

**ACTUALIZACIÓN DE LA  
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE  
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN  
EN EL DOMINIO FIDUCIARIO  
DEL FIDEICOMISO FINANCIERO  
CASASURU DE DESARROLLO DE  
VIVIENDAS DE INTERÉS SOCIAL I**

*Montevideo, noviembre de 2021*

---

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
11	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
13	III LA ADMINISTRACION
18	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
22	V EL ENTORNO
37	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

**Actualización de la calificación de CPs de la emisión del Fideicomiso Financiero  
CASASURU desarrollo de viviendas de interés social  
29 - noviembre - 2021**

<b>CPs Serie A</b>	fue de UI 135.000.000 (Unidades Indexadas ciento treinta y cinco millones).
<b>Distribuciones:</b>	Según resultados acumulados realizados según procedimiento establecido.
<b>Activo Fideicomitado:</b>	Bienes inmuebles, proyectos en desarrollo, fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso.
<b>Fideicomitentes:</b>	Suscriptores iniciales de los CP's Mulery SA y Nurwoly SA
<b>Emisor y Fiduciario:</b>	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión.
<b>Administrador:</b>	CASASURU S.A.
<b>Plazo del Fideicomiso:</b>	Originalmente hasta el 31 de diciembre de 2023, prorrogable según opciones.
<b>Entidad Representante y Registrante:</b>	BEVSA
<b>Administración y pago:</b>	EF Asset Management
<b>Vigencia de la calificación:</b>	hasta el 30 de abril de 2022 <sup>1</sup> .
<b>Comité de Calificación:</b>	Julio Preve, Adrián Tamber y Martín Durán Martínez
<b>Calificación de riesgo:</b>	BBB.uy
<b>Manual Utilizado:</b>	Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros

<sup>1</sup> Esta Calificación puede cambiar ante la aparición de hechos relevantes.

## Resumen General

***CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación Serie A en el dominio fiduciario del "Fideicomiso Financiero CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social I" con la calificación BBB.uy de grado inversor.***

A modo de resumen, los aspectos salientes de la calificación así como de sus actualizaciones son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se describió en el informe jurídico que se adjuntó en la calificación original. (véase Anexo I de la calificación original).
- Se ha evaluado oportunamente la capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto, CasasUru SA, que resulta crucial para el mismo. La empresa continúa demostrando capacidad de llevar adelante el proyecto, habiendo superando razonablemente los atrasos evidenciados en su momento y adaptado el modelo original.
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto.
- Se presenta una nueva estimación de TIR para el inversor en los CP serie A, la que se mantiene en el entorno a 9% en UI. Los proyectos involucrados en las proyecciones contienen rendimientos que varían entre 0% y 39%, según las previsiones del administrador. El resultado económico global del Fideicomiso se concentra en dos proyectos (Interlagos y Lagomar Sur), los que explican aproximadamente el 89% de los ingresos brutos esperados. El proyecto Lagomar Sur ya se ha culminado, mientras que el de Interlagos ya terminó la construcción del primer edificio (95% vendido), el segundo tiene un avance de obra del 90% y está un 54% vendido ya se comenzó con la construcción de la tercer torre (con un avance de obra del 14% e igual porcentaje de unidades vendidas o reservadas).
- En el período informado se realizó una nueva distribución de fondos a los tenedores de Certificados de Participación A por un valor aproximado de UI 13.2 millones que sumados a las distribuciones realizadas en períodos anteriores suma un total distribuido a setiembre de 2021 de aproximadamente UI 45 millones. El día 18 de octubre de 2021 se obtuvo la aprobación del Comité de Vigilancia para realizar una nueva distribución de fondos a los tenedores de certificados de participación A por un valor aproximado de UI 8.6 millones que representan aproximadamente USD 1 millón.
- Se destaca la capacidad demostrada por parte de la administración del fideicomiso en la flexibilidad para adaptarse a la dinámica natural de la evolución del plan de negocios; por ejemplo en la readecuación de las inversiones y proyectos hacia segmentos socioeconómicos de ingresos más altos manteniendo los beneficios de la Ley de Vivienda de Interés Social, lo que mejora las perspectivas del negocio.

- El mercado inmobiliario se ha reactivado de forma notoria luego del fuerte shock generado por la pandemia del coronavirus durante el primer semestre de 2020. En un nuevo escenario signado por una marcada mejora sanitaria, una mayor apertura de la economía en general, una recuperación del empleo y de los ingresos y una marcada estabilidad del dólar en el país, es esperable que la reactivación del mercado inmobiliario continúe en los próximos meses. El alquiler continúa siendo la válvula de escape a un mercado con marcados desencuentros entre los precios finales de la vivienda que están dispuestos a pagar las familias, de los que pretenden los vendedores. El número de transacciones ha continuado con un nivel alcista respecto al 2020 y el mercado comenzó a validar precios en dólares inferiores a los observados en 2019. La coyuntura macroeconómica global con tasas de interés negativas o en el entorno de cero configuran un escenario positivo para el mercado inmobiliario. Los activos financieros que brindan relativa seguridad, evidencian tasas de retornos exigüos, lo que lleva a muchos inversores a optar por la inversión inmobiliaria.
- Según se destaca en el informe sectorial actualizado a octubre de 2021 que dispone CARE, el mercado viene demandando tipologías constructivas cada vez más reducidas y el tamaño de los hogares se acerca a una relación de dos habitantes por vivienda. No obstante, de confirmarse el cambio de paradigma en el mercado de trabajo en lo que refiere al teletrabajo, es esperable que en el corto y mediano plazo se comiencen a demandar unidades más grandes o proyectos con amenities de espacios de Cowork.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, existe buena aceptación del espectro político nacional, sobre la consolidación de estímulos tanto a la oferta como a la demanda de vivienda en el segmento socioeconómico que focaliza el negocio en cuestión. No se identifican riesgos derivados de la política pública; por el contrario algunas medidas ya tomadas hacia el sector tienden a mejorar el clima de negocios. La liberación de los precios tope en la vivienda promovida y las mejores condiciones de exoneración fiscal para nuevos proyectos son un claro ejemplo en este sentido.

## I. INTRODUCCIÓN

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

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de riesgo de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado "Fideicomiso Financiero Fondo CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social I".

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 no obstante una recomendación o una garantía de CARE para futuros inversores, y por tanto la calificación debe considerarse 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 del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo utilidades, conforme al proyecto de ejecución o al plan de negocios que la administración está mandatada a realizar, pudiendo modificarlo solo con arreglo a determinados procedimientos. Admitido el rango de Tasas Internas de Retorno (en adelante TIR) derivado de múltiples simulaciones realizadas por CARE como razonables para el proyecto en la primera calificación, las siguientes no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no dependerá estrictamente del alcance de las TIR calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva, la nota seguirá entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

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 por Martín Durán Martínez, Adrián Tampler y Julio Preve.

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

## 2. Antecedentes generales y hechos salientes del período.

### i. Antecedentes generales

#### • **Avances de Obra**

Según informa el operador, durante el periodo se continuó avanzando en el segundo y tercer edificio de Interlagos. Asimismo, se realizaron las presentaciones de la solicitud de habilitación de los proyectos culminados: Lagomar Sur, Aires del Norte y el primer edificio de Interlagos. Ya comenzaron las inspecciones por parte de técnicos de la Intendencia de Canelones del proyecto Lagomar Sur y posteriormente se realizarán las de Aires del Norte e Interlagos 1.

A continuación, se actualiza el estado de cada uno de los proyectos a setiembre de 2021, según la información suministrada por el Administrador:

#### • **Proyecto Aires del Laurel (Salto – Fase I).-**

- o El proyecto inicial de 64 unidades se subdividió en 3 etapas. La primera etapa de 16 unidades se terminó de ejecutar el 15 de febrero del año 2017. Las obras no se retomarán hasta tanto el proceso de venta refleje un volumen razonable de comercialización de las unidades.

#### • **Proyecto Aires de Lagomar Sur.-**

- o La obra de la primera etapa, así como la del cerramiento perimetral fue finalizado el 16 de Julio de 2018. El 15 de octubre de 2021 se realizó la inspección técnica por parte de la IC de esta primera Etapa para posteriormente realizar la inspección de las siguientes.
- o En julio de 2019 se dio inicio a las obras de las Fases II y III del Proyecto.
- o Con fecha 12 de marzo de 2021 se firmó el acta de recepción provisoria del último bloque terminado. Se está a la espera de la la habilitación final de todo el proyecto por parte de la Intendencia de Canelones.

#### • **Proyecto Aires del Pinar.**

- o El proyecto está terminado, las viviendas ocupadas y ya se dio de baja en el BPS.

#### • **Proyecto Las Piedras.**

- o Las modificaciones en la Ley 18.795 impuestas por su cambio reglamentario y el bajo nivel de transacciones que hay en el sector inmobiliario y especialmente en el interior del país llevaron al Administrador a demorar el inicio de esta obra.
- o Se obtuvieron los permisos necesarios por parte de la Intendencia de Canelones para el loteo de la primera etapa del proyecto de Las Piedras lo cual permite que se puedan ejecutar las obras de Infraestructura necesarias para el loteo. El paso siguiente es realizar las obras asociadas al loteo; ya se obtuvo la aprobación de OSE para la obra de agua potable.

#### • **Proyecto Aires del Norte.**

- o El proyecto contempla 30 unidades con tipologías de dos y tres dormitorios similares a las ya ejecutadas en el proyecto Aires del Pinar.
- o La obra fue finalizada el 30 de setiembre de 2019.

- o La habilitación final ante la IC se hará luego de realizada la inspección técnica del proyecto Lagomar Sur y Aires del Norte.
- **Proyecto Interlagos.**
  - o El proyecto contempla cuatro edificios de 37 apartamentos cada uno y un quinto edificio de 32 apartamentos lo que da un total de 180 apartamentos. Además se prevé la construcción de 180 sitios de estacionamiento. Cada edificio contará con unidades de 1, 2 y 3 dormitorios.
  - o Se realizó el fraccionamiento del padrón madre en 5 fracciones lo que permitirá realizar los edificios en etapas y en el caso que no se realice algún edificio las fracciones sin construcción podrán ser automáticamente vendidas.
  - o La construcción del primer edificio ya está culminada, finalizó el 30 de octubre de 2020. Se está a la espera de habilitación final por parte de la IC.
  - o El avance del segundo edificio a setiembre de 2021 es del 90%. El objetivo es terminar el edificio a noviembre de 2021. Al ser la misma empresa que construyó el edificio 1, se logró un contrato muy beneficioso con importantes ahorros; asimismo se realizaron algunas mejoras.
  - o Se obtuvieron las aprobaciones de ANV y la Intendencia de Canelones del Permiso de Construcción para comenzar la construcción. Una vez aprobado por la Asamblea de Titulares la construcción del Edificio 3, se firmó el contrato de construcción con Arca Construcciones y se comenzó la obra. A la fecha (setiembre 2021) se lleva un avance de obra del 14%.
- **Situación comercial.**
  - o En Aires del Laurel (Salto) se está trabajando con los operadores inmobiliarios de la ciudad para ofrecer y publicitar el proyecto. La aprobación de la modificación del Contrato del Fideicomiso habilita la posibilidad de realizar descuentos, previa aprobación del Comité de Vigilancia, con el objetivo de dinamizar el interés por el proyecto de Salto. Se han colocado hasta el momento 10 unidades, tres a un inversor local con importante descuento.
  - o En Aires del Pinar se ha concretado la venta de todas las unidades y ya están escrituradas.
  - o En Aires de Lagomar Sur se logró en el primer trimestre de 2021 la comercialización del 100% de la Etapa II del Proyecto, y se está trabajando en la escrituración y entrega de las viviendas. Se realizó también la entrega y escrituración de los últimos 2 bloques a Península Rentals (PRU).
  - o En Aires del Norte se ha concretado la venta de todas las unidades.
  - o En relación al Proyecto Interlagos se continuó con la comercialización del proyecto mediante la ejecución de diferentes campañas de posicionamiento y atractivo del mismo. Ya se han vendido 35 unidades del edificio 1 y hay reservadas 20 unidades del edificio 2 y 5 unidades del edificio 3.

En el siguiente cuadro se detallan los porcentajes de avance de cada uno de los proyectos en ejecución, así como también las reservas (preventas) y ventas realizadas a setiembre de 2021.



## Cuadro 1: Proyectos Realizados y en Ejecución

Proyecto	Avance de obra/etapa	Unidades/ por Etapa	Reservas	Escrituras realizadas	Un.Vendidas/ Total (%)
Aires del Pinar	100%	30	0	30	100%
Aires del Laurel	100%	16	0	10	63%
Aires de Lagomar I	100%	60	0	60	100%
Aires de Lagomar II/III	100%	32	1	31	100%
Air.de Lagomar II/III (PRU)	100%	48	0	48	100%
Aires del Norte	100%	30	0	30	100%
Interlagos I	100%	37	0	35	95%
Interlagos II	90%	37	20	0	54%
Interlagos III	14%	37	5	0	14%
Interlagos IV a V	0%	69	0	0	0%
<b>TOTAL</b>		<b>396</b>	<b>26</b>	<b>244</b>	<b>68%</b>

Fuente: CARE en base a información proporcionada por el Administrador.

### • Modificación del contrato de Fideicomiso

- El 31 de marzo de 2020 se realizó una Asamblea de beneficiarios para realizar algunas modificaciones al Fideicomiso, los que fueron aprobados por el BCU.

Los principales cambios en el contrato fueron los siguientes:

- Para iniciar nuevas etapas de cada Proyecto se debe contar previamente con la aprobación del Comité de Vigilancia.
- Habilitar al Fiduciario para que proceda al fraccionamiento de los terrenos propiedad del Fideicomiso pudiendo enajenarlos todos o solamente alguno de ellos. Se establecen condiciones específicas de acuerdo al tamaño de los terrenos.
- Modificar el plazo del Fideicomiso el cual se mantendrá vigente hasta el 2 de Junio del año 2022 para el desarrollo y la comercialización de unidades. Como se verá, ese plazo vuelve a modificarse en julio de 2021 y la nueva fecha sería el 31 de diciembre de 2023.
- El 30 de enero de 2020 se procedió a realizar la primera distribución de dividendos de los Certificados de Participación tipo A por \$ 31.775.747.
- El día 15 de Octubre de 2020 se realizó una Asamblea de Titulares de los CPs en la cual se aprobó la adquisición de cuatro padrones (linderos unos con otros) en Ciudad de la Costa, Departamento de Canelones a los efectos de desarrollar allí un nuevo proyecto. El negocio aún no se ha concretado por lo que su potencial ingreso no se considera en el flujo de fondos presentado en esta oportunidad.

### ii. Hechos salientes del período

Los principales proyectos actualmente en ejecución del Fideicomiso, por su importancia en los ingresos brutos esperados son las obras de Interlagos y Lagomar Sur.

Según informa el administrador, los principales elementos a destacar durante el período considerado son:

- Se avanzó en la construcción del segundo edificio de Interlagos alcanzándose un avance de obra del 90% y se inició la construcción del tercer edificio.
- Se obtuvieron los permisos necesarios para el loteo del proyecto de Las Piedras, y para su aprobación definitiva deberán realizarse las obras de infraestructura acordadas con la IC.
- En el período informado se realizó una nueva distribución de fondos a los tenedores de Certificados de Participación A por un valor aproximado de UI 13.2 millones que sumados a la distribución realizadas en períodos anteriores se llega a un total distribuido de aproximadamente UI 45 millones.
- El día 18 de octubre se obtuvo la aprobación del Comité de Vigilancia para realizar una nueva distribución de fondos a los tenedores de certificados de participación A, por un valor aproximado de UI 8.6 millones que representan aproximadamente USD 1 millón.
- En julio de 2021 se firma una nueva modificación del contrato de fideicomiso en el que se establece un nuevo plazo para la finalización del mismo, que será ahora en diciembre de 2023.

### 3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Informes y entrevista con el Comité de Vigilancia.
- Encuesta periódica de Research Uruguay; "La demanda en el mercado inmobiliario"; julio de 2021.
- "Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas"; Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette. Octubre de 2021.
- Informes del Administrador el último al 10 de octubre de 2021.
- Informe trimestral de avance de obra del edificio 2 de Interlagos (6 de julio de 2021).
- Estados Contables Intermedios del Fiduciario al 30/06/2021.
- Estados Contables del Fideicomiso al 30/06/2021.
- Estados Contables del Administrador al 31/08/20 con Informe de Revisión Limitada

## II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social I, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

### 1. Descripción general

**Denominación:** Fideicomiso Financiero CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social.

**Fiduciario:** EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión (en adelante EF).

**Administrador:** CASASURU S.A

**Entidad Representante:** Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.

**Títulos a emitir:** Certificados de Participación Serie A de oferta pública por UI 135.000.000. Importe de la emisión que se califica. Certificados de Participación Serie B de oferta privada por hasta UI 5.500.000 (en esta oportunidad no se califican)

**Activos del Fideicomiso:** Bienes Inmuebles (Proyectos), Fondos Líquidos del Fideicomiso e Instrumentos Financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el Fideicomiso.

**Moneda:** Unidades Indexadas

**Plazo:** Hasta el 31 de diciembre de 2023, prorrogable por decisión de la Asamblea.

**Importe de la Emisión:** UI 135.000.000 (unidades indexadas ciento treinta y cinco millones).

**Distribuciones:** Los pagos serán realizados en forma trimestral, en la medida que existan Fondos Netos Distribuibles

**Calificación de Riesgo:** BBB.uy

### 2. El análisis jurídico

El análisis jurídico agregado en el Anexo I de la calificación original descartó cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc. (Véase en [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy)).

### 3. Riesgos considerados

**Riesgo jurídico de estructura.** Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita. Visto el informe antes mencionado y dado el tiempo transcurrido sin conflictos se concluye que el *riesgo jurídico de estructura se considera casi nulo*.

**Riesgo por iliquidez.** Los certificados se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante, este proceso no es instantáneo y puede llevar un tiempo imposible de determinar. *El riesgo es bajo*.

### III. LA ADMINISTRACIÓN.

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: EF Asset Management (EFAM) en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y CasasUru S.A en su condición de operadora del proyecto.

#### 1. Ef Asset Management (EFAM) (El Fiduciario)

La empresa administradora o fiduciaria es EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A (EFAM). Se trata de una sociedad anónima cerrada que tiene por objeto la administración de fondos de inversión y fideicomisos de cualquier naturaleza. Fue inscrita en el Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el N° 2014 – Rut: 214769530012.

El 20 de agosto de 2003, el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó a la sociedad a funcionar en el marco de la Ley de Fondos de Inversión No. 16.774 del 27 de setiembre de 1996 y su modificación posterior en la Ley No. 17.202 de fecha 24 de setiembre de 1999.

El 9 de julio de 2004, el BCU (comunicación No. 2004/188) autorizó a la firma a actuar como Fiduciario Financiero en el marco de la Ley No. 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la sociedad fue inscrita en el Registro de Mercado de Valores del BCU como Fiduciario Financiero.

El 23 de mayo de 2005, el BCU la autorizó a actuar como Fiduciario Profesional en el marco de la citada ley (17.703). En la misma fecha, la sociedad fue inscrita en el Registro de Fiduciarios Profesionales, Sección Fiduciarios Generales que lleva el BCU.

A setiembre de 2021 son socios al 50 % cada uno, Diego Rodríguez Castagno y Sandra Susana González Vila.

#### Situación económica y financiera<sup>2</sup>

El análisis de los EE.CC intermedios al 30 de junio de 2021 sigue mostrando una sólida situación de solvencia. El ratio de liquidez se mantiene por debajo de la unidad. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado.

<sup>2</sup>. En relación a la crisis sanitaria causada por el Covid 19 y sus eventuales impactos económicos, la Dirección entiende que no se generarían impactos significativos sobre la situación financiera y patrimonial de la Sociedad, dado que su cartera de fideicomisos se encuentra diversificada y se mantienen contratos de largo plazo.

**Cuadro 2: Datos del Estado de Situación de EFAM (miles de \$)**

Concepto	30/06/2021	31/12/2020	31/12/2019
Activo Corriente	20.788	15.859	16.842
Activo no Corriente	266.123	228.346	176.772
<b>Total Activo</b>	<b>286.911</b>	<b>244.205</b>	<b>193.613</b>
Pasivo Corriente	31.321	27.348	22.132
Pasivo no Corriente	218.771	180.257	140.738
<b>Total Pasivo</b>	<b>250.092</b>	<b>207.605</b>	<b>162.870</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>36.819</b>	<b>36.600</b>	<b>30.743</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>286.911</b>	<b>244.205</b>	<b>193.613</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>0,66</b>	<b>0,58</b>	<b>0,76</b>

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados parciales de la firma a junio de 2021 muestran una caída importante respecto al mismo periodo del año anterior, explicado básicamente por los resultados financieros como se aprecia en el cuadro siguiente.

**Cuadro 3: Estado de Resultados de EFAM (miles de \$)**

Concepto	30/06/2021	30/06/2020	31/12/2020
Ingresos Operativos	33.177	28.130	60.275
Gastos Adm. y Vtas.	(26.312)	(24.136)	(53.901)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>6.865</b>	<b>3.994</b>	<b>6.373</b>
Resultados Financieros	(6.143)	3.152	2.566
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>722</b>	<b>7.147</b>	<b>8.939</b>
IRAE	(502)	(2.042)	(2.686)
<b>Resultado del período</b>	<b>219</b>	<b>5.105</b>	<b>6.253</b>
Res Operativos/Ingresos	20,69%	14,20%	10,57%
Res Ejercicio/Ingresos	0,66%	18,15%	10,37%

Fuente: EE.CC de EFAM

Mantiene bajo su administración una importante cartera de fideicomisos, en cantidad y diversidad; por lo que su idoneidad para esta función no ofrece dudas.

## 2. Casas Uru S.A (Administradora/Operadora)

La empresa Operadora o Administradora es CasasUru S.A. (antes Viken International S.A) que adopta su nombre actual a partir del 28 de mayo de 2013 según consta en Acta de Asamblea General Extraordinaria en que se modifica el Estatuto Social en lo que tiene que ver con su denominación habiéndose realizado todas las formalidades del caso.

Se trata de una sociedad anónima cerrada, con acciones nominativas, constituida el 30 de setiembre de 2011 y su objeto principal es la inversión de capitales en sociedades que se dedican al desarrollo de proyectos inmobiliarios amparados en la Ley No. 18.795 de Promoción de Viviendas de Interés Social. Cierra ejercicio el 31 de agosto.

### Responsables

Sigue siendo el Presidente del Directorio el Sr. Sebastián Sommer y principal responsable en el desarrollo inmobiliario que implica esta operación. Su idoneidad para ejecutar el plan de negocios propuesto ya fue analizada positivamente por parte de CARE al momento de la calificación original y nada ha ocurrido que hiciera modificar ese juicio.

También se mantiene, en lo esencial, el resto del directorio y el equipo técnico que lo acompaña por lo que el juicio general sobre la capacidad de la firma operadora sigue siendo favorable manteniéndose una razonable distribución de actividades y en la toma de decisiones entre los distintos integrantes de su staff.

Como se ha señalado, el modelo de negocios original ha tenido dificultades de distinta índole para su implementación en los términos previstos. En su momento se ha destacado la capacidad demostrada por la administración en ofrecer alternativas ante un escenario cambiante, alguna de las cuales se han implementado y tienen un importante avance y han encaminado la marcha del Fideicomiso tal como se da cuenta en otra sección de este informe.

### **Situación económico financiera**

Actualmente la firma tiene como actividad principal la administración de este fideicomiso. El ejercicio cerrado el 31/8/20<sup>3</sup>, último disponible, muestra resultados deficitarios y un patrimonio contable decreciente. Asimismo enfrenta una demanda judicial cuya resolución es imposible de prever. Si bien esta situación podría generar dudas acerca de su continuidad como empresa administradora, el Fiduciario, en tanto responsable de la administración y con el consentimiento de la Asamblea de Beneficiarios, cuenta con los elementos necesarios para superar una situación de esta naturaleza.

### **Fideicomiso<sup>4</sup>**

El fideicomiso se crea mediante contrato celebrado el 11 de diciembre de 2014 (posteriormente modificado el 6 de mayo y 2 de junio de 2015), entre Mulery SA y Nurwoly (fideicomitentes) y EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión SA (fiduciaria).

El 1 de julio de 2015 el BCU autorizó su inscripción en el Registro del Mercado de Valores y la suscripción de valores fue realizada públicamente el 4 de agosto de 2015.

En total se suscribieron valores por UI 140.500.000 de los cuales UI 135.000.000 correspondieron a la serie A, colocados mediante oferta pública y UI 5.500.000, correspondientes a la serie B, fueron emitidos a favor de Mulery SA y Nurwoly SA, los fideicomitentes, como forma de pago de los terrenos fideicomitados y que eran de su propiedad (Salto y Las Piedras).

Ya se ha integrado el 100 % de los CP's cumpliéndose así el cronograma previsto.

A continuación se brinda información resumida de los estados de situación y resultados intermedios del Fideicomiso al 30/6/2021 y su comparativo con el periodo anterior.

<sup>3</sup>. Se presenta con Informe de Revisión Limitada por parte de Deloitte

<sup>4</sup> Se considera que los efectos de la pandemia no han sido significativos en la actividad del Fideicomiso

**Cuadro 4: Estado de Situación Fideicomiso (miles \$)**

Concepto	30/06/2021	31/12/2020	31/12/2019
<b>Activo</b>	<b>898.370</b>	<b>884.070</b>	<b>747.546</b>
Activo Corriente	426.133	437.135	343.020
Activo no Corriente	472.237	446.934	404.526
<b>Pasivo</b>	<b>268.501</b>	<b>129.861</b>	<b>64.906</b>
Pasivo Corriente	249.885	116.712	50.349
Pasivo no Corriente	18.617	13.149	14.557
<b>Patrimonio</b>	<b>629.869</b>	<b>754.209</b>	<b>682.640</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>898.370</b>	<b>884.070</b>	<b>747.546</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>1,71</b>	<b>3,75</b>	<b>6,81</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Si consideramos el saldo contable del patrimonio al 30/6/2021 y lo expresamos en dólares según tipo de cambio a esa fecha (\$ 43,577) resulta un valor de USD 14.5 millones, en cambio, si lo expresamos en UI (4,9678) el valor sería de UI 126.8 millones. El valor de la emisión, se recuerda, fue de UI 135 millones (considerando solo los de tipo A de oferta pública). Cabe recordar que en el ejercicio 2020 se realizaron las dos primeras distribuciones de fondos (pago por utilidades) a los tenedores de CP's Serie A por un valor total de UI 18 millones y que en el primer semestre de 2021 se realizaron dos pagos más por un total aproximado de UI 27 millones lo que hace un total acumulado por este concepto de unos UI 45 millones. Por lo que si se considera el patrimonio contable a junio de 2021 conjuntamente con los pagos realizados a los tenedores de CP's tipo A da una cifra del orden de UI 172 millones, la que compara bien con la emisión recibida.

El activo corriente está compuesto en un 63 % por inventarios, es decir, viviendas que se espera vender en el término de un año o menos. El activo no corriente está compuesto casi íntegramente por inversiones a vender a más largo plazo (en construcción).

En aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC 40), las inversiones en proyectos inmobiliarios se presentan al valor razonable, estimado en base a tasaciones realizadas por peritos independientes a fechas próximas al cierre del ejercicio anual, o información de mercado. En este caso, por tratarse de un cierre intermedio, no hay nuevas tasaciones.

En caso de obras en curso, se exponen según el costo incurrido hasta el momento. Esto significa que, en principio, los inmuebles en construcción tienen, contablemente, un valor subestimado ya que no recoge la utilidad esperada.

Dado que el Fideicomiso cumple con las condiciones de entidad de inversión, la participación en subsidiarias no se consolida y en su lugar, dicha participación se presenta al valor razonable con cambio a resultados. Al 30/6/2021 el valor que representa la inversión en la subsidiaria era de \$ 57.3 millones.

<sup>6</sup>. Se recuerda que la integración recibida fue de \$ 2.100 millones en un periodo entre 2014 y 2019. lo que equivale aproximadamente a USD 74.2 millones.



**Cuadro 5: Estado de Resultados Fideicomiso (miles\$)**

Concepto	30/06/2021	30/06/2020	31/12/2020
Ingresos operativos	27.749	4.184	196.126
Gastos adm y ventas	(20.543)	(16.686)	(37.719)
Resultados financieros	2.253	(504)	(1.918)
Resultados diversos	341	60	474
<b>Resultados antes IRAE</b>	<b>9.800</b>	<b>(12.946)</b>	<b>156.964</b>
IRAE	(2.139)	(184)	(2.393)
<b>Resultados del periodo</b>	<b>7.661</b>	<b>(13.129)</b>	<b>154.571</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

En cuanto a los resultados, el criterio seguido es el de registrar como ingreso operativo el resultado neto de las operaciones. Al final de cada ejercicio, normalmente el mayor valor de los ingresos operativos se explica fundamentalmente por el cambio en el valor razonable de las inversiones que, en este caso por tratarse de un cierre intermedio, no corresponde.

### Riesgos Considerados

**Riesgo administración**, considerando la idoneidad para cumplir con la función de CasasUru S.A. y de EFAM así como la creación del Comité de Vigilancia (introducida en reforma posterior) se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario con las responsabilidades del proyecto está muy acotado. *Riesgo bajo.*

**Riesgo de conflictos**, derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido y en tanto la existencia de previsiones para enfrentarlos. Por iguales razones que el anterior, resulta poco probable que aun dándose conflictos, el fiduciario y la administradora no pudieran resolverlos a satisfacción del proyecto. El tiempo transcurrido sin que se hayan producido conflictos avala esta opinión. *Riesgo casi nulo.*

**Riesgo por cambio de fiduciario** está adecuadamente previsto en los casos correspondientes, que dejan esta posibilidad a los inversores adecuadamente representados.

**Riesgo por cambio de administrador**, se encuentra también previsto en función de diversos resultados. *Riesgo bajo.*

### IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

En ocasión de la calificación original, se analizó la capacidad del activo subyacente de generar los recursos necesarios para cumplir con las obligaciones del Fideicomiso. Posteriormente, el Administrador fue presentando sucesivos ajustes a las proyecciones financieras, la última de las cuales se presenta en oportunidad de esta actualización. Las sucesivas modificaciones de los flujos financieros y las TIRs van recogiendo las modificaciones que se van registrando en el modelo de negocios.

#### 1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el Prospecto de Emisión, el objeto principal del "Fideicomiso Financiero CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social I" es el desarrollo de proyectos de vivienda de interés social y su comercialización.

En el momento de la emisión, las proyecciones se presentaban por un período igual a la duración de un ciclo de negocios, o sea 5 años. En la Asamblea celebrada en octubre del 2016 y conforme a las modificaciones mencionadas en los desarrollos inmobiliarios, el plazo se prorrogó tres años más, en la Asamblea del 31 de marzo de 2020 el plazo se prorrogó hasta junio de 2022 y finalmente en la Asamblea del 29 de junio de 2021 el plazo se prorrogó hasta el 31 de diciembre de 2023

Como fuera advertido en las anteriores actualizaciones, el efecto en la demanda por las viviendas, aparece como la variable más relevante para el resultado del negocio. Esta dificultad advertida por CARE, es la principal amenaza del Proyecto. En este sentido, el Administrador ha tomado medidas en pro de mitigar dicha amenaza. Las medidas han sido: (a) la suspensión de los proyectos de Salto (segunda fase) y Las Piedras y (b) activar nuevos desarrollos inmobiliarios destinados a un público objetivo con ingresos mayores y una mayor resiliencia a situaciones macroeconómicas adversas (en especial Interlagos).

El Fideicomiso ejecutó cinco proyectos, cada uno de ellos presenta diferentes estadios de desarrollo y distinta contribución al éxito del plan de negocios. Algunos desarrollos ya se han culminado y vendido en su totalidad, y otros se encuentran con importantes avances de obra y avanzada la comercialización de las unidades. Hay un proyecto, Interlagos, que ha terminado la primer torre de 5, que tiene una incidencia de un 62% en los ingresos totales esperados, además de ser el que tiene la mayor TIR esperada (39%). Este último proyecto está contribuyendo a mejorar las perspectivas del negocio, y por el momento se viene ejecutando según las previsiones. Otro dato auspicioso es que la eliminación de los topes en los precios de los apartamentos para la ANV, permite mejorar los ingresos de ese proyecto ya que esas unidades comprometidas se venden ahora al precio del mercado.

## Cuadro 6: Proyectos en Ejecución

Proyecto	Incidencia del Proyecto
Aires del Pinar	5%
Aires del Laurel	2%
Aires de Lagomar I, II y III	26%
Aires del Norte	5%
Interlagos I a V	62%
<b>TOTAL</b>	<b>100%</b>

Fuente: CARE en base a información proporcionada por el Administrador.

Como puede observarse en el cuadro, el otro proyecto con alta incidencia en el plan de negocios es el de Lagomar que se encuentra prácticamente culminado.

## 2. Evaluación de rentabilidad de la inversión, Tasa Interna de Retorno y riesgos asociados.

El Administrador presentó una proyección de los flujos financieros a enero de 2021, sobre la base de la información real hasta el 19/10/2021 y proyectando los meses y años siguientes sobre la base de los proyectos en marcha y a realizar (incluye un total de 396 unidades, o sea los 5 edificios del proyecto Interlagos). Esto supuso que la etapa II y III de Salto no se realizaría, se vendería ese terreno a USD 200.000 y se vendería el terreno de Las Piedras en aproximadamente USD 700 mil en marzo de 2022, estos supuestos son en general compartidos por CARE aunque levemente optimista, pareciendo razonable que se haya descartado continuar construyendo en Salto.

Las proyecciones se realizan a 2025 aunque formalmente el fideicomiso terminaría en diciembre de 2023. Está preacordado con los inversores ir revisando año a año la finalización a los efectos de permitir la construcción de los 5 edificios del proyecto Interlagos. Finalizar en 2025 implicaría contruir todos los edificios del proyecto.

En el siguiente cuadro se presenta el nuevo flujo de fondos proyectado.

## Cuadro 7 - FF Flujo proyectado en miles de UI

REAL/PROYECTADO	2015-17	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
<b>COT UI</b>		<b>3,91</b>	<b>4,21</b>	<b>4,62</b>	<b>4,98</b>	<b>5,32</b>	<b>5,42</b>	<b>6,03</b>	<b>6,34</b>	<b>TOTAL</b>
<b>Ingresos por ventas</b>	<b>26.861</b>	<b>55.703</b>	<b>61.079</b>	<b>95.167</b>	<b>91.917</b>	<b>86.655</b>	<b>104.780</b>	<b>64.360</b>	<b>0</b>	<b>586.522</b>
<b>Costos de construcción</b>	<b>-63.719</b>	<b>-16.356</b>	<b>-58.226</b>	<b>-67.028</b>	<b>-47.131</b>	<b>-48.375</b>	<b>-44.866</b>	<b>-24.666</b>		<b>-370.367</b>
<b>Cuotas Terrenos</b>	<b>-45.805</b>	<b>-1.099</b>			<b>-168</b>					<b>-47.072</b>
<b>Otros gastos (permisos)</b>	<b>-297</b>	<b>-453</b>	<b>-175</b>	<b>-432</b>	<b>-141</b>	<b>-116</b>	<b>-108</b>			<b>-1.722</b>
<b>Comisiones y costos venta</b>	<b>-785</b>	<b>-676</b>	<b>-452</b>	<b>-997</b>	<b>-1.214</b>	<b>-1.030</b>	<b>-1.007</b>	<b>-1.025</b>	<b>-679</b>	<b>-7.865</b>
<b>Costo del FF (incl. Las Piedras)</b>	<b>-22.331</b>	<b>-7.370</b>	<b>-7.806</b>	<b>-7.719</b>	<b>-7.296</b>	<b>-7.800</b>	<b>-7.800</b>	<b>-7.800</b>	<b>-650</b>	<b>-76.572</b>
<b>FF PRESUPUESTADO (MILES DE UI)</b>	<b>-106.076</b>	<b>29.749</b>	<b>-5.580</b>	<b>18.991</b>	<b>35.967</b>	<b>29.334</b>	<b>50.999</b>	<b>30.869</b>	<b>-1.329</b>	<b>82.924</b>
<i>FF de los Certificados de Participación-135.000</i>				<i>17.995</i>	<i>35.428</i>	<i>84.611</i>	<i>44.789</i>	<i>32.756</i>	<i>31.756</i>	
<i>TIR CONSOLIDADA</i>	<i>11,0%</i>									
<i>TIR CERT PART A</i>	<i>9,2%</i>									

Fuente: Administrador

La nueva Tasa Interna de Retorno para los CPs de la serie A, que son los que se califican, se ubica en 9,2% (1,3 puntos porcentuales menos que la actualización anterior). A su vez, los desarrollos inmobiliarios evidencian retornos entre un 0% y 39%.

De cumplirse estas previsiones y en tanto se alcance esa rentabilidad de la inversión, el guarismo sería razonable, aunque menor al esperado en el prospecto original. En este sentido resulta clave el cumplimiento en tiempo y forma de los proyectos en ejecución, en especial el de Interlagos.

### 3. Sensibilizaciones

CARE considera que los supuestos utilizados para la proyección del flujo financiero parecen razonables, no obstante podría suponerse un escenario más adverso. Por este motivo, se realizó un análisis de sensibilidad del proyecto sobre la base de este último flujo con el objetivo de estudiar el efecto de la variable que más incidiría en el modelo de negocio, el timing de la venta.

En este sentido se supuso un escenario “pesimista” en el que existen atrasos de 12 meses en las ventas en los diferentes desarrollos inmobiliarios, arrojando una TIR para el inversor de 8,3%. También se calculó la TIR del inversor para el caso de que los ingresos se redujeran en un 5%, y en ese caso la nueva TIR sería del 8,6%. En el hipotético caso de que se den ambas situaciones adversas al mismo tiempo (menor precio de venta y atraso de 12 meses), la TIR alcanzaría al 7,7%.

Como puede observarse, un atraso en las obras y en la ventas o la necesidad de rebajas en los precios para la colocación de las unidades llevaría la TIR a niveles más bajos, pero se mantendrían aceptables.

### 4. Nueva estimación del costo de oportunidad del Capital

La forma de evaluar si una TIR es atractiva o no, es compararla con el costo de oportunidad del capital. Para esto se utilizó el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran<sup>5</sup> se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

$$E(r_i) = r_f + \beta_{im}(E(r_m) - r_f) + Er_p$$

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

$\beta_{im}$ : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado<sup>6</sup>.

rf: tasa libre de riesgo (Treasury Bonds USA)

E(Rm) – Rf: Prima de Riesgo de mercado. . Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto (diferencia entre el rendimiento de los activos de renta variable<sup>7</sup> y la tasa libre de riesgo).

Erp: Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado. Se considera el riesgo país de Uruguay (índice UBI). Por lo general, se considera

<sup>5</sup>. A. Damodaran, “Estimating Equity Risk Premiums” Stern School of Business.

<sup>6</sup>. Se consideraron los betas promedio de empresas de construcción de viviendas en mercados emergentes según A. Damodaram

<sup>7</sup>. Equity Risk Premium del S&P 500

como la tasa libre de riesgo a los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Se opta normalmente por utilizar los promedios de 5 o 10 años de dichos rendimientos, evitando de esta manera los elevados valores de fines de la década de los noventa y comienzos de la década del 2000, así como también las tasas extremadamente bajas de 2020. En los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,01%, y en el momento actual cercano a 1,5%<sup>8</sup>.

Por su parte para medir el riesgo del país se consideran los rendimientos de los bonos soberanos uruguayos medidos a través del índice UBI de República AFAP. En este caso deben evitarse también los valores “anómalos” del período de la crisis de 2002. Si bien es una realidad que la economía uruguaya atraviesa en determinados períodos crisis de esa magnitud, no se considera muy probable que ello pueda ocurrir en el futuro mediano plazo.

El parámetro “beta unlevered” de Damodaram, para enero de 2021 se ubica en 0,74 y en 0,86 para el promedio de los últimos 5 años, lo que indica que la inversión en la construcción de viviendas tiene un menor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado.

A los efectos de calcular estos indicadores se tuvieron en cuenta los valores promedio de los últimos 5 años. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 1,94% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 1,50 puntos básicos. Ambos valores son particularmente bajos en relación con los históricos.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,92%. Este valor es inferior a la última TIR estimada para el inversor (9,2%), lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior a la teórica. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

El costo de oportunidad del capital propio con los parámetros utilizados es bajo si se compara con el pasado, y esto es consecuencia de la caída en los retornos de los bonos del tesoro de EEUU (tasa libre de riesgo) y del riesgo país.

### **Riesgos considerados:**

**Riesgo de generación de flujos.** A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Considerando que se modificó el contrato para dotar al Fideicomiso de mayor flexibilidad y mayores instrumentos para concretar la comercialización de unidades, se considera que existe un riesgo moderado y posible de ser controlado a tiempo. *Riesgo medio.*

**Riesgo de descalce de monedas.** Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda, la UI. Estos se ajustan con índices que arbitran con los costos e ingresos del mercado. *Este riesgo por tanto es bajo.*

<sup>8</sup>. Los efectos de la pandemia del coronavirus afectaron los mercados financieros. Las tasas han comenzado a recuperar pero aún se encuentran bajas en términos históricos.

## 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 Fideicomiso Financiero CasasUru, 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 de los mercados relevantes. Luego, se desarrolla el contexto y perspectivas para el mercado inmobiliario, con foco en viviendas, el mercado relevante para el producto ofrecido por el FF CasasUru. Finalmente se aborda la situación de las Políticas Públicas referidas al mercado de interés.

### 1. Entorno macroeconómico nacional e internacional

La economía mundial enfrentó un shock negativo inédito durante el último año asociado a la pandemia desatada por el COVID-19. La irrupción del virus implicó el despliegue de importantes medidas de restricción a la movilidad para lograr enlentecer el ritmo de contagio del virus y limitar su propagación, cuya contracara fue un importante deterioro de la actividad económica, con impactos asimétricos sobre los distintos sectores de actividad y sobre la población. A este respecto, el Fondo Monetario Internacional estima que la actividad económica mundial se contrajo 3,1% en 2020 y proyecta que ésta se recuperará a un ritmo anual de 5,9% en 2021, aunque de forma heterogénea entre países.

En respuesta a la profunda crisis económica, los gobiernos de las economías avanzadas han desplegado políticas fiscales y monetarias extremadamente agresivas, que, no sólo lograron evitar un mayor deterioro de la actividad económica, sino que también lograron configurar un escenario financiero benigno para las economías emergentes. En este sentido, los elevados niveles de liquidez internacionales han derivado en condiciones internacionales de financiamiento laxas con tasas de interés históricamente bajas -cercanas a cero o incluso negativas-, un dólar que tendió a debilitarse a nivel mundial durante el último año y el fortalecimiento de los precios de commodities impulsados por la rápida recuperación de los gigantes asiáticos, particularmente China e India.

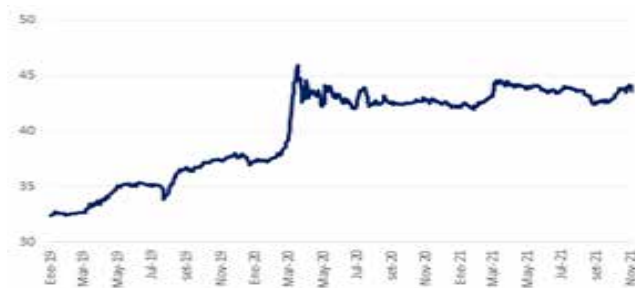
No obstante lo anterior, al día de hoy la rápida recuperación de las economías desarrolladas y las incipientes presiones inflacionarias exhibidas en algunas de ellas -particularmente en Estados Unidos- amenazan la continuidad de este periodo, el cual podría ser más acotado de lo inicialmente pensado. En lo inmediato, el comienzo de la discusión en las economías desarrolladas sobre el retiro de los estímulos monetarios ha derivado en un incremento de las tasas de interés -lo que encarece el financiamiento de los desequilibrios fiscales-, al tiempo que implicó en una reversión en la evolución del valor del dólar, el cual tendió a apreciarse frente a las monedas de las economías emergentes<sup>9</sup>.

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

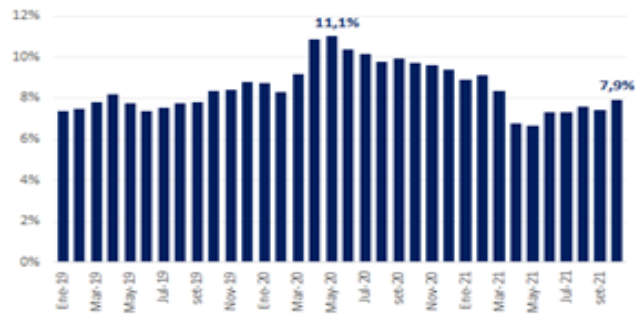


A pesar de ello, el dólar ha evolucionado de forma algo diferente en el mercado financiero local y se ha debilitado en términos reales con respecto al peso uruguayo. Este comportamiento se explica en buena medida a raíz del rumbo de la política monetaria llevada adelante por el Banco Central del Uruguay con el objetivo de situar la inflación dentro del rango meta.

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



<sup>9</sup> Esto último ha obligado a muchas de ellas a comenzar a retirar los estímulos fiscales y monetarios brindados en un contexto donde muchas de ellas aún conviven con el impacto del virus y están lejos de haber alcanzado los niveles de actividad exhibidos antes de la irrupción de la pandemia, lo que en última instancia podría limitar y dilatar aún más la recuperación.



Al respecto de la actividad económica, luego de la importante contracción evidenciada durante el último año, la economía de Uruguay ha comenzado un lento y dispar proceso de recuperación que estuvo fuertemente condicionado por la realidad sanitaria que atravesó el país principalmente durante el primer semestre del año. En efecto, esta situación derivó en una recuperación asimétrica para los distintos sectores de actividad y que estuvo impulsada por el buen desempeño de la construcción (estrechamente vinculada a grandes obras) y el sector agropecuario.

No obstante ello, existen ciertas señales que permiten tener una mirada optimista respecto al futuro de la actividad económica. En concreto, el desarrollo del plan de vacunación y el control de la situación sanitaria apuntaló un crecimiento generalizado de la actividad económica durante el segundo trimestre del año y es esperable que la mayor normalización de las actividades asociada al levantamiento de restricciones sanitarias permita acelerar el ritmo de la recuperación en los restantes meses del año.

En este contexto, la mediana de analistas consultados por el Banco Central del Uruguay estima que la actividad económica se recupere a un ritmo anual de 3,1% y 3,2% en el corriente y próximo año, respectivamente. Estos guarismos han sido ajustados al alza en los últimos meses e implican que el país alcanzaría los niveles de actividad previos a la pandemia en algún momento del próximo año.

En esta línea, la realidad del mercado laboral ha presentado una evolución favorable en los últimos meses con sendos incrementos en la participación laboral y el empleo de las personas en edad de trabajar, los cuales trajeron aparejado una caída en el desempleo. Este comportamiento del mercado laboral tuvo su correlato en el ingreso de los hogares, los cuales recuperaron de forma parcial la caída asociada a la crisis económica derivada de la pandemia, incluso a pesar del escaso dinamismo de los salarios. Adicionalmente, el debilitamiento del dólar a nivel local permitió recuperar aún más el poder de compra de los hogares medido en dólares.



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



Fuente: EconUy

Más allá de lo anterior, se debe tener presente que los analistas consultados por el Banco Central del Uruguay no esperan que el empleo alcance su nivel previo a la pandemia antes de 2022. En concreto, la mediana de los analistas espera que el empleo alcance al 55,4% y 56,4% de la población en edad de trabajar durante 2021 y 2022, respectivamente. En este contexto no debe perderse de vista que la pandemia irrumpió en un mercado laboral que ya se encontraba en una situación delicada, que se venía arrastrando de años previos. Por tanto, asegurar una mayor y más rápida recuperación del empleo continúa siendo uno de los principales desafíos de la política pública.

## 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 Premium 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 mínimo 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 a partir de mayo del 2018 producto de una coyuntura regional adversa, en la que el mercado inmobiliario en Uruguay recibe el shock negativo de la devaluación en Argentina.

### **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 son 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, y por tanto es dable pensar que las características promedio del stock de viviendas no se mantengan en las distintas zonas, para distintos estratos de hogares, etc.

El sector ha alternado períodos de crecimiento con ciertos enlentecimientos desde 2003. Este escenario se ha gestado y desarrollado prácticamente sin intervenciones directas desde el sector público como proveedor, aunque sí ha incidido en la generación de un marco general que favoreció la construcción de vivienda. La aprobación de la Ley 18.795 (Ley de Acceso a la Vivienda de Interés Social) en 2011, introdujo una serie de instrumentos de política pública de forma de reorientar la construcción de vivienda a zonas céntricas de menor desarrollo relativo y con baja oferta. Como consecuencia de esta política, en los últimos años se ha evidenciado un incremento de desarrollos inmobiliarios destinados al público objetivo de nivel medio/alto situado en las cercanías de zonas Premium especialmente en aquellas que aprovechan los beneficios fiscales otorgados a partir de la Ley VIS. Esto ha llevado a redensificar zonas de relativamente menor atractivo como el Centro, La Blanqueada, Palermo y Barrio Sur, entre otras.

El Decreto 329 del año 2016 que otorga beneficios a proyectos de gran impacto económico ha colaborado en dinamizar el mercado de vivienda en otro segmento diferente al de la Ley de Vivienda Promovida. Sus ampliaciones recientes habrían dado un nuevo impulso a algunos proyectos.

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

La merma de la construcción de torres económicas ha provocado una lenta recomposición de la oferta de vivienda para los sectores socioeconómicos que históricamente se financiaban con crédito del BHU. Dicho segmento de la demanda ha quedado mayormente desatendido y es de esperar que la nueva oferta se concentre en asistir el exceso de demanda existente en este nicho de mercado que evidencia un desajuste entre la oferta y la demanda. En tal sentido, la ANV ha promovido proyectos en el entorno de 18.000 viviendas, de las cuales alrededor de 11.000 han culminado las obras.

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.

## **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**

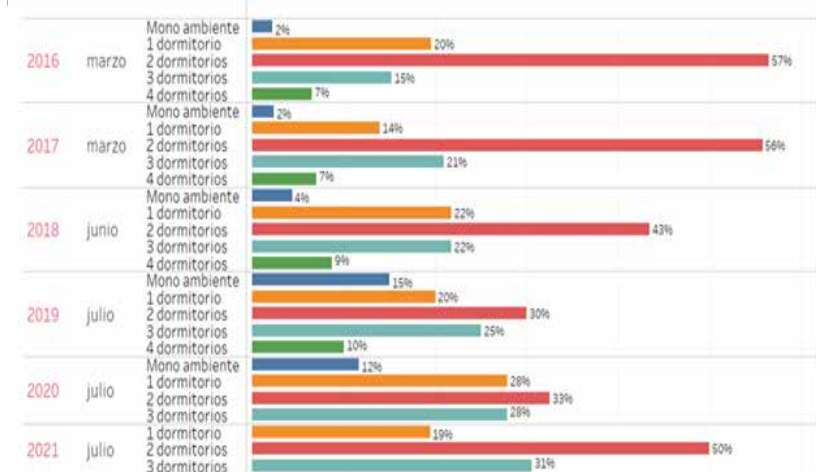
En Uruguay, el crecimiento de la población ha sido muy reducido en los últimos 50 años y no se esperan cambios sustanciales en los próximos 25 años según las estimaciones de población del INE. Sin embargo, es destacable la tendencia decreciente que muestra las tasas de natalidad y la leve tendencia ascendente 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 un número importante de inmigrantes, cambiando la tónica de los primeros años del siglo XXI<sup>10</sup>. Este proceso ejerce presión sobre la demanda de inmuebles, particularmente sobre el mercado de alquileres.

A su vez, existen otros drivers propios de nuestro país que tienen incidencia positiva sobre la demanda de vivienda. Estos son: **i)** el avance en la esperanza de vida; **ii)** la creciente fragmentación del hogar; **iii)** la disminución de la tasa de matrimonios; **iv)** el progresivo aumento de jóvenes con estudios terciarios en el mercado laboral y; **v)** la inseguridad. Todos estos elementos han cambiado el paradigma en el mercado de la vivienda y seguirán impactando en las preferencias de los hogares. Por estos motivos, el mercado demanda tipologías constructivas reducidas y en la franja costera, al tiempo que el tamaño de los hogares se acerca a una relación de dos habitantes por vivienda.

<sup>10</sup>. Según los últimos datos publicados por la ONU en Uruguay, casi un 2,4% de la población es inmigrante

Para comprender el perfil de la demanda, se contrató los servicios de Research Uruguay. Según concluye la investigación realizada la demanda concuerda con lo descrito sobre la oferta: aproximadamente el 20% y 50% de los entrevistados en la encuesta realizada prefieren unidades que cuenten con 1 y 2 dormitorios, respectivamente. No obstante ello, debe tenerse presente que en la última encuesta realizada se constató interés por viviendas más grandes, a diferencia de lo observado desde 2016, lo que podría ser explicado por los cambios en los hábitos que la pandemia introdujo sobre las personas.

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



Fuente: Research Uruguay

Respecto al lugar de estacionamiento, que en primera instancia parecería ser una necesidad de los hogares, no constituye uno de los factores determinantes a la hora de elección de una vivienda según el relevamiento de Research. En cuanto a la ubicación, los atributos que se destacan en la encuesta como más demandados, refieren a que la vivienda esté situada en un lugar céntrico, con buena locomoción, seguro y cercano a su trabajo.

### **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 después de un aumento sostenido a partir de la crisis económica y financiera del 2002. Esta caída estuvo explicada tanto por sendas caídas en el 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 mayormente 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 periodo.

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



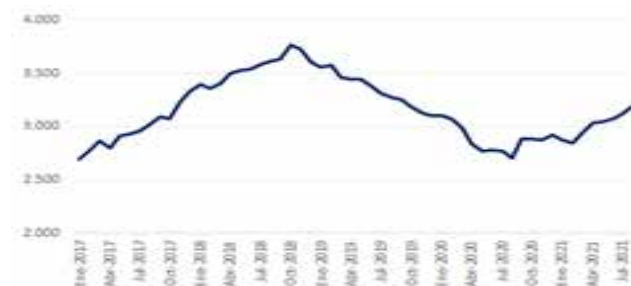
Fuente: SURA y UCU

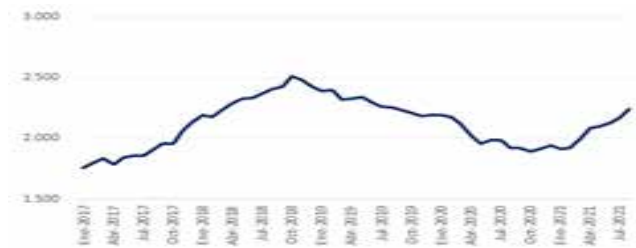
A pesar de ello, durante la última parte del pasado año y comienzos del corriente las expectativas registraron una mejora y se situaron cerca de la zona de neutralidad. No obstante ello, debe notarse que el ICC presentó una evolución errática durante el último semestre, lo cual pudo haber sido explicado por la incertidumbre asociada al impacto económico y social del recrudescimiento de la situación sanitaria en el país y su impacto sobre las expectativas de los agentes.

De todas formas, cuando se examinan los distintos subíndices que componen el ICC, se aprecia que este incremento estuvo en parte ligado a una importante recuperación de la propensión a comprar bienes durables. Esta se sitúa en niveles similares a aquellos exhibidos pre-pandemia y representa una buena noticia para el mercado de compraventa de inmuebles.

Por otra parte, con respecto al acceso al crédito hipotecario, este tuvo un piso durante el primer semestre de 2020, para luego tener una paulatina recuperación, tanto en cantidad de operaciones nuevas como en montos operados. A agosto de 2021, la cantidad de nuevos créditos hipotecarios en UI y el monto asociado registraron un aumento de 18% y 17% en términos anuales. Ambos indicadores se encuentran aproximadamente 3 puntos porcentuales por encima de los niveles pre-pandemia.

## Gráfico 9 y 10 – Créditos hipotecarios en UI Cantidad de nuevas operaciones (izq.) y Monto (millones de UI; der.)





Fuente: CARE en base a BCU

En cuanto al stock de créditos hipotecarios para las familias, de acuerdo con información del BCU, al mes de agosto del corriente año este ascendía 2.630 millones de dólares (+8% interanual), al tiempo que la morosidad ascendió a 1,2% (con una ligera reducción de 0,1 p.p. en términos anuales).

Cuando se computa el volumen del crédito como porcentaje del Producto Bruto Interno se encuentra que este ascendió a 4,7% para 2020, guarismo que se considera bajo para satisfacer la demanda potencial de vivienda, aunque no se espera un aumento significativo en el corto o mediano plazo. 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.

De esta forma, es posible argumentar que el crecimiento del sector de vivienda se vería beneficiado de un mercado financiero más profundo y un mayor desarrollo del crédito hipotecario. A este respecto, el sistema financiero enfrenta restricciones debido al tamaño y composición de sus hojas de balance.

### Gráfico 11 - Ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito de vivienda



**Nota:** Préstamo a 25 años un UI con una tasa de 7% anual y seguro estándar del BSE asociado a préstamos del BSE. Financia 80% de un inmueble medio tipificado de 65 m<sup>2</sup>. La restricción supone que la cuota mensual no supere el 30% del ingreso familiar. Valores a pesos constantes de 2020.

Fuente: Sader M. Calvette S. En base a precios de Portfolio

Para los agentes demandantes de crédito hipotecario, 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. De acuerdo a Sader M. Y Calvette S., los requisitos asociados a estos últimos para acceder a una vivienda tipo se han incrementado en los últimos años. A modo de referencia, a setiembre el ingreso mensual líquido requerido para acceder al financiamiento del 80% de un inmueble medio tipificado de 65m2 alcanzó a \$138.000 a precios constantes de diciembre. Según datos del INE<sup>11</sup>, estos ingresos no sólo se encuentran por encima del ingreso promedio de los hogares uruguayos, sino que sólo el 8% de los hogares contaba con ingresos líquidos superiores a este monto durante el último año<sup>12</sup>.

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

Como fue señalado, la demanda de inmuebles por motivo de inversión está principalmente determinada por las tasas de interés reales (tanto locales como extranjeras) y los flujos de capital. Más allá de cierto ajuste, al día de hoy las tasas de interés a nivel internacional continúan en niveles históricamente bajos principalmente asociadas a extraordinarios estímulos monetarios llevados adelante por la Reserva Federal de EE.UU., lo que genera condiciones favorables para el fortalecimiento de la demanda de inmuebles como inversión. En el mercado local, esto a su vez podría ser apuntalado por el fortalecimiento del peso uruguayo respecto al dólar, lo que permitió recuperar parcialmente el poder adquisitivo de las familias en moneda extranjera.

Esto fue evidenciado en la anterior encuesta realizada por Research Uruguay, donde el 15% de los encuestados declaró haber buscado vivienda por motivo inversión, el guarismo más alto desde que se realiza esta medición. A pesar de ello, la última edición de la encuesta de Research Uruguay refleja que los hogares redujeron sus búsquedas de vivienda para inversión aunque prevén hacerlo en mayor medida en los próximos dos años.

### ***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 no es útil para hacer un seguimiento de la coyuntura sectorial. Por este motivo es necesario analizar la evolución de indicadores indirectos para inferir el nivel de actividad del mercado. En este sentido, el seguimiento del Índice de Confianza del Consumidor elaborado por SURA y Equipos, conjugado con la evolución de distintos indicadores de alta frecuencia asociados a la actividad del sector como la recaudación de Impuesto a las Transacciones Patrimoniales y la cantidad de nuevos créditos hipotecarios bancarios permiten obtener una primera aproximación de la coyuntura del sector casi a tiempo real. A este respecto, el comportamiento de cualquiera de estos tres indicadores deja entrever una dinámica positiva del mercado inmobiliario luego de la irrupción de la pandemia a comienzos del pasado año.

Por una parte, el Índice de Confianza del Consumidor presentó una evolución errática aunque ligeramente favorable durante el semestre y actualmente se sitúa cerca de la zona de neutralidad. De todas formas, la evolución favorable estuvo ligada parcialmente a una importante recuperación de la propensión a comprar bienes durables, que actualmente se sitúa en niveles similares a

<sup>11</sup>. De acuerdo con información de la Encuesta Continua de Hogares (ECH).

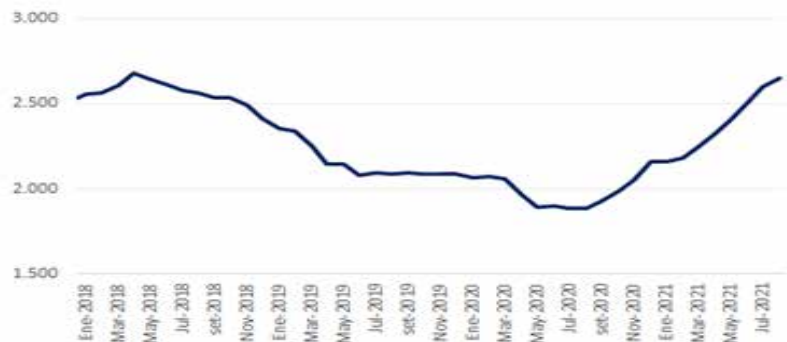
<sup>12</sup>. Complementando lo anterior, el relevamiento de Research Uruguay indica que casi el 60% de los encuestados esperan financiar más del 50% de la compra de su vivienda, en tanto más del 20% dice que no requerirá financiamiento.

aquellos exhibidos antes de la pandemia y representa una buena noticia para el mercado de compraventa de inmuebles.

Por otra parte, los créditos hipotecarios evidenciaron un comportamiento positivo tanto en cantidad de operaciones nuevas como en sus montos. En efecto, ambos indicadores se situaron por encima de su nivel previo a la irrupción de la pandemia.

Por último, y de alguna forma como reflejo de la recuperación de la confianza de los consumidores y el incremento de las operaciones de crédito hipotecario, la recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales evolucionó más que favorablemente y actualmente se sitúa en niveles muy por encima de aquellos exhibidos antes de la pandemia<sup>13</sup>. Esto parecería pautar una recuperación de la transaccionalidad del sector -lo que podría ser explicado por una mayor cantidad de operaciones u operaciones de montos más elevados-. En efecto, de acuerdo a información del Instituto Nacional de Estadística<sup>14</sup>, durante el primer trimestre del año se registró un incremento del 14% en términos interanuales de la cantidad de operaciones de compra-ventas en todo el país.

**Gráfico 12 – Recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales (ITP)**  
Millones de pesos constantes de diciembre de 2020 - 12 meses móviles



Fuente: MEF

De esta forma, la evolución de estos tres indicadores en su conjunto dejan entrever que el mercado inmobiliario evolucionó favorablemente luego del importante impacto sufrido al momento de la irrupción de la pandemia. A este respecto, la concreción de operaciones postergadas a raíz de la pandemia 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, podrían ser uno de los factores que expliquen esta evolución favorable del mercado inmobiliario. Adicionalmente, es posible conjeturar un incremento de la demanda de inmuebles por motivo inversión -como fue relevado en la edición anterior de la encuesta de Research Uruguay.

<sup>13</sup> Incluso uno debe remontarse hasta abril de 2016 para encontrar niveles de recaudación similares.

<sup>14</sup> En base a información de la Dirección General de Registros.

Con respecto a los precios, de acuerdo a información provista por Briq Analytics, el precio de oferta por metro cuadrado de vivienda expresado en dólares habría permanecido estable durante el pasado año. De todos modos, informantes calificados del sector habían informado a CARE que muchas

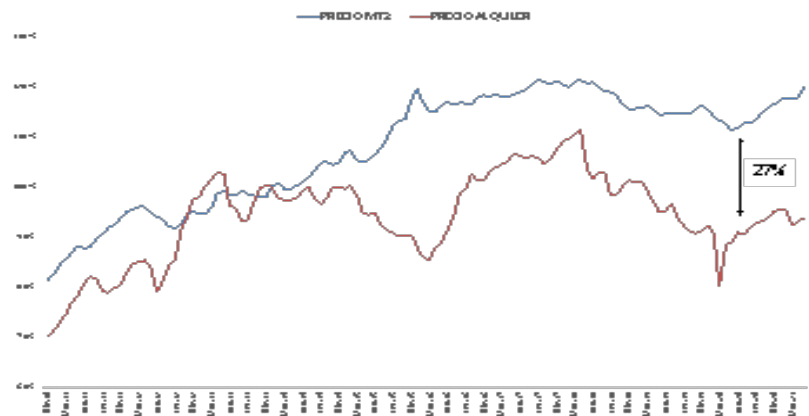


operaciones se habrían realizado validando precios en dólares menores. En cuanto a los últimos meses, de acuerdo a información de Inmuebles Data los precios de venta en moneda extranjera habrían continuado su tendencia estable durante el primer semestre del año.

El mantenimiento 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 el único momento donde el valor oscila de forma importante, es cuando la economía reviste shocks macroeconómicos de relevancia (como en 2002). Esto se debe a que, ante escenarios adversos, el precio del inmueble expresado en dólares reacciona más lentamente (a la baja) que el IPC o el IMS. Por este motivo, el precio del metro cuadrado en UI o en UR aumenta en 2002 y 2003 para después alcanzar un equilibrio a partir de 2005. Ha ocurrido lo mismo, aunque en menor magnitud, en los años 2015 y 2020, donde el dólar aumentó sensiblemente, pero los valores de transacción aún se mantuvieron en dólares corrientes. De todas formas, se debe tener en cuenta que el incremento del dólar del último año fue seguido de un período de estabilidad de la moneda y posterior apreciación, lo que ha logrado reducir paulatinamente el precio de la vivienda en unidades indexadas. Esta evolución de los precios de vivienda en unidades indexadas acentuó la ya existente brecha con respecto al precio de los alquileres.

**Gráfico 13 – Precios y operativa en Montevideo**



Fuente: Elaborado por Sader M. y Calvette S.

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.

### **iii.iii. Sobre el precio de largo plazo de los activos inmobiliarios**

A continuación se presentan dos diferentes metodologías teóricas que tienen por objeto estimar la evolución futura de los precios de los inmuebles.

- (a) En moneda constante doméstica, el precio de los inmuebles (en promedio) tiende a crecer en el largo plazo una cifra similar a lo que creció la economía en promedio, menos una depreciación teórica. Como generalmente las transacciones de los inmuebles se expresan en dólares, a este factor hay que sumarle la pérdida del valor del dólar promedio anual y restarle una depreciación por uso. A su vez, se podría suponer una tasa de depreciación de 2% si asumimos una vida útil del inmueble de 50 años.
- (b) Otra alternativa de razonamiento sería observar la evolución del ICC (índice del costo de la construcción) en dólares corrientes restándole la tasa de depreciación antes mencionada para el mismo período (1985-2015). Este índice captura la evolución del costo de reposición del inmueble en cuestión.

Los resultados de la aplicación de estos modelos teóricos muestran que considerando la opción (a) la tasa del aumento del valor en dólares sería del 3,5%, mientras que en la opción (b) sería del 4,7% promedio anual.

### **iii.iv. Consideraciones finales sobre el mercado de vivienda**

Para el corto plazo, luego de la recuperación evidenciada por el mercado inmobiliario durante el segundo semestre del último año y primero del corriente, se espera que el mercado inmobiliario exhiba cierta estabilidad, en especial en cuanto a compraventa. En este sentido, el mercado habría pasado por un shock inédito durante gran parte de 2020 que parece haberse disipado mayormente, dado el incremento de la transaccionalidad sobre el cierre de 2020 y comienzos de 2021.

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

Más allá de ello, es importante realizar algunas consideraciones hacia el futuro. Por una parte, la persistencia del debilitamiento del dólar a nivel local podría seguir incidiendo positivamente sobre la recuperación del poder adquisitivo de los hogares, lo cual sumado a las bajas tasas de interés continuaría impactando positivamente sobre las decisiones de compra, en particular para aquellas personas que miran al sector inmobiliario desde una perspectiva financiera: como resguardo de valor y generación de renta. No obstante lo anterior, la normalización monetaria de las economías desarrolladas -o las expectativas sobre ella- se presenta como un riesgo con potencial impacto sobre el poder adquisitivo de los hogares en moneda extranjera -al influir sobre trayectoria del dólar a nivel local-. Al mismo tiempo, podría limitar o dilatar las decisiones de compra por motivo inversión, dado el elevado nivel de incertidumbre.

Por otra parte, se debe tener en cuenta que el poder adquisitivo de los hogares aún no recuperó su nivel previo a la pandemia y es esperable que su evolución esté directamente ligada a la dinámica de la actividad económica. Si bien el plan de vacunación se ha desarrollado con éxito, la incertidumbre sobre el porvenir de la situación sanitaria aún se mantiene -en particular ante el constante surgimiento de nuevas cepas y nuevas fases de cierres y reducción de movilidad en Europa, por ejemplo-. En última instancia, esto 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. Este Fideicomiso tiene como una posibilidad la modalidad de alquiler con opción a compra, lo que se adapta perfectamente a esta coyuntura.

Para el mediano y más largo plazo, se mantienen en términos generales las perspectivas para el sector, ya que la demanda por inmuebles nuevos existe y se fortalecería una vez se logre superar la coyuntura adversa. Esto ocurre particularmente en algunos segmentos de la población y zonas que han mostrado elevado dinamismo en los últimos años.

### **3. 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. Además, se ha flexibilizado el régimen de alquileres, en especial en lo referente a la garantía de acuerdo con la Ley 19.889, con el objetivo de dinamizar el mercado de alquileres y favorecer el acceso de la población a la vivienda. Igualmente, la posibilidad de que estos mecanismos sean sometidos a referéndum implican ciertos riesgos sobre la permanencia de esta política específica sobre el mercado de arrendamientos. Es importante destacar que hasta el momento, esta innovación no parece haber impactado cuantitativamente en el mercado de alquileres, en tanto se registran muy pocas operaciones que se adecúan al nuevo régimen alternativo de alquileres sin garantía.

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.

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.

#### 4. Conclusiones sobre el entorno

**El riesgo mercado.** Entendido como la posibilidad de que los negocios inmobiliarios se desarrollen con una adecuada trayectoria se encuentran acotados, aunque la incertidumbre relacionada al COVID-19 se mantiene. Sobre este punto, es importante resaltar que más allá de la disrupción durante 2020, el mercado inmobiliario habría presentado un comportamiento auspicioso en los últimos meses con una recuperación de varios indicadores directos sobre la actividad (ITP, créditos hipotecarios, entre otros) e indirectos (expectativas de los hogares). Por otra parte, la extensión de los plazos permitirían contar con más chances de éxito, de registrarse contratiempos tanto en el sector como en la economía en su conjunto. Asimismo, la operativa de alquiler con opción a compra le quita presión a las necesidades de vender por parte del fideicomiso, a la espera de una mejor coyuntura y con ello la demanda de los compradores. *Riesgo medio bajo.*

**El riesgo de políticas públicas.** Se encuentra acotado ya que la política hacia el sector ha sido apoyada por todos los sectores políticos y tienden a flexibilizar las condiciones de acceso, ya sea a través de subsidios a la oferta como a las recientes facilidades para concretar el arrendamiento. La aprobación de estímulos, la flexibilización de garantías de arrendamiento y la eliminación de topes asociados a los proyectos de Vivienda Promovida van en este sentido. Igualmente se debe notar que el posible referéndum sobre la Ley de Urgente Consideración podría frenar algunos cambios en el mercado de arrendamientos. *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. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al 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 Certificados de Participación de la Serie A recogen la calificación BBB.uy<sup>15</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tambler

<sup>15</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.**