

# CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

---

## ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES DE OFERTA PÚBLICA DE LA TAHONA INVERSIONES

*Montevideo, abril de 2022*

---

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
9	II EL PAPEL
12	III LA EMPRESA
16	IV EL PROYECTO Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
19	V EL ENTORNO
35	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

**ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO OBLIGACIONES NEGOCIABLES DE OFERTA PÚBLICA DE LA TAHONA INVERSIONES**  
**27 - abril - 2022**

<b>Obligaciones Negociables</b>	por USD 40.000.000 de (dólares americanos)
<b>Fecha de emisión:</b>	diciembre 2021
<b>Amortizaciones:</b>	Anual a partir del quinto año
<b>Interés:</b>	Anual y lineal de 5,75%, pagaderos semestralmente desde la fecha de emisión
<b>Emisor:</b>	La Tahona Inversiones S.A
<b>Garantía:</b>	Fianza solidaria de Runtuna S.A y Fideicomiso de Garantía Tahona constituido por inmuebles, créditos por cobrar y efectivo. El Fiduciario es Trust Management BKZR SAS
<b>Entidad Representante y Registrante:</b>	Bolsa de Valores de Montevideo
<b>Plazo:</b>	10 años
<b>Valor Nominal:</b>	USD 1.000
<b>Comité de Calificación:</b>	Santiago Rego, Martin Durán y Julio Preve
<b>Asesor jurídico:</b>	Dr. Leandro Rama
<b>Calificación de riesgo:</b>	BBB.uy <sup>1</sup>
<b>Vigencia de la calificación:</b>	30 de noviembre de 2022
<b>Manual utilizado:</b>	Manual Calificación de Títulos emitidos por Empresas

<sup>1</sup> . La nota puede cambiar ante la aparición de hechos relevantes.

## Resumen General

***CARE ha calificado las Obligaciones Negociables de oferta pública de La Tahona Inversiones, manteniendo la nota BBB.uy de grado inversor.***

A modo de resumen, los aspectos salientes de la calificación son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se consigna en el informe jurídico cuyas principales conclusiones se resumen en la Sección II y fue adjuntado a la calificación original. En este sentido, la estructura jurídica prevista se juzga adecuada para cumplir sus cometidos y la emisión cumple con un apropiado grado de cobertura.
- Se evalúa positivamente los antecedentes de la empresa (La Tahona Inversiones) en el marco del grupo al que pertenece (Tahona-Runtuna SA), la cual ofrece el conocimiento y la experiencia necesaria en el sector y el negocio para el correcto desarrollo del proyecto. En este sentido, el modelo de desarrollo replica el de emprendimientos anteriores.
- Se evalúa positivamente el atractivo del proyecto de cara al público objetivo al que se dirige. En este sentido, la zona y las características físicas del proyecto se amalgaman correctamente con la demanda por este tipo de productos y permite explotar un nicho de mercado en expansión como lo son los Barrios Privados. En esta línea, el producto ofrecido por LTI ya ha sido validado por el mercado en similares contextos y cuenta con los primeros lotes vendidos.
- La emisión de Obligaciones Negociables alcanza 40 millones de dólares con un plazo de diez años. Estas ONs pagarán semestralmente un interés lineal anual de 5,75% y serán amortizadas en seis años consecutivos a partir del quinto año con una cadencia anual de 10% el primer año, 15% los siguientes dos años y 20% los restantes tres años.
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el obligacionista soporta una serie de escenarios de estrés a los que la calificadora sometió al proyecto. CARE realizó distintas simulaciones sobre las principales variables del proyecto (metros cuadrados vendidos y su precio). Los resultados obtenidos fueron satisfactorios en tanto en opinión de CARE, el emisor podría afrontar el pago de estas obligaciones bajo los escenarios evaluados. Los primeros lotes se pactan a un precio superior al previsto originalmente, lo que constituye un buen indicio de cara a los ingresos del proyecto.
- Adicionalmente, existen dos elementos que mitigan parcialmente los riesgos de repago de las obligaciones contraídas por el Administrador. Por una parte, la emisión implica la creación de un Fideicomiso de Garantía que debe tener las coberturas necesarias para hacer frente a las obligaciones previstas en las Obligaciones Negociables (para lo cual el Fideicomiso tendrá tierras, derechos a cobrar y efectivo). A diciembre de 2021, este Fideicomiso de garantía detenta tierras y efectivo que matchean con la deuda contraída en las ONs. Paralelamente, Runtuna SA es fiador solidario de La Tahona Inversiones, respaldando financieramente a ésta.

- Como se aborda en profundidad en la Sección V, si bien la crisis sanitaria del COVID-19 ha tenido un fuerte impacto económico y sobre el sector inmobiliario, se observan algunos elementos de mejora en los últimos meses, con un incremento de la transaccionalidad y una mejora significativa de las expectativas. Es importante señalar que el mercado de Barrios Privados es un nicho de mercado muy específico con un público objetivo capaz de mitigar el impacto negativo del contexto económico actual y con preferencias por este tipo de emprendimientos particularmente en la zona Este de Montevideo y Oeste de Canelones. El producto ha sido testeado exitosamente en el mercado a través de una pre-venta de lotes. Incluso, la crisis sanitaria podría derivar en un impulso al crecimiento de este tipo de soluciones de vivienda que prioriza el espacio, el paisaje y la creación de centros de servicios propios, tendencia que se ha consolidado en los últimos dos años.
- En lo que respecta a otras políticas públicas sectoriales, por el momento no cabría esperar intervenciones negativas por parte de las autoridades. Incluso a nivel municipal, se aprecia un interés por desarrollar y ordenar el crecimiento de estas urbanizaciones a través de normativa territorial y planes de ordenamiento específicos que no se espera tengan modificaciones en detrimento del proyecto, sino que por el contrario favorecen la creación de centralidades en zonas aledañas.

## I. INTRODUCCIÓN

### 1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para realizar la calificación de riesgo de las obligaciones negociables emitidas por La Tahona Inversiones

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (en adelante BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa una recomendación o una garantía de CARE para futuros inversores, y por tanto la calificación debe tenerse en cuenta a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar, entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado de las obligaciones negociables y el proyecto asociado, con especial atención en su capacidad de generar los resultados que permitan honrar las obligaciones contraídas con los obligacionistas, conforme al proyecto de ejecución o al plan de negocios que la empresa está mandatada a realizar. Admitido el rango de sensibilidad del flujo de fondos derivado de simulaciones realizadas por CARE como razonables para el proyecto, los resultados no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras, sino con la generación de los flujos necesarios para cumplir las obligaciones. En efecto, se trata de una emisión de obligaciones negociables con tasa de interés fija del 5,75% anual a pagar con una frecuencia semestral y amortizaciones que comienzan a partir del quinto año.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy). El comité de calificación estuvo integrado en este caso Santiago Rego, Martín Durán Martínez y Julio Preve. Asimismo, CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama para la realización del informe jurídico que se adjunta como anexo, al final de esta calificación.

La vigencia de esta calificación es hasta el 30 de noviembre de 2022. No obstante, la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

## 2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

- El objetivo de la emisión es obtener financiamiento para desarrollar los barrios privados Cavas I, II y III, a desarrollarse en la zona de Camino de los Horneros, siguiendo el modelo de desarrollo característico del Grupo Tahona. Este implica transformar padrones rurales en barrios privados, con amplios servicios y amenities para un nicho de mercado de hogares de ingresos altos y muy altos. El modelo de desarrollo implica la venta secuencial de terrenos de forma de capturar la plusvalía generada mediante el desarrollo urbanístico y los servicios asociados.
- Se emiten ONs por USD 40 millones, con un plazo de 10 años. Las ONs pagarán un interés anual de 5,75% y se amortizarán a partir del año 5°, con una cadencia de 10%, 15%, 15%, 20%, 20% y 20% del monto emitido originalmente, en ese orden. El emisor podrá rescatar anticipadamente las obligaciones negociables de forma parcial o total, de acuerdo a lo establecido en los términos y condiciones de la emisión.
- La emisión de ONs se acompaña de la creación de un Fideicomiso de Garantía, cuyo Fiduciario es BKZR Trust Management y tiene por objetivo garantizar el flujo de fondos comprometido con los obligacionistas. Al 31/12/2021 BKZR informa que el Fideicomiso de Garantía tiene tierras y efectivo por USD 40.031.770, cubriendo el total de la emisión. Como fue mencionado, esta garantía es reforzada con la fianza solidaria a la cual se compromete Runtuna S.A.
- Si bien La Tahona Inversiones es una sociedad nueva, y el vehículo en esta estructura típica de un Project Finance, forma parte del Grupo Tahona que ha desarrollado varios emprendimientos en la zona y cuenta con amplia experiencia y desarrollo de marca en la creación de barrios privados y clubes de campo. Sobre este valor agregado y la experiencia acumulada, se asientan las bases para la creación de este nuevo emprendimiento. Este a su vez se beneficia de las disposiciones del MVOT y los planes de ordenamiento territorial a nivel municipal, en especial el Plan Camino de los Horneros que prevé el desarrollo de barrios privados en su eje vial
- La cadencia de ventas prevista y los precios estimados se juzgan adecuados y soportan distintas sensibilidades a las cuales CARE sometió el flujo de fondos. Es importante notar que los precios previstos en este proyecto son menores que los relevados en otros desarrollos del grupo Tahona y otros competidores en la zona de Carrasco. Se informa que se han avanzado 67 operaciones (firma de carta intención o boleto de reserva) por un precio por m2 que es, en promedio, 20% superior al previsto en las proyecciones financieras originales. Esto constituye una fortaleza para evaluar el flujo de ingresos.
- Los desarrollos previstos tendrán características similares a los realizados en otros emprendimientos de similares características del Grupo Tahona. Esto es, padrones de 1.000 m2 con amenities y servicios generales (alumbrado, seguridad, paisaje, ecosistema, entre otros). Si bien no forma parte del proyecto original, se abre la posibilidad de que uno de los barrios admita unidades de propiedad horizontal siguiendo el modelo desarrollado con anterioridad.

- Los barrios privados han tenido un notable desarrollo en los últimos años y atienden un público específico, con características sociodemográficas particulares que tienen mayor resiliencia a eventos económicos agudos como la crisis sanitaria y sus consecuencias económicas. Incluso, este fenómeno y las nuevas formas de habitar podrían constituir una oportunidad para que el público objetivo se vuelque hacia estas opciones de vivienda. El desarrollo del eje Camino de los Horneros, el Plan de ordenamiento territorial municipal y el atractivo de la zona, denotan un creciente interés por el desarrollo inmobiliario en la zona de influencia del proyecto. Las políticas públicas parecen apuntalar o no interferir negativamente en el desarrollo de estos emprendimientos. En tanto en Montevideo no están permitidos los barrios privados y la tierra disponible es relativamente más escasa, existe una oportunidad en el desarrollo de barrios privados en el eje entre Montevideo y Canelones.

### 3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Calificación Original
- Estados Contables auditados de La Tahona Inversiones al 31/12/2021
- Informe de Ventas al 31/12/2021
- Cuentas por Cobrar LTI al 31/12/2021
- Stock de unidades y precios vigentes al 31/12/2021
- Informe sobre Fideicomiso de Garantía Tahona realizado por BKZR Trust Management
- Encuesta periódica de RESEARCH Uruguay a febrero de 2021 sobre la oferta y la demanda inmobiliaria contratada para CARE.
- “Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas”; marzo de 2022. Informe elaborado para CARE por Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette.
- “La expansión de los Barrios Privados en Uruguay”, setiembre de 2019. Informe del MVOTMA.



## II. EL PAPEL

Se ofrecen en oferta pública obligaciones negociables de La Tahona Inversiones, no convertibles en acciones. Adicionalmente se crea un Fideicomiso de Garantía administrado por Trust Management BKZR quien será el fiduciario y velará por el cumplimiento de las razones establecidas en los documentos de emisión. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados previamente se analizan en la presente sección.

### 1. Descripción general

**Denominación:** Obligaciones Negociables de Oferta Pública No Convertibles en Acciones de La Tahona Inversiones

**Emisor:** La Tahona Inversiones

**Fiduciario (Fideicomiso de Garantía Tahona):** Trust Management BKZR

**Entidad Representante y Registrante:** Bolsa de Valores de Montevideo (BVM)

**Títulos a emitirse:** Obligaciones Negociables

**Activos:** Bienes inmuebles, Créditos por cobrar y fondos líquidos mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso de garantía.

**Moneda:** Dólar billete

**Importe de la Emisión:** USD 40 millones

**Pagos:** Semestrales con interés de 5,75% anual. Amortización en los últimos 6 años, según procedimiento establecido en el contrato.

**Plazo:** 10 años

**Calificadora de Riesgo:** CARE Calificadora de Riesgo.

**Calificación de Riesgo:** BBB.uy

### 2. El análisis jurídico

El Informe de Contingencias Jurídicas completo se incluyó como anexo al final de la calificación original. A continuación, se detallan los principales aspectos y conclusiones que allí se contienen.

Después de haber analizado y relevado la información jurídica y contractual vinculada a la emisión de Obligaciones Negociables de La Tahona Inversiones, la información de la propia empresa y el holding del cual es parte, los contratos entre las partes involucradas en la emisión, entre otra información relevante, el informe jurídico señala que la estructura jurídica cumple con los requisitos formales. En especial, señala que la estructura de financiamiento tiene características de un Project Finance a través de la creación de una empresa vehículo cuyo único objetivo es el de llevar adelante un proyecto productivo mediante el cual se generen los recursos necesarios para cumplir con las obligaciones contraídas con los agentes que lo financiaron. En este sentido, el informe señala que: **“la estructura jurídica luce adecuada para cumplir su finalidad intrínseca y no se aprecian obstáculos insalvables para el cumplimiento puntual y total de los valores a emitirse.”**

En relación a los términos y condiciones de la emisión, se trata de una emisión de hasta USD 40.000.000 con un interés base de 5,75% lineal anual, un interés por mora de 3% que se adiciona al interés base y un período de amortización que cubre los años 5 al 10 desde la emisión, con una cadencia de 10% el quinto año, 15% los siguientes dos y por último 20% los últimos tres años. Los criterios de cancelación o rescate se encuentran adecuadamente establecidos. Por último, las características específicas del programa de Emisión (metodología, tramos de la Suscripción e Integración), se replican en lo medular las normas y recomendaciones bancocentralistas para este tipo de emisiones.

Por último, y vinculado a lo anterior, se destacan los principales elementos que refieren a las garantías que existen sobre la emisión. Por un lado, se crea un Fideicomiso de Garantía que cumple con las exigencias normativas, que contará con bienes, derechos y efectivo para hacer frente a los pagos relacionados a la emisión. La relación entre el Patrimonio Fiduciario y el saldo adeudado por Capital Adeudado es uno a uno. Sin embargo, dentro del Patrimonio Fiduciario, los inmuebles se tomarán al 85% del valor de tasación; los créditos cedidos se considerarán al 90% de su valor nominal siempre que el tercero adquirente no haya dejado de pagar 3 cuotas consecutivas; los Fondos Líquidos se tomarán siempre al 100% de su valor; Estos elementos se juzgan claves **“para garantizar la satisfacción puntual y total del crédito de los obligacionistas beneficiarios”**

Al punto anterior, se agrega el rol de la fianza solidaria provista por RUNTUNA S.A, la cual es sin dudas un refuerzo de garantía importante para el derecho de crédito de los obligacionistas. Tal como se describe en el Informe Jurídico, esa garantía se añade al Fideicomiso que viene de comentarse y tiene singular importancia ya que el fiador de la operación es la empresa principal RUNTUNA S.A. En efecto, se constituye en fiadora solidaria e indivisible, lisa y llana pagadora de cualquier obligación presente o futura que por las Obligaciones Negociables asuma LA TAHONA INVERSIONES S.A. de acuerdo a lo previsto en el Documento de Emisión de las Obligaciones Negociables y el Prospecto Informativo elaborado al respecto, frente a los Obligacionistas, incluidos pero no limitados al pago de capital, intereses, multas, daños y perjuicios, costas y costos y demás conceptos derivados directa o indirectamente del incumplimiento de cualquier disposición incluida en los términos de la emisión de las Obligaciones Negociables. Además, renuncia a los beneficios de excusión y división y a condicionar su obligación a la intimación judicial al Emisor<sup>2</sup>.

<sup>2</sup>. Artículo 2121 del Código Civil. *“Aunque el fiador no sea reconvenido, podrá requerir al acreedor, desde que sea exigible la deuda, para que proceda contra el deudor principal; y si el acreedor no lo hiciere, el fiador no será responsable por la insolvencia del deudor sobrevinida durante el retardo”.*

Antes de concluir, y también vinculado a las situaciones de incumplimiento, es relevante analizar las situaciones referidas a potenciales conflictos de interés entre la entidad representante y el Fiduciario del Fideicomiso de Garantía. En particular el informe destaca que **“Se establece de forma expresa que en el caso que en el orden del día se encuentre la posibilidad de votar la Exigibilidad Anticipada de las ONs la BVM en su calidad de Entidad Representante no podrá asesorarse a partir de ese momento en adelante con ningún profesional del estudio Bado, Kuster, Zerbino & Rachetti”**.

Esto luce redactado en los Términos y Condiciones de la Emisión (Prospecto), en el punto 16.2 del Documento de Emisión y cláusula 8 del Contrato de Entidad Representante; lo cual es otra fortaleza de la estructura en un escenario contencioso subyacente en toda hipótesis de incumplimiento.

En suma, el informe de contingencias jurídicas concluye que **“la emisión proyectada cuenta con un razonable grado de cobertura y no se advierten riesgos sustanciales que sugieran el incumplimiento insubsanable en el pago total y puntual de los Valores.”**

## Riesgos considerados

**Riesgo jurídico de estructura.** Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los obligacionistas, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales. Visto el informe antes mencionado se concluye que el *riesgo jurídico de estructura se considera muy bajo*.

**Riesgo por iliquidez.** Las obligaciones negociables se han diseñado para ser líquidas. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. *El riesgo es bajo*.

**Riesgo jurídico del sistema de garantías.** La estructura de la emisión y el papel detalla las garantías que tiene la emisión, destacándose el Fideicomiso de Garantía administrado por un fiduciario con experiencia y sus características y la fianza solidaria de Runtuna S.A ante eventuales impagos de LTI. *Se considera un riesgo muy bajo*

## III. LA EMPRESA

### Naturaleza Jurídica

El Emisor es una sociedad anónima debidamente constituida y vigente bajo las leyes de la República Oriental del Uruguay que se dedica a la inversión en proyectos inmobiliarios. Se trata de La Tahona Inversiones S.A. siendo el Sr. Ignacio Añon Barfod, el Presidente del Directorio.

Se trata de una sociedad uruguaya regida por la ley 16.060. Fue constituida con el nombre MADORET SA, pero con fecha 26 de octubre de 2020 la Asamblea General Extraordinaria de Accionistas resolvió el cambio de nombre a LA TAHONA INVERSIONES SA. Dicho cambio ha sido aprobado por la Auditoria Interna de la Nación y publicado en el Diario Oficial con fecha 26 de marzo de 2021. La actividad principal de la empresa es la intermediación en compra, venta y arrendamiento de inmuebles.

Vale decir, se trata de una firma de reciente creación y, en consecuencia, no registra antecedentes relevantes como para evaluar su calidad de emisor. Corresponde entonces realizar dicho análisis en base a los antecedentes de quienes respaldan al emisor, tanto por el personal clave que lo integra como por tratarse de fiador solidario de las obligaciones de LTI.

### Situación económica y financiera

En Asamblea de diciembre de 2020 se dispuso el cambio de fecha de cierre de ejercicio que era al 31 de enero y que, de ahora en más será el 31 de diciembre.

En el cuadro siguiente se presenta el cierre de su estado de situación al 31/12/2021 y su comparativo con el cierre anterior que fue al 31 de enero del mismo año, es decir, se trata de un ejercicio de 11 meses.

Cuadro 1: Estado de Situación LTI (miles de USD)		
Rubros	31-dic.-21	31-ene.-21
<b>Activo</b>	<b>64.848</b>	<b>9.118</b>
Activo Corriente	49.489	4.697
Activo no Corriente	15.359	4.420
<b>Pasivo</b>	<b>64.188</b>	<b>9.630</b>
Pasivo Corriente	11.933	2.630
Pasivo no Corriente	52.256	7.000
<b>Patrimonio</b>	<b>660</b>	<b>(512)</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>64.848</b>	<b>9.118</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>4,15</b>	<b>1,79</b>

Fuente: EECC LTI SA

El 17/12/2021 se procedió a la emisión de las Obligaciones Negociables por USD 40 millones (no convertibles en acciones) según condiciones que se describen en otra sección. Tal como estaba previsto, a la fecha de cierre LTI había adquirido 7 padrones por un total de 58,94 hás por un valor de USD 23,94 millones con el objetivo de desarrollar diversos emprendimientos.

Cuadro 2: Estado de Resultados LTI (miles de USD)		
Rubros	31-dic.-21	31-ene.-21
Ingresos de actividades	-	-
Costo de Ventas	0	0
Resultado Bruto	-	-
Gastos de adm y ventas	(177)	(304)
Resultados diversos	-	-
Resultados financieros	(579)	(209)
Res. Antes de impuestos	(756)	(513)
Impuesto a la renta	(72)	-
Resultado Neto	(828)	(513)
Fuente: EECC LTI SA		

Al cierre de diciembre de 2021, la sociedad no ha comenzado con la comercialización de los lotes por lo tanto no se registran ingresos operativos. Posteriormente al cierre de ejercicio, se firmaron boletos de reserva por la venta de 17 lotes de un valor de USD 1.887.000 así como nuevas adquisiciones de terrenos por un valor de USD 8.745.000.

### Garantías

La emisión se realizó el 17/12/2021 por el monto máximo previsto, es decir, USD 40 millones. Las condiciones se describen en otra sección de este informe; sintéticamente: se cancelará en un plazo máximo de 10 años, es decir, vencerá indefectiblemente el 17/12/2031; se amortizará en 6 cuotas anuales a partir del 17/12/2026 (5 años de gracia para capital), en cambio, los intereses se pagarán en forma semestral comenzando desde la fecha de emisión, o sea, la primera cuota de intereses vence el 17/6/2022 y la tasa es del 5,75 % en dólares. **Esto supone que durante el periodo de gracia (5 años) LTI deberá pagar USD 2.3 millones de intereses anuales.**

En garantía de cumplimiento se establecen en primer lugar una serie de **"covenants"**, que incluyen ratios financieros que tienden a sostener determinado nivel de solvencia que garantice en todo momento la capacidad de repago del emisor. Estos se pueden agrupar de la siguiente manera:

- la veda o limitación de nuevas inversiones por parte del emisor de las mismas características y durante la vigencia de la emisión.
- la prohibición de asociarse con su accionista directo, o con cualquiera de sus accionistas indirectos para realizar actividades comprendidas en el plan de negocios.
- las pautas para la distribución de dividendos y las exigencias de estados contables consolidados y auditados, donde claramente se limita el derecho de participación de los accionistas de la sociedad emisora en pos de sostener el ratio financiero favorable al obligacionista.
- la prohibición a LTI de enajenar sus acciones durante la vigencia de la emisión, en el entendido que dicha transferencia implique un cambio de control de la sociedad.

- Límite al otorgamiento de fianzas solidarias futuras por parte del emisor, entre otras

El no cumplimiento de los *covenants* configura lo que se denomina *deterioro de solvencia material del emisor* y es causal de caducidad anticipada, entre otras.

En particular, debe tenerse en cuenta las restricciones a la distribución de dividendos según cumplimiento de ratios de liquidez y endeudamiento tal como se describen en el Documento de Emisión.

Asimismo, En el Documento de Emisión se establece la obligatoriedad del Emisor de abrir una Cuenta Escrow en el Banco Heritage en la que deberá depositar antes del día 15 de cada mes una sexta parte del siguiente vencimiento semestral ya sea de intereses o capital, lo que deberá informar a la Entidad Representante (BVM).

Adicionalmente, se agregan otras dos garantías:

- **“Fideicomiso de Garantía Tahona”** constituido entre LTI en su calidad de Fideicomitente y Trust Management BKZR S.A.S en su calidad de Fiduciario. Esta última, es una sociedad fiduciaria, constituida a los efectos de administrar patrimonios fiduciarios, y su legitimidad para participar en esta operación fue analizada en el informe jurídico que acompaña esta calificación y no mereció observación alguna.

El Contrato de Fideicomiso describe exhaustivamente todo lo concerniente al funcionamiento de este instrumento. Del contenido de este se destaca:

El objeto y la razón de este Fideicomiso es garantizar durante su vigencia y en todo momento, que se realice la amortización del pago del capital y los intereses del Beneficiario como Titular de las ONs emitida a su favor.

Serán bienes fideicomitidos lo usual en estos casos, en particular: inmuebles, fondos líquidos (incluyendo el producto de la emisión), créditos por venta de inmuebles etc. En todo momento deberá existir una relación uno a uno entre el valor de los bienes fideicomitidos (conforme a determinados criterios que establecen, entre otros, que los inmuebles serán considerados al 85 % de su valor de tasación y los créditos por cobrar al 90 %) y el saldo adeudado por las ON's emitidas. Los bienes fideicomitidos pueden ser sustituidos siempre que se respete esta relación; de no ser así, será causal de cancelación anticipada de las ON's.

Llegado el caso, el Fiduciario tiene la obligación de ejecutar la garantía en favor de los Beneficiarios.

Este Fideicomiso fue constituido el 16/7/2021 y LTI ya transfirió en propiedad fiduciaria los 7 padrones previamente adquiridos cuyo valor de tasación fue de USD 35.7 millones y un depósito en efectivo por USD 8.745.000. Esto supera marginalmente el monto total de la emisión.

- **Fianza solidaria de parte de Runtuna SA**

Como se decía líneas arriba, LTI es una firma recién constituida y por lo tanto carece de historial que respalde una operación de este tipo. Estos

antecedentes hay que buscarlos en el grupo empresarial que respalda a este emisor, en este caso, Runtuna SA que, además, en esta operación actuará como fiador solidario de las obligaciones asumidas por LTI.

En ocasión de la calificación original se hizo un exhaustivo análisis de la firma de forma tal de evaluar su capacidad operativa y patrimonial que incluye además su comportamiento ante operaciones financieras análogas a ésta que nos ocupa; dicha evaluación resultó satisfactoria por lo que se considera innecesario reiterarla en esta actualización. Por otra parte, desde el punto de vista patrimonial, como se informa líneas arriba, LTI ha comenzado a adquirir los terrenos que conformaban el patrimonio principal de Runtuna SA.

Efectivamente, como se decía en el primer informe, en la presente ocasión se ha optado por crear una nueva sociedad para realizar la emisión de ON's, precisamente LTI que viene a ser una empresa vehículo. El objetivo era volcar a esta nueva sociedad emisora la parte más valiosa de los activos ubicados dentro del complejo original de los barrios de La Tahona y replicar el modelo de negocios desarrollado por el Grupo; esto es precisamente lo que se está haciendo y se espera culmine en el corriente año 2022.

## Riesgos Considerados

El riesgo acá considerado es el riesgo que la empresa se mantenga en actividad con la solvencia necesaria para pagar sus obligaciones. Una vez más se aclara que los riesgos analizados refieren en general al grupo empresarial y no tanto específicamente a LTI de reciente creación.

**Gestión:** Como se ha señalado, se considera que LTI está ampliamente calificada para gestionar todos los aspectos que hacen al desarrollo del plan de negocios por cuanto es lo mismo que viene haciendo desde hace casi 30 años. Tampoco ofrece dificultades la capacidad de la Fiduciaria para cumplir con el cometido asignado de administración del Fideicomiso de Garantía. *Riesgo bajo.*

**Rentabilidad:** Más allá de los vaivenes típicos del sector, en el largo plazo (10 años) y en el acumulado, se considera que la capacidad de la empresa de obtener rentabilidad positiva es alta. *Riesgo bajo.*

**Solvencia:** La solvencia del emisor, en tanto empresa recién constituida no corresponde analizar aún en profundidad, aunque no se advierten dificultades tras el primer cierre de ejercicio; otro tanto puede decirse de la empresa fiadora, más allá del traspaso de activos de una a otra que se comenta líneas arriba. *Riesgo bajo*

**Liquidez:** Es quizás el aspecto más débil, aunque propio de la actividad ya que se trata de comercializar inmuebles de alto valor. Precisamente es lo que justifica la emisión, financiar el tiempo de espera. El grupo empresarial tiene mucho capital inmovilizado y a veces eso resiente la liquidez. Hasta ahora lo ha manejado sin mayores sobresaltos, demostrando entre otras cosas, buen relacionamiento con el sistema financiero. *Riesgo medio.*

**Endeudamiento:** Vinculado a lo anterior, los ratios analizados son adecuados. El mayor endeudamiento es de tipo financiero, la mejora de su perfil ha sido uno de los objetivos de esta emisión. *Riesgo bajo.*

## IV. EL PROYECTO Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

### 1. Aspectos descriptivos del proyecto

De acuerdo con el documento de emisión y a los Términos y Condiciones de la emisión de las ONs de Tahona Inversiones, el objetivo de la emisión es obtener financiamiento para la urbanización de barrios privados en el eje Tahona, circundantes al Camino de los Horneros (Canelones), y la cancelación de pasivos previamente contraídos por la sociedad emisora de las obligaciones negociables. Como se comentó en la sección anterior, La Tahona Inversiones es una sociedad del grupo Tahona, creada en 2020 para llevar adelante el proyecto que se detalla a continuación y que es la razón por la cual se emite esta calificación. En lo que sigue se describen los principales elementos del proyecto y de la información disponible a la fecha de esta actualización que se juzga relevante para evaluar el riesgo de esta sección.

En línea con lo anterior, La Tahona Inversiones adquiere las tierras sobre las cuales se edificarán las urbanizaciones “Cavas” (I, II y III), una eventual área destinada a propiedad horizontal. Por lo anterior, los fondos recibidos a través de la emisión permitirán llevar a cabo el desarrollo inmobiliario de la zona, y esto permitirá la valorización de los activos que favorecerá el repago de los intereses y amortizaciones previstas en la emisión. Este es el modelo habitual de desarrollo del grupo Tahona a lo largo de los años.

Los detalles exhaustivos del proyecto fueron incluidos en la calificación original. Sin embargo, es de orden resaltar que el proyecto prevé transformar un área de 170 hectáreas en más de 800 mil m<sup>2</sup> comercializables, siguiendo el modelo tradicional de La Tahona de terrenos de aproximadamente 1.000 m<sup>2</sup>, a lo que se le suma la posibilidad de incorporar parte del área a edificaciones en propiedad horizontal (siguiendo el modelo de La Toscana, emprendimiento del grupo de similares características).

El producto inmobiliario ofrecido por LTI ya ha sido validado por el mercado y el público objetivo que se caracteriza por hogares de ingresos altos, con alta proporción de extranjeros que trabajan en los centros de oficinas cercanos. A su vez, el modelo de desarrollo replica el de emprendimientos anteriores y es de esperar un estándar de calidad similar gracias a las sinergias en cuanto al conocimiento y marca del Grupo Tahona. Por lo anterior, se trata de un producto que en opinión de CARE ofrece buenas perspectivas de demanda por parte del público objetivo, lo que ha sido contrastado en virtud de las primeras operaciones comerciales. En particular, se han iniciado los procesos de reserva de 67 unidades por un total de más de 68 mil m<sup>2</sup> mediante firma de carta intención. De las 67 unidades, 20 tenían previsto firma boleto de reserva en el primer trimestre de 2022. De cumplirse lo informado en el informe de ventas, al momento de firmar el boleto de reserva de estas unidades ya en proceso se tendrán ingresos por casi USD 7 millones.

Al momento de la calificación original se plantearon los principales supuestos de modelo financiero, en especial en lo que refiere a la cadencia de ventas prevista, los precios de venta y la inversión requerida en urbanizar las tierras adquiridas para el proyecto. Estos elementos constituían los principales elementos del modelo de negocios con impacto en la generación de los flujos previstos.

En relación a la venta el Plan de Negocios prevé vender poco más del 10% de



los terrenos por año, es decir entre 100 y 120 mil m2 de terrenos. Es importante notar que las operaciones comentadas en el párrafo anterior cubren casi el 60% de lo que se preveía vender el primer año. A su vez, el precio de venta promedio para los 10 años del proyecto se estimaba en USD 153/m2, comenzando en USD 90/m2 y alcanzando USD 230/m2 en el año 9. De las primeras operaciones que se presentan en los informes de ventas surge que el precio promedio por m2 supera en más de 20% el precio estimado para el año 1. De lo anterior surge que, si bien las primeras operaciones aún están en proceso de firma, los informes de ventas proporcionados por LTI apuntan a que las condiciones de venta son mejores a las previstas originalmente y que se ha vendido una superficie significativa en relación a lo previsto inicialmente. Estos dos elementos se juzgan de forma positiva para esta actualización, considerando la reciente emisión.

## 2. Evaluación de la inversión, riesgos y sensibilidad

El emprendimiento de La Tahona Inversiones implica un desarrollo inmobiliario que generará flujos por 10 años, lo que permitirá pagar los intereses asociados a las ONs emitidas. Este interés, tal como se comentó anteriormente es del 5,75% anual. A su vez, las ONs emitidas prevén el repago del principal a partir del quinto año. El flujo de fondos original fue evaluado en la calificación original, al tiempo que se realizaron distintos análisis de sensibilidad en base a los supuestos clave con el objetivo de evaluar el riesgo de repago de las obligaciones contenidas en la ONs. Los resultados de este análisis fueron satisfactorios, se incluyen en la calificación original y se describen someramente a continuación.

Al momento de la primera calificación se plantearon dos escenarios alternativos de precios con recortes de 10% y 20% sobre el precio de lista (ver Tabla 1). En el primero los resultados eran adecuados en cuanto a la posibilidad de hacer frente a las obligaciones contraídas con las ONs. En el caso del recorte más importante los resultados acumulados se tornaban negativos durante el año 5 y 6 para luego recuperarse hasta el final del plazo. Sin embargo, se comentaba que los precios incluidos en el modelo lucían conservadores respecto a otros emprendimientos de similares características en la misma zona de influencia. Esto a su vez se ve reforzado con las primeras operaciones concretadas por LTI recientemente que apuntan a un precio incluso 20% superior al previsto en el desarrollo financiero inicial. Como se comentó previamente, la cadencia de ventas tampoco parece ser un elemento que se haya apartado de lo previsto dado que se llevan comercializados casi 60% de los metros cuadrados previstos.

**Cuadro 3 - Sensibilización de Flujos de Fondos por precio de venta del metro cuadrado**

AÑO	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Escenario Base - Precio	90	100	110	130	150	170	190	210	230	
Situación flujo de fondos anual	23.793.411	(9.181.743)	(7.963.767)	170.846	(1.881.310)	4.227.628	4.867.913	4.956.337	4.435.450	57.822.539
Salidos Acumulados	23.793.411	14.611.668	6.647.901	6.818.747	4.937.437	9.165.066	14.032.979	18.989.316	23.424.767	81.247.305
Escenario alt1 - Precio -10%	81	90	99	117	135	153	171	189	207	
Situación flujo de fondos anual	23.333.628	(9.756.252)	(8.660.074)	(729.618)	(2.931.257)	2.987.465	3.654.817	3.568.355	4.895.794	51.339.386
Salidos Acumulados	23.333.628	13.577.376	4.917.303	4.187.685	1.256.427	4.243.893	7.898.709	11.467.065	16.362.858	67.702.244
Escenario alt2 - Precio -20%	72	80	88	104	120	136	152	168	184	
Situación flujo de fondos anual	22.873.846	(10.330.761)	(9.356.380)	(1.630.082)	(3.981.205)	1.747.302	2.441.720	2.180.374	5.356.137	44.856.233
Salidos Acumulados	22.873.846	12.543.084	3.186.704	1.556.622	(2.424.583)	(677.280)	1.764.440	3.944.813	9.300.950	54.157.183

Por último, es importante resaltar dos elementos que se consideran claves para mitigar los eventuales riesgos de repago de las obligaciones contraídas. Por un lado, el Fideicomiso de Garantía administrado por BKZR Trust Management detenta las coberturas necesarias para hacer frente a las obligaciones previstas en las ONs. Actualmente tiene en su poder tierras y efectivo por un valor similar al emitido.

En segundo lugar, La Tahona Inversiones es miembro del Grupo Tahona quien ha desarrollado el complejo de barrios Tahona a través de Runtuna S.A. En esta línea, Runtuna S.A. ha firmado un contrato ante BVM como fiador solidario de La Tahona Inversiones, respaldando financieramente a esta última en caso de impago.

**Riesgo de generación de flujos.** El producto ofrecido ya ha sido validado por el mercado, en especial el público objetivo, mediante desarrollos anteriores del grupo. En tanto las características de los padrones serán similares a los pre-existentes este riesgo está mitigado. A su vez, los precios estimados para el Plan de Negocios son competitivos en la zona de influencia y se encontrarían por debajo de los precios de competidores en Carrasco que atienden un público objetivo similar. Los precios de las primeras operaciones se ubican por encima de lo previsto, superando las expectativas del sponsor del proyecto. Por último, los escenarios de estrés a los que fue sometido el proyecto arrojan resultados mayormente positivos. *Este riesgo por tanto es bajo/medio.*

**Riesgo de descalce de monedas.** Esto parece ser un riesgo menor en tanto las ONs y los pagos están nominados en dólares, misma moneda utilizada en las operaciones de compraventa de padrones. Sin embargo, las obras a desarrollar podrían estar denominados en pesos, en especial los componentes locales no transables (mano de obra), en tanto maquinaria e insumos estarían denominados en moneda extranjera. Los ingresos por venta están vinculados a hogares de alto y muy alto poder adquisitivo, generalmente más resilientes a contextos económicos desfavorables. *Este riesgo por tanto es bajo/medio*

**Riesgo de viabilidad.** El proyecto será desarrollado por una empresa con amplia experiencia en la realización de emprendimientos de similares características, con una marca reconocida por el público objetivo. La infraestructura y servicios serán desarrollados por Runtuna quien ha realizado el resto de los proyectos Tahona. El proyecto se adecúa a la experiencia acumulada en este ámbito. *Este riesgo por tanto es bajo*

## V. EL ENTORNO

El análisis de entorno macro y sectorial tiene como objetivo evaluar los factores futuros que puedan incidir en la generación de los flujos propuestos por el proyecto. Estos factores, por su naturaleza exógena, refieren al marco general de funcionamiento, en el cual se enmarca el proyecto de Tahona Inversiones, y no pueden ser controlados por parte de la empresa. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados relevantes para el proyecto, así como con el análisis de las principales políticas públicas que pueden incidir directamente en el cumplimiento de los supuestos y objetivos subyacentes al modelo de negocios. Este último aspecto está vinculado a disposiciones del gobierno que puedan afectar positiva o negativamente al proyecto, incluyendo elementos como la política tributaria general o sectorial, disposiciones referidas al ordenamiento territorial, la existencia de subsidios o créditos a la construcción, a la compra o arrendamiento de inmuebles, entre otros elementos.

Para la elaboración de esta calificación CARE utilizó documentos especialmente elaborados para la calificadora con base en el mercado inmobiliario. Estos informes son la base de la información utilizada en este análisis, la cual se complementa con información relevante de carácter público y otra provista por el emisor.

En lo que sigue se realiza un breve análisis del entorno macroeconómico de forma de sentar las bases para el posterior análisis. Luego, se desarrolla el contexto y perspectivas para el mercado inmobiliario, con foco en el mercado de barrios privados en tanto representa el nicho de mercado relevante para el producto ofrecido por Tahona Inversiones. Finalmente se aborda la situación de las Políticas Públicas referidas al mercado de interés.

### 1. Entorno macroeconómico nacional e internacional

Luego de haber enfrentado un shock negativo inédito durante el 2020, la actividad económica mundial comenzó una rápida recuperación de su actividad económica durante el último año. En concreto, de acuerdo a estimaciones del Fondo Monetario Internacional la economía mundial habría recuperado a un ritmo anual de 6,1% durante 2021 y proyecta que este año lo haga a una tasa de 3,9% anual. A pesar de ello, esta recuperación es heterogénea, no sólo entre los distintos países -o regiones- sino también al interior de estos en tanto la pandemia impactó de forma desigual a los distintos sectores de actividad.

La recuperación global está estrechamente vinculada a un mayor control de la situación sanitaria. En efecto, el rápido despliegue de los planes de vacunación habilitó el paulatino retiro de las medidas de restricción a la movilidad impuestas para limitar la propagación del virus. No obstante, lo anterior, no se debe de ignorar el importante rol que desempeñaron las políticas fiscales y monetarias desplegadas desde la órbita del sector público, en particular aquellas desplegadas por los países más desarrollados. Estas políticas agresivas de estímulo no sólo lograron evitar un mayor deterioro de la actividad económica, sino que sentaron las bases para la rápida recuperación evitando que un shock de carácter transitorio derive en daños permanentes sobre el stock de capital físico y humano de la economía -lo cual limitaría su potencial crecimiento en el largo plazo-.

El resultado de estas políticas fue la configuración de un escenario financiero benigno para las economías emergentes. Al respecto, los elevados niveles de liquidez internacionales han derivado en condiciones internacionales de financiamiento laxas con tasas de interés históricamente bajas -cercanas a cero o incluso negativas-, un dólar que tendió a debilitarse a nivel mundial y el fortalecimiento de los precios de commodities impulsados por la rápida recuperación de los gigantes asiáticos, particularmente China e India.

A pesar de ello, este contexto financiero parecería estar llegando a su fin. En concreto, la rápida recuperación de las economías desarrolladas y las presiones inflacionarias exhibidas en algunas de ellas -particularmente en Estados Unidos- durante los últimos meses comenzaron a anticipar el retiro de las políticas acomodaticias. En este sentido, el inicio de las discusiones sobre el eventual desarme de las políticas expansivas derivó en un incremento de las tasas de interés<sup>3</sup> -lo que en el margen encareció el financiamiento de los desequilibrios fiscales-, al tiempo que implicó una reversión en la evolución del valor del dólar, que tendió a apreciarse frente a las monedas de las economías emergentes desde mediados del último año<sup>4</sup>.

En esta línea, a marzo 2022 y con los niveles más altos de inflación de los últimos 30 años, la Reserva Federal de los Estados Unidos decidió comenzar con su proceso de normalización monetaria cambiando la tónica respecto a los últimos años en tres líneas: **i)** acelerando el retiro de compras de títulos de deuda pública, **ii)** elevando su tasa de interés de referencia y **iii)** señalizando al menos seis subas adicionales durante el año. De esta forma, a pesar de que las condiciones financieras internacionales continúan siendo favorables para economías emergentes, es de esperar que estas condiciones continúen endureciéndose durante los próximos meses.

## Gráficos 1 y 2 – Dólar index y rendimientos de renta fija en economías avanzadas



Fuente: EconUy

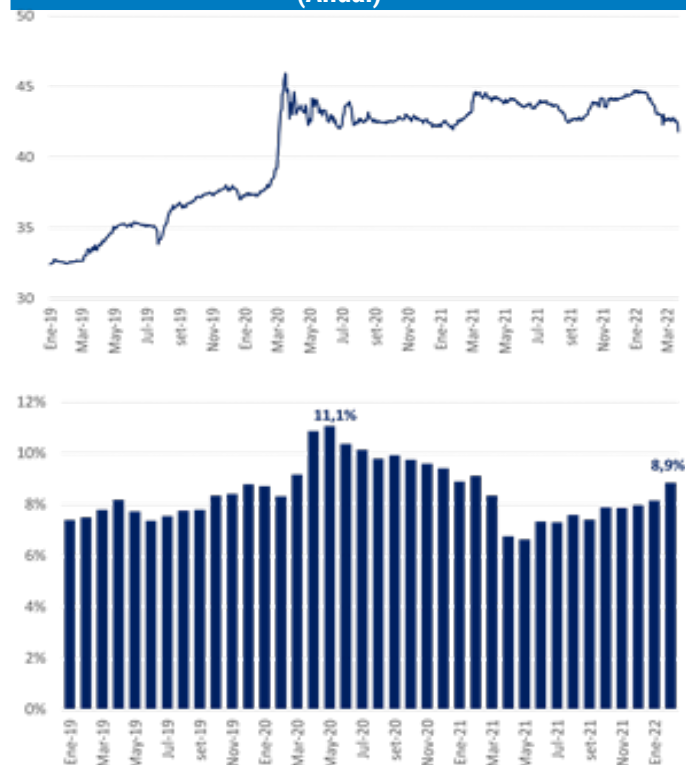
<sup>3</sup> Más allá de ello, estas aún se encuentran en niveles mínimos históricos, en particular las tasas de interés reales.

<sup>4</sup> Esto último ha obligado a muchas de ellas a comenzar a retirar los estímulos fiscales y monetarios brindados en un contexto donde muchas de ellas aún conviven con el impacto del virus y están lejos de haber alcanzado los niveles de actividad exhibidos antes de la irrupción de la pandemia.

En este contexto, el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania -y su potencial escalada- se presenta como una fuente de incertidumbre adicional, en particular debido a que aún es temprano para evaluar sus consecuencias, tanto económicas<sup>5</sup> como geopolíticas<sup>6</sup>. Por lo pronto, es esperable que la guerra impacte sobre la evolución de la actividad económica internacional ralentizando la recuperación en curso, al tiempo que genere mayor presión sobre la dinámica de precios -en particular de las economías avanzadas- a través del aumento del precio de los commodities energéticos y alimenticios.

A pesar de lo anterior, se debe tener presente que el dólar ha evolucionado de forma algo diferente en el mercado financiero local y se ha debilitado en términos reales con respecto al peso uruguayo. Este comportamiento podría ser explicado en buena medida por la política monetaria que el BCU ha desplegado con el objetivo de lograr la convergencia de la inflación al rango meta. No obstante lo anterior, la inflación se ha acelerado recientemente y se espera se mantenga por encima de la meta en los próximos meses. Este cambio en la dinámica inflacionaria guarda relación principalmente con el aumento del precio de los precios de la energía y los alimentos (trigo, maíz, carne y lácteos, entre otros) producto de la guerra en Ucrania. Si bien aún esto no se ha visto totalmente impactado en los precios, es probable que en los próximos meses los precios domésticos comiencen a internalizar este nuevo escenario global.

## Gráficos 3 y 4 – Tipo de Cambio Nominal (USD/UYU) e Inflación (Anual)



<sup>5</sup>. Es esperable que este dependa de la intensidad y duración del conflicto, así como que sea heterogéneo entre los distintos países. Entre otros factores, el impacto podría depender de la composición de la canasta de comercio exterior de cada país -productos exportados e importados y sus correspondientes destinos y procedencia-, así como de sus lazos financieros internacionales.

<sup>6</sup>. El conflicto podría traer aparejado cambios en el escenario geopolítico internacional que introduzcan modificaciones sobre las actuales relaciones de poder de la política internacional

Fuente: EconUy

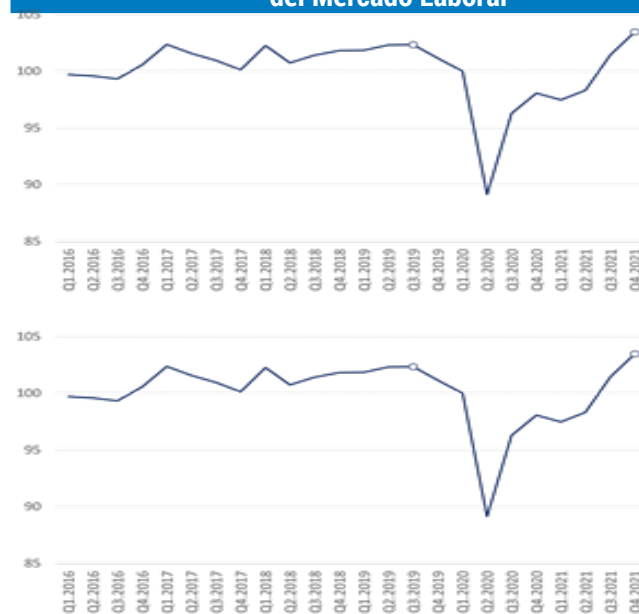
Al respecto de la actividad económica, luego de la significativa caída de la actividad durante 2020, la economía uruguayo ha comenzado un lento y dispar proceso de recuperación que estuvo fuertemente condicionado por la realidad

sanitaria que atravesó el país principalmente durante el primer trimestre del año. En efecto, esta situación derivó en una recuperación asimétrica para los distintos sectores de actividad y que estuvo impulsada por el buen desempeño de la construcción (estrechamente vinculada a grandes obras) y el sector agropecuario. Con esto, el PIB creció 4,4% en 2021, superando los niveles de actividad del 2019, previo a la pandemia. No obstante, y en línea con lo anterior, la recuperación ha sido asimétrica entre sectores, resaltando que algunos sectores sufrieron por más tiempos los efectos negativos de la crisis sanitaria

En este contexto, la mediana de analistas consultados por el Banco Central del Uruguay estima que la actividad económica continúe creciendo este año a un ritmo anual de 3,8%. Estos guarismos han sido ajustados al alza en los últimos meses, aunque no incorporan aún las perspectivas de un ciclo financiero más restrictivo ni el aumento de la incertidumbre global producto de la guerra en Ucrania.

En esta línea, la realidad del mercado laboral ha presentado una evolución favorable en los últimos meses con sendos incrementos en la participación laboral y el empleo de las personas en edad de trabajar, los cuales trajeron aparejado una caída en el desempleo. Al mismo tiempo, la cantidad de ocupados habría alcanzado los niveles previos a la pandemia, reforzando la recuperación general de la economía. Este comportamiento del mercado laboral tuvo su correlato en el ingreso de los hogares, que recuperaron de forma parcial la caída asociada a la crisis económica derivada de la pandemia. En paralelo, los salarios no han tenido la misma evolución, ubicándose 1,5% por debajo de 2020, en términos reales. Por otro lado, el debilitamiento del dólar a nivel local permitió recuperar aún más el poder de compra de los hogares medido en dólares.

**Gráficos 5 y 6 – Nivel de actividad (Desestacionalizado) y Evolución del Mercado Laboral**



Fuente: EconUy

## 2. 2. Mercado inmobiliario de vivienda: visión general

### 2.a. Evolución reciente y perspectivas

El sector inmobiliario representa aproximadamente el 13% del PIB de la economía uruguaya y alcanza a aquellas actividades dedicadas a la intermediación en la venta y alquiler de bienes inmuebles ya sea destinados a vivienda, oficinas, locales comerciales, entre otros.

Este ha venido aumentando su actividad de manera sostenida desde 2003 después de una profunda crisis sectorial entre 1999 y 2002. A partir del 2003, comienza una recuperación que evidenció al menos dos fases diferenciadas. Una primera de alto crecimiento (2003 – 2015), que comenzó con un boom inmobiliario sin precedentes desde la década de los 70 concentrado en el sector agropecuario y construcciones destinadas al sector de altos ingresos y luego se orienta hacia la construcción de vivienda destinada al sector medio y medio alto de la población, apalancado en un moderado incremento del crédito y estímulos fiscales.

Posteriormente, se registró una segunda fase (2015 – 2019) en la que se aprecia un ciclo de crecimiento tendencial marcado por cierta volatilidad. El 2017 fue un año bisagra en el que se revitalizó la inversión inmobiliaria de vivienda, con una clara concentración en proyectos en las zonas más valorizadas de la ciudad de Montevideo y Punta del Este. Este proceso se entelatece a partir de mayo del 2018 producto de una coyuntura regional adversa, en la que el mercado inmobiliario en Uruguay recibe el shock negativo de la devaluación en Argentina. A partir de 2020, la pandemia y sus efectos globales generaron amplia incertidumbre a nivel global y local, con efectos sobre el mercado inmobiliario. Sin embargo, durante 2021 esta situación parece revertirse y comienza a evidenciarse cierto dinamismo del sector, tal como se aborda en lo que sigue de este capítulo.

#### ***i. Oferta de vivienda***

Existen aproximadamente 1,2 millones de viviendas y casi un millón de hogares, lo que implica que aproximadamente 200 mil están vacías o representan la segunda o tercera vivienda del hogar (típicamente vivienda de balneario). El sector presenta un stock de viviendas antiguo, con necesidades de reciclajes, reparaciones y mejoras constructivas ya que más del 60% del stock de vivienda fue construido hace más de 40 años presentando características tipológicas y constructivas en vías de obsolescencia. También es importante destacar que se trata de un mercado segmentado tanto a nivel de producto como de zona geográfica y público objetivo, y por tanto es dable pensar que las características promedio del stock de viviendas no se mantengan en las distintas zonas, para distintos estratos de hogares, etc.

El sector ha alternado períodos de crecimiento con ciertos enlentecimientos desde 2003. Este escenario se ha gestado y desarrollado prácticamente sin intervenciones directas desde el sector público como proveedor, aunque sí ha incidido en la generación de un marco general que favoreció la construcción de vivienda. La aprobación de la Ley de Acceso a la Vivienda de Interés Social en 2011 introdujo una serie de instrumentos de política pública de forma de reorientar la construcción de vivienda a zonas céntricas de menor desarrollo relativo y con baja oferta. Como consecuencia de esta política, en

los últimos años se ha evidenciado un incremento de desarrollos inmobiliarios destinados al público objetivo de nivel medio/alto situado en las cercanías de zonas Premium especialmente en aquellas que aprovechan los beneficios fiscales otorgados a partir de la Ley VIS. Esto ha llevado a redensificar zonas de relativamente menor atractivo como el Centro, La Blanqueada, Palermo y Barrio Sur, entre otras.

El Decreto 329 del año 2016 que otorga beneficios a proyectos de gran impacto económico ha colaborado en dinamizar el mercado de vivienda en otro segmento diferente al de la Ley de Vivienda Promovida. Sus ampliaciones recientes habrían dado un nuevo impulso a algunos proyectos. Más recientemente, cambios en la Ley de Vivienda Promovida habrían apuntalado el desarrollo de inmuebles, dando un nuevo impulso a la construcción de vivienda nueva en zonas donde la VIS había focalizado sus objetivos.

En lo que respecta a la nueva oferta edilicia, las tipologías construidas refieren a torres de tipo mediana con ascensor y torre suntuaria según la nomenclatura utilizada por el INE; desplazando a las torres económicas. Análogamente, se observa un cambio estructural en lo que refiere a una reducción en el tamaño de las viviendas en construcción en general y en el número de dormitorios por vivienda. Esta reducción del tamaño de las viviendas y de los dormitorios por vivienda, responde al ajuste de la oferta edilicia respecto a las nuevas tendencias demográficas -las cuales se describen más adelante, en la sección que analiza la demanda de vivienda-.

El nuevo escenario de política pública ha tenido un efecto positivo sobre la oferta de vivienda, destacándose el decreto que modifica la instrumentación de la Ley 18.795 y las resoluciones del MVOTMA número 539 y 673 del 2020. Las modificaciones antes mencionadas han configurado un escenario más alentador en lo que refiere a mejorar el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios y por tanto alentado la creación de nuevos proyectos edilicios.

## ***ii. Demanda por consumo e inversión***

Por su naturaleza, los activos inmobiliarios son un bien de uso y, al mismo tiempo, un activo patrimonial que actúa como reserva de valor sobre el cual percibir una renta. Por tanto, es posible descomponer los determinantes de la demanda de inmuebles en aquellos vinculados al mercado para uso y el mercado de inversión. En este sentido, los primeros se refieren principalmente al crecimiento de la población -y otros cambios de paradigma de carácter social-, los ingresos de los hogares y el crédito inmobiliario, mientras que los segundos hacen lo propio a la tasa de interés real y los flujos de capital. Si bien algunos de estos elementos han sido comentados previamente, ahora se profundiza en cada caso.

### **ii.i. Factores que inciden en la demanda para uso**

#### ***ii.i.i. Factores Sociales***

En Uruguay, el crecimiento de la población ha sido muy reducido en los últimos 50 años y no se esperan cambios sustanciales en los próximos 25 años según las estimaciones de población del INE. Sin embargo, es destacable la tendencia decreciente que muestra las tasas de natalidad y la leve tendencia ascendente de la mortalidad en tanto la población total tiende a envejecer.



Esto determina que hacia fines de la década del 2040 la población tenderá a reducirse de no ocurrir cambios en los determinantes del crecimiento natural o un saldo migratorio positivo. Precisamente, en los últimos años Uruguay ha recibido cierto flujo migratorio, cambiando la tónica de los primeros años del siglo XXI<sup>7</sup>. Este proceso ejerce presión sobre la demanda de inmuebles, particularmente sobre el mercado de alquileres.

A su vez, existen otros drivers estructurales, propios de nuestro país que tienen incidencia positiva sobre la demanda de vivienda. Estos son:

- i)** el avance en la esperanza de vida;
- ii)** la creciente fragmentación del hogar;
- iii)** la disminución de la tasa de matrimonios;
- iv)** el progresivo aumento de jóvenes con estudios terciarios en el mercado laboral y;
- v)** la inseguridad. Todos estos elementos han cambiado el paradigma en el mercado de la vivienda y seguirán impactando en las preferencias de los hogares. Por estos motivos, el mercado demanda tipologías constructivas reducidas y en la franja costera, al tiempo que el tamaño de los hogares se acerca a una relación de dos habitantes por vivienda.

Para comprender el perfil de la demanda de vivienda, se contrató los servicios de Research Uruguay, a través de una encuesta semestral recurrente. Según concluye la investigación realizada la demanda concuerda con lo descrito sobre la oferta: aproximadamente el 20% y 50% de los encuestados prefieren unidades que cuenten con 1 y 2 dormitorios, respectivamente. Si bien en anteriores ocasiones se identificó un creciente interés por viviendas algo más grandes (durante 2020) este parece haberse diluido en la última edición de la encuesta. Por su parte, se mantiene la demanda por unidades de 3 dormitorios, al tiempo que baja la demanda por viviendas más grandes.

**Gráfico 7 - Cantidad de dormitorios buscados por "hogares que buscaron en los últimos tres meses"**



Fuente: Research Uruguay

### ii.i.ii. Factores Económicos

Por una parte, el ingreso de los hogares, uno de los determinantes más importantes de la demanda de vivienda por motivo de consumo, evidenció una caída durante 2020-21 luego de un largo período de crecimiento ininterrumpido. Esta caída estuvo explicada tanto por sendas caídas en el salario -medido tanto en términos reales como en dólares- y en el empleo

<sup>7</sup>. Según los últimos datos publicados por la ONU en Uruguay, casi un 2,4% de la población es inmigrante

debido a la irrupción de la pandemia. Esto determinó un cambio en la realidad y expectativas de los hogares que impactó principalmente en los primeros meses luego de la irrupción de la emergencia sanitaria en tanto la incertidumbre era extremadamente elevada. En particular, la propensión a comprar bienes durables presentó una pronunciada caída durante este período.

A pesar de ello, durante la segunda mitad del 2021 y comienzos del corriente año las expectativas de los consumidores registraron una mejora y se situaron en la zona de moderado optimismo. Esto incluso implica una mejora relativa en comparación a los últimos 5 años, la cual no parece guardar relación con los principales indicadores macroeconómicos sino que parece reflejar una mejora del clima general por el proceso de apertura y las mejores perspectivas post-pandemia.

**Gráfico 8 – Confianza del consumidor y de consumo en bienes durables**



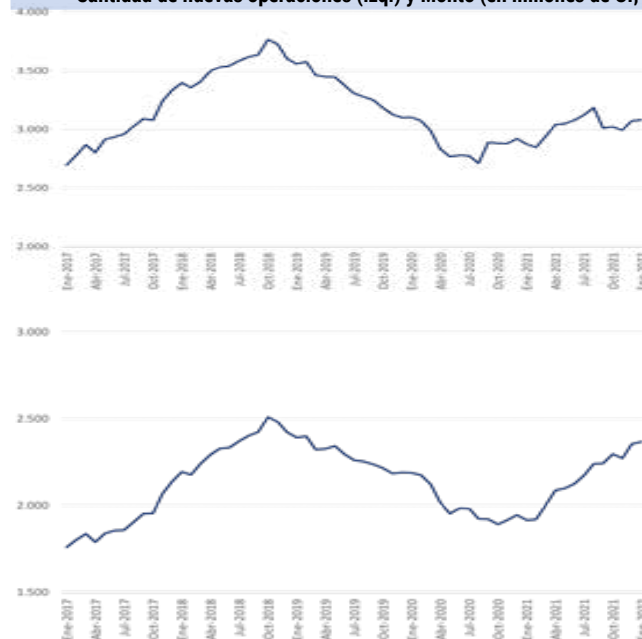
Fuente: SURA y UCU

Cuando se examinan los distintos subíndices que componen el Índice de Confianza del Consumidor, se aprecia que la recuperación estuvo en parte ligada a una importante recuperación de la propensión a comprar bienes durables. Esta se sitúa en niveles similares a aquellos exhibidos pre-pandemia y representa una buena noticia para el mercado inmobiliario, en tanto reflejaría un mayor optimismo y cierta propensión a ingresar o participar activamente en el mercado.

Por otra parte, con respecto al acceso al crédito hipotecario, este habría registrado una importante recuperación luego del mínimo evidenciado durante el primer semestre de 2020: a enero del corriente año el monto de nuevas operaciones supera casi en un 10% el exhibido previo a la irrupción de la pandemia. Este aumento en los montos fue acompañado con una modesta recuperación de la cantidad de nuevas operaciones -que actualmente se sitúan en su nivel previo a la pandemia-, lo que da cuenta de un aumento en el monto promedio de crédito otorgado por operación. Esto sugiere que a nivel de créditos hipotecarios el incremento se vuelca hacia mayores montos, por sobre la cantidad de operaciones nuevas.

## Gráfico 9 y 10 – Créditos hipotecarios en UI

Cantidad de nuevas operaciones (izq.) y Monto (en millones de UI; der.)



Fuente: CARE en base a BCU

En cuanto al stock de créditos hipotecarios existentes, de acuerdo a información del BCU, al mes de enero de 2022 se ubicaba en 2.600 millones de dólares. En línea con el comportamiento de las nuevas operaciones, este guarismo se sitúa 3% por encima de su nivel previo a la pandemia, al tiempo que evidencia una tendencia positiva durante los últimos meses. Los niveles de morosidad, por otra parte, se han mantenido estables alrededor de 1,2% del total de créditos.

### iii. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres

#### iii.i. Evolución general de operaciones y precios

La información oficial del mercado de compraventas generalmente es incompleta y debe ser complementada con información secundaria. Por este motivo es necesario analizar la evolución de indicadores indirectos para inferir el nivel de actividad del mercado. En este sentido, el seguimiento del Índice de Confianza del Consumidor elaborado por SURA y Equipos, conjugado con la evolución de distintos indicadores de alta frecuencia asociados a la actividad del sector como la recaudación de Impuesto a las Transacciones Patrimoniales y la cantidad de nuevos créditos hipotecarios bancarios permiten obtener una primera aproximación de la coyuntura del sector casi a tiempo real. A este respecto, el comportamiento de cualquiera de estos tres indicadores deja entrever una dinámica positiva del mercado inmobiliario luego de la irrupción de la pandemia a comienzos del pasado año.

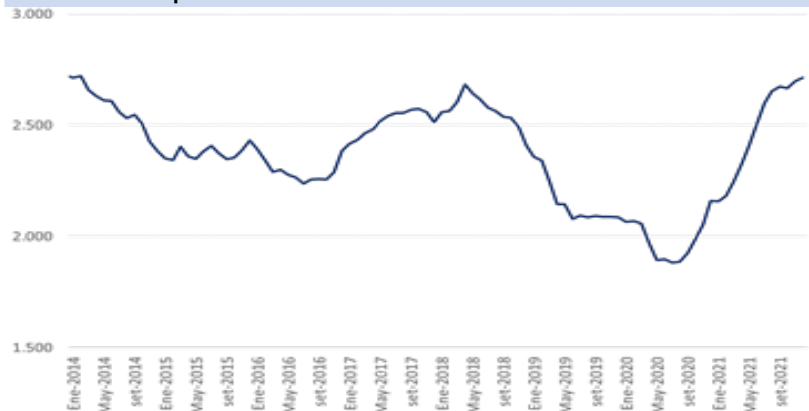
Por una parte, el Índice de Confianza del Consumidor presentó una evolución positiva en la segunda mitad del último año y actualmente se sitúa en la zona de moderado optimismo. Esta evolución favorable estuvo ligada parcialmente a una importante recuperación de la propensión a comprar bienes durables, que actualmente se sitúa en niveles similares a aquellos exhibidos antes de la pandemia y representa una buena noticia para el mercado de compraventa de inmuebles.

Por otra parte, los créditos hipotecarios evidenciaron un comportamiento positivo, particularmente en cuanto a los montos de las nuevas operaciones. En este sentido, si bien la cantidad de nuevas operaciones se situó en niveles similares a su nivel previo a la irrupción de la pandemia, los montos operados presentaron una evolución favorable durante los últimos meses y actualmente se encuentran un 10% por encima de este nivel.

Por último, y de alguna forma como reflejo de la recuperación de la confianza de los consumidores y el incremento de las operaciones de crédito hipotecario, la recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales evolucionó más que favorablemente y también se ha recuperado cuando se lo compara con los niveles previos a 2020<sup>8</sup>. Esto parecería pautar una recuperación de la transaccionalidad del sector -lo que podría ser explicado por una mayor cantidad de operaciones u operaciones de montos más elevados-. Esto es consistente con la última información disponible del Instituto Nacional de Estadística<sup>9</sup> que indica que se han registrado más de 25% más de compraventas a nivel país respecto al 2020. En el caso de Montevideo, que es el principal punto de desarrollos inmobiliarios para vivienda permanente, los registros de compraventas aumentaron 18% en 2021, respecto al año anterior, confirmando la recuperación del sector y las buenas perspectivas del mercado inmobiliario.

**Gráfico 11 – Recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales (ITP)**

Millones de pesos constantes de diciembre de 2020 - 12 meses móviles



De esta forma, la evolución de estos tres indicadores en su conjunto junto a la información de la Dirección Nacional de Registros dejan entrever que el mercado inmobiliario evolucionó favorablemente luego del importante impacto sufrido al momento de la irrupción de la pandemia. A este respecto, la concreción de operaciones postergadas a raíz de la pandemia apuntado por la parcial recuperación de los ingresos de los hogares -explicada por la paulatina recuperación del mercado laboral e impulsada por la debilidad del dólar en el mercado financiero local- y las mejores expectativas de estos, explicarían en parte la evolución favorable del mercado inmobiliario. Adicionalmente, es posible conjeturar un incremento de la demanda de inmuebles por motivo inversión -como fue relevado en la edición anterior de la encuesta de Research Uruguay-.

<sup>8</sup>. Incluso uno debe remontarse hasta principios de 2014 para encontrar niveles de recaudación similares.

<sup>9</sup>. En base a información de la Dirección General de Registros.

Con respecto a los precios, de acuerdo a información provista por Sader y Calvete en base al Research de Portfolio, el precio de oferta por metro cuadrado de vivienda expresado en dólares habría tendido a aumentar durante 2021. A pesar de esto, informantes calificados del sector habían informado a CARE que muchas operaciones se habrían realizado validando precios en dólares menores. Es importante destacar que esto podría llevar a cierto desencuentro entre oferta y demanda, en tanto el mercado no convalida los precios de oferta y los propietarios retienen sus viviendas por más tiempo. Lo anterior favorece, en última instancia al mercado de alquileres que ha venido creciendo en cantidad de hogares inquilinos desde hace años.

El mantenimiento/alza de los precios en dólares habría llevado a un aumento del precio medido en pesos constantes (UI). Los agentes transan y valoran los inmuebles en dólares (cálculo patrimonial, basado en la idea de un activo financiero), pero el precio de este activo se correlaciona de forma más directa con la unidad indexada que con el valor del dólar. Esto se debe a que, **(i)** la vivienda es un bien no transable y por lo tanto se determina en el mercado doméstico y, **(ii)** aproximadamente el 80% del costo de producción de la vivienda también son bienes no transables, denominados en moneda local.

En última instancia, se debe notar que la importante brecha entre la evolución del precio de venta y alquiler de viviendas en unidades indexadas potencia el mercado de arrendamientos. En este sentido, en los últimos años ha existido un significativo incremento del stock de viviendas para alquiler en Montevideo, al tiempo que la cantidad de hogares inquilinos ha tenido un aumento sostenido desde 2016. Parte de este incremento podría estar relacionado al encarecimiento relativo que han mostrado los precios de venta de la vivienda y resalta que el alquiler continúa siendo la válvula de escape del sector inmobiliario.

### **3. Los Barrios Privados: mercado y evolución reciente**

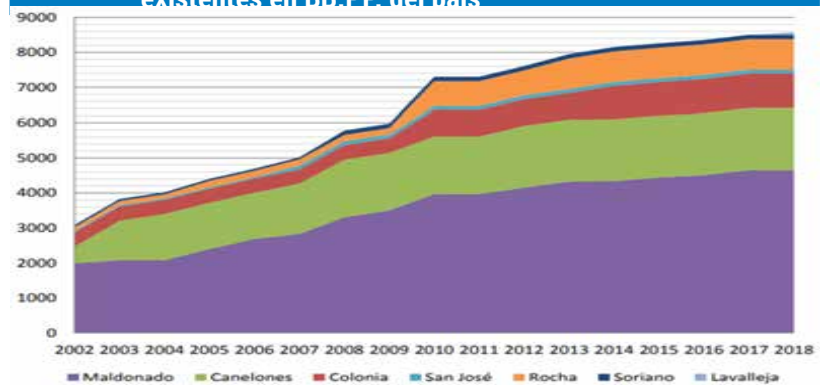
Los Barrios Privados o Semiprivados son un tipo de desarrollo inmobiliario relativamente reciente que ha tenido un importante impulso en los últimos años, principalmente concentrado en Montevideo y su área Metropolitana, aunque también han alcanzado otros puntos del país. Se trata de un mercado de "nicho" ya que sólo alcanza a una porción muy menor de los hogares del país: aquellos de altos y muy altos ingresos. Desde el punto de vista sociológico se los suele definir como una "segregación residencial" en tanto son un enclave territorial separado del resto del territorio o con escasa interacción con él.

La normativa que refiere a los Barrios Privados es diversa y su reglamentación se define a nivel municipal, siendo Canelones y Maldonado los departamentos donde los desarrollos más han proliferado en los últimos años. En Canelones, en 1998 se aprobó la Ordenanza de Clubes de Campo Res. 4699/98 y su posterior reglamentación en 1999, lo que significó un primer mojón para la regulación de este tipo de desarrollos en el departamento. No obstante, esta ordenanza fue posteriormente derogada y sustituida por planes de ordenamiento territorial como el CostaPlan (Plan Estratégico de Ordenamiento Territorial de la Micro Región de la Costa), el Plan Parcial Camino de los Horneros y el Plan Parcial Colonia Nicolich y Ruta 101. Estos planes han guiado el desarrollo de distintas vertientes logísticas y residenciales en el

departamento de Canelones y han actuado como instrumentos de regulación y promoción de los barrios privados en este departamento. Adicionalmente, el Plan Camino de los Horneros presupone y genera amplio espacio para seguir desarrollando ese vértice en el territorio, en el cual se prevé situar los Barrios Cavas I, II y III que forma parte de este proyecto. En especial el Plan indica lo siguiente en su contenido: *“el área urbana de la ciudad de Canelones ocupa aproximadamente 700 hectáreas, Ciudad de la Costa 3.500 hectáreas, Costa de Oro 4.500 hectáreas. La superficie de la pieza de trabajo implica 1.600 hectáreas, de las cuales más del 50% está ocupada hoy por clubes de campo o con previsión de desarrollos similares: la misma superficie que la ciudad de Canelones. Esto da cuenta que esta nueva ruralidad supone uno de los modelos de ocupación residencial más destacados del departamento en términos cuantitativos de uso de suelo, más allá de la densidad de población comparativa”*. Es importante resaltar que la proliferación de estos barrios han disparado la creación de distintos centros de servicios conexos, entre los cuales surgen emprendimientos comerciales, educativos, de salud, financieros, entre muchos otros que se apalancan en la tendencia al crecimiento de estas soluciones de vivienda.

En Montevideo la normativa de Barrios Privados es distinta en tanto no se permite el desarrollo de barrios exclusivos, aunque sí se han autorizado algunos barrios “semiprivados”, es decir barrios exclusivos, pero donde se permite la circulación de personas ajenas al barrio. El desarrollo de estos barrios recae en varias razones. Por un lado, la creciente inseguridad ha hecho migrar las preferencias hacia estos barrios. A esto se le agregan factores de preferencias y amenities como el entorno paisajístico, los amplios espacios verdes, los servicios disponibles, entre otros. Por último, razones más sociológicas como la exclusividad y el sentido del colectivo también influyen en el desarrollo de estas urbanidades.

**Gráfico 12: Evolución reciente del total de unidades (lotes) existentes en BB.PP. del país**



Fuente: MVOTMA (2019) - Los Barrios Privados en Uruguay

En 2020 existían 78 Barrios Privados en Uruguay distribuidos en 8 departamentos con un crecimiento muy importante en los últimos años. Estimaciones más recientes publicadas por La Diaria apuntan a 90 BBPP. En el departamento de Maldonado es donde existen más desarrollos, explicando más del 50%. En Montevideo (Este) y en Canelones (Oeste) los desarrollos se realizaron anexos a la conexión con las principales arterias viales del país y el vínculo con la capital, la costa y polos de desarrollo como las Zonas Francas

y Parques Industriales. En el Área Metropolitana de Montevideo (AMM) existen 24 Barrios Privados con un área total de 664 hectáreas, distribuidos en Canelones y Montevideo mayoritariamente. Cuentan con 2.551 lotes con un promedio de 1.671 metros cuadrados cada uno (Ver Cuadro 1 debajo).

### Cuadro 4 - Barrios Privados en Área Metropolitana de Montevideo

	Cantidad	Área (ha)	Áreas Verdes + Circulación (ha)	Área Total (ha)	Cantidad de lotes***	Superficie promedio+ del Lote (mt <sup>2</sup> )
Canelones	18	458	200	658	1911	1933
Montevideo*	5	45	17	62	540	795
San José	1	28	3	31	100	900
<b>Total</b>	<b>24</b>	<b>531</b>	<b>220</b>	<b>751</b>	<b>2551</b>	<b>1671</b>

\*Barrios semicerrados

\*\* promedio ponderado

\*\*\* Se excluyen los apartamentos

Fuente: Informe Mercado Inmobiliario marzo 2021.

En el caso de Canelones, además de los impulsos que han tenido los Barrios Privados producto de las definiciones en el ordenamiento territorial, las diferencias respecto a la regulación de Montevideo también han favorecido la instalación de estos emprendimientos en las zonas cercanas al aeropuerto de Carrasco y las rutas Interbalnearia y 101. En particular, la geografía muestra un polo atractivo hacia el este de Montevideo y otro particularmente denso en cuanto a barrios privados en el Oeste de Canelones con los barrios desarrollado por el Grupo Tahona como un conjunto ya consolidado, junto a otros emprendimientos en esa misma zona. La Imagen 1 precisa la ubicación de estos en el territorio.

### Imagen 1 - Barrios Privados en Oeste de Canelones



Fuente: MVOTMA (2019) - Los Barrios Privados en Uruguay

En lo que refiere a los precios en los Barrios Privados, existe una alta dispersión entre los distintos emprendimientos que depende directamente de la ubicación, los servicios y el entorno, entre otros factores. Sin embargo, el modelo de estos emprendimientos suele estar vinculado a capturar la valorización del suelo a medida que se desarrollan los servicios, las

infraestructuras y el entorno paisajístico característico de estos barrios. Esto implica que los precios de barrios consolidados suelen ser distintos a los de emprendimientos nacientes, lo que agrega una capa de complejidad adicional a la comparación entre barrios de distintas zonas y características.

Según el informe del mercado inmobiliario realizado por M. Sader y S. Calvette para CARE, analizando distintas fuentes de información (informantes calificados del sector inmobiliario y los principales bancos que financian estas operaciones) los precios fluctúan entre Montevideo y Canelones. En el primero, los valores oscilan entre USD 250 y USD 450 por m<sup>2</sup>, con gastos comunes mensuales que van de quince mil a veinte mil pesos. Los barrios de Canelones tienen precios menores que van de USD 70 a USD 200 por m<sup>2</sup>, mientras que los gastos comunes son similares a los de Montevideo. Sin embargo, más allá de la dispersión en el precio por m<sup>2</sup>, los tickets promedio tienden a igualarse en tanto las áreas transadas en Canelones son sensiblemente mayores que las áreas en Montevideo.

#### **4. Consideraciones finales sobre el mercado de vivienda y los Barrios Privados**

Para el corto plazo, luego de la recuperación evidenciada por el mercado inmobiliario durante los últimos 18 meses, se espera que el mercado inmobiliario exhiba cierta estabilidad, en especial en cuanto a compraventa. En este sentido, el mercado habría pasado por un shock inédito durante gran parte de 2020 cuyo efecto sobre el mercado inmobiliario parece haberse disipado mayormente, dado el incremento de la transaccionalidad sobre el cierre de 2020 y durante 2021. En los barrios privados, los recientes desarrollos y la situación sanitaria habrían impulsado el interés de la demanda por estos emprendimientos.

A este respecto, la recuperación de la confianza de los consumidores -principalmente de su predisposición a comprar bienes durables- apuntada por la parcial recuperación del ingreso de los hogares -gracias a recuperación del mercado laboral y la debilidad del dólar a nivel local- habría impulsado la concreción de operaciones de compraventa postergadas a raíz de la pandemia. Adicionalmente, es posible conjeturar que esta situación haya sido acompañada de un aumento de la demanda de inmuebles por motivo inversión -en particular considerando el contexto financiero local e internacional- y un aumento de demanda de extranjeros que buscan instalarse en el país -en parte atraídos por posibles beneficios tributarios como la residencia fiscal-.

En esta línea, la persistencia del debilitamiento del dólar a nivel local podría seguir incidiendo positivamente sobre la recuperación del poder adquisitivo de los hogares, lo cual sumado a las bajas tasas de interés continuaría impactando positivamente sobre las decisiones de compra, en particular para aquellas personas que miran al sector inmobiliario desde una perspectiva financiera: como resguardo de valor y generación de renta.

Más allá de ello, es importante realizar algunas consideraciones hacia el futuro. Por una parte, aún es precipitado evaluar las consecuencias macroeconómicas de la guerra de Ucrania y su derrame sobre economías en desarrollo. Si bien el impacto será heterogéneo y dependerá de múltiples factores<sup>10</sup>, en el corto plazo es esperable que la guerra limite el ritmo de recuperación de la actividad económica a nivel internacional, al tiempo que

<sup>10</sup>. Entre ellos, la matriz productiva de cada país, sus correspondientes canastas de comercio exterior y sus lazos financieros internacionales



agregue presión adicional sobre la dinámica de precios de las economías desarrolladas<sup>11</sup>. En un extremo, esta situación podría derivar en un contexto internacional menos favorable para las economías en desarrollo (más allá de mejoras en los precios de exportación), lo que podría ejercer presión sobre el poder adquisitivo de los hogares en moneda extranjera -al influir sobre la trayectoria del dólar a nivel local-, al tiempo que podría limitar o dilatar las decisiones de compra por motivo inversión, dado el elevado nivel de incertidumbre.

Igualmente, es importante señalar que el mercado de Barrios Privados es un nicho de mercado muy específico con preferencias por este tipo de emprendimientos en la zona Este de Montevideo y Oeste de Canelones. El desarrollo de los centros de servicios en la zona de Camino de los Horneros, los ajustes a la regulación que favorecen estos desarrollos y la creación de nuevos emprendimientos en la zona son una señal positiva en cuanto al desarrollo de los Barrios Privados en Canelones. En línea con lo anterior, la crisis sanitaria incluso podría impulsar esta dinámica, en tanto las preferencias por los espacios verdes y el paisaje habrían ganado tracción entre los hogares producto de las nuevas modalidades de trabajo. En este sentido, si bien para un nicho de mercado específico, el eje Camino de los Horneros y los barrios privados en esa zona son un centro de atracción y una tendencia que se consolida en los últimos tiempos.

Por otra parte, se debe tener en cuenta que el poder adquisitivo de los hogares aún no recuperó su nivel previo a la pandemia y es esperable que su evolución esté directamente ligada a la dinámica de la actividad económica. A este respecto, no sólo las consecuencias económicas de la guerra serán determinantes sino que también será importante la evolución de la situación sanitaria que, si bien parece haberse normalizado, aún persisten ciertos riesgos. En última instancia, ambos factores de riesgo podrían impactar negativamente sobre las decisiones de compra de los consumidores a futuro, en tanto estos podrían mostrarse más cautelosos a la hora de asumir compromisos de largo plazo.

Para el mediano y más largo plazo, se mantienen en términos generales las perspectivas para el sector, ya que la demanda por inmuebles nuevos existe y se fortalecería una vez se logre superar la coyuntura adversa. Esto ocurre particularmente en algunos segmentos de la población y zonas que han mostrado elevado dinamismo en los últimos años y que han mostrado elevada resiliencia a pesar de los eventos adversos recientes, como son los Barrios Privados en tanto han demostrado ser una buena reserva de valor dado los modelos de negocio de valorización del suelo y la propiedad que han venido desarrollando. Adicionalmente, los planes territoriales han acompañado esta expansión y han apuntalado algunos ejes específicos dentro del departamento para actividades logísticas, industriales y clubes de campo lo que constituye un incentivo a la creación de nuevas urbanidades o barrios privados en la zona de influencia de este proyecto.

## 5. Las políticas públicas

La política de vivienda generada a partir del 2005 ha recogido amplio consenso favorable en todos los sectores políticos. Dicha política crea una nueva institucionalidad e incentivos económicos que alientan la inversión sectorial. Estos incentivos atienden tanto la oferta de viviendas como la demanda.

<sup>11</sup>. Particularmente a través del aumento del precio de los commodities, en especial aquellos de índole energética como el petróleo y el gas.

Destaca la Ley 18.795 de acceso a la Vivienda de Interés Social, en tanto es el pilar fundamental de la política diseñada. Por primera vez en la historia del país la vivienda para sectores medios se ha financiado de forma masiva por inversores privados.

La Ley 18.795 de promoción de la vivienda social fue votada por unanimidad en el Parlamento, lo que brinda cierta seguridad del camino optado desde la política pública. La nueva administración de gobierno ha ratificado este rumbo y lo ha dotado de ciertas modificaciones que han mejorado el clima de inversión sectorial. En este sentido, se destaca el decreto que modifica la instrumentación de la Ley 18.795 y las resoluciones del MVOTMA número 539 y 673 del 2020.

Las modificaciones antes mencionadas han configurado un escenario más alentador en lo que refiere a mejorar el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios. Será vital que los gobiernos departamentales electos actúen en el mismo sentido a partir de 2021.

Asimismo, el 4 de mayo fue publicado el Decreto del 29 de abril de 2020, que establece un nuevo régimen de promoción de inversiones para la actividad de construcción de Gran Dimensión Económica, al amparo de la Ley N° 16.906 de 1998 (Ley de Inversiones). Las actividades promovidas por este decreto son la construcción para arrendamiento o venta de inmuebles (vivienda u oficinas) y el desarrollo de urbanizaciones con iniciativa privada. Los proyectos promovidos deben ser de más de 6,5 millones de dólares de inversión. Recientemente se han flexibilizado algunos criterios adicionales que buscan dinamizar al sector.

En lo que respecta a otras políticas públicas, por el momento no cabría esperar signos de intervenciones negativas, en tanto los anuncios recientes vinculadas a las políticas de vivienda indican que el foco estará en segmentos de la población de menores ingresos, en tanto se entiende que es el sector que mayor necesidad de vivienda tiene en la actualidad.

## 6. Conclusiones sobre el entorno

**El riesgo mercado.** Entendido como la posibilidad de que el proyecto inmobiliario a desarrollar tenga una trayectoria adecuada se encuentra mitigado. Esto se sustenta en que el emprendimiento se ubica en una zona de alta demanda por parte de un nicho específico de hogares y que el producto ofrecido se basa en los estándares de calidad y marca ya ofrecidos por un Grupo de amplia trayectoria en la creación de barrios privados. A su vez, los precios son competitivos en relación a otros emprendimientos de similares características. *Se considera un nivel de riesgo bajo.*

**El riesgo de políticas públicas.** Se encuentra acotado ya que la política hacia el sector ha sido apoyada por todos los sectores políticos. Incluso, los estímulos hacia el sector se han incrementado a través de Proyectos de Gran Dimensión Económica, y no se esperan nuevas modificaciones a los regímenes existentes que sean negativos para este tipo de emprendimiento. En el ámbito normativo departamental, el Plan Camino de los Horneros demuestra un interés particular del gobierno departamental en dotar de un marco específico para el desarrollo de urbanizaciones y barrios privados en la zona de influencia del proyecto *Riesgo bajo.*

## VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, la fiduciaria y la administradora, los activos subyacentes y el flujo de fondos, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Este se corresponde con una nota de acuerdo con el manual de calificación. En la matriz de calificación, las áreas se dividen en factores, y estos en indicadores.

*En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos-, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB.uy<sup>12</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor. Grado de inversión mínimo.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ec. Santiago Rego

<sup>12</sup>. **BBB.uy.** Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos, aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo.**