

# CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

---

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

*Montevideo, noviembre de 2022*

---

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
10	II EL PAPEL
13	III LA EMPRESA
18	IV EL PROYECTO Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
21	V EL ENTORNO
38	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

**ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO OBLIGACIONES NEGOCIABLES DE OFERTA PÚBLICA DE LA TAHONA INVERSIONES  
29 - noviembre - 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.uv
<b>Vigencia de la calificación:</b>	30 de abril de 2023 <sup>1</sup>
<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 ya ha comercializado parte de la primera etapa y segunda.
- 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 junio de 2022, este Fideicomiso de garantía detenta tierras y efectivo que cubren la deuda contraída en las ONs. Paralelamente, Runtuna SA es fiador solidario de La Tahona Inversiones, respaldando financieramente a ésta.

- Cómo se aborda en profundidad en la Sección V, luego de la crisis sanitaria el sector inmobiliario habría retomado cierto dinamismo, reflejado en un aumento de la transaccionalidad del sector. Además de la recuperación propia luego de la crisis, este escenario se ve beneficiado de la apreciación del peso y un leve aumento del crédito hipotecario.
- 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 y con preferencias por este tipo de emprendimientos particularmente en la zona Este de Montevideo y Canelones. El producto ha sido testeado exitosamente en el mercado a través de una preventa 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. Es de notar que en los últimos meses se han lanzado varios emprendimientos de este tenor en la zona cercana al proyecto liderado por LTI.
- En lo que respecta a las políticas públicas sectoriales, por el momento no cabría esperar intervenciones negativas por parte de las autoridades. 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 a partir del 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 adjuntó en la primera calificación de estas Obligaciones Negociables.

La vigencia de esta calificación es hasta el 30 de abril de 2023. No obstante, la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

## 2. Antecedentes generales

- 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% sobre saldos 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. Como fue mencionado, esta garantía es reforzada con la fianza solidaria a la cual se compromete Runtuna S.A. Estos puntos quedan recogidos en la sección III.
- 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. A su vez, los precios a los cuales se comercializaron los lotes en la primera etapa superan los previstos en el modelo de negocios original.
- Los desarrollos previstos tendrán características similares a los realizados en otros emprendimientos del Grupo Tahona. Esto es, padrones de 1.000 m<sup>2</sup> 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 socioeconómicas 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. Reflejo de esto es el incremento de la oferta de este tipo de emprendimientos en la zona de influencia del Proyecto Cavas. 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. Hechos salientes del período

- Al 30/06/2022 BKZR en calidad de Fiduciario del Fideicomiso de Garantía informa que este tiene tierras y efectivo por USD 40.046.170, cubriendo el total de la emisión. El valor de las tierras cedidas supera los USD 35 millones, las cuales se toman al 85% de su valor de mercado al ingresar como garantía.
- A setiembre de este año se informa que se han avanzado 116 operaciones (firma de carta intención o boleto de reserva) por un monto total que supera USD 11 millones. En la primera etapa de CAVAS, ya se han vendido dos tercios de la superficie prevista, la mayoría de estos habiendo firmado boleto de reserva. También se han comercializado los primeros lotes de la siguiente etapa, CAVAS II.

### 4. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Calificaciones anteriores
- Estados Contables intermedios de La Tahona Inversiones al 30/09/2022
- Informe de Ventas al 30/09/2022
- Cuentas por Cobrar LTI al 30/09/2022
- Stock de unidades y precios vigentes al 30/09/2022
- Informe sobre Fideicomiso de Garantía Tahona realizado por BKZR Trust Management al 30/06/2022
- Nota de la Bolsa de Valores de fecha 25/11/22 dejando constancia del funcionamiento de la cuenta escrow según lo previsto en el prospecto de emisión.

- Informe de Revision Limitada de LTI al 30/06/2022 realizado por Grant Thornton
- Estados Contables Consolidados intermedios de Runtuna al 30/06/2022
- Encuesta periódica de RESEARCH Uruguay a setiembre de 2022 sobre la oferta y la demanda inmobiliaria, contratada para CARE.
- “Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas”; octubre de 2022. Informe elaborado para CARE por Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette.
- “La expansión de los Barrios Privados en Uruguay”, ultima edición. 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>.

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*

<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”*.

## 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 y único accionista.

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 Auditoría 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.

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. 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 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.

El capital social de la sociedad es de \$ 200 millones de los cuales al 30/09/2022 se han integrado algo más de USD 2 millones.

En el cuadro siguiente se presenta el cierre de su estado de situación intermedio al 30/09/2022 y su comparativo con cierres anteriores; por lo ya expresado, el ejercicio anterior fue de 11 meses.

## Cuadro 1: Estado de Situación LTI (miles de USD)

Rubros	30-sep.-22	31-dic.-21	31-ene.-21
<b>Activo</b>	<b>65.001</b>	<b>64.848</b>	<b>9.118</b>
Activo Corriente	48.966	49.489	4.697
Activo no Corriente	16.036	15.359	4.420
<b>Pasivo</b>	<b>65.450</b>	<b>64.188</b>	<b>9.630</b>
Pasivo Corriente	15.739	11.933	2.630
Pasivo no Corriente	49.712	52.256	7.000
<b>Patrimonio</b>	<b>(450)</b>	<b>660</b>	<b>(512)</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>65.001</b>	<b>64.848</b>	<b>9.118</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>3,11</b>	<b>4,15</b>	<b>1,79</b>

Fuente: EE.CC LTI SA

Parte de los activos, tal como se informa por parte del administrador del Fideicomiso de Garantía, se encuentra fideicomitado.

A la fecha no se registran ingresos operativos como puede apreciarse en el estado de resultados del cuadro siguiente. Las ventas de lotes, según se informa en otra sección, aún no se reflejan contablemente al no haberse realizado las escrituras.

## Cuadro 2: Estado de Resultados LTI (miles de USD)

Rubros	30-sep.-22	31-dic.-21	31-ene.-21
<b>Ingresos de actividades</b>	<b>8</b>	-	-
<b>Costo de Ventas</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Resultado Bruto</b>	<b>8</b>	-	-
Gastos de adm y ventas	(165)	(177)	(304)
Resultados diversos	835	-	-
<b>Resultado Operativo</b>	<b>677</b>		
Resultados financieros	(2.455)	(579)	(209)
<b>Res. Antes de impuestos</b>	<b>(1.778)</b>	<b>(756)</b>	<b>(513)</b>
Impuesto a la renta	668	(72)	-
<b>Resultado Neto</b>	<b>(1.110)</b>	<b>(828)</b>	<b>(513)</b>

Fuente: EE.CC LTI SA

De acuerdo a las condiciones de la emisión, rige el periodo de restricción en la distribución de dividendos. En tal sentido, la sociedad no podrá distribuir dividendos hasta el ejercicio 2023 inclusive y en los dos siguientes (2024 y 2025) no podrá hacerlo por un monto superior a USD 1.5 millones en cada uno de ellos.

## Garantías

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). En nota de fecha 25/11/22, BVM da cuenta del cumplimiento de esta condición.

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.

En el reporte al 30 de junio de 2022, el Fiduciario informa tener en su dominio, terrenos por un valor de USD 35.7 millones además de efectivo y equivalentes por USD 9.7 millones. De acuerdo a los criterios de valuación establecidos esto equivale a tener algo más de USD 40 millones; frente a una emisión de USD 40 millones, cumple con la condición de un ratio de al menos 1 entre activos y deuda.

**Cuadro 3: Situación Fideicomiso de Garantía (miles USD)**

Rubros	Valor actual	Valor a tomar	Total garantía
Efectivo y equivalentes	9.716	1,00	9.716
Terrenos	35.682	0,85	30.330
<b>Totales</b>	<b>45.398</b>		<b>40.046</b>

Fuente: Trust Management BKZR SAS

En el cuadro precedente se muestra el efectivo o equivalente en el dominio fiduciario así como el valor de los terrenos los que, de acuerdo a las pautas establecidas en la garantía, se toman por el 85 % de su valor actual.

- **Fianza solidaria de parte de Runtuna SA<sup>3</sup>**

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 ocasión. 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.

No obstante, resulta pertinente hacer el seguimiento de la situación patrimonial de la empresa fiadora por su condición de tal y porque la misma está condicionada al cumplimiento previo de sus obligaciones financieras. En el cuadro siguiente se expone resumidamente el estado de situación de Runtuna SA al cierre intermedio de junio de 2022 y su comparativo con periodos anteriores.

<sup>3</sup> La presente fianza se encuentra sometida a la condición suspensiva de que el Fiador (Runtuna SA) cancele de forma total el pago del capital e intereses adeudados y haya cumplido con todas sus obligaciones según la emisión pública de las ON's convertibles en acciones que fueran emitidas por dicha sociedad el 10/07/2015, contemplando todas las modificaciones que la emisión pueda sufrir, sobre todo en lo que respecta a su plazo.

**Cuadro 4: Estado de Situación Runtuna SA (miles de USD)**

Rubros	30-jun.-22	31-dic.-21	31-dic.-20
<b>Activo</b>	<b>62.877</b>	<b>63.419</b>	<b>59.669</b>
Activo Corriente	22.298	22.218	20.594
Activo no Corriente	40.579	41.201	39.075
<b>Pasivo</b>	<b>42.854</b>	<b>41.577</b>	<b>41.453</b>
Pasivo Corriente	19.811	17.613	9.940
Pasivo no Corriente	23.043	23.964	31.513
<b>Patrimonio</b>	<b>20.023</b>	<b>21.842</b>	<b>18.216</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>62.877</b>	<b>63.419</b>	<b>59.669</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>1,13</b>	<b>1,26</b>	<b>2,07</b>

Fuente: EE.CC Consolidados Runtuna SA

Más allá de los activos vendidos a LTI se comprueba que Runtuna mantiene un patrimonio contable superior a USD 20 millones.

### 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). 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 este sentido, se han comercializado 116 lotes por un monto total que supera los USD 11 millones. De estos, en lo que va del año se han comercializado casi 50 unidades. Con relación al estatus la mayoría de las unidades comercializadas tenían firma de boleto de reserva antes de octubre de este año. También es importante señalar que, del total de lotes vendidos, solo una pequeña parte se hizo financiada, lo que implica que la cobranza a setiembre supere los USD 9 millones. El desarrollador informa que de la primera etapa ya se encuentra vendido dos tercios de la superficie prevista, en tanto ya se han comercializado algunos lotes de la segunda etapa.

En la calificación original se desglosaron los principales supuestos del modelo financiero, en relación a ventas esperadas y precio del m<sup>2</sup>. 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 m<sup>2</sup> de terrenos, elemento que según el Informe de Ventas a septiembre de este año ya se habría cumplido. También es importante resaltar que el precio de venta también se encuentra por encima de lo previsto en el modelo de negocios original, como se resaltó en la calificación anterior. De lo anterior surge que, si bien las primeras operaciones aún están en proceso de escrituración, los informes de ventas proporcionados por LTI apuntan a que las condiciones de venta son mejores a las previstas originalmente. Estos 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 y se incluyen en la calificación original.

Es importante notar que, al momento de evaluar la sensibilidad del flujo de fondos, este se tornaba negativo durante algunos años bajo un escenario de caída de precios del 20% respecto a lo previsto en el modelo de negocios original. Dado que los precios a los cuales se han comercializado los lotes de la primera etapa superan ampliamente los previstos originalmente, este riesgo no parece relevante por el momento. A esto se le agrega que ya se han cumplido los objetivos de venta anuales previstos originalmente.

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, el producto ha tenido buena aceptación en su primera etapa, comercializándose una superficie similar a la prevista en el modelo de negocio original, y a un precio superior al previsto, robusteciendo el flujo de ingresos. *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 y se apalanca en el expertise y marca del grupo. *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 calificadoradora 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 en general y se profundiza 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 con estimaciones del Fondo Monetario Internacional la economía mundial creció a un ritmo anual de 6% durante el último año, y proyecta que este año lo haga a una tasa de 3,2% anual. A pesar de ello, esta recuperación ha sido heterogénea, no sólo entre los distintos países -o regiones- sino también en su configuración productiva, en tanto la pandemia impactó de forma desigual a los distintos sectores de actividad.

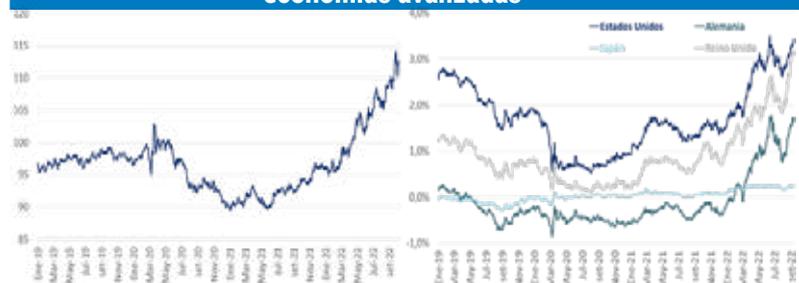
La recuperación global del último año ha estado estrechamente vinculada al control de la situación sanitaria y al despliegue de significativos estímulos fiscales y monetarios. En efecto, el rápido despliegue de los planes de vacunación habilitó el paulatino retiro de las medidas de restricción a la movilidad impuestas para limitar la propagación del virus. A su vez, las políticas fiscales y monetarias desplegadas desde la órbita del sector público han jugado un papel clave, 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 inmediata de un escenario financiero benigno para las economías emergentes. Al respecto, los elevados niveles de liquidez internacionales derivaron en condiciones internacionales de financiamiento laxas con tasas de interés históricamente bajas -cercasas 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. Este conjunto de factores apuntaló la recuperación de las economías emergentes, especialmente en el corto plazo.

A pesar de ello, la rápida recuperación de las economías desarrolladas y las presiones inflacionarias<sup>4</sup> exhibidas en algunas de ellas -particularmente en Estados Unidos- precipitaron el retiro de las políticas acomodaticias. En esta línea, con los niveles más altos de inflación de los últimos 30 años, en marzo de 2022 la Reserva Federal de los Estados Unidos decidió comenzar con su proceso de normalización monetaria:

- i)** acelerando el retiro de compras de títulos de deuda pública,
- ii)** elevando su tasa de interés de referencia y
- iii)** señalizando múltiples subas adicionales en el corto plazo. Esto trajo aparejado un incremento importante de las tasas de interés internacionales (especialmente de renta fija, en detrimento de la renta variable), las cuales alcanzaron sus niveles más altos de los últimos 10 años, al tiempo que el dólar estadounidense presentó una fuerte apreciación frente a monedas de países desarrollados y emergentes. De esta forma, el benigno ciclo financiero internacional parecería haber llegado a su fin, y es esperable que las condiciones financieras internacionales continúen endureciendo durante los próximos meses.

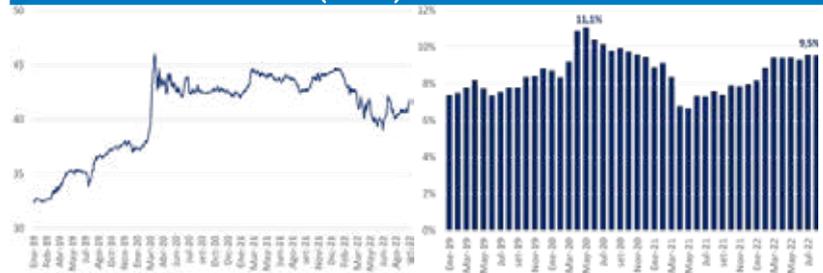
## Gráficos 1 y 2 – Dólar index y rendimientos de renta fija en economías avanzadas



A pesar de lo anterior, se debe tener presente que el dólar ha evolucionado de forma algo diferente en el mercado financiero uruguayo y se ha debilitado en términos reales con respecto al peso uruguayo, configurando un escenario propicio para el mercado de compraventa, aunque algo más tenso para los desarrolladores. 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 aún se espera se mantenga por encima de la meta, no sólo en los próximos meses sino también en el horizonte de política de 24 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.

<sup>4</sup> Las cuales también fueron impulsadas por el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania a través del aumento del precio de los commodities energéticos y alimenticios.

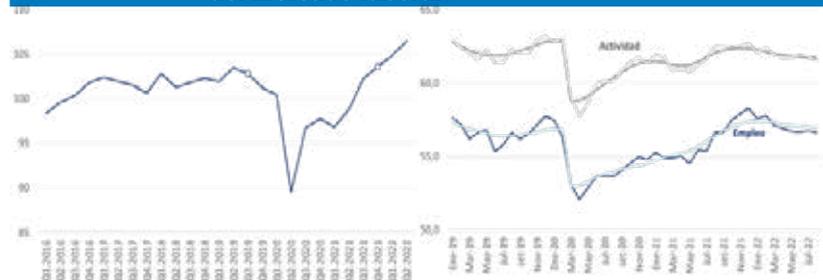
## Gráficos 3 y 4 – Tipo de Cambio Nominal (USD/YUY) e Inflación (Anual)



Al respecto de la actividad económica, luego de la significativa caída de la actividad durante 2020, la economía uruguaya ha comenzado un lento y dispar proceso de recuperación. 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, con foco en infraestructura y la construcción de la tercera fábrica de celulosa) y el sector agropecuario.

De esta forma, el PIB creció 4,4% en 2021, superando los niveles de actividad del 2019, previo a la irrupción de la pandemia. No obstante, y en línea con lo anterior, la recuperación ha sido asimétrica entre sectores, resaltando que algunos sectores sufrieron por más tiempo 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 y el próximo año a un ritmo anual de 5,0% y 3,0%, respectivamente. Estos guarismos han sido ajustados al alza en los últimos meses debido al positivo desempeño de la economía uruguaya durante los dos primeros trimestres del año, el cual estuvo por encima de lo esperado por los analistas.

## Gráficos 5 y 6 – Nivel de actividad (Desestacionalizado) y Evolución del mercado laboral

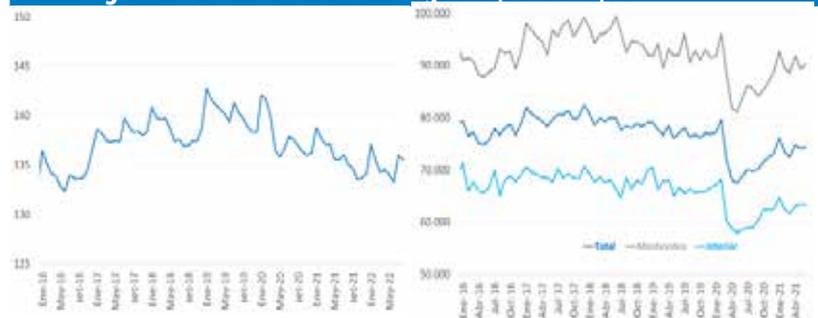


A pesar de esta recuperación del nivel de actividad, el mercado laboral ha presentado señales mixtas. En este sentido, el empleo se ha recuperado con cierto dinamismo y alcanzó rápidamente niveles similares a los exhibidos previo a la pandemia. No obstante ello, esta recuperación parece haberse estancado en los últimos meses y representa uno de los principales desafíos de la política pública.

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. Adicionalmente, el debilitamiento del dólar a nivel local permitió recuperar aún más el poder de compra de los

hogares medido en moneda extranjera. De todas formas, en línea con el reciente estancamiento de la recuperación del empleo, así como la magra evolución de los salarios reales -que aún se ubican un 4% por debajo de su valor previo a la pandemia-, los ingresos de los hogares han visto resentida su recuperación en los últimos meses y aún continúan situándose por debajo de su valor previo a la irrupción de la pandemia.

**Gráficos 7 y 8 – Índice Medio de Salarios Reales (izquierda) e Ingreso Medio Real de los Hogares (derecha)**



## 2. 2. Mercado inmobiliario de vivienda

### 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 enlentece en 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. Sin embargo, durante 2021 esta situación parece revertirse y comienza a evidenciarse cierta mejora 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. Esto determina que las particularidades de los proyectos inmobiliarios deben ser tenidas en cuenta a la hora de evaluar su desempeño.

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, especialmente en aquellas zonas 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 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.

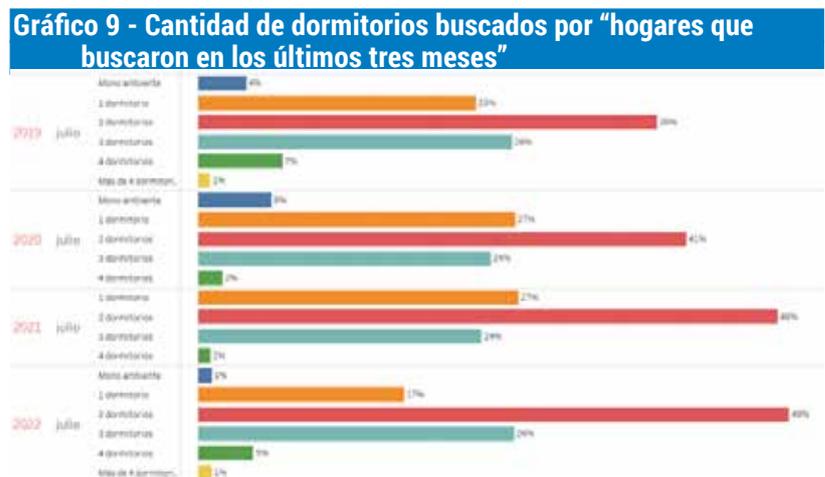
## **ii. Demanda por consumo e inversión**

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>5</sup>. Este proceso ejerce cierta presión sobre la demanda de inmuebles, particularmente sobre el mercado de arrendamientos.

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 a nivel general. Por estos motivos, el mercado demanda tipologías constructivas reducidas y en la franja costera.



Para comprender el perfil de la demanda de vivienda, se contrató los servicios de Research Uruguay, a través de una encuesta semestral recurrente, que ya acumula más de 14 ediciones entre 2015 y 2022. Según concluye la investigación realizada aproximadamente el 50% de los entrevistados en la encuesta realizada prefieren unidades que cuenten con 2 dormitorios y algo más de 25% buscan 3 dormitorios.

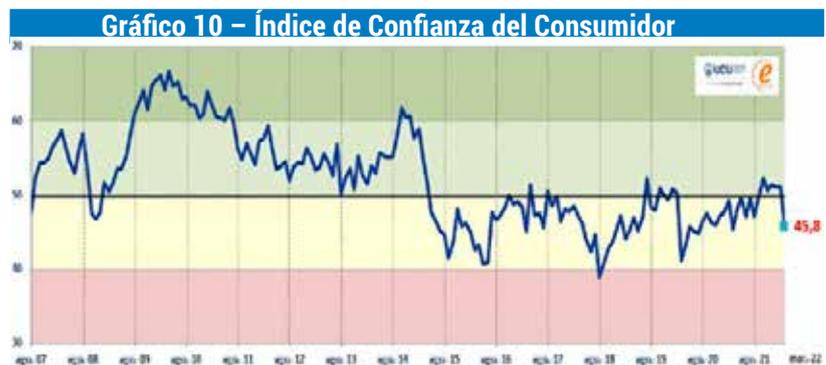
## ii.i.ii. Factores Económicos

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

<sup>5</sup> Según los últimos datos publicados por la ONU en Uruguay, casi un 2,4% de la población es inmigrante

salario -medido tanto en términos reales como en dólares- y en el empleo 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.

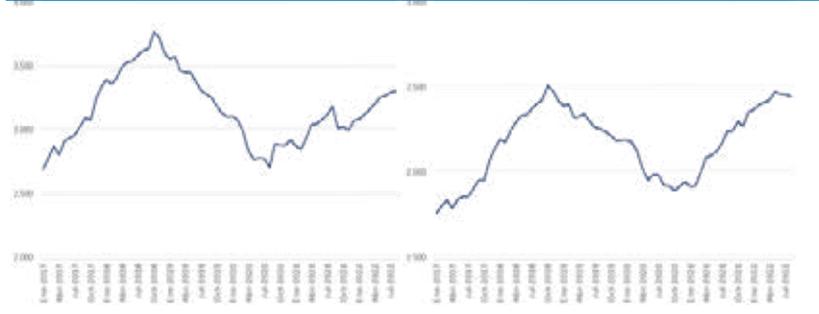
En línea con una mejora del clima general por el proceso de apertura y las mejores perspectivas post-pandemia, durante la segunda mitad del 2021 y comienzos del corriente año las expectativas de los consumidores registraron una mejora y lograron situarse por algunos meses en la zona de moderado optimismo. A pesar de ello, impulsado por el deterioro de la situación económica personal de los hogares, el índice de confianza del consumidor evidenció un fuerte descenso durante marzo de 2022 -el más alto desde la irrupción del Covid-19 en marzo de 2020- y retrocedió hasta la zona de moderado pesimismo.



El reciente deterioro del Índice de Confianza del Consumidor estuvo explicado por una fuerte contracción en la confianza de los consumidores sobre su Situación Económica Personal y la Situación Económica del País, el cual podría estar explicado por el estancamiento de la recuperación del empleo, así como el deterioro de los salarios en términos reales.

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 julio del 2022 tanto la cantidad de nuevas operaciones como el monto de estas supera en más de un 10% el exhibido previo a la irrupción de la pandemia. La evolución de ambos indicadores da cuenta de cierta estabilidad -respecto al periodo anterior a la pandemia- en el crédito promedio por operación, luego del incremento exhibido al comienzo del último año.

## Gráfico 11 y 12 – Créditos hipotecarios en UI Cantidad de nuevas operaciones (izq.) y Monto (en millones de UI; der.)

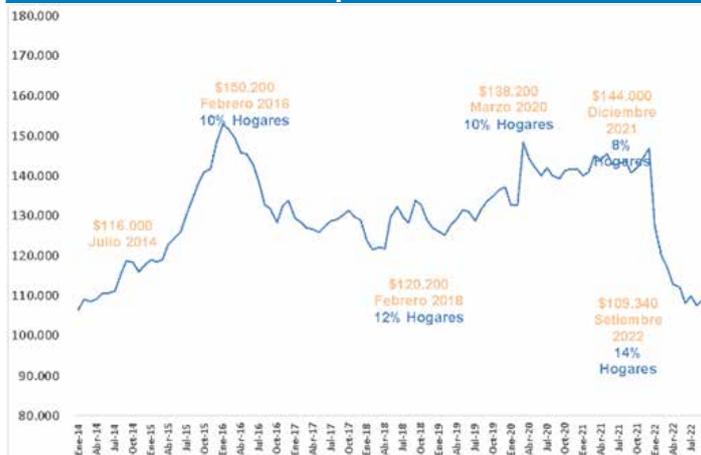


En cuanto al stock de créditos hipotecarios existentes, de acuerdo con información del BCU, al mes de julio de 2022 se ubicaba en aproximadamente 2.930 millones de dólares. En línea con el comportamiento de las nuevas operaciones, este guarismo se sitúa 24% por encima de su nivel previo a la pandemia, al tiempo que evidencia una tendencia positiva durante los últimos meses. Los niveles de morosidad, por otra parte, se han mantenido estables alrededor de 1,3% del total de créditos.

Cuando se computa el volumen del crédito como porcentaje del Producto Bruto Interno se encuentra que este ascendió aproximadamente a 4,5% para 2021, lo que se considera bajo en perspectiva internacional y aún moderado para satisfacer la demanda potencial de vivienda. Si bien el porcentaje actual se encuentra en el entorno del promedio de los últimos 15 años, está muy por debajo de los valores de la década del noventa, cuando se ubicaba en el entorno del 9,5%. Adicionalmente, se debe tener en cuenta que el coeficiente crédito hipotecario/PIB en el Uruguay es reducido en relación con los países desarrollados y algunos países de la región.

Desde la óptica de los agentes demandantes de crédito (los hogares), algunas de las restricciones más importantes a la hora de acceder a ellos son el ahorro previo y los requisitos de ingresos mensuales por núcleo familiar. En este sentido, los requisitos asociados a estos últimos se habrían reducido en los últimos meses de acuerdo a los cálculos realizados por Sader & Calvete a octubre de 2022.

## Gráfico 13 - Ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito hipotecario



## **ii.ii. Factores que inciden en la demanda por inversión**

Como fue señalado, la demanda de inmuebles por motivo de inversión está estrechamente vinculada al costo de oportunidad, determinado por las tasas de interés reales (tanto locales como extranjeras) y los flujos de capital.

A este respecto, desde comienzos del corriente año las tasas de interés a nivel internacional han evidenciado un importante ajuste al alza, y han alcanzado niveles comparables a los exhibidos hace 10 años, lo cual eleva el costo de oportunidad de invertir en inmuebles respecto a la inversión en otros activos. A pesar de ello, y en contraposición, en el mercado local el peso uruguayo continuó fortaleciéndose respecto al dólar estadounidense, lo que permitió recuperar parcialmente el poder adquisitivo de las familias en moneda extranjera.

De esta forma, ambos desarrollos configuran un escenario mixto para la demanda de inmuebles con motivo de inversión en el mercado local. La encuesta realizada por Research Uruguay señala que 8% de los encuestados declaró haber buscado vivienda por motivo inversión. Este guarismo se encuentra ligeramente por encima de su valor en julio del último año, pero por debajo de diciembre. De la misma forma, la proporción de los encuestados que buscarán vivienda por motivo de inversión en los próximos dos años se ha mantenido estable respecto a julio del último año.

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

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

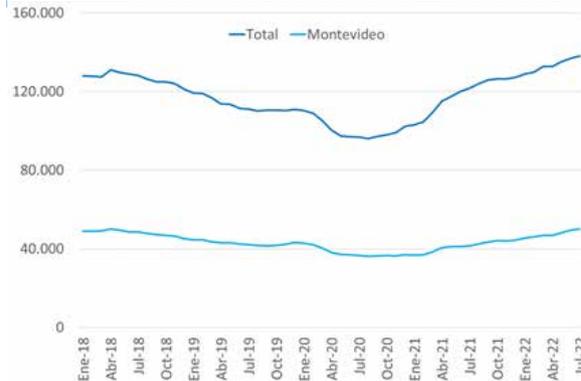
La información oficial del mercado de compraventas generalmente es incompleta y debe ser complementada con información secundaria. Por este motivo es necesario analizar la evolución de indicadores indirectos para inferir el nivel de actividad del mercado. En este sentido, el seguimiento del Índice de 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. No obstante ello, la reciente evolución negativa del Índice de Confianza del Consumidor -particularmente considerando la incertidumbre que los hogares parecen exhibir sobre su situación económica y la situación económica del país- genera algunas interrogantes sobre el dinamismo futuro del mercado inmobiliario.

Más allá de ello, es importante notar que la evolución favorable que presentó el Índice de Confianza del Consumidor desde mediados del último año estuvo ligada parcialmente a una importante recuperación de la Propensión a Comprar Bienes Durables, la cual actualmente se sitúa en niveles similares a aquellos exhibidos antes de la pandemia, incluso a pesar del deterioro exhibido en marzo de 2022. Esta evolución positiva de la Propensión a Comprar Bienes Durables a partir de mediados del último año se condice con el comportamiento de los créditos hipotecarios y el Impuesto a las Transacciones Patrimoniales.

Respecto a los primeros, estos evidenciaron un comportamiento positivo tanto en la cantidad de nuevas operaciones como en el monto operado en estas: ambas se encuentran algo más de un 10% por encima de su nivel previo a la pandemia. En cuanto al 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>6</sup>.

**Gráfico 14 – Inscripciones de Compraventa**  
Cantidad de operaciones - 12 meses móviles



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>7</sup> que indica que durante el último año se han registrado un 15% y 25% más de compraventas a nivel país respecto a 2019 y 2020, respectivamente. Más recientemente, cuando se considera el acumulado de los primeros siete meses del corriente año, la cantidad de compraventas creció un 27%, 67% y 17% respecto al mismo periodo de 2019, 2020 y 2021, respectivamente.

Restringiendo a Montevideo, que es el principal punto de desarrollos inmobiliarios para vivienda permanente, las compraventas durante el último año han evidenciado un importante incremento con respecto a 2020 (20%), pero cierta estabilidad respecto a 2019 (3%). Si consideramos la información acumulada de los primeros siete meses del corriente año, los registros de compraventas indican un aumento de 17%, 65% y 28% respecto al mismo periodo de 2019, 2020 y 2021, respectivamente. Esto confirma la recuperación del sector, más allá de cualquier consideración que se pueda hacer de cara al futuro.

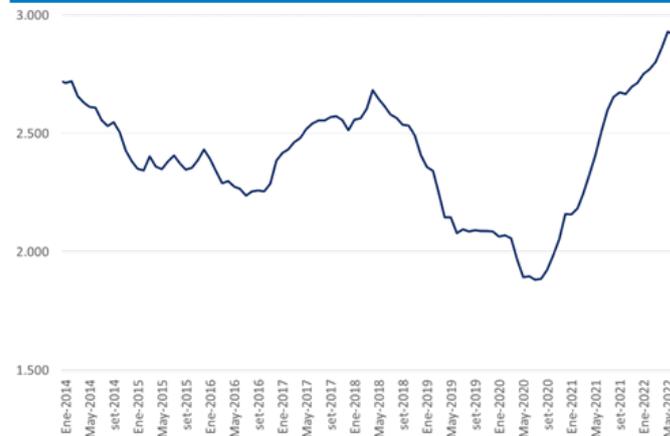
De esta forma, la evolución de estos tres indicadores en su conjunto junto a la información de la Dirección Nacional de Registros deja entrever que el mercado inmobiliario evolucionó favorablemente luego del importante impacto sufrido al momento de la irrupción de la pandemia. A este respecto, la concreción de operaciones postergadas a raíz de la pandemia apuntalado 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 que existió un incremento de la demanda de inmuebles por motivo inversión -como fue relevado en la edición anterior de la encuesta de Research Uruguay-.

<sup>6</sup>. Incluso uno debe remontarse hasta principios de 2014 para encontrar niveles de recaudación similares.

<sup>7</sup>. En base a información de la Dirección General de Registros.

## Gráfico 15- Recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales (ITP)

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

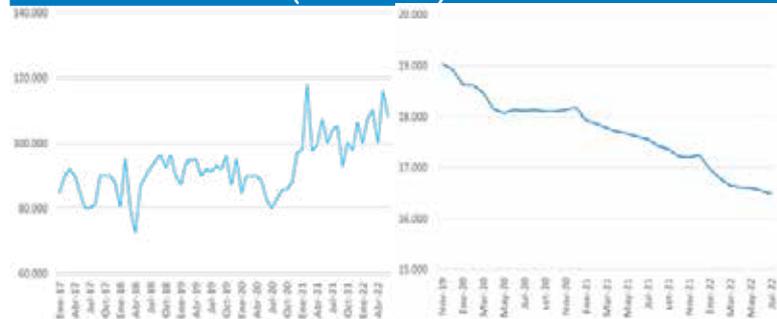


No obstante ello, existen algunos factores que podrían incidir en la dinámica positiva exhibida recientemente. Por una parte, el estancamiento de la recuperación del mercado laboral, sumado al deterioro de los salarios en términos reales, habría afectado negativamente la situación económica de los hogares y sus expectativas, elevando la incertidumbre respecto a su futuro desempeño económico y el desempeño del país. En contraposición, el fortalecimiento del peso uruguayo respecto al dólar estadounidense podría ser un factor que ayude a compensar lo anterior y evitar un mayor enlentecimiento del mercado inmobiliario, en particular gracias a que los hogares recuperan parcialmente su poder adquisitivo en moneda extranjera. Por otra parte, el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales podría significar una reducción de la demanda de inmuebles por motivo inversión, en tanto estos se encarecen en términos relativos frente a otras alternativas de inversión.

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, aunque es dable pensar que los precios transados se ubican por debajo de estos.

Por otra parte, recientemente el Instituto Nacional de Estadística comenzó a publicar información sobre precios de transacciones de compraventa y contratos de alquiler en base a información de la Dirección Nacional de Registros. Respecto a las compraventas de inmuebles, la información del INE da cuenta de una tendencia creciente en la mediana de precios de compraventa en Montevideo medido en dólares estadounidenses. De todas formas, se debe notar que esta información no permite distinguir la evolución del precio por metro cuadrado, por lo que se debe tener cierta cautela al considerarla en el análisis. En cuanto a los contratos de alquiler, la información del INE evidencia una disminución sostenida del precio promedio medido en pesos constantes desde noviembre de 2019 (primer mes en que esta información se encuentra disponible).

## Gráficos 16 y 17 – Mediana del Precio de Transacciones de Compraventa (izquierda) y Precio Promedio de Contratos de Alquiler (Montevideo)



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 estos desarrollos muestran mayor dinamismo. 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 desarrollados mediante la emisión de estas Obligaciones Negociables. 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 en los últimos años estos barrios han ganado tracción, y se han visto beneficiados por la crisis sanitaria (que implicó la búsqueda de nuevos espacios para habitar), el trabajo a distancia y el desarrollo de nuevas centralidades que albergan servicios diversos, 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. De hecho, en la zona de influencia del proyecto también se están desarrollando otros barrios como Huertas de los Horneros, Pilar de los Horneros, Carlotta y La Juana. Si bien cada uno tiene sus particularidades, en esencia apuntan a un público similar e implican un desarrollo significativo a nivel inmobiliario en la zona, con distintas propuestas. La proliferación de estos barrios si bien representan una tendencia relativamente nueva, tienen el desafío de testear la demanda. Es de notar que en el caso de Cavas, el interés de mercado se mantiene según el informe de Ventas.

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. Es de notar que la escasez relativa de terrenos bajo este régimen en Montevideo, implica mayores precios, lo que favorece la migración de este tipo de soluciones al límite entre Canelones y Montevideo

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.

**Cuadro 5 - Barrios Privados en Área Metropolitana de Montevideo**

	Cantidad	Área (ha)	Áreas Verdes + Circulación (ha)	Área Total (ha)	Cantidad de lotes***	Superficie promedio+ del Lote (m <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

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 Canelones con los barrios desarrollados por el Grupo Tahona como un conjunto ya consolidado, junto a otros emprendimientos en esa misma zona.

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 mantenga cierto dinamismo, en especial en cuanto a compraventa y mientras el dólar se mantenga estable y los créditos hipotecarios no internalicen la suba de las tasas de interés internacionales. En este sentido, el mercado habría superado el shock de la crisis sanitaria, dado el incremento de la transaccionalidad.

A este respecto, la recuperación de la confianza de los consumidores -principalmente de su predisposición a comprar bienes durables- apuntalada 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-.

Más allá de ello, es importante realizar algunas consideraciones hacia el futuro. Por una parte, se debe tener en cuenta que el poder adquisitivo de los hogares aún no recuperó su nivel previo a la pandemia y ha evidenciado un importante estancamiento durante los últimos meses, en línea con el estancamiento del empleo y el escaso dinamismo de los salarios en términos reales. En última instancia, esta situación podría 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. En efecto, la reciente caída del Índice de Confianza del Consumidor refleja la incertidumbre de los hogares respecto a esta situación.

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 haber impulsado esta dinámica, en tanto las preferencias por los espacios verdes y el paisaje habrían ganado interés 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.

Para el mediano y más largo plazo, se mantienen en términos generales las perspectivas para el sector inmobiliario, 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 mayor 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. 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. Este desarrollo compite con otros de reciente aparición en zonas cercanas y se beneficia del desarrollo reciente de varios servicios. *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, 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>8</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>8</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.**