

**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 2023*

---

4	RESUMEN GENERAL
7	I INTRODUCCIÓN
13	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
15	III LA ADMINISTRACION
20	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
25	V EL ENTORNO
41	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

**Actualización de la calificación de CPs de la emisión del Fideicomiso Financiero  
CASASURU desarrollo de viviendas de interés social  
11 - abril - 2023**

<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>	Actualmente 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 noviembre de 2023 <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" manteniendo 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 superado 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 la TIR para el inversor en los CP serie A, que se ubica ahora en 6,7% en UI, inferior a la estimada en la anterior actualización (7,7%), pero sigue siendo satisfactoria. Durante todo el año 2022, el escenario de suba de precios locales combinado con una baja del tipo de cambio, ha generado dificultades para establecer los precios de venta de los inmuebles. El ratio USD/UI, considerando la cotización interbancaria, muestra una caída de 17% entre el 1 de enero de 2020 y el 22 de marzo de 2023. Eso implica que, para alcanzar los objetivos en materia de rentabilidad del negocio, el precio en dólares de los inmuebles debería haberse ajustado al alza. Sin embargo, el mercado no se ajusta de manera automática a estas variaciones, por lo que los márgenes del desarrollador se ven afectados. Esta situación explicaría la continua reducción de la TIR respecto de la presentada en las anteriores actualizaciones.
- Los desarrollos involucrados en las proyecciones contienen rendimientos que varían entre -2% y 33%, 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 culminó con la construcción del tercer edificio y el cuarto tiene a enero de 2023 un avance de obra del 26%.
- 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 no quedan unidades para vender en el resto de los proyectos. Quedan por vender también terrenos en donde no se va a construir.

- Se han realizado distribuciones de fondos a los tenedores de Certificados de Participación A. En marzo 2022 se realizó una distribución de aproximadamente 10 millones de UI, en julio una por 12 millones de UI y en octubre una por aproximadamente 7,4 millones de UI. Estas distribuciones, sumadas a las realizadas en períodos anteriores suma un total distribuido a diciembre de 2022 de 95,6 millones de UI. Cabe recordar que la emisión fue de 135 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 continuó evolucionando favorablemente luego de la crisis sanitaria. En este sentido, se trata de un fenómeno prolongado de desempeño favorable apuntado por la parcial recuperación de los ingresos de los hogares, la debilidad del dólar en el mercado financiero local y el buen desempeño económico general. No obstante, la evolución de la actividad económica muestra signos de enlentecimiento y las perspectivas del mercado no auguran un mayor dinamismo en el corto plazo. Por lo contrario, es esperable un enlentecimiento adicional de la actividad económica producto de la sequía que afectó al sector agropecuario.
- La importante apreciación real que el peso uruguayo experimentó durante el último año implicó un crecimiento de los ingresos de los hogares medidos en dólares, más allá del escaso dinamismo exhibido por el mercado laboral y el salario real durante los últimos meses. Este particular contexto local trae aparejado distintos efectos para los diferentes sectores de la economía, entre ellos el inmobiliario. En este sentido, el sector de desarrollos inmobiliarios<sup>2</sup> (oferta inmobiliaria) ha sido afectado por esta situación en tanto ha visto erosionados sus márgenes. En contraposición, el debilitamiento real del dólar constituye un escenario favorable para la compra de inmuebles<sup>3</sup>, lo que habría apuntado la transaccionalidad del mercado inmobiliario durante el último año. En este último año se redujo la brecha entre la evolución del precio de venta y el alquiler de viviendas en unidades indexadas, potenciando el mercado de compraventas frente al de alquileres, cambiando radicalmente la tendencia de años anteriores.
- En el corto plazo se espera que el mercado inmobiliario mantenga cierto dinamismo, en especial en lo que respecta al mercado de compraventa gracias a la estabilidad del dólar y las bajas tasas de intereses de los créditos hipotecarios, 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.
- Según se destaca en la sección V de este informe, el mercado viene demandando tipologías constructivas de menor tamaño, en línea con las que tiene este Fideicomiso.

<sup>2</sup>. Los cuales tienen ingresos denominados en dólares y costos mayoritariamente en pesos uruguayos. Esta es la situación también de las empresas exportadoras de servicios y bienes.

<sup>3</sup>. Al abaratar los precios de estos en términos relativos y estimular la demanda.

- 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. Por el momento no cabría esperar signos de intervenciones negativas.

## 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 Tamber y Julio Preve.

### 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 culminó con la construcción de la torre 3 de Interlagos y se sigue avanzando con la torre 4 de Interlagos, llegando actualmente al cuarto nivel. Se continuó avanzando con el proceso de

habilitaciones finales de los proyectos terminados y que no cuentan aún con habilitación final. Se obtuvo la habilitación final durante el mes de setiembre del proyecto Lagomar Sur, y la Intendencia de Canelones ya realizó la inspección técnica del proyecto Interlagos Torre 1 y el proyecto Aires del Norte, se salvaron las observaciones y los trámites están en curso.

Se ingresó en diciembre de 2022 la solicitud de habilitación final del proyecto Interlagos 2 y en enero de 2023 se firmó la resolución que aprueba la viabilidad general de Loteo del proyecto Las Piedras.

A continuación, se actualiza el estado de cada uno de los proyectos a enero de 2023, 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 en febrero del año 2017. Las obras no se retomarán hasta tanto se entienda que existe una demanda comercial potencial e interesante para el desarrollo de una nueva etapa.

- **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. Se obtuvo la habilitación final del proyecto por parte de la IC con fecha 12 de setiembre de 2022.
- o En julio de 2019 se dio inicio a las obras de las Fases II y III del Proyecto. Con fecha 22 de marzo de 2022 se firmó el acta de recepción definitiva de todos los bloques y las cocheras. Se obtuvo conjuntamente con la etapa I 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 hubo en el sector inmobiliario en su momento en el interior del país llevaron al Administrador a demorar el inicio de esta obra.
- o En enero de 2023 se obtuvo la resolución 23/00181 de la IC aprobando la propuesta de loteo general por la cual se autorizó al Fideicomiso a poder realizar un fraccionamiento de la tierra para posteriormente comercializarla.

- **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 Se realizó en agosto de 2022 la inspección por parte de la IC para la habilitación final, y se está a la espera de la culminación del trámite administrativo.
- **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 permitió realizar los edificios en etapas y en el caso que no se realice algún edificio la fracción sin construcción podrá ser automáticamente vendida.
    - o La construcción de los primeros tres edificios ya está culminada. Se está a la espera de habilitación final por parte de la IC.
    - o En enero 2023 se obtuvo la habilitación final del primer edificio. Queda un paso administrativo que es la inscripción de planos habilitados en catastro para que luego la IC se los entregue al técnico y finalice el trámite.
    - o En diciembre de 2022 se ingresó la solicitud de habilitación final del edificio 2 y se está a la espera de la inspección final.
    - o El avance del cuarto edificio a enero de 2023 es del 26%, previéndose la entrega para el mes de diciembre de 2022.
  - **Situación comercial.**
    - o En Aires del Laurel (Salto), finalmente en el último trimestre de 2022 se escrituró la última unidad que quedaba 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 la totalidad de las unidades del edificio 1 (37), 35 unidades del edificio 2, y 29 unidades del edificio 3. Hay también una unidad reservada del edificio 3 y 12 unidades reservadas del edificio 4.

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 a enero de 2023.

**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	16	100%
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	37	100%
Interlagos II	100%	37	0	35	95%
Interlagos III	100%	37	1	29	81%
Interlagos IV	26%	37	12	0	32%
Interlagos V	0%	32	0	0	0%
<b>TOTAL</b>		<b>396</b>	<b>13</b>	<b>317</b>	<b>83%</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:

- o Para iniciar nuevas etapas de cada Proyecto se debe contar previamente con la aprobación del Comité de Vigilancia.
- o 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.
- o 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. 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 acumulado total hasta diciembre de 2022 por concepto de distribución de fondos es de aproximadamente 95,6 millones de unidades indexadas.

## ii. Hechos salientes del período

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

- La obra del edificio 3 de Interlagos fue finalizada durante el mes de diciembre de 2022 previo al inicio de la licencia de la construcción. Los apartamentos fueron entregados a sus compradores a partir del 5 de diciembre totalizando 28 apartamentos entregados hasta el 22 de diciembre de 2022. En paralelo de la entrega de apartamentos la constructora continuó trabajando en la finalización de todos los espacios comunes y amenities. Se firmó el acta de recepción provisoria y el cierre de obra ante BPS luego de la licencia de la construcción.
- Se avanza en etapa de estructura con la torre 4 de Interlagos, llegando actualmente al cuarto nivel. Se lleva un avance de obra de 26%. Los nuevos edificios son realizados por la misma empresa constructora y se siguen mejorando en lo que refiere a amenities (solárium, gimnasio, etc.).
- Se continuó avanzando con el proceso de habilitaciones finales de los proyectos terminados. Durante el segundo semestre de 2022 se obtuvo la resolución de la IC según la cual se otorga la habilitación final del proyecto Interlagos 1 con fecha 23 de noviembre de 2022. La IC inspeccionó el 30 de agosto del año 2022 el proyecto Aires del Norte y el trámite sigue su curso.
- Respecto de la tierra que el fideicomiso tenía para construir viviendas en Las Piedras, finalmente el 5 de enero de 2023 se obtuvo la resolución 23/00181 de la IC aprobando la propuesta de loteo general, por la cual se autorizó al fideicomiso a realizar un fraccionamiento de la tierra para posteriormente comercializarla.
- Se realizaron durante el año 2022 las siguientes distribuciones de fondos a los tenedores de certificados de participación A:
  - En marzo de 2022 por un valor aproximado de 10 millones de unidades indexadas.
  - En julio otra por un valor aproximado de 12 millones de unidades indexadas.
  - En octubre por un valor aproximado de 7,4 millones de unidades indexadas
- En enero de 2023 el Administración informó que se alcanzó un acuerdo transaccional homologado judicialmente, por el que se puso fin a la disputa que CASAURU tenía con un arquitecto.

### 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 2023.
- "Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas"; Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette; marzo de 2023.
- Informes del Administrador el último al 19 de enero de 2023.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/6/2022.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/2022.
- Estados Contables del Administrador al 31/08/22
- Informe de compilación de CASARURU de setiembre y octubre de 2022 (Deloitte).
- Nota del Fiduciario y del Administrador respecto del acuerdo transaccional y su homologación judicial.

## 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

<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social.
<b>Fiduciario:</b>	EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión (en adelante EF).
<b>Administrador:</b>	CASASURU S.A
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
<b>Títulos a emitir:</b>	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)
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Bienes Inmuebles (Proyectos), Fondos Líquidos del Fideicomiso e Instrumentos Financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el Fideicomiso.
<b>Moneda:</b>	Unidades Indexadas
<b>Plazo:</b>	Hasta el 31 de diciembre de 2023, prorrogable por decisión de la Asamblea.
<b>Importe de la Emisión:</b>	UI 135.000.000 (unidades indexadas ciento treinta y cinco millones).
<b>Distribuciones:</b>	Los pagos serán realizados en forma trimestral, en la medida que existan Fondos Netos Distribuibles
<b>Calificación de Riesgo:</b>	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.

#### Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC intermedios al 30 de junio de 2022 sigue mostrando una sólida situación de solvencia aunque registra un déficit en el periodo producto no de sus operaciones corrientes sino explicado por resultados financieros. 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.

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

Concepto	30/6/2022	31/12/2021	31/12/2020
Activo Corriente	21.205	18.989	15.859
Activo no Corriente	240.950	281.068	228.346
<b>Total Activo</b>	<b>262.154</b>	<b>300.057</b>	<b>244.205</b>
Pasivo Corriente	38.262	33.484	27.348
Pasivo no Corriente	200.639	230.681	180.257
<b>Total Pasivo</b>	<b>238.901</b>	<b>264.165</b>	<b>207.605</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>23.253</b>	<b>35.891</b>	<b>36.600</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>262.154</b>	<b>300.057</b>	<b>244.205</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>0,55</b>	<b>0,57</b>	<b>0,58</b>

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término del primer semestre del ejercicio 2022 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	30/6/2022	30/6/2021	31/12/2021
Ingresos Operativos	39.409	33.177	75.867
Gastos Adm. y Vtas.	(30.976)	(26.312)	(63.018)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>8.433</b>	<b>6.865</b>	<b>12.849</b>
Resultados Financieros	(20.984)	(6.143)	(12.734)
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>(12.551)</b>	<b>722</b>	<b>116</b>
IRAE	(87)	(502)	(824)
<b>Resultado del período</b>	<b>(12.638)</b>	<b>219</b>	<b>(709)</b>
Res Operativos/Ingresos	21,40%	20,69%	16,94%
Res Ejercicio/Ingresos	-32,07%	0,66%	-0,93%

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 tuvo 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 31/8/22, no muestra una situación patrimonial que haga suponer un riesgo en su continuidad en base a lo que se explica a continuación.

En anterior informe de actualización se daba cuenta que se había llegado a un acuerdo satisfactorio en la demanda judicial a que oportunamente se hizo referencia. Según comunicó el operador al fiduciario en enero 2023, el mismo fue homologado judicialmente y se levantaron los embargos que pesaban sobre Casasuru SA y demás empresas asociadas.

Como consecuencia de dicho acuerdo, Casasuru SA y empresas asociadas debieron cancelar una suma importante de dinero al demandante. La existencia de pérdidas acumuladas han llevado a que la sociedad presente patrimonio negativo. Si bien no existen sanciones previstas, el hecho de presentar patrimonio negativo es causal de disolución de acuerdo con las disposiciones de la Ley 16.060. En cumplimiento de lo establecido en la citada ley, los accionistas definieron una estrategia de capitalización que permitió revertir dicha causal. Con fecha 31 de octubre de 2022, la Asamblea General Extraordinaria de Accionistas resolvió aumentar el capital integrado mediante la capitalización de ciertos pasivos que el Grupo mantiene con sus accionistas.

Con el propósito de informar a los accionistas de Casasuru SA sobre la situación patrimonial de la sociedad al 31/10/2022 una vez producida la capitalización, se presentó un estado de situación financiera de dos meses (entre agosto y octubre de 2022) con Informe de Compilación elaborado por Deloitte en que se constata que la firma cuenta con patrimonio positivo.

### **Fideicomiso**

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). 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 31/12/2022 y su comparativo con periodos anteriores.

<b>Cuadro 4: Estado de Situación Fideicomiso (miles \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>31/12/2022</b>	<b>31/12/2021</b>	<b>31/12/2020</b>
<b>Activo</b>	<b>521.076</b>	<b>722.534</b>	<b>884.070</b>
Activo Corriente	368.774	495.080	437.135
Activo no Corriente	152.302	227.454	446.934
<b>Pasivo</b>	<b>135.760</b>	<b>127.373</b>	<b>129.861</b>
Pasivo Corriente	98.105	114.024	116.712
Pasivo no Corriente	37.655	13.350	13.149
<b>Patrimonio</b>	<b>385.316</b>	<b>595.161</b>	<b>754.209</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>521.076</b>	<b>722.534</b>	<b>884.070</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>3,76</b>	<b>4,34</b>	<b>3,75</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Si consideramos el saldo contable del patrimonio al cierre del año 2022 y lo expresamos en dólares según tipo de cambio a esa fecha resulta un valor de USD 9.6 millones, en cambio, si lo expresamos en unidades indexadas el valor sería de UI 68.8 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 a partir del ejercicio 2020 se comenzaron a pagar distribuciones de fondos (pago por utilidades) a los tenedores de CP's Serie A. Desde ese entonces hasta la fecha, se han realizado 9 pagos por concepto de utilidades, incluyendo el último pago por \$ 41.1 millones efectuado el 22/10/2022, todo lo cual supone una cifra estimada acumulada de unas UI 96 millones. 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 96 millones<sup>4</sup> (alrededor de 71 % del monto total invertido). Si se agrega esta cifra al patrimonio contable (Cuadro 4), daría un valor total a recibir del orden de UI 164.8 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.

<sup>4</sup> La conversión a UI fue estimada por CARE por lo que debe tomarse como un valor aproximado.

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. Es el caso de Ezery SA que, según se desprende de los EE CC, ha quedado prácticamente liquidada.

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

Concepto	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020
Resultados operativos	(7.970)	134.047	196.126
Gastos adm y ventas	(47.881)	(42.920)	(37.719)
Resultados financieros	1.754	1.041	(1.918)
Resultados diversos	839	341	474
<b>Resultados antes IRAE</b>	<b>(53.258)</b>	<b>92.508</b>	<b>156.964</b>
IRAE	2.033	(9.244)	(2.393)
<b>Resultados del periodo</b>	<b>(51.225)</b>	<b>83.265</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 la variación de valor de los ingresos operativos se explica fundamentalmente por el cambio en el valor razonable de las inversiones según tasaciones; En el último año, puede observarse, se registró un déficit que contrasta con los resultados de ejercicios anteriores y que explica, en parte, la disminución del patrimonio del Fideicomiso.

## 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 no quedan unidades para vender en el resto de los proyectos. Quedan por vender también terrenos en donde no se va a construir.

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 (35%). 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 3, se está avanzando a buen ritmo en la Torre 4. Otro dato auspicioso es que la eliminación de los topes en los precios de los apartamentos para la ANV, permitió en su momento 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	28%
Aires del Norte	5%
Interlagos I a V	60%
<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 terminado y ya 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 sobre la base de la información real hasta el 19/01/2023 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 junio de 2023, 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 el quinto edificio 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
Valor de la UI		3,91	4,21	4,62	4,99	5,44	5,53	6,10	6,42	
Ingresos por ventas	26.862	55.703	61.079	95.167	91.877	69.691	69.304	63.782	19.332	552.797
Costos de construcción	-63.719	-16.356	-58.226	-67.028	-47.341	-42.182	-49.729	-27.684	-372.265	
Cuotas Terrenos	-45.805	-1.099			-168					-47.072
Otros gastos (permisos)	-297	-453	-175	-432	-143	-93	-107			-1.700
Comisiones y costos venta	-177	-676	-452	-997	-1.290	-1.367				-4.959
Costo del FF (incl. Las Piedras)	-22.331	-7.370	-7.806	-7.719	-7.363	-7.195	-6.540	-6.288		-72.612
<b>FF PRESUPUESTADO (MILES DE UI)</b>	<b>-105.467</b>	<b>29.749</b>	<b>-5.580</b>	<b>18.991</b>	<b>35.572</b>	<b>18.854</b>	<b>12.928</b>	<b>29.810</b>	<b>19.332</b>	<b>54.189</b>
FF de los Certificados de Participación	<b>-135.000</b>			<b>17.995</b>	<b>48.313</b>	<b>29.324</b>	<b>32.592</b>	<b>34.680</b>	<b>51.047</b>	
<b>TIR CONSOLIDADA</b>		<b>8,1%</b>								
<b>TIR CERT PART A</b>		<b>6,7%</b>								

Fuente: Administrador

La nueva Tasa Interna de Retorno para los CPs de la serie A, que son los que se califican, vuelve a caer y ahora se ubica en 6,7%. En la actualización de abril de 2022 había sido de 9%, mientras que en la de noviembre de 2022 ya había caído a 7,7%. Esta notoria reducción responde principalmente a la reducción de los precios de venta en unidades indexadas de los inmuebles que se consideran para proyectar el flujo de fondos.

Durante el año 2022 ha sido notoria la reducción de la TIR estimada, lo que se explicaría en gran medida por la reducción del dólar en ese período. La totalidad de los ingresos de las obras en curso del Fideicomiso son en dólares, mientras que la mayoría de los costos de cada obra son en pesos uruguayos ajustados por el índice del costo de la construcción (ICC).

El ratio USD/UI, considerando la cotización interbancaria, muestra una caída de 17% entre el 1 de enero de 2020 y el 22 de marzo de 2023. Eso implica que, para alcanzar los objetivos en materia de rentabilidad del negocio, el precio en dólares de los inmuebles debería haberse ajustado al alza. Sin embargo, el mercado no se ajusta de manera automática a estas variaciones, con lo cual se presenta un dilema entre alcanzar los objetivos de rentabilidad y salir al mercado con precios competitivos.

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 y en las calificaciones anteriores. En este sentido resulta clave el cumplimiento en tiempo y forma de los proyectos en ejecución, en especial el de Interlagos.

Estas proyecciones deberían corregirse si en el mediano plazo el dólar en el Uruguay se fortalece en relación al peso, como está ocurriendo en la mayor parte de los países.

### 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 aun a los esperados. Si los precios de venta cayeran un 5% la TIR para el inversor sería de 5,9% y si la reducción de precios fuera de un 10% la TIR sería de 5,1%. Si además los ingresos se atrasaran en 12 meses la TIR del inversor sería de 5,5% y 4,7%, para reducciones de 5 o 10% en los precios respectivamente.

Como puede observarse, un atraso en las obras y en las 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:

$\beta_{im}$ : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado. El valor beta es el proporcionado por Damodaran para la construcción de viviendas.

$r_f$ : tasa libre de riesgo. Se considera el rendimiento de los Treasury Bonds a 10 años de la reserva general de Estados Unidos de América.

$E(R_m) - R_f$ : Prima de Riesgo del mercado. Es el premio por el riesgo específico al mercado con el que se compara el proyecto (La diferencia del rendimiento de los activos de renta variable y la tasa libre de riesgo). Para estimar el rendimiento de los activos de renta variable se considera la prima de riesgo del mercado accionario, suministrado por Damodaran (Equity Risk Premium de S&P 500)

$Er_p$ : Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado. Se considera en este caso el riesgo país de Uruguay. Se consideran los rendimientos de los bonos soberanos uruguayos medidos a través del índice UBI de República AFAP.

A los efectos de estimar el costo de oportunidad del capital, se opta por considerar el promedio de los últimos 5 años para todas las variables, evitando minimizar las variaciones coyunturales, tanto al alza como a la baja, y tener una visión de mediano plazo.

Para el promedio de los últimos 5 años (2019-2023), el parámetro "beta" de Damodaran, se ubica 1,02 lo que indica que la inversión en la construcción de viviendas tiene prácticamente el mismo riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 2,07%, para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 140 puntos básicos y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró un 4,94%.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 6,58%, si se realizara la inversión hoy. Esta estimación corresponde a una tasa en dólares americanos y dicho valor suele compararse con la TIR del proyecto, siempre que ambos datos estuvieran estimados en la misma moneda, lo que en este caso no es así. La TIR estimada está en Unidades Indexadas, mientras que el costo de oportunidad está calculado en dólares nominales, por lo que ambas tasas no son estrictamente comparables. Por otra parte, este costo de oportunidad teórico estimado no estaría disponible

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

para inversores institucionales ya que éstos no pueden invertir en los mercados globales.

En la coyuntura actual, los valores de la tasa libre de riesgo y el rendimiento del mercado accionario son mayores al promedio del período considerado, pero en contrapartida el riesgo país resulta menor al del promedio de los últimos años. Si se aplican los valores actuales, el costo de oportunidad del capital sería levemente mayor (6,02%).

Otros indicadores con los que si podría compararse la TIR esperada del Fideicomiso podrían ser las curvas de rendimiento, que serían opciones posibles de inversión ya que están estimadas para el caso del Uruguay<sup>6</sup>. En la actualidad la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,63% y la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 5,43%.

En este caso, la TIR esperada del inversor en CPs está por encima del rendimiento en unidades indexadas y también del costo de oportunidad en dólares nominales, lo que nos estaría indicando que la TIR esperada actualmente para los CPs, sería adecuada, siendo mayor al costo de oportunidad del capital.

Importa destacar que estos rendimientos con los que hoy se compara la TIR son actuales, mientras que las decisiones de inversión fueron tomadas hace algunos años.

Si bien estas comparaciones coyunturales no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio sobre el desempeño general.

### **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 bajo.*

**Riesgo de descalce de monedas.** Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda. Sin embargo, al estar los activos valorados en una moneda diferente al de la emisión, variaciones bruscas en la evolución del dólar y de la unidad indexada podrían tener efectos no deseados en el flujo de fondos, como estaría ocurriendo en el momento actual. Sin embargo, es muy probable que en el mediano y largo plazo eso se corrija, y siempre existe la posibilidad de alargar los plazos. *Este riesgo por tanto es bajo.*

<sup>6</sup> Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación o en dólares, según sea el caso



## 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, listados al inicio, 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 el desarrollo de viviendas de interés social, el mercado relevante para el producto ofrecido por el Fideicomiso Financiero CASASURU. Finalmente se aborda la situación de las Políticas Públicas referidas al mercado de interés.

### 1. Entorno macroeconómico nacional e internacional

Luego del shock inédito de la crisis sanitaria 2020-21, la economía global viene transitando una fase de crecimiento moderado que se mantendría en 2023. En este sentido, de acuerdo a estimaciones del Fondo Monetario Internacional la economía mundial habría registrado un crecimiento de 3,4% durante el último año, al tiempo que se espera que consolide una expansión de 2,9% en 2023. A pesar de ello, esta recuperación es heterogénea, no sólo entre los distintos países -o regiones- sino también en su configuración productiva, en tanto la pandemia impactó de forma desigual a los distintos sectores de actividad y aún mantiene algunas economías en “fase de apertura”, como es el caso de China.

La recuperación global post pandemia estuvo asociada a la apertura de actividades y al despliegue de significativos estímulos fiscales y monetarios. Estos lograron paliar parcialmente los efectos negativos sobre la actividad económica del shock, y a su vez lograron configurar un escenario internacional benigno desde el punto de vista financiero<sup>7</sup>. No obstante ello, la magnitud de estas políticas y la rápida recuperación de algunas economías sentaron las bases para un incremento generalizado del nivel de precios durante el último año, el cual derivó en una importante reconfiguración de las políticas monetarias a nivel global que se espera persista en 2023.

<sup>7</sup>. Al respecto, los elevados niveles de liquidez internacionales derivaron 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. Este conjunto de factores apuntaló la recuperación de las economías emergentes, especialmente en el corto plazo.

Esto, sumado al shock de oferta producto de la guerra entre Rusia y Ucrania derivaron en altos niveles de inflación durante el último año, los cuales alcanzaron los guarismos más altos de los últimos 30 años. Esta situación implicó una reversión de las políticas desplegadas desde la órbita del sector público: se aceleró el proceso de desmantelamiento de las políticas expansivas y se aumentó sustancialmente las tasas de interés, al tiempo que se reforzó el mensaje contractivo para la política monetaria. Esto trajo aparejado un incremento importante de las tasas de interés internacionales (especialmente de renta fija) y una revaluación de los activos de renta variable, al tiempo que el dólar estadounidense presentó una fuerte apreciación frente a monedas de países desarrollados y emergentes. Esto último no ocurrió en Uruguay, como se ve más adelante

A este respecto, es importante notar que el dólar se debilitó en el último trimestre (luego de un fuerte incremento durante los primeros 8 meses de 2022) producto de un ajuste de expectativas del mercado sobre la intensidad de la política monetaria desplegada por la FED. Más allá de esto, es importante notar que la inflación aún se ha mantenido en niveles elevados en Estados Unidos, lo que sugiere que la política monetaria contractiva se mantendrá por más tiempo del previsto inicialmente, en especial teniendo presente la fortaleza que exhibe su mercado laboral al momento de escribir este informe. De esta forma, **se consolida un escenario de tasas elevadas en términos históricos, con un dólar relativamente fuerte y precios de las materias primas menos tonificados que los vistos durante los últimos dos años**, aunque aún relativamente elevados con respecto a los años anteriores.

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



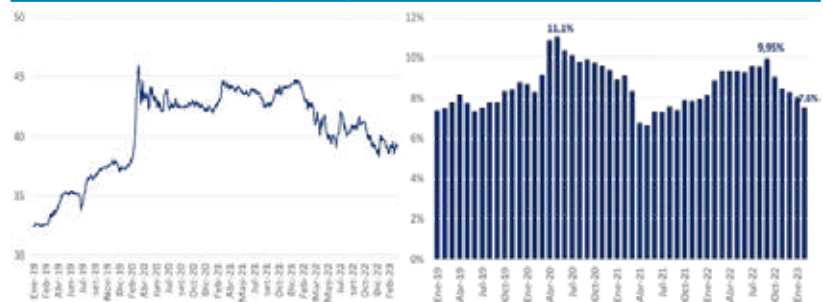
Fuente: EconUy

Más allá de este cambio en el ciclo global, el mercado local uruguayo se ha visto sólo parcialmente afectado. En este sentido, las tasas de interés locales han evidenciado una evolución al alza, en línea con la política monetaria contractiva desplegada por el BCU durante el último año para controlar la inflación. Por otra parte, en contraste con la situación global, el peso uruguayo se ha mantenido estable en relación al dólar, e incluso ha evidenciado una tendencia a la baja durante el último año, lo que implica una apreciación real significativa<sup>8</sup>. Este comportamiento de la moneda local podría ser explicado en parte por la política monetaria que el BCU ha desplegado con el objetivo de lograr la convergencia de la inflación al rango meta y por la entrada de divisas asociada al sector externo y la IED producto de grandes obras. No obstante lo anterior, la inflación se mantiene por encima del objetivo fijado por las autoridades y es probable que esta tónica se mantenga en el horizonte de política.

<sup>8</sup>. En su último Informe de Política Monetaria, el BCU indica que el TCR se encuentra más de 10% por debajo de sus fundamentos, lo que implica un escenario de encarecimiento relativo para la economía uruguayo.

Es importante notar que este particular contexto local trae aparejado distintas derivadas para los diferentes sectores de la economía, entre ellos el inmobiliario. **En este sentido, el sector de desarrollos inmobiliarios<sup>9</sup> (oferta inmobiliaria) ha sido afectado por esta situación en tanto ha visto erosionados sus márgenes. En contraposición, el debilitamiento real del dólar constituye un escenario favorable para la compra de inmuebles<sup>10</sup>**, lo que habría apuntalado la transaccionalidad del mercado inmobiliario durante el último año.

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



Fuente: INE

Con respecto a la actividad económica, la economía uruguaya estaría experimentando una evolución similar a la de la economía global en tanto se empiezan a apreciar signos de desaceleración luego del rebote posterior a la pandemia. En concreto, si bien la economía uruguaya mostró un crecimiento del 4,9% durante el 2022, la evolución en los últimos dos trimestres del año evidencia un deterioro en el margen: en términos desestacionalizados el PIB cayó levemente durante los últimos dos trimestres de 2022.

**Gráficos 5 y 6 – Nivel de Actividad (Desestacionalizado Trimestral) y Expectativas del Niv**



Fuente: BCU

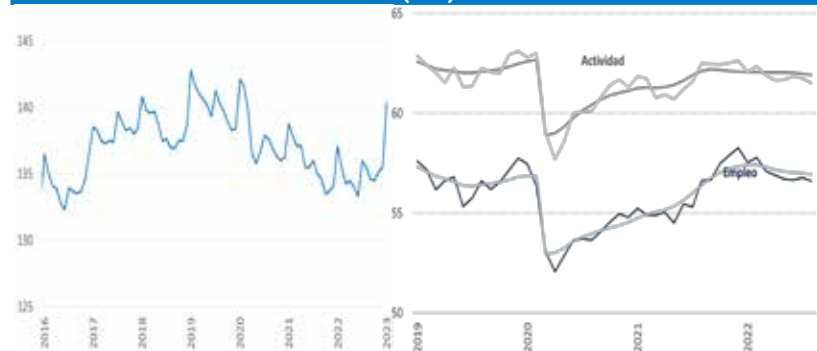
<sup>9</sup>. Los cuales tienen ingresos denominados en dólares y costos mayoritariamente en pesos uruguayos. Esta es la situación también de las empresas exportadoras de servicios y bienes.

<sup>10</sup>. Al abaratar los precios de estos en términos relativos y estimular la demanda.

moderación de los precios internacionales y la sequía local tendrían efectos negativos sobre la actividad durante el corriente año, con algunos efectos que podrían perdurar incluso hacia el próximo año.

En este contexto, la mediana de analistas consultados por el Banco Central del Uruguay estima que la actividad económica continúe creciendo en 2023 y 2024, aunque a un ritmo más moderado. En concreto, estos esperan que la actividad económica crezca un 2,5% anual durante el corriente año y el siguiente, en línea con la tendencia de largo plazo de la economía uruguaya. De esta forma, estas expectativas recogen la desaceleración reciente de la actividad, la cual se ve reflejada en otros indicadores adelantados de la actividad económica tales como el desempeño industrial, las exportaciones de bienes, el mercado laboral, la recaudación de impuestos, entre otros. La evolución de estos últimos indicadores durante los últimos meses sugiere un comportamiento menos dinámico de la economía uruguaya para este año.

## Gráficos 7 y 8 – Índice Medio de Salarios Reales (izq) y Evolución del mercado laboral (der)



Fuente: EconUy

En relación al mercado laboral, se mantienen las señales mixtas con una recuperación inicial del empleo que recientemente evidenció cierto entretencimiento, en línea con la evolución de la actividad económica. Esta evolución del empleo permitió una recuperación parcial del ingreso de los hogares respecto a la situación anterior a la pandemia, a pesar de que los salarios tampoco han recuperado totalmente los efectos negativos de la crisis sanitaria.

A los efectos del mercado inmobiliario, a pesar de la recuperación parcial de los ingresos de los trabajadores, la apreciación real del peso afectó positivamente el poder adquisitivo de estos medido en moneda extranjera. Esto trae aparejado un impacto positivo sobre las operaciones de compraventa de vivienda al abaratare su costo en términos relativos.

## 2. 2. Mercado inmobiliario de vivienda

### 2.a. Evolución reciente y perspectivas

El sector inmobiliario representa aproximadamente el 12% 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

umentando 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 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), más moderada, en la que se aprecia un ciclo de crecimiento tendencial marcado por cierta volatilidad. El 2017 fue un año bisagra en el que se revitalizó la inversión inmobiliaria de vivienda, con una clara concentración en proyectos en las zonas más valorizadas de la ciudad de Montevideo y Punta del Este. Este proceso se enlentece en 2018 producto de una coyuntura regional adversa, en la que el mercado inmobiliario en Uruguay recibe el shock negativo de la devaluación en Argentina. A partir de 2020, la pandemia y sus efectos globales generaron amplia incertidumbre a nivel global y local. Sin embargo, una vez superada la crisis sanitaria esta situación se revirtió, y el sector evidenció una mejoría que se mantiene hasta la fecha. Sin embargo, emergen otros desafíos vinculados a la reciente apreciación real del peso y su dispar impacto sobre los desarrollos inmobiliarios. En lo que sigue de esta sección se aborda el análisis del mercado inmobiliario, con especial foco en el mercado de vivienda.

### **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. También es importante destacar que se trata de un mercado segmentado, con productos diferenciados a distintos públicos y zonas, por lo que es posible que las características promedio del stock de viviendas no se mantengan en las distintas zonas, para distintos estratos de hogares, etc. Esto determina que las condiciones generales representan un marco de evaluación de los proyectos, pero se deben considerar las particularidades de los proyectos inmobiliarios a la hora de evaluar su desempeño.

El sector ha alternado períodos de crecimiento con ciertos enlentecimientos desde 2003. Este escenario se ha gestado y desarrollado prácticamente sin intervenciones directas desde el sector público como proveedor, aunque sí ha incidido en la generación de un marco general que favoreció la construcción de vivienda. La aprobación de la Ley de Acceso a la Vivienda de Interés Social en 2011 (hoy Vivienda Promovida), 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. 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, reimpulsando la construcción de vivienda.

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 que implican menos habitantes por hogar. Los inmuebles que construye este Fideicomiso cumplen con estas nuevas tipologías.

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 permitido reactivar el desarrollo, mejorando el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios y por tanto alentado la creación de nuevos proyectos edilicios. En efecto, de acuerdo a información de Uruguay XXI, en 2021 se registró el guarismo récord de proyectos promovidos por esta Ley: se aprobaron 182 proyectos que comprenden la construcción de 5.700 viviendas en todo el país. En lo que respecta al último año, la cantidad de proyectos promovidos hasta noviembre alcanzó los 173, los cuales se corresponden con unas 4.179 viviendas nuevas.

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

Los activos inmobiliarios cumplen con un rol dual, por un lado constituyen un bien de uso que permite obtener “servicios de vivienda”, por otro 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, lo que a su vez implica potencialmente dos tipos de demandantes. 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, en lo que sigue se profundiza en cada tipo de demanda.

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

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

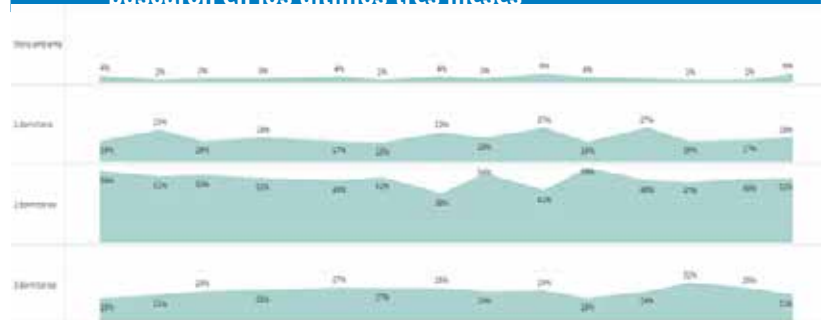
En Uruguay, el crecimiento de la población ha sido muy reducido en los últimos 50 años y no es de esperar que esto se modifique en los próximos años según las estimaciones de población del INE. Sin embargo, es destacable la tendencia decreciente que muestra las tasas de natalidad y la leve tendencia 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 a esta dinámica. Si bien en los últimos años Uruguay ha recibido cierto flujo migratorio, cambiando la tónica de los primeros años del siglo XXI<sup>11</sup>, este fenómeno es de escasa magnitud para revertir lo anterior. De todas formas, este proceso podría presionar la demanda de cierto tipo de inmuebles, en especial en el mercado de arrendamientos, aunque no es necesariamente un fenómeno que se observe a nivel agregado.

A su vez, existen otras dinámicas estructurales propias 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 impactado directamente en el mercado de la vivienda, vía la 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 más de 15 ediciones entre 2015 y 2023. 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. Al tiempo que el 20% de la población busca viviendas de 3 dormitorios. Por otra parte, es importante notar que en la última edición de esta encuesta se aprecia un repunte de la búsqueda de monoambientes que se mantenía baja en las últimas ediciones.

**Gráfico 9 – Cantidad de dormitorios buscados por “hogares que buscaron en los últimos tres meses”**



Fuente: Research Uruguay

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 y se mantienen en relación a las últimas olas de esta encuesta. Del mismo modo, el estacionamiento se mantiene como un factor de menor importancia, a pesar de la percepción de inseguridad, la posibilidad de incrementar las zonas de estacionamiento tarifado y la dificultad de estacionar en distintas áreas costeras de Montevideo..

<sup>11</sup> . Según los últimos datos publicados por la ONU en Uruguay, casi un 2,4% de la población es inmigrante



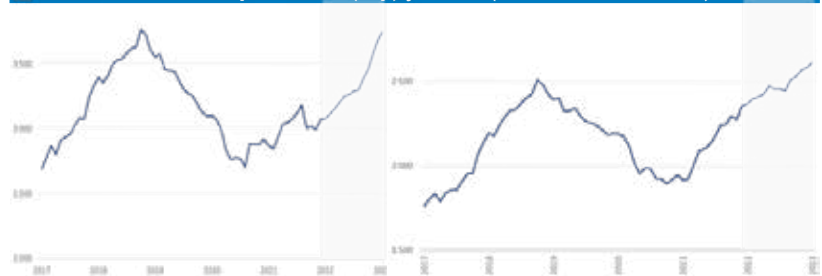


## ii.i.ii. Factores Económicos

Por una parte, el ingreso de los hogares, uno de los determinantes más importantes de la demanda de vivienda por motivo de consumo, presentó una caída en 2020 y 2021 luego de un largo período de crecimiento ininterrumpido, como fue comentado previamente. 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 posteriores a la irrupción de la emergencia sanitaria en tanto la incertidumbre era extremadamente elevada. No obstante, este fenómeno se revirtió sobre finales de 2021 y se mantuvo durante el año pasado, ya que si bien los ingresos de los hogares no volvieron a sus niveles previos, la coyuntura macroeconómica y financiera local impactó positivamente sobre la predisposición a comprar bienes durables, lo cual se vio reflejado en un aumento de las transacciones inmobiliarias durante los últimos meses.

En este sentido, la importante apreciación real que el peso uruguayo experimentó durante el último año implicó un crecimiento de los ingresos de los hogares medidos en dólares, más allá del escaso dinamismo exhibido por el mercado laboral y el salario real durante los últimos meses. Esta situación, sumada a la evolución favorable de las condiciones financieras locales y las agresivas campañas llevadas adelante por algunas instituciones financieras, derivó en una importante reducción en el costo de los créditos hipotecarios. Esto se reflejó en un importante aumento en la cantidad de operaciones realizadas y su monto total. En efecto, la cantidad de nuevas operaciones de crédito hipotecario creció más de 22% durante el último año, al tiempo que el monto total de estas operaciones se incrementó en un 11% con respecto a lo ocurrido un año atrás. Estos guarismos reflejan una reducción en el valor promedio de las operaciones nuevas<sup>12</sup>.

**Gráfico 12 y 13 – Créditos hipotecarios en UI**  
Cantidad de nuevas operaciones (izq.) y Monto (en millones de UI; der)



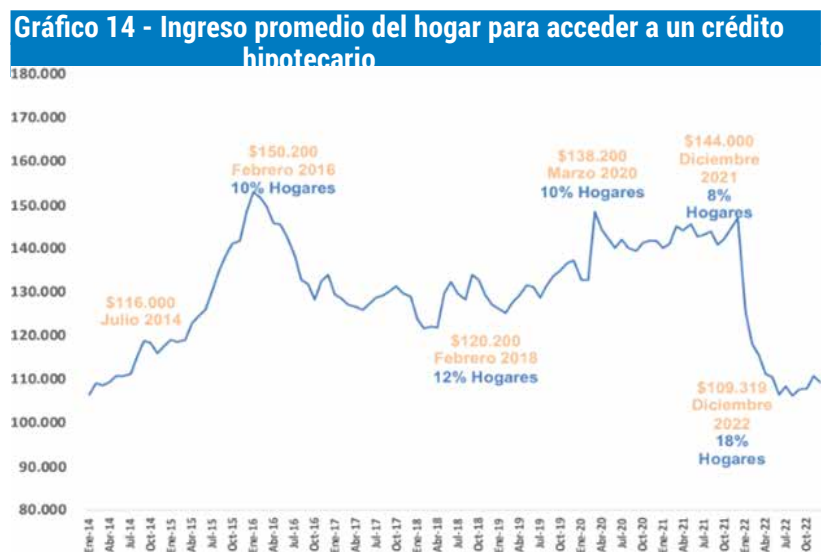
Fuente: BCU

<sup>12</sup>. Lo que podría ser explicado por la flexibilización de las condiciones de acceso a los créditos hipotecarios, que a su vez redundan en un incremento de la población que puede acceder a ellos. A su vez, también podría indicar que los inmuebles transados eran de características distintas, pudiendo reflejar nuevas preferencias o nuevos hogares accediendo al mercado

En cuanto al stock de créditos hipotecarios existentes, de acuerdo a información del Banco Central del Uruguay estos ascendían a aproximadamente 3.185 millones de dólares al cierre del último año. En línea con el comportamiento de las nuevas operaciones, este guarismo se sitúa un 30% por encima de su nivel previo a la pandemia y un 11% por encima de su nivel de un año atrás. Los niveles de morosidad, por otra parte, se han mantenido estables alrededor de 1,2% del stock total de créditos.

Cuando se computa el volumen del crédito como porcentaje del Producto Bruto Interno se encuentra que este ascendió aproximadamente a 4,4% para 2022, 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 valor de este coeficiente para Uruguay es reducido en relación con otros países desarrollados y algunos países de la región, en especial con aquellos que exhiben niveles de desarrollo comparable.

Más allá del reciente dinamismo mostrado por el crédito hipotecario y considerando la limitada penetración que este exhibe respecto a países comparables, es relevante analizar algunas restricciones respecto al acceso. En particular, desde la óptica de los hogares (demandantes de crédito), los principales requisitos para el acceso refieren a la necesidad de contar con ahorro previo y unos ingresos mensuales líquidos superiores a los mínimos establecidos. Si bien estas condiciones se han flexibilizado en los últimos tiempos, aún continúan siendo por demás restrictivas para gran parte de la población del país. En concreto, de acuerdo a Sader & Calvete en marzo del corriente año solamente el 18% de los hogares cumplían con las condiciones necesarias para poder acceder a un crédito hipotecario.



Fuente: Sader & Calvete (Marzo 2023).

Este guarismo es especialmente bajo cuando se tiene presente que 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, al tiempo que apenas el 20% dice que no requerirá financiamiento. Adicionalmente, se debe tener presente que actualmente el país atraviesa una coyuntura económica y financiera que es propicia para el desarrollo del crédito hipotecario, lo cual reduce los requisitos para el acceso a este tipo de productos. Por una parte, el peso uruguayo ha registrado una importante apreciación durante el último año, lo que incrementa los ingresos de los hogares en dólares. En tanto los precios de los inmuebles exhiban cierta rigidez, este fenómeno reduce el monto a financiar a los hogares. Por otro lado, las tasas de interés en Unidades

Indexadas exhibieron una reducción del 10% durante el último año y a enero del corriente año se situaban en el entorno de 4,7% anual. Esta reducción implica una caída en el costo del crédito, lo que en última instancia redundó en una menor carga de intereses a pagar por los hogares.

### **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. Durante el último año las tasas de interés internacionales tendieron al alza, elevando el costo de oportunidad de invertir en inmuebles respecto a la inversión en otros activos, particularmente financieros. A pesar de ello, y en contraposición al mundo, en el mercado local el peso uruguayo continuó fortaleciéndose respecto al dólar estadounidense, lo que permitió recuperar parcialmente el poder adquisitivo de las familias en moneda extranjera. Este fenómeno habría sido explicado por dos factores, uno de carácter real y otro financiero. Por una parte, el primero refiere al ingreso de dólares producto del buen desempeño del sector agroexportador y los elevados precios internacionales, así como del incremento de la inversión extranjera asociada a obras de infraestructura y la instalación de una nueva planta de celulosa. Por otra parte, el segundo refiere a la política monetaria local que tomó una instancia contractiva para hacer frente a las incipientes presiones inflacionarias. Si bien esta política habría logrado evitar un incremento más acelerado en el nivel de precios<sup>13</sup> de la economía, es posible sostener que también habría afectado la cotización del dólar a nivel local.

De esta forma, ambos desarrollos configuran un escenario mixto para la demanda de inmuebles con motivo de inversión en el mercado local. En este sentido, la encuesta realizada por Research Uruguay señala que 8% de los encuestados declaró haber buscado vivienda por motivo inversión, al tiempo que 13% de los encuestados espera hacerlo en un futuro. Estos registros se mantienen estables respecto a ediciones anteriores del mismo relevamiento.

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

#### **iii.i. Evolución general de las operaciones**

La información oficial del mercado de compraventas generalmente es incompleta y carece de la oportunidad adecuada para poder conocer la realidad del mercado inmobiliario de forma conveniente. Es por eso que debe ser complementada con información proveniente de fuentes secundarias o indicadores indirectos para inferir el nivel de actividad del mercado. Por ejemplo, la recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales (ITP) y la Cantidad de Nuevas Operaciones de Créditos Hipotecarios, las Inscripciones de Compraventa, entre otros. En esta oportunidad, el comportamiento de estos indicadores evidencia una mejora del mercado inmobiliario, al menos desde el punto de vista de la transaccionalidad en el sector.

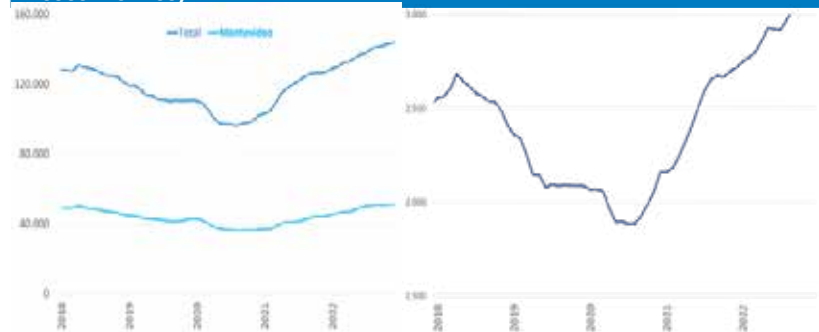
Como fue mencionado, el crédito hipotecario ha tenido un muy buen desempeño durante el último año. Otros indicadores de transaccionalidad del sector también han evolucionado favorablemente en el último tiempo y reflejan el buen momento que atraviesa el sector a nivel agregado. En este sentido, la información del INE en base a la Dirección Nacional de Registro indica que las inscripciones de compraventa habrían crecido un 13% en el último año

<sup>13</sup>. Y sus efectos de segunda ronda sobre los salarios debido a la indexación presente en los contratos laborales y acuerdos colectivos.

para el total del país, y casi un 15% para Montevideo. En ambos casos, las compraventas registradas durante el último año también crecieron respecto a la referencia anterior a la pandemia (2019) y registraron aumentos de 29% y 18% respecto a las inscripciones realizadas en 2019, respectivamente.

Es importante agregar que la capital del país se mantiene como un tercio del total de las transacciones realizadas. Este guarismo estuvo estable durante el último año, pero es algo menor al de años anteriores, lo que destaca el dinamismo de otros departamentos del país como Maldonado. En particular, Montevideo y Maldonado representan aproximadamente la mitad de las inscripciones de compraventas registradas en el país.

**Gráfico 15 – Inscripciones de inmuebles en Compraventa (Cantidad de operaciones - 12 meses móviles) y Recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales (Millones de pesos constantes - 12 meses móviles)**



Fuente: INE en base a DNR y MEF

Por su parte, la recaudación del Impuesto a las Transmisiones Patrimoniales también mantiene un crecimiento sostenido. En concreto, la recaudación del ITP registró un incremento de casi 12% en términos anuales durante el último año. Si bien el comportamiento de este indicador se encuentra en línea con el resto de los indicadores analizados, es importante notar que este indicador captura la transaccionalidad del mercado inmobiliario en su totalidad en tanto abarca transacciones por fuera del rubro de la vivienda.

Por lo anterior, el análisis conjunto de los indicadores indirectos confirma que el mercado inmobiliario continuó evolucionando favorablemente luego de la crisis sanitaria. En este sentido, se trata de un fenómeno prolongado de desempeño favorable apuntalado por la parcial recuperación de los ingresos de los hogares, la debilidad del dólar en el mercado financiero local y el buen desempeño económico general. No obstante, es dable pensar que este buen desempeño agregado esconde heterogeneidades en tanto el mercado se encuentra segmentado en diversos niveles.

Más allá de lo anterior es importante notar algunos elementos que podrían constituir un riesgo para el desempeño del sector de cara al futuro. En concreto, la evolución de la actividad económica muestra signos de enlentecimiento y las perspectivas del mercado no auguran un mayor dinamismo en el corto plazo. Por lo contrario, es esperable un enlentecimiento adicional de la actividad económica producto de la sequía que afecta al sector agropecuario. En este contexto, el reciente estancamiento de la recuperación del mercado laboral podría tener implicancias negativas sobre las expectativas de los hogares durante el corriente año.

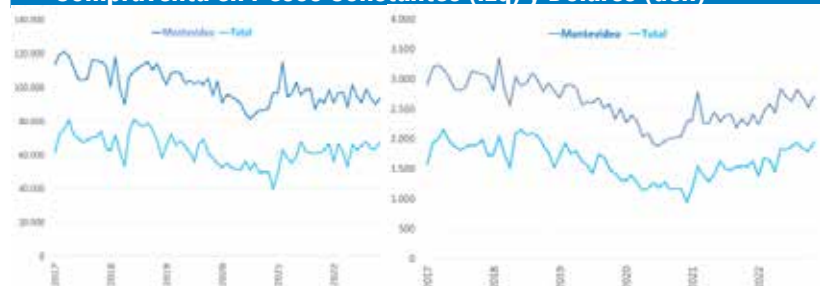
En contraposición, el Gobierno se ha comprometido a recomponer el poder adquisitivo de los salarios para el siguiente año, lo que podría implicar pautas salariales algo más favorables para los hogares en las próximas negociaciones colectivas – lo que supone un impacto positivo pero marginal sobre la demanda inmobiliaria. En esta línea, la apreciación del peso uruguayo podría ser un factor que ayude a compensar los riesgos anteriores y evitar un mayor entecimiento del mercado inmobiliario al apuntalar los ingresos de los hogares en moneda extranjera.

No obstante lo anterior, es importante considerar que este fenómeno también podría verse limitado en el corto plazo. Por una parte, la imposibilidad de contener el aumento de nivel de precios en las economías avanzadas podría derivar en un mayor endurecimiento de las condiciones financieras internacionales. Esto no sólo podría traer aparejado consecuencias sobre la dinámica del dólar en el país, sino que también podría significar una reducción de la demanda de inmuebles por motivo inversión, en tanto estos se encarecen en términos relativos frente a otras alternativas de inversión. Por otra parte, en el plano local podría existir la necesidad de recomponer la actividad económica y la rentabilidad del sector exportador, en particular considerando la sequía de los últimos meses y la moderación de los precios internacionales desde la esfera pública, lo cual podría generar tensiones entre los diferentes objetivos de política.

### iii.ii. Evolución general de los precios

Recientemente el Instituto Nacional de Estadística comenzó a publicar información sobre precios de transacciones de compraventa y contratos de alquiler en base a información de la Dirección Nacional de Registros. Respecto a las compraventas de inmuebles, la información del INE da cuenta de una tendencia creciente y decreciente en la mediana de precios de compraventa en Montevideo medido en dólares estadounidenses y pesos constantes, respectivamente.

**Gráfico 16 y 17 – Mediana del Precio de Transacciones de Compraventa en Pesos Constantes (izq) y Dólares (der.)**



Fuente: INE en base a DNR

Más allá de lo anterior, esta información se encuentra en línea con la información provista por Sader y Calvete en base a Research de Portfolio: el precio de oferta por metro cuadrado de vivienda expresado en dólares habría registrado un aumento durante el último año, al tiempo que el precio en UI tendió a reducirse. De cualquier manera, de acuerdo a información provista por otros informantes calificados del sector es dable pensar que los precios transados se ubican por debajo de los precios de oferta.

Respecto a los contratos de alquiler, se evidencia un aumento en pesos nominales que se ubica por debajo de la inflación, tanto para contratos vigentes como para aquellos iniciados en el último año móvil a la fecha de la medición. Considerando los contratos vigentes totales, los precios de alquiler crecieron 5,6% a diciembre de 2022, mientras que los contratos iniciados en el último año móvil habrían ajustado aproximadamente por 4,0% en el último año. Esta dinámica podría reflejar el incremento de la oferta de los últimos años, aunque es posible afirmar que existe amplia heterogeneidad por zonas.

En relación a lo anterior, la ligera alza de los precios en dólares habría llevado a una reducción 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 reducción de la brecha entre la evolución del precio de venta y alquiler de viviendas en unidades indexadas potencia el mercado de compraventas.

Esta situación se encuentra en las antípodas de lo que habría ocurrido en los últimos años, donde el alquiler funcionó como válvula de escape del sector inmobiliario ante el encarecimiento relativo que han mostrado los precios de venta de la vivienda respecto a los de alquiler. Este podría ser uno de los factores que expliquen el significativo incremento del stock de viviendas para alquiler en Montevideo en los últimos años, y el consecuente aumento de la cantidad de hogares inquilinos desde 2016.

**Gráfico 18 – Precio Promedio de Contratos de Alquiler (Pesos Constantes, Montevideo)**



Fuente: INE en base a DNR

En el corto plazo se espera que el mercado inmobiliario mantenga cierto dinamismo, en especial en lo que respecta al mercado de compraventa gracias a la estabilidad del dólar y las bajas tasas de intereses de los créditos hipotecarios, lo que se refleja en la transaccionalidad

### 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 alentador para 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.

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. El "Plan Entre Todos" del Ministerio de Vivienda y la Agencia Nacional de Vivienda (ANV) con créditos correspondientes a las partidas presupuestales destinadas a subsidios habitacionales de capital (Contribuciones Económicas No Reembolsables) regulada por los artículos 465 y 466 de la Ley 19.924 (y modificativas) y por el artículo 14 del Decreto Reglamentario 59/022 de 7 de febrero de 2022 configuran una nueva línea de acción política para que algunos sectores que hoy no acceden al mercado inmobiliarios, puedan acceder a la vivienda como propietarios.

Por último, a nivel municipal los anuncios de la Intendencia Municipal de Montevideo en pro del desarrollo urbano y en lo que refiere a una mayor flexibilidad en aprobar alturas en algunas de las arterias de la ciudad, aumentan las expectativas a los desarrolladores y constructoras<sup>14</sup>.

<sup>14</sup>. La intendencia presentó el programa "Montevideo más cerca: más altura de la edificación en avenidas", que estimula el desarrollo urbano sustentable, la inversión y la creación de empleo (<https://montevideo.gub.uy/noticias/urbanismo-y-obras/montevideo-mas-cerca-mas-altura-de-la-edificacion-en-avenidas>)

### 3. Conclusiones sobre el entorno

**El riesgo mercado.** Sobre este punto, es importante resaltar que el mercado inmobiliario mejoró sustancialmente durante 2022 en relación a indicadores indirectos sobre la actividad (registros de compraventa, recaudación de ITP, créditos hipotecarios, entre otros). Esta mayor transaccionalidad recoge necesidades atrasadas y un entorno relativamente favorable, producto de la apreciación del dólar desde la perspectiva del comprador, situación que tensiona financieramente a los desarrolladores. El escenario financiero internacional (a nivel tasas) y la incertidumbre sobre la guerra en Ucrania podrían influir en el contexto general para el mercado inmobiliario. A nivel local, el enlentecimiento de la actividad opera en detrimento del clima general, aunque la apreciación del peso favorece la demanda inmobiliaria. *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 y han tenido un impacto positivo en el desarrollo de nuevos proyectos inmobiliarios. *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 Freve



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