras que las emergentes cercanas al 4 %. El Fondo advierte que las altas tasas de interés, el bajo comercio internacional y la incertidumbre geopolítica seguirán limitando la expansión.

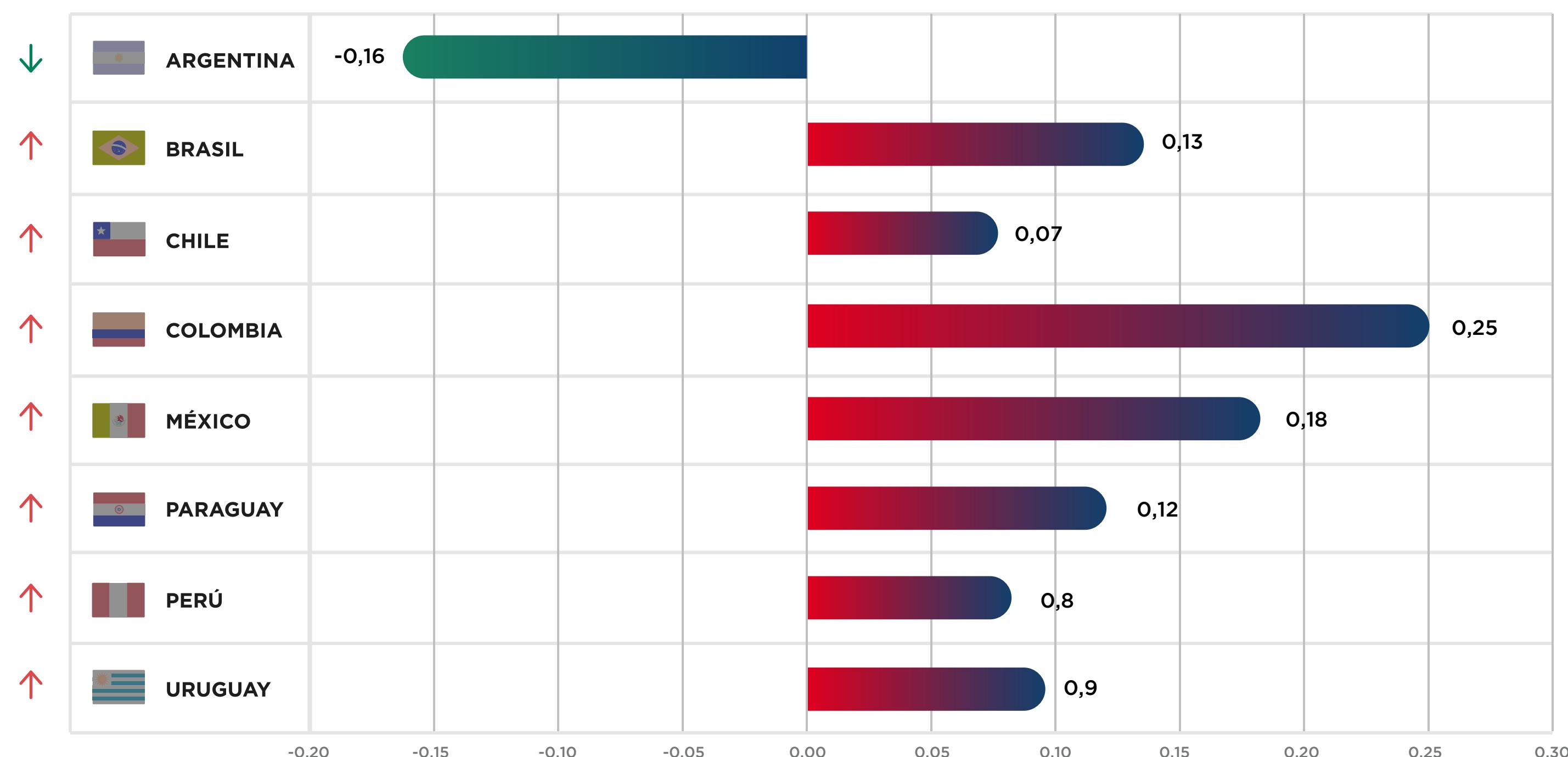
Se prevé que América Latina crezca 2,4 % en 2025 y 2,3 % en 2026, afectada por la baja inversión, la deuda elevada y políticas monetarias restrictivas.



## MONITOR DE INDICADORES

### Indicadores Macroeconómicos Regionales

#### Indicador 2: VARIACIÓN DEL RIESGO PAÍS EN NOVIEMBRE RESPECTO A OCTUBRE (2025)



VALOR PROMEDIO (%) NOV-2025  
VARIACION CON PROMEDIO NOV. -2024 (P.B)

<b>6,31%</b>	<b>-174</b>
<b>1,97%</b>	<b>-7</b>
<b>0,98%</b>	<b>-20</b>
<b>2,54%</b>	<b>-70</b>
<b>2,25%</b>	<b>-78</b>
<b>1,25%</b>	<b>-30</b>
<b>1,26%</b>	<b>-29</b>
<b>0,71%</b>	<b>-16</b>

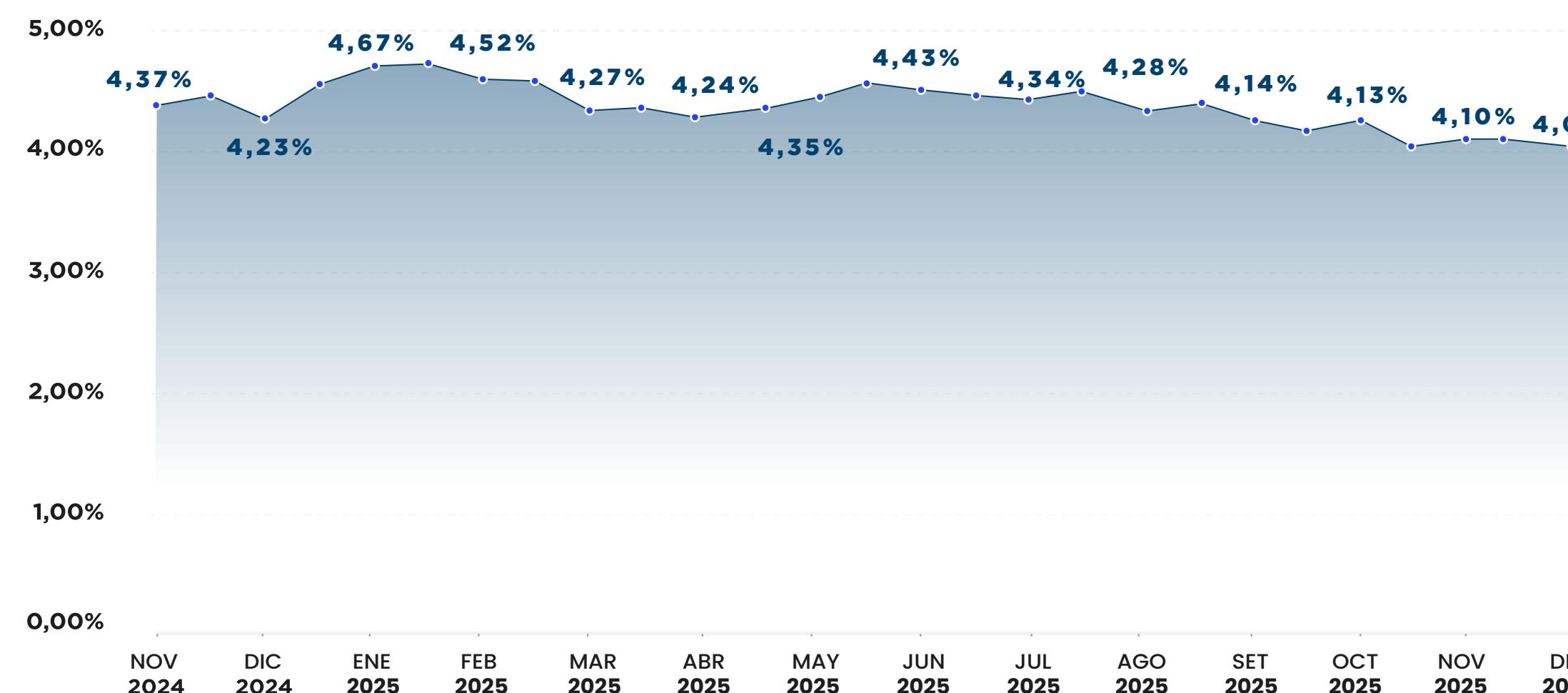
- La variación del riesgo país en noviembre muestra un comportamiento al alza en la región, con la excepción de Argentina, que es el único país que registra una reducción mensual (-0,16). Esta disminución, en un contexto en el que los demás países exhiben aumentos, resulta relevante, ya que podría indicar una percepción ligeramente más favorable por parte de los mercados respecto de octubre, reflejando expectativas de estabilización macroeconómica o una menor vulnerabilidad asociada a su estructura de deuda.
- En contraste, el resto de los países experimenta incrementos, destacándose Colombia con la mayor suba (0,25), México (0,18) y Brasil (0,13).
- Todos los países muestran caídas interanuales en sus niveles de riesgo, reflejando un contexto más favorable que el observado el año anterior. Argentina destaca con la mayor reducción (1,74 pb), mientras que México y Colombia también presentan descensos significativos.

## MONITOR DE INDICADORES

### Indicadores Macroeconómicos Regionales

#### Indicador 3: TASA DE INTERÉS INTERNACIONAL (RENDIMIENTO BONO 10 AÑOS USA) E ÍNDICE DÓLAR (DXY) PROMEDIO QUINCENAL

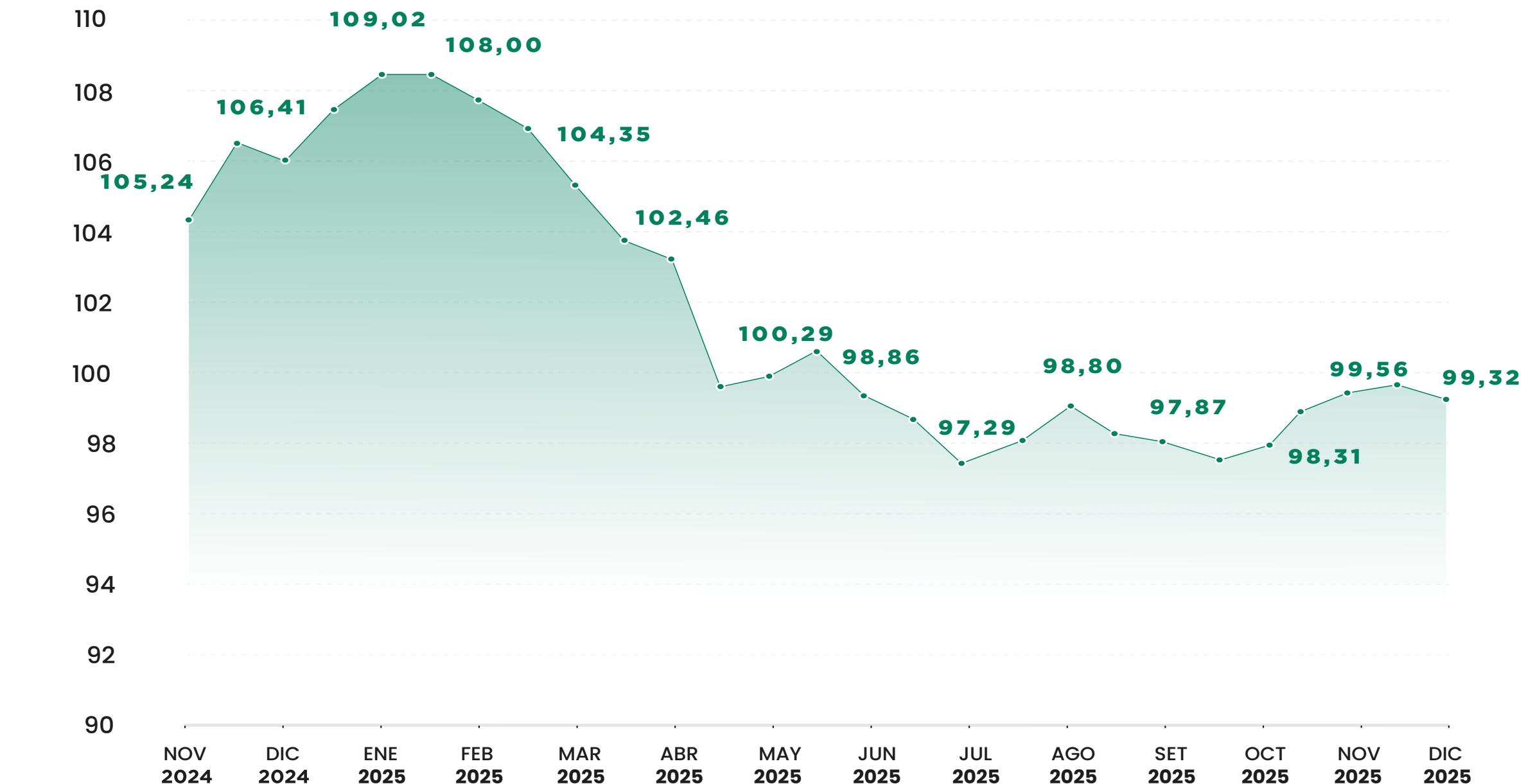
##### ➤ TASA 10Y US



FUENTE: FED

- La evolución de la tasa del bono del Tesoro de Estados Unidos a 10 años muestra un descenso gradual a lo largo del período observado, con episodios de volatilidad que reflejan los cambios en las expectativas de política monetaria.
- Durante el segundo semestre se evidencia una tendencia descendente marcada, en línea con las expectativas de menores tasas de interés futuras y menor presión inflacionaria. En noviembre la tasa cerró en 4,05%. Esta baja en la tasa contribuye a aliviar presiones sobre los spreads soberanos de mercados emergentes, favoreciendo condiciones financieras más estables hacia el cierre del año.

##### ➤ INDICADOR DXY



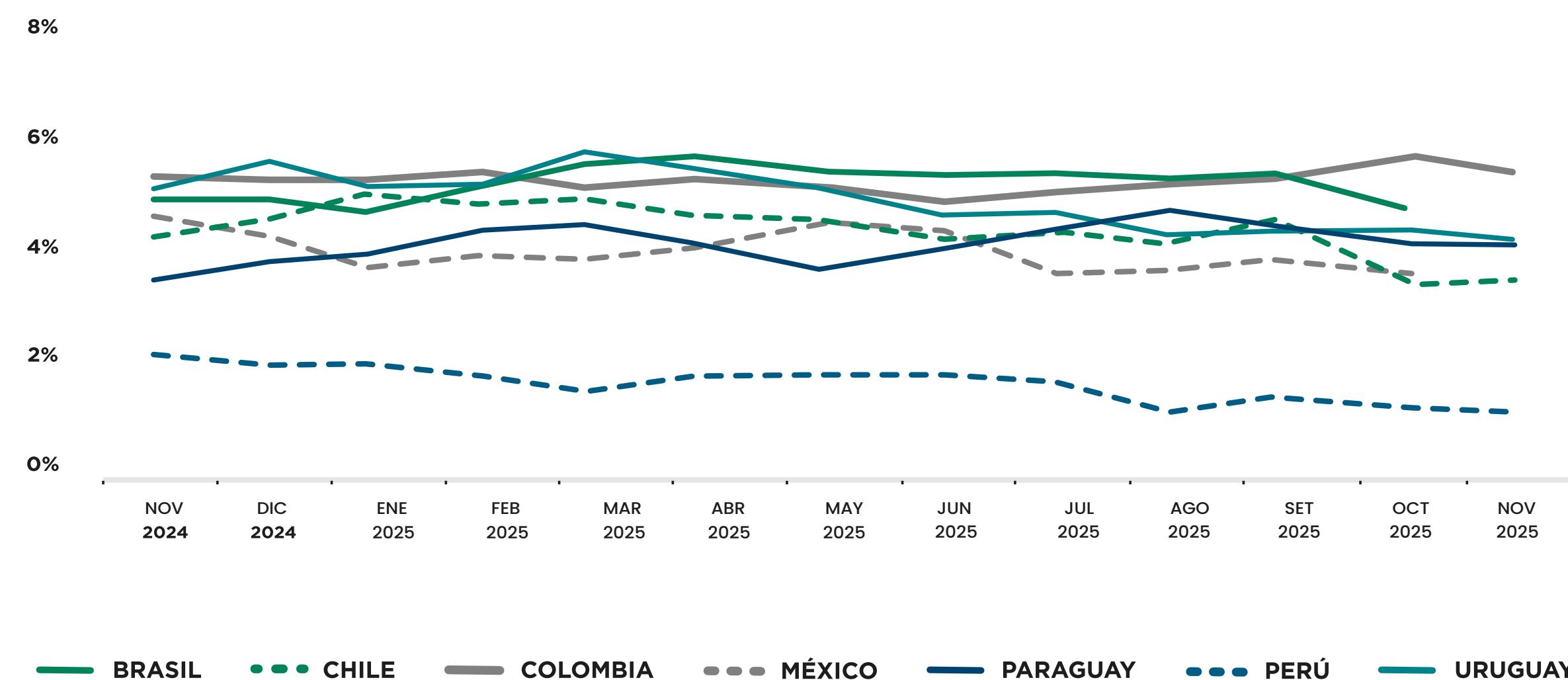
FUENTE: FED

- El índice cerró noviembre en 99,32 puntos, reflejando un dólar más estable y menos volátil, en un contexto en el que las expectativas de tasas futuras ya han sido asimiladas por los mercados y el entorno financiero internacional muestra menor tensión. Entre octubre y noviembre se observa un leve repunte, aunque sin alcanzar los niveles del primer trimestre.

## MONITOR DE INDICADORES

### Indicadores Macroeconómicos Regionales

#### Indicador 4: INFLACIÓN Y EXPECTATIVAS



FUENTE: BANCOS CENTRALES E INSTITUCIONES OFICIALES DE ESTADÍSTICA DE LOS PAÍSES ANALIZADOS.

\*Los valores presentados corresponden a la última encuesta de expectativas publicada de cada país.

\*\*A excepción de Colombia (promedio), los valores expuestos corresponden a la mediana de las expectativas para los períodos presentados.

#### VALOR EXPECTATIVAS

(%) DIC-2025    DIC-2026 (%)

<b>4,55%</b>	<b>4,20%</b>
<b>4,00%</b>	<b>3,00%</b>
<b>5,34%</b>	<b>4,45%</b>
<b>3,74%</b>	<b>3,90%</b>
<b>4,00%</b>	<b>3,80%</b>
<b>1,65%</b>	<b>2,20%</b>
<b>4,00%</b>	<b>4,65%</b>

- La tendencia de inflación observada a lo largo del período muestra dinámicas diferenciadas entre los países de la región, con un patrón común de moderación hacia finales de 2025. En Brasil, la inflación se mantiene relativamente estable dentro del rango de 4% - 6%, con oscilaciones, pero sin desvíos significativos.
- Chile presenta un comportamiento más descendente, bajando hacia valores en torno a 3,4% en noviembre de 2025, reflejando un proceso de convergencia más claro hacia su meta inflacionaria. Colombia continúa siendo el país con la inflación más elevada, aunque con una tendencia a la baja desde niveles superiores al 7% en 2024 desciende hasta alrededor del 5,3% en noviembre de 2025.
- Uruguay, por su parte, muestra una trayectoria de descenso gradual a lo largo de este año, desde niveles superiores al 5% hasta valores apenas por encima del 4% hacia finales de 2025.
- Para 2026 se anticipa una reducción adicional en la mayoría de las economías, Brasil a 4,2%, Chile a 3%, Colombia a 4,45%, y Paraguay a 3,8%. Perú aumentaría a 2,20%, México pasaría a 3,9% y Uruguay a 4,65%, según las expectativas.

## MONITOR DE INDICADORES

### Indicadores de Infraestructura Regionales

#### Indicador 5: TASA RENTABILIDAD REAL DEL CAPITAL PRIVADO POR SECTOR (MODELO CAPM)

NOVIEMBRE 2025		TRANSPORTE	ENERGÍA	AGUA Y SANEAMIENTO	INFRAESTRUCTURA HOSPITALARIA
	ARGENTINA	15,71%	12,77%	12,43%	16,05%
	BRASIL	11,51%	8,54%	8,20%	11,85%
	CHILE	10,94%	7,82%	7,46%	11,30%
	COLOMBIA	12,01%	9,07%	8,73%	12,35%
	MÉXICO	12,01%	8,96%	8,61%	12,37%
	PARAGUAY	12,16%	8,66%	8,26%	12,57%
	PERÚ	11,07%	8,00%	7,65%	11,42%
	URUGUAY	10,79%	7,63%	7,26%	11,16%
PROMEDIO PAÍSES		12,03%	8,93%	8,57%	12,38%

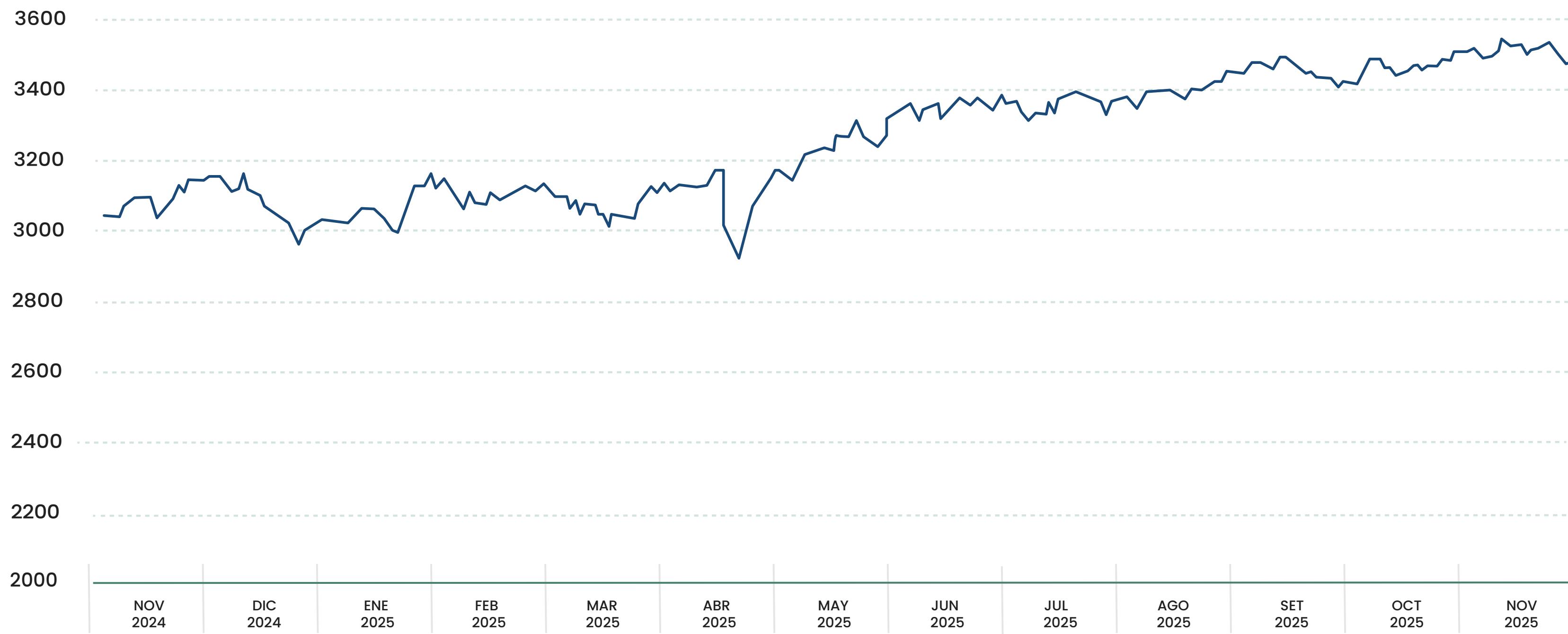
NOVIEMBRE 2024		TRANSPORTE	ENERGÍA	AGUA Y SANEAMIENTO	INFRAESTRUCTURA HOSPITALARIA
	ARGENTINA	17,15%	14,42%	14,10%	17,47%
	BRA SIL	11,31%	8,56%	8,24%	11,63%
	CHILE	10,83%	7,94%	7,60%	11,17%
	COLOMBIA	12,43%	9,70%	9,38%	12,75%
	MÉXICO	12,49%	9,65%	9,33%	12,82%
	PARAGUAY	12,09%	8,83%	8,46%	12,46%
	PERÚ	11,07%	8,22%	7,89%	11,40%
	URUGUAY	10,64%	7,70%	7,36%	11,98%
PROMEDIO PAÍSES		12,25%	9,38%	9,05%	12,58%

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A DAMODARAN Y JP MORGAN

 MONITOR DE INDICADORES

## Indicadores de Infraestructura Regionales

### Indicador 6: S&P GLOBAL INFRASTRUCTURE INDEX



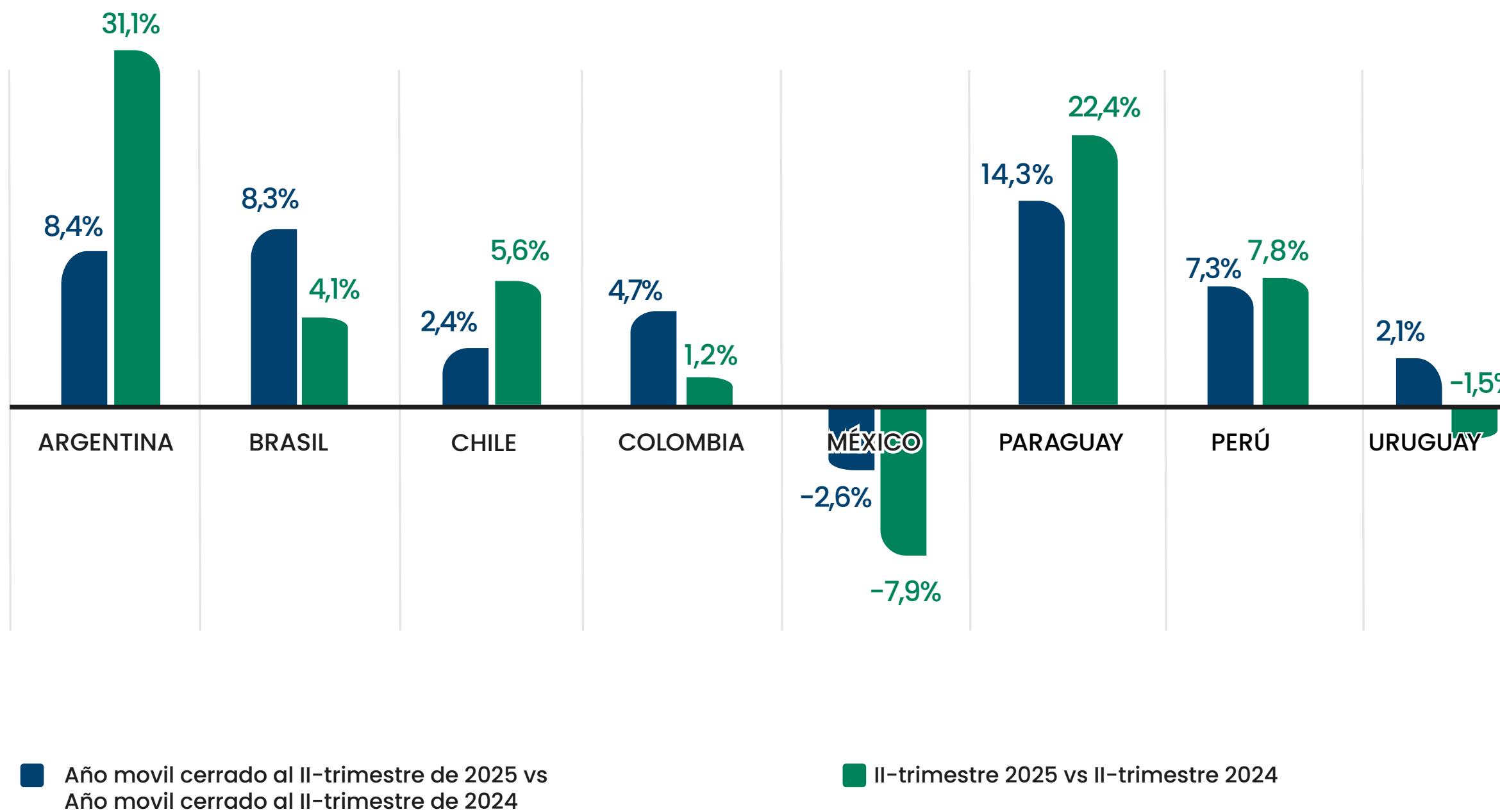
El índice acumula un crecimiento de 17,79% desde el inicio del año, una expansión significativa. La variación mensual de 2,93% en noviembre mostrando que el índice mantiene un impulso sólido, aun en un entorno financiero caracterizado por ajustes en expectativas de tasas y movimientos cambiarios.

FUENTE: S&amp;P DOW JONES INDICES

## MONITOR DE INDICADORES

### Indicadores de Infraestructura Regionales

#### Indicador 7: VARIACIÓN DE INVERSIÓN\*



Proporción FBKF/PIB del año móvil cerrado al II-trimestre de 2025

	ARGENTINA	16,58%
	BRASIL	17,32%
	CHILE	23,58%
	COLOMBIA	16,48%
	MÉXICO	23,67%
	PARAGUAY	29,83%
	PERÚ	20,78%
	URUGUAY	16,01%

\* La inversión es medida utilizando los valores de Formación Bruta de Capital fijo.

FUENTE: DATOS PUBLICADOS POR BANCOS CENTRALES E INSTITUCIONES OFICIALES DE ESTADÍSTICA DE LOS PAÍSES ANALIZADOS

- La Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF) evidencia marcadas discrepancias entre los países de la región. En el caso de México, se observa una disminución significativa tanto en la comparación interanual del segundo trimestre (-7,9 %) como en la de los años móviles (-2,6 %). No obstante, su participación dentro del PIB continúa siendo elevada y se mantiene entre las más altas de la región.
- Paraguay, por su parte, se destaca por el notable incremento de su inversión, tanto en la variación de la FBKF como en su participación dentro del PIB, siendo este último el más elevado de toda la región, con un valor de 29,8 %. Además, es el país que ha registrado la mayor tasa de crecimiento de la inversión al comparar los años móviles cerrados al segundo trimestre de cada año.
- Uruguay, por su parte, continúa mostrando niveles relativamente bajos de inversión. A año móvil cerrado al segundo trimestre de 2025, la inversión representa el 16% del PIB, constituyendo el valor más bajo entre los países relevados.



ECONOMÍA & FINANZAS



Uruguay

Bv. Gral. Artigas 554, Montevideo  
Tel. (598) 2 714 93 63

---

 [info@aic-economia.com](mailto:info@aic-economia.com)

 [@AICeconomia](https://www.linkedin.com/company/aic-economia)

 [@AIC\\_Economia](https://twitter.com/AIC_Economia)

---

