

**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, abril de 2022

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
9	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
21 - abril - 2022**

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

¹. 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" incrementando la calificación BBB+ a BB+ de grado inversor.

Este ligero incremento en la nota se debe a que el Fideicomiso ha avanzado significativamente en el plan de negocios y viene distribuyendo resultados acumulados, sistemáticamente desde 2020 hasta la fecha.

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 40%, 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 88% de los ingresos brutos esperados. El proyecto Lagomar Sur ya se ha culminado, mientras que el de Interlagos ya terminó la construcción del segundo edificio, y el tercero tiene al 31 de diciembre de 2021 un avance de obra de 23%. Por su parte el nivel de ventas viene a buen ritmo.
- En el período informado se realizaron dos nuevas distribuciones de fondos a los tenedores de Certificados de Participación A por un valor aproximado de UI 21,4 millones (8,6+12,8) que sumados a las distribuciones realizadas en períodos anteriores suma un total distribuido a diciembre de 2021 de aproximadamente UI 66,3 millones. En marzo de 2022 se realizó una nueva distribución, por aproximadamente 10 millones de UI.
- 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 negativo generado por la pandemia del coronavirus durante el primer semestre de 2020. 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 esperar 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.
- Según se destaca en la sección V de este informe, el mercado viene demandando tipologías constructivas de menor tamaño, en línea con las que construye este Fideicomiso.
- No obstante ésta mejor coyuntura para el sector inmobiliario, el conflicto bélico podría derivar en un contexto internacional menos favorable para las economías en desarrollo (más allá de mejoras en los precios de exportación), lo que podría ejercer presión sobre el poder adquisitivo de los hogares en moneda extranjera -al influir sobre la trayectoria del dólar a nivel local-, al tiempo que podría limitar o dilatar las decisiones de compra por motivo inversión, dado un mayor nivel de incertidumbre.
- 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 consolide la recuperación económica. Esto ocurre particularmente en algunos segmentos de la población y zonas que han mostrado elevado dinamismo en los últimos años y que han mostrado elevada resiliencia a pesar de los eventos adversos recientes.
- 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 así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Martín Durán Martínez, Adrián Tamber y Julio Preve.

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

2. Antecedentes generales, estado de los proyectos y hechos salientes del período.

i. Antecedentes generales y estado de los proyectos

• **Avances de Obra**

Según informa el operador, durante el periodo se finalizó la construcción del segundo edificio de Interlagos y se continuó avanzando con el tercero, asimismo continuó el proceso de solicitud de habilitación final del Proyecto Lagomar Sur; una vez obtenida la habilitación final de Lagomar Sur la IC continuará con la inspección de Aires del Norte e Interlagos Edificio 1.

A continuación, se actualiza el estado de cada uno de los proyectos a diciembre 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. Luego de la inspección técnica por parte de la IC, se enviaron observaciones que se están levantando y se espera una nueva inspección en el primer trimestre de 2022.
- 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.

⁴ Este procedimiento fue recogido en el Manual de calificación de finanzas estructuradas generadas por Intendencias Departamentales, aprobado el 27/10/15 por el BCU.

- **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 de los primeros dos edificios ya está culminada. Se está a la espera de habilitación final por parte de la IC.
- o El avance del tercer edificio a diciembre de 2021 es del 23%.

- **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 12 unidades, quedando 4 por comercializar.
- 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 comercializaron la totalidad de las unidades, la última se escrituró sobre fines del 2021.
- 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, 17 unidades del edificio 2 (hay 13 reservadas) y hay 10 unidades reservadas en el 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 diciembre 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	12	75%
Aires de Lagomar I	100%	60	0	60	100%
Aires de Lagomar II/III	100%	32	0	32	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	13	17	81%
Interlagos III	14%	37	10	0	27%
Interlagos IV a V	0%	69	0	0	0%
TOTAL		396	23	264	72%

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

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

- El 30 de noviembre de 2021 se culminó la construcción del edificio 2 de Interlagos, cumpliéndose con los objetivos trazados en cuanto a plazos, costos y mejoras en lo constructivo. El edificio cuenta, a diferencia de la Torre 1, con un solárium en la azotea además del salón de usos múltiples y una ducha en el baño social de la unidad de 3 dormitorios. A comienzos de diciembre 2021 comenzaron las entregas de las unidades a los propietarios.
- Se realizaron tres nuevas distribuciones de fondos a los tenedores de certificados de participación A:
 - Una por un valor aproximado de 8.6 millones de unidades indexadas
 - Otra por un valor aproximado de 12,8 millones de unidades indexadas.
 - El 30 de marzo de 2022 por un valor aproximado de 10 millones de unidades indexadas
 - El acumulado total hasta la fecha por concepto de distribución de fondos es de aproximadamente 76,3 millones de unidades indexadas.

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"; marzo de 2022.
- "Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas"; Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette. marzo de 2022.
- Informes del Administrador el último al 12 de enero de 2022.
- Estados Contables del Fiduciario al 31/12/2021.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/2021.
- Borrador de los Estados Contables del Administrador al 31/08/21

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).

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.

Situación económica y financiera²

El análisis de los EE.CC al 31 de diciembre 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.

² En relación a la crisis sanitaria provocada por el COVID 19, la Gerencia estima que dicha situación no tendrá un impacto significativo en sus estados financieros, ya que los principales negocios de la compañía son contratos de largo plazo y no han evidenciado a la fecha dificultades operativas y/o financieras.

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

Concepto	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
Activo Corriente	18.989	15.859	16.842
Activo no Corriente	281.068	228.346	176.772
Total Activo	300.057	244.205	193.613
Pasivo Corriente	33.484	27.348	22.132
Pasivo no Corriente	230.681	180.257	140.738
Total Pasivo	264.165	207.605	162.870
Patrimonio	35.891	36.600	30.743
Total Pasivo y Patrimonio	300.057	244.205	193.613
Razon Corriente	0,57	0,58	0,76

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término el ejercicio 2021 muestran una caída importante respecto al 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	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
Ingresos Operativos	75.867	60.275	48.081
Gastos Adm. y Vtas.	(63.018)	(53.901)	(43.595)
Resultado Operativo	12.849	6.373	4.486
Resultados Financieros	(12.734)	2.566	2.484
Resultados antes de impuestos	116	8.939	6.970
IRAE	(824)	(2.686)	(2.586)
Resultado del período	(709)	6.253	4.384
Res Operativos/Ingresos	16,94%	10,57%	9,33%
Res Ejercicio/Ingresos	-0,93%	10,37%	9,12%

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 31/8/21³, último disponible, muestra resultados positivos y consecuentemente un patrimonio contable mayor respecto al ejercicio anterior. Sigue sin resolverse una demanda judicial cuya resolución es imposible de prever la que fue provisionada. 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 que, dicho sea de paso, en principio no la afecta.

Fideicomiso⁴

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 del Fideicomiso al 31/12/2021 y su comparativo con el periodo anterior.

³. CARE debe aún recibir versión definitiva

⁴. 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	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
Activo	722.534	884.070	747.546
Activo Corriente	495.080	437.135	343.020
Activo no Corriente	227.454	446.934	404.526
Pasivo	127.373	129.861	64.906
Pasivo Corriente	114.024	116.712	50.349
Pasivo no Corriente	13.350	13.149	14.557
Patrimonio	595.161	754.209	682.640
Pasivo y Patrimonio	722.534	884.070	747.546
Razón Corriente	4,34	3,75	6,81

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Si consideramos el saldo contable del patrimonio al 31/12/2021 y lo expresamos en dólares según tipo de cambio a esa fecha (\$ 44,695) resulta un valor de USD 13.3 millones, en cambio, si lo expresamos en UI (\$ 5,1608) el valor sería de UI 115.3 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 comenzaron a pagar distribuciones de fondos (pago por utilidades) a los tenedores de CP's Serie A. En ese año, se hicieron dos distribuciones por un valor total de UI 18 millones; en el ejercicio 2021, se hicieron cuatro distribuciones por un monto total de \$ 242.3 millones (equivalente a UI 48.5 millones aproximadamente) mientras que en marzo de 2022 se hizo un nuevo pago por \$ 52 millones (UI 10 millones aproximadamente); vale decir que a la fecha de redactar este informe, los tenedores de CP's de la Serie A, que invirtieron UI 135 millones, ya han recibido pagos por un monto del orden de UI 76.5 millones⁵ (alrededor de 57 %). Si se agrega esta cifra al patrimonio contable, daría un valor del orden de UI 191.8 millones lo que compara favorablemente con el monto de la emisión.

El activo corriente está compuesto mayoritariamente 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 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.

⁵ La conversión a UI fue estimada por CARE por lo que debe tomarse como un valor aproximado.

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

Concepto	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
Ingresos operativos	134.047	196.126	209.873
Gastos adm y ventas	(42.920)	(37.719)	(33.965)
Resultados financieros	1.041	(1.918)	6.613
Resultados diversos	341	474	201
Resultados antes IRAE	92.508	156.964	182.722
IRAE	(9.244)	(2.393)	(241)
Resultados del periodo	83.265	154.571	182.481

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 según tasaciones.

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, la mayor parte de los desarrollos ya se han culminado y vendido en su totalidad, quedando solamente en etapa constructiva el complejo de Interlagos, y quedan algunas unidades para vender en Aires del Laurel (Salto).

Interlagos es un proyecto que tiene una incidencia de un 62% en los ingresos totales esperados, además de ser el que tiene la mayor TIR esperada (40%). Este último proyecto está contribuyendo a mejorar las perspectivas del negocio, y por el momento se viene ejecutando según las previsiones, habiéndose ya culminado la construcción de la Torre 2. 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	27%
Aires del Norte	5%
Interlagos I a V	61%
TOTAL	100%

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 terminado y totalmente comercializado.

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 2022, sobre la base de la información real hasta el 12/01/2022 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 setiembre de 2022, estos supuestos son en general compartidos por CARE, 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 construir 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	TOTAL
COT UI		3,91	4,21	4,62	4,99	5,32	5,42	6,03	6,34	
Ingresos por ventas	26.862	55.703	61.079	95.167	89.687	96.479	97.015	64.584	0	586.576
Costos de construcción	-63.719	-16.356	-58.226	-67.028	-47.341	-49.389	-44.866	-24.666		-371.591
Cuotas Terrenos	-45.805	-1.099			-168					-47.072
Otros gastos (permisos)	-297	-453	-175	-432	-143	-116	-108			-1.724
Comisiones y costos venta	-177	-676	-452	-997	-1.301	-1.229	-500	-1.028	-682	-7.042
Costo del FF (incl. Las Piedras)	-22.331	-7.370	-7.806	-7.719	-7.694	-7.800	-7.800	-7.800	-650	-76.970
FF PRESUPUESTADO (MILES DE UI)	-105.467	29.749	-5.580	18.991	33.040	37.945	43.741	31.090	-1.332	82.177
FF de los Certificados de Participación	-135.000			17.995	48.313	68.815	51.850	29.598	31.440	
TIR CONSOLIDADA		11,7%								
TIR CERT PART A		9,4%								

Fuente: Administrador

La nueva Tasa Interna de Retorno para los CPs de la serie A, que son los que se califican, se ubica en 9,4% (0,2 puntos porcentuales más que la actualización anterior). A su vez, los desarrollos inmobiliarios evidencian retornos entre un 0% y 40%.

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, los precios de las unidades.

En este sentido se supuso un escenario “pesimista” en el que los ingresos por ventas proyectados fueran menores a los esperados. Si los precios de venta cayeran un 5% la TIR para el inversor sería de 8,5% y si la reducción de precios fuera de un 10% la TIR sería de 7,6%. Si además los ingresos se atrasaran en 12 meses la TIR del inversor sería de 7,7% y 6,9%, para reducciones de 5 o 10% en los precios respectivamente.

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 Damodaran⁶ 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

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado⁷.

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 variable⁸ 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 como la tasa libre de riesgo a los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

⁶. A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

⁷. Se consideraron los betas promedio de empresas de construcción de viviendas en mercados emergentes según A. Damodaram

⁸. Equity Risk Premium del S&P 500

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 2,0%, y en el momento actual cercano a 2,05%⁹.

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 2022 se ubica en 1,33 y en 1,04 para el promedio de los últimos 5 años, lo que indica que la inversión en la construcción de viviendas tiene un mayor 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 1,90% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 1,47 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 6,31%. Este valor es inferior a la última TIR estimada para el inversor (9,4%)¹⁰, 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.*

⁹. En la actualidad los rendimientos de estos bonos están con tasas en el entorno de valores del promedio de los últimos 5 o 10 años. Durante la peor parte de la crisis sanitaria estuvieron aún mucho más bajas, por debajo del 1%, pero en la actualidad están en aumento.

¹⁰. Cabe destacar que el costo de oportunidad es en dólares corrientes, mientras que la TIR está calculada en UI.

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 de Desarrollo de Viviendas de Interés Social I”, 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 de interés social, 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.

Este fideicomiso tiene un plan de negocios que podría llegar hasta 2025, un plazo relativamente corto, motivo por el cual la coyuntura actual juega un rol importante.

1. Entorno macroeconómico nacional e internacional

Luego de haber enfrentado un shock negativo inédito durante el 2020, la actividad económica mundial comenzó una rápida recuperación de su actividad económica durante el último año. En concreto, de acuerdo a estimaciones del Fondo Monetario Internacional la economía mundial habría recuperado a un ritmo anual de 5,9% durante 2021 y proyecta que este año lo haga a una tasa de 4,4% anual. A pesar de ello, esta recuperación es heterogénea, no sólo entre los distintos países -o regiones- sino también al interior de estos en tanto la pandemia impactó de forma desigual a los distintos sectores de actividad.

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

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

A pesar de ello, este contexto financiero parecería estar llegando a su fin. En concreto, la rápida recuperación de las economías desarrolladas y las presiones inflacionarias exhibidas en algunas de ellas -particularmente en Estados Unidos- durante los últimos meses comenzaron a anticipar el retiro de las políticas acomodaticias. En este sentido, el inicio de las discusiones sobre el eventual desarme de las políticas expansivas derivó en un incremento de las tasas de interés¹¹ -lo que en el margen encareció el financiamiento de los desequilibrios fiscales-, al tiempo que implicó una reversión en la evolución del valor del dólar, que tendió a apreciarse frente a las monedas de las economías emergentes desde mediados del último año¹².

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

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



¹¹. Más allá de ello, estas aún se encuentran en niveles mínimos históricos, en particular las tasas de interés reales.

¹². Esto último ha obligado a muchas de ellas a comenzar a retirar los estímulos fiscales y monetarios brindados en un contexto donde muchas de ellas aún conviven con el impacto del virus y están lejos de haber alcanzado los niveles de actividad exhibidos antes de la irrupción de la pandemia.

En este contexto, el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania -y su potencial escalada- se presenta como una fuente de incertidumbre adicional, en particular debido a que aún es temprano para evaluar sus consecuencias, tanto económicas¹³ como geopolíticas¹⁴. Por lo pronto, es esperable que la guerra impacte sobre la evolución de la actividad económica internacional ralentizando la recuperación en curso, al tiempo que genere mayor presión sobre la dinámica de precios -en particular de las economías avanzadas- a través del aumento del precio de los commodities energéticos y alimenticios.

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

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



¹³ Es esperable que este dependa de la intensidad y duración del conflicto, así como que sea heterogéneo entre los distintos países. Entre otros factores, el impacto podría depender de la composición de la canasta de comercio exterior de cada país -productos exportados e importados y sus correspondientes destinos y procedencia-, así como de sus lazos financieros internacionales.

¹⁴ El conflicto podría traer aparejado cambios en el escenario geopolítico internacional que introduzcan modificaciones sobre las actuales relaciones de poder de la política internacional

Fuente: EconUy

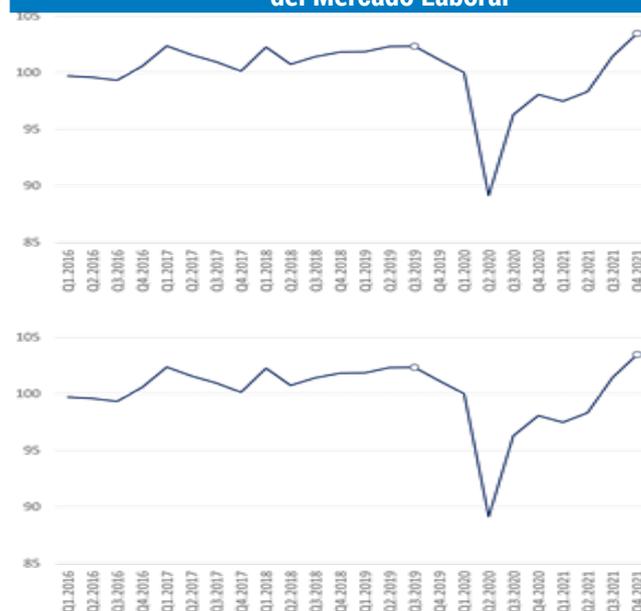
Al respecto de la actividad económica, luego de la significativa caída de la actividad durante 2020, la economía uruguayo ha comenzado un lento y dispar proceso de recuperación que estuvo fuertemente condicionado por la realidad

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

En este contexto, la mediana de analistas consultados por el Banco Central del Uruguay estima que la actividad económica continúe creciendo este año a un ritmo anual de 3,4%. Estos guarismos han sido ajustados al alza en los últimos meses aunque no incorporan aún las perspectivas de un ciclo financiero más restrictivo ni el aumento de la incertidumbre global producto de la guerra en Ucrania.

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

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



Fuente: EconUy

2. 2. Mercado inmobiliario de vivienda

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 ententece a partir de mayo del 2018 producto de una coyuntura regional adversa, en la que el mercado inmobiliario en Uruguay recibe el shock negativo de la devaluación en Argentina. A partir de 2020, la pandemia y sus efectos globales generaron amplia incertidumbre a nivel global y local, con efectos sobre el mercado inmobiliario. Sin embargo, durante 2021 esta situación parece revertirse y comienza a evidenciarse cierto dinamismo del sector, tal como se aborda en lo que sigue de este capítulo.

i. Oferta de vivienda

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

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

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

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

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

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

ii. Demanda por consumo e inversión

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

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

ii.i.i. Factores Sociales

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

ascendente de la mortalidad en tanto la población total tiende a envejecer. Esto determina que hacia fines de la década del 2040 la población tenderá a reducirse de no ocurrir cambios en los determinantes del crecimiento natural o un saldo migratorio positivo. Precisamente, en los últimos años Uruguay ha recibido cierto flujo migratorio, cambiando la tónica de los primeros años del siglo XXI¹⁵. Este proceso ejerce presión sobre la demanda de inmuebles, particularmente sobre el mercado de alquileres.

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

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

Para comprender el perfil de la demanda de vivienda, se contrató los servicios de Research Uruguay, a través de una encuesta semestral recurrente, que ya acumula 13 ediciones. 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. Si bien en anteriores ocasiones se identificó un creciente interés por viviendas algo más grandes (durante 2020) este parece haberse diluido en la última edición de la encuesta.

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



Fuente: Research Uruguay

Para estos hogares, los principales atributos a la hora de elegir una vivienda refieren a la ubicación en un lugar céntrico, la existencia de buena locomoción, que se trate de un entorno seguro y cercano al lugar de trabajo. Todos estos son amenities vinculados al entorno geográfico de la vivienda. 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.

¹⁵. Según los últimos datos publicados por la ONU en Uruguay, casi un 2,4% de la población es inmigrante

ii.i.ii. Factores Económicos

Por una parte, el ingreso de los hogares, uno de los determinantes más importantes de la demanda de vivienda por motivo de consumo, evidenció una caída durante 2020-21 luego de un largo período de crecimiento ininterrumpido. Esta caída estuvo explicada tanto por sendas caídas en el salario -medido tanto en términos reales como en dólares- y en el empleo debido a la irrupción de la pandemia. Esto determinó un cambio en la realidad y expectativas de los hogares que impactó principalmente en los primeros meses luego de la irrupción de la emergencia sanitaria en tanto la incertidumbre era extremadamente elevada. En particular, la propensión a comprar bienes durables presentó una pronunciada caída durante este período.

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

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



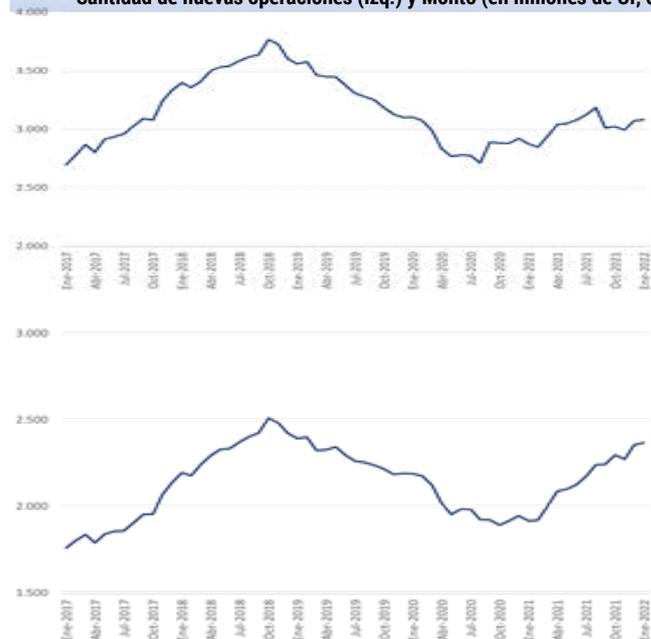
Fuente: SURA y UCU

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

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

Gráfico 9 y 10 – Créditos hipotecarios en UI

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



Fuente: CARE en base a BCU

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

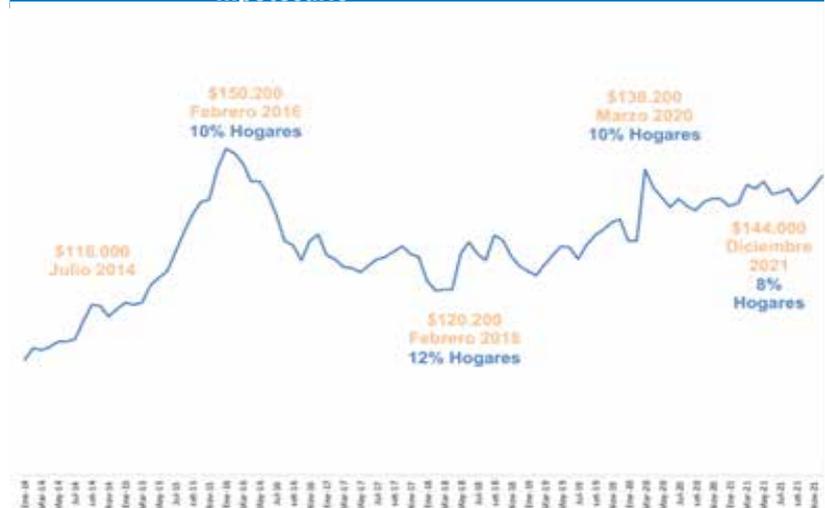
Cuando se computa el volumen del crédito como porcentaje del Producto Bruto Interno se encuentra que este ascendió aproximadamente a 4,5% para 2021, lo que se considera bajo en perspectiva internacional y aún moderado para satisfacer la demanda potencial de vivienda. Si bien el porcentaje actual se encuentra 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.

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

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 incrementado en los últimos años. A modo de referencia y según Sader & Calvete, a diciembre

2021 el ingreso mensual líquido requerido para acceder al financiamiento del 80% de un inmueble medio tipificado de 65m2 alcanzó a \$144.000 a precios constantes de diciembre de 2020. Según datos del INE¹⁶, estos ingresos no sólo se ubican por encima del ingreso promedio, sino que sólo el 13% de los hogares contaba con ingresos líquidos superiores a este monto durante el último año¹⁷.

Gráfico 9 - Ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito hipotecario



Fuente: Sáder & Calvete (Mar. de 2022).

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. Más allá de cierto ajuste, al día de hoy las tasas de interés a nivel internacional continúan en niveles bajos -en particular las reales- principalmente asociadas a políticas ultra-expansivas en los países desarrollados, 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 debe ser complementada con información secundaria. Por este motivo es necesario analizar la evolución de indicadores indirectos para inferir

¹⁶. De acuerdo con información de la Encuesta Continua de Hogares (ECH).

¹⁷. Complementando lo anterior, el relevamiento de Research Uruguay indica que casi el 50% de los encuestados esperan financiar más de la mitad de la compra de su vivienda, en tanto apenas 20% dice que no requerirá financiamiento.

el nivel de actividad del mercado. En este sentido, el seguimiento del Índice de Confianza del Consumidor elaborado por SURA y Equipos, conjugado con la evolución de distintos indicadores de alta frecuencia asociados a la actividad del sector como la recaudación de Impuesto a las Transacciones Patrimoniales y la cantidad de nuevos créditos hipotecarios bancarios permiten obtener una primera aproximación de la coyuntura del sector casi a tiempo real. A este respecto, el comportamiento de cualquiera de estos tres indicadores deja entrever una dinámica positiva del mercado inmobiliario luego de la irrupción de la pandemia a comienzos del pasado año.

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

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

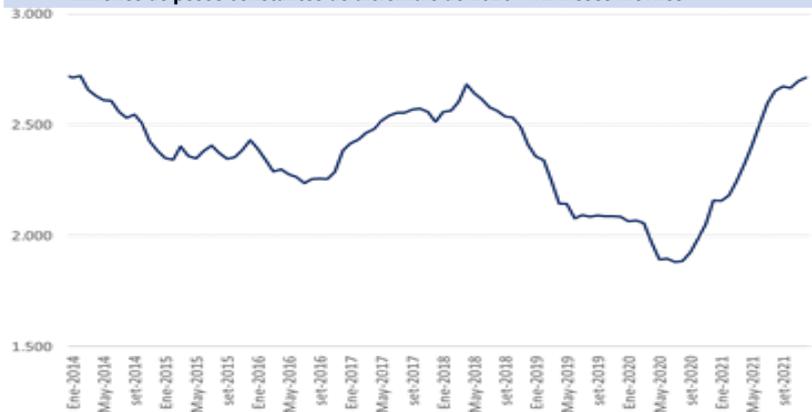
Por último, y de alguna forma como reflejo de la recuperación de la confianza de los consumidores y el incremento de las operaciones de crédito hipotecario, la recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales evolucionó más que favorablemente y también se ha recuperado cuando se lo compara con los niveles previos a 2020¹⁸. 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 Estadística¹⁹ que indica que se han registrado más de 25% más de compraventas a nivel país respecto al 2020. En el caso de Montevideo, que es el principal punto de desarrollos inmobiliarios para vivienda permanente, los registros de compraventas aumentaron 18% en 2021, respecto al año anterior, confirmando la recuperación del sector y las buenas perspectivas del mercado inmobiliario.

¹⁸. Incluso uno debe remontarse hasta principios de 2014 para encontrar niveles de recaudación similares.

¹⁹. En base a información de la Dirección General de Registros.

Gráfico 10 – Recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales (ITP)

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



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

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

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

En última instancia, se debe notar que la importante brecha entre la evolución del precio de venta y alquiler de viviendas en unidades indexadas potencia el mercado de arrendamientos. En este sentido, en los últimos años ha existido un significativo incremento del stock de viviendas para alquiler en Montevideo,

al tiempo que la cantidad de hogares inquilinos ha tenido un aumento sostenido desde 2016. Parte de este incremento podría estar relacionado al encarecimiento relativo que han mostrado los precios de venta de la vivienda y resalta que el alquiler continúa siendo la válvula de escape del sector inmobiliario.

iii.ii. Sobre el precio de largo plazo de los activos inmobiliarios

A continuación se presentan dos metodologías que permiten tener una referencia teórica respecto a la evolución del precio de los activos inmobiliarios en el largo plazo.

- o Por un lado, en moneda local constante el precio de los inmuebles tiende a crecer en el largo plazo acompañando el crecimiento promedio de la economía, al cual se le descuenta una depreciación por uso. De esta forma, siguiendo esta metodología y tomando valores de largo plazo (los 30 años comprendidos entre 1990 y 2019), el valor en dólares de los activos inmobiliarios se tendría que haber apreciado en moneda local constante un 2,8% anual por concepto del crecimiento del PBI²⁰ y un 3,8% anual por la pérdida del valor del dólar en el tiempo²¹. A su vez, se podría suponer una tasa de depreciación de 2%, si asumimos una vida útil del inmueble de 50 años. En suma, la aplicación de esta metodología brinda una apreciación promedio de los inmuebles en el largo plazo de 4,6% anual.
- o Por otro lado, una alternativa para evaluar lo anterior es observar la evolución del Índice del Costo de la Construcción (ICC) en dólares corrientes. Este índice aproxima la evolución del costo de reposición del inmueble. De esta forma, si se toma la evolución del ICC de los últimos 30 años y se le resta una tasa de depreciación de igual magnitud a la utilizada previamente, esta metodología supone una apreciación promedio en dólares de los inmuebles en el largo plazo de 2,9% anual.

iii.iii. Consideraciones finales sobre el mercado de vivienda

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

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-.

²⁰. De acuerdo a la serie histórica para el Producto Bruto Interno del Instituto de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración y el Banco Central del Uruguay.

²¹. De acuerdo a la serie histórica de la cotización del dólar interbancario del Instituto Nacional de Estadística.

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

Más allá de ello, es importante realizar algunas consideraciones hacia el futuro. Por una parte, aún es precipitado evaluar las consecuencias macroeconómicas de la guerra de Ucrania y su derrame sobre economías en desarrollo. Si bien el impacto será heterogéneo y dependerá de múltiples factores²², en el corto plazo es esperable que la guerra limite el ritmo de recuperación de la actividad económica a nivel internacional, al tiempo que agregue presión adicional sobre la dinámica de precios de las economías desarrolladas²³. En un extremo, esta situación podría derivar en un contexto internacional menos favorable para las economías en desarrollo (más allá de mejoras en los precios de exportación), lo que podría ejercer presión sobre el poder adquisitivo de los hogares en moneda extranjera -al influir sobre la trayectoria del dólar a nivel local-, al tiempo que podría limitar o dilatar las decisiones de compra por motivo inversión, dado el elevado nivel de incertidumbre.

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

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

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

²². Entre ellos, la matriz productiva de cada país, sus correspondientes canastas de comercio exterior y sus lazos financieros internacionales

²³. Particularmente a través del aumento del precio de los commodities, en especial aquellos de índole energética como el petróleo y el gas.

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. 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.

3. 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. Sobre este punto, es importante resaltar que más allá de la crisis sanitaria de 2020-21, el mercado inmobiliario habría mejorado sustancialmente en los últimos nueve meses con una recuperación de varios indicadores directos sobre la actividad (registros, ITP, créditos hipotecarios, entre otros) e indirectos (expectativas de los hogares). No obstante, dado que se trata de un mercado segmentado, es importante considerar el desempeño específico de cada segmento y propuesta de valor. Una reversión más agresiva que la prevista del ciclo financiero internacional o la incertidumbre creciente por la guerra en Ucrania podrían influir en el contexto general para el mercado inmobiliario. *Se considera un nivel de 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. *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+.uy²⁴ 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 Tamber

¹⁸ **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. El signo (+) significa que la calificación se acerca más a la categoría superior de acuerdo al puntaje. **Grado de inversión mínimo.**