

**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, octubre de 2023*

---

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
12	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
14	III LA ADMINISTRACION
19	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
24	V EL ENTORNO
40	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

**Actualización de la calificación de riesgo de los CPs en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero CASASURU desarrollo de viviendas de interés social I.  
30 - octubre - 2023**

<b>Emisión:</b>	Certificados de Participación Serie A por 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 2024, prorrogable según opciones.
<b>Entidad Representante y Registrante:</b>	BEVSA
<b>Administración y pago:</b>	EF Asset Management
<b>Vigencia de la calificación:</b>	hasta el 30 de abril de 2024 <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:

### a) Respecto de los títulos

- 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).

### b) Respecto de la Administración

- Se ha evaluado oportunamente la capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto, CasasUru SA, que resulta crucial para el mismo. La empresa demostró capacidad de llevar adelante el proyecto, incluso superando los atrasos evidenciados al inicio, adaptando el modelo original.
- 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 mejoró las perspectivas del negocio.

### c) Respecto del activo subyacente y los flujos de fondos futuros

- 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.
- La TIR para el inversor en los CP de la serie A sigue mostrando una tendencia a la baja, estimándose ahora en 5,4% en UI, inferior a la calculada para la anterior actualización (6,7%), pero se sigue considerando aceptable. Este comportamiento es consecuencia del fortalecimiento del peso frente al dólar, ocurrido durante todo el año 2022 y en lo que va del 2023. El ratio USD/UI, considerando la cotización interbancaria, muestra una caída de un 23% entre el 1 de enero de 2022 y el 30 de setiembre 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 en una mayor proporción. 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 -4% y 30%, 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, el cuarto tiene a setiembre de 2023 un avance de obra del 78% y ya se ha avanzado en la obtención de los permisos para construir el quinto y último edificio de este proyecto. Con la construcción y comercialización del último edificio de Interlagos culminaría también el plazo del Fideicomiso.
- 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. En el tercer trimestre del año 2023 se concretó la venta de los terrenos de Las Piedras, ya se había decidido no construir en los mismos.
- En lo que va del 2023 se ha continuado con la realización de distribuciones de fondos a los tenedores de Certificados de Participación A. En junio de 2023 se realizó una distribución de UI 4.728.000 y en octubre una por UI 6.623.000. Estas distribuciones, sumadas a las realizadas en periodos anteriores suma un total distribuido a octubre de 2023 de 106,83 millones de UI, correspondiente al 79% del capital de la emisión, que fue de 135 millones de UI.

#### **d) Respecto del entorno**

- 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 la reducción de las 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 los eventos adversos, tal como corresponde a las unidades que resta construir y comercializar en este fideicomiso. Por otra parte según se destaca en la sección V de este informe<sup>2</sup>, el mercado viene demandando tipologías constructivas en línea con las que tiene este Fideicomiso.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, existe buena aceptación del espectro político nacional, sobre la consolidación de estímulos tanto a la oferta como en la demanda de vivienda en el segmento socioeconómico que focaliza el negocio en cuestión. Por el momento no cabría esperar signos de intervenciones negativas.

<sup>2</sup> En la sección V se presenta un completo informe sobre el entorno, más allá de las características propias del proyecto Interlagos.

## 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*

A continuación, se actualiza el estado de cada uno de los proyectos a setiembre 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 retomarían hasta tanto se entienda que existe una demanda comercial potencial e interesante para el desarrollo de una nueva etapa. Se están analizando alternativas para comercializar la tierra sin construir.

#### • **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 en una primer instancia el inicio de la obra y luego se desestimó su realización.
- 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.
- o El 25 de mayo de 2023 la Asamblea de Titulares aprobó la venta de la tierra y en el tercer trimestre de 2023 se concretó la venta.

- **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, la cual fue otorgada en enero de 2023.

- **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.
- o La construcción de los primeros tres edificios ya está culminada.
- o Los edificios 1 y 2 ya cuentan con la habitación final por parte de la IC, en octubre de 2023 se presentó la solicitud de habilitación final para el edificio 3.
- o El avance del cuarto edificio a enero de 2023 es del 78%, previéndose la entrega entre el mes de diciembre de 2023 y enero de 2024

- **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), 36 unidades del edificio 2, y 32 unidades del edificio 3. Hay también 25 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 setiembre 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	36	97%
Interlagos III	100%	37	0	32	86%
Interlagos IV	78%	37	25	0	68%
Interlagos V	0%	32	0	0	0%
<b>TOTAL</b>		<b>396</b>	<b>25</b>	<b>321</b>	<b>87%</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 en junio de 2022, y la nueva fecha sería el 31 de diciembre de 2024.
- 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 octubre de 2023 por concepto de distribución de fondos es de aproximadamente 106,8 millones de unidades indexadas.
- En enero de 2023 el Administrador informó que se alcanzó un acuerdo transaccional homologado judicialmente, por el que se puso fin a la disputa que CASURU tenía con un arquitecto.

## ii. Hechos salientes del período

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

- Se sigue avanzando con la construcción de la Torre 4 de Interlagos, los trabajos se focalizan en las terminaciones tanto del edificio en su conjunto como dentro de los apartamentos. El avance de este edificio se vio demorado por los conflictos sindicales de junio y julio, mientras se negociaba el acuerdo salarial de la construcción. Esta situación determina un atraso en la entrega de parte del edificio que se hará en enero 2024, se estima que se entregarán los apartamentos de los niveles 1 a 4 durante diciembre y de los niveles 5 y 6 hacia fines de enero de 2024.
- En abril de 2023 se presentó el Permiso de Construcción de Torre 5, el expediente fue aprobado en la parte técnica (arquitectura, mensura y sanitaria) y en la notarial. Desde el 13 de Julio se encuentra a la espera de la aprobación del relleno que es necesario para construir el edificio.
- Se continuó avanzando con el proceso de habilitaciones finales de los proyectos terminados.
- En enero de 2023 la IC otorgó la habilitación final del proyecto Aires del Norte.
- El 24 de agosto de 2023 se obtuvo la aprobación de la habilitación final por parte de la IC del edificio 2 de Interlagos.
- El 18 de octubre de 2023 se presentó la solicitud de habilitación final a la IC del edificio 3 de Interlagos.
- La Asamblea de Titulares celebrada el día 25 de Mayo de 2023 aprobó la venta de los padrones de Las Piedras. En junio se firmó el boleto de reserva y la venta se concretó en el tercer trimestre del año, haciéndose efectivo el cobro y la entrega de los inmuebles.
- Se realizaron durante el año 2023 las siguientes distribuciones de fondos a los tenedores de certificados de participación A:
  - En junio UI 4.728.000
  - En octubre UI 6.623.000
- El importe acumulado distribuido a octubre de 2023 es de de UI 106.829.162, aproximadamente el 79% del capital de la emisión (UI 135MM).

### 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"; agosto de 2023.
- "Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas"; Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette; setiembre de 2023.

- Informes del Administrador el último al 19 de octubre de 2023.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/6/2023.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2023.
- Estados Contables del Administrador al 31/08/22

## II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

### 1. Descripción general

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

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

**Administrador:** CASASURU S.A

#### Entidad

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

**Títulos emitidos:** 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 (no se califican)

#### Activos del

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

**Moneda:** Unidades Indexadas

**Plazo:** Hasta el 31 de diciembre de 2024, prorrogable por decisión de la Asamblea.

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

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

#### Calificación

**de Riesgo:** BBB+.uy

### 2. El análisis jurídico

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

### 3. Riesgos considerados

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

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

### III. LA ADMINISTRACIÓN.

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

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

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

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

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

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

#### Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC intermedios al 30 de junio de 2023 sigue mostrando una sólida situación de solvencia.

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

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

Concepto	30/6/2023	31/12/2022	31/12/2021
Activo Corriente	22.460	26.974	18.989
Activo no Corriente	234.787	245.533	281.068
<b>Total Activo</b>	<b>257.247</b>	<b>272.507</b>	<b>300.057</b>
Pasivo Corriente	39.398	43.807	33.484
Pasivo no Corriente	192.631	204.187	230.681
<b>Total Pasivo</b>	<b>232.029</b>	<b>247.994</b>	<b>264.165</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>25.218</b>	<b>24.512</b>	<b>35.891</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>257.247</b>	<b>272.507</b>	<b>300.057</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>0,57</b>	<b>0,62</b>	<b>0,57</b>

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término del semestre muestran una recuperación 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	30/6/2023	30/6/2022	31/12/2022
Ingresos Operativos	41.150	39.409	80.546
Gastos Adm. y Vtas.	(32.680)	(30.976)	(66.556)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>8.471</b>	<b>8.433</b>	<b>13.990</b>
Resultados Financieros	(6.966)	(20.984)	(28.054)
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>1.505</b>	<b>(12.551)</b>	<b>(14.064)</b>
IRAE	(799)	(87)	2.685
<b>Resultado del período</b>	<b>706</b>	<b>(12.638)</b>	<b>(11.379)</b>
Res Operativos/Ingresos	20,59%	21,40%	17,37%
Res Ejercicio/Ingresos	1,72%	-32,07%	-14,13%

Fuente: EE.CC de EFAM

En consecuencia, no se advierten riesgos sobre su continuidad como administrador fiduciario.

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 31/8/2022 (último disponible), 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 intermedios del Fideicomiso al 30/06/2023 y su comparativo con periodos anteriores.

<b>Cuadro 4: Estado de Situación Fideicomiso (miles \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30/6/2023</b>	<b>31/12/2022</b>	<b>31/12/2021</b>
<b>Activo</b>	<b>525.884</b>	<b>521.076</b>	<b>722.534</b>
Activo Corriente	436.587	368.774	495.080
Activo no Corriente	89.297	152.302	227.454
<b>Pasivo</b>	<b>192.842</b>	<b>135.760</b>	<b>127.373</b>
Pasivo Corriente	179.408	98.105	114.024
Pasivo no Corriente	13.434	37.655	13.350
<b>Patrimonio</b>	<b>333.042</b>	<b>385.316</b>	<b>595.161</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>525.884</b>	<b>521.076</b>	<b>722.534</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>2,43</b>	<b>3,76</b>	<b>4,34</b>
Fuente: EE.CC Fideicomiso			
<b>Patrimonio contable en miles USD</b>	<b>8.903</b>	<b>9.616</b>	<b>13.316</b>
<b>Patrimonio contable en miles UI</b>	<b>57.194</b>	<b>68.778</b>	<b>115.323</b>

Si consideramos el saldo contable del patrimonio al cierre del semestre informado y lo expresamos en dólares según tipo de cambio a esa fecha resulta un valor de USD 8.9 millones, en cambio, si lo expresamos en unidades indexadas el valor sería de UI 57.2 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 11 (incluyendo un pago en el mes de octubre pasado por lo que no se recoge en los EE CC precedentes), todo lo cual supone una cifra acumulada del orden de UI 106.8 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 equivalente al 79 % de lo invertido. Si se agrega esta cifra al patrimonio contable (Cuadro 4), daría un valor total a recibir del orden de UI 164 millones lo que compara favorablemente con el monto de la emisión.

Los pagos realizados a los beneficiarios fueron imputados a resultados acumulados hasta alcanzar dicho monto, luego, se dedujeron del valor de los CP's<sup>3</sup>.

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

En aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC 40), las inversiones en proyectos inmobiliarios se presentan al valor razonable, estimado en base a tasaciones realizadas por peritos independientes a fechas próximas al cierre del ejercicio anual, o información de mercado.

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

Dado que el Fideicomiso cumple con las condiciones de entidad de inversión, la participación en subsidiarias no se consolida y en su lugar, dicha participación se presenta al valor razonable con cambio a resultados. 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	30/6/2023	30/6/2022	31/12/2022
Resultados operativos	(6.868)	(23.171)	(7.970)
Gastos adm y ventas	(20.543)	(24.908)	(47.881)
Resultados financieros	1.686	(4.033)	1.754
Resultados diversos	-	313	839
<b>Resultados antes IRAE</b>	<b>(25.724)</b>	<b>(51.800)</b>	<b>(53.258)</b>
IRAE	963	(2.071)	2.033
<b>Resultados del periodo</b>	<b>(24.760)</b>	<b>(53.870)</b>	<b>(51.225)</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; no es el caso del cuadro precedente por tratarse de un cierre intermedio. El semestre sigue presentando un resultado deficitario aunque sensiblemente menor al del mismo periodo del año anterior.

Se recuerda también, como se comenta en otra sección de este informe, se concretó la venta del terreno de Las Piedras.

<sup>3</sup>. A la fecha de cierre del semestre 2023 la cifra imputada a CP's representa un monto de alrededor de UI 8.5 millones.

### **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

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 en la Asamblea del 14 de junio de 2022 el plazo se prorrogó hasta el 31 de diciembre de 2024

El efecto en la demanda por las viviendas, apareció desde un principio como la variable más relevante para el resultado del negocio. En este sentido, el Administrador ha tomado medidas en pro de mitigar dicha amenaza, estas fueron: (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.

Interlagos es un proyecto que tiene una incidencia de un 60% en los ingresos totales esperados, además de ser el que tiene la mayor TIR esperada (30%). 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 19/10/2023 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, y se vendería el terreno excedente.

Las proyecciones se realizan a 2025 aunque formalmente el fideicomiso terminaría en diciembre de 2024. 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 permitiría culminar con la construcción del quinto edificio del proyecto.

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

<b>Cuadro 7 - FF Flujo proyectado en miles de UI</b>										
<b>REAL/PROYECTADO</b>	<b>2015-17</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>TOTAL</b>
Valor de la UI		3,91	4,21	4,62	4,99	5,44	5,55	6,22	6,57	<b>TOTAL</b>
Ingresos por ventas	26.862	55.703	61.079	95.167	91.877	69.691	52.699	44.037	33.843	<b>530.958</b>
Costos de construcción	-63.719	-16.356	-58.226	-67.028	-47.341	-42.182	-26.703	-29.481	-14.435	<b>-365.471</b>
Cuotas Terrenos	-45.805	-1.099			-168					<b>-47.072</b>
Otros gastos (permisos)	-297	-453	-175	-432	-143	-93	-82			<b>-1.675</b>
Comisiones y costos venta	-177	-676	-452	-997	-1.290	-1.367	-656	-648	-483	<b>-6.746</b>
Costo del FF (incl. Las Piedras)	-22.331	-7.370	-7.806	-7.719	-7.363	-7.195	-6.520	-6.288	-2.096	<b>-74.688</b>
<b>FF PRESUPUESTADO (MILES DE UI)-105.467</b>		<b>29.749</b>	<b>-5.580</b>	<b>18.991</b>	<b>35.572</b>	<b>18.854</b>	<b>18.738</b>	<b>7.620</b>	<b>16.829</b>	<b>35.306</b>
<b>FF de los Certificados de Participación-135.000</b>				<b>17.995</b>	<b>48.313</b>	<b>29.324</b>	<b>14.851</b>	<b>31.562</b>	<b>55.334</b>	
<b>TIR CONSOLIDADA</b>	<b>5,8%</b>									
<b>TIR CERT PART A</b>	<b>5,4%</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 5,4%. En la actualización de abril de 2022 había sido de 9%, en la de noviembre de 2022 de 7,7% y en la de abril 2023 ya había caído al 6,7%. Esta notoria reducción responde principalmente a la reducción de los precios de venta de los inmuebles en unidades indexadas.

Entre enero de 2022 y fines de setiembre de 2023 la Unidad Indexada aumentó un 12%, mientras que el valor del dólar cayó un 14% frente al peso Uruguayo. 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 23% entre el 1 de enero de 2020 y el 30 de setiembre 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, en una

proporción mucho mayor a la que ocurrió (se estima que los precios en dólares de los apartamentos habrían aumentado un 6% aproximadamente en el período). 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 se mantendría en valores aceptables al ser en unidades indexadas, aunque sería menor al esperado en el prospecto original y en las calificaciones anteriores.

*Estas proyecciones deberían corregirse si en el mediano plazo el dólar en el Uruguay se fortalece en relación al peso.*

### 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 4,7% y si la reducción de precios fuera de un 10% la TIR sería de 3,9%. Si además los ingresos se atrasaran en 12 meses la TIR del inversor sería de 4,5% y 3,7%, 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 positivas y supera, como se verá, la curva de rendimiento en UI estimada por BEVSA.

### 4. 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 las condiciones actuales de tasas de interés internacionales y riesgos, el costo de oportunidad del capital, estimado por CARE sobre la base del modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model)<sup>4</sup>, es de 6,85%. Este valor se calcula sobre la base del promedio de 5 años y utilizando el “beta” promedio de empresas de construcción de viviendas en mercados emergentes, el cual se ubica en 1,21<sup>5</sup>, lo que indica que la inversión en la construcción de viviendas tiene un mayor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. 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 lo que se presentan meramente a título de referencia.

<sup>4</sup> A. Damodaran, “Estimating Equity Risk Premiums” Stern School of Business.

<sup>5</sup> Se consideraron los betas promedio de empresas de construcción de viviendas en mercados emergentes según A. Damodaran

Otros indicadores con los que 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 5,87%.

En este caso, la TIR en UI del Fideicomiso (5,4%) está por encima de la curva de rendimiento en UI, por lo que podría concluirse que la rentabilidad esperada sería mayor al costo de oportunidad. También las Tasas Internas de Retorno estimadas para escenarios más desfavorables superarían a las curvas de rendimiento en UI.

Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

### **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, y considerando que ya se ha distribuido un monto muy relevante en relación a la emisión, *se considera que existe un riesgo acotado 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 en la evolución del dólar y de la unidad indexada tienen efectos no deseados en el flujo de fondos, como está ya se ha observado en las últimas proyecciones. Sin embargo en lo que resta del plazo es probable que no se acentúe, y si ocurriera 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 inciden 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 de carácter privado provista por el emisor.

En lo que sigue se realiza un breve análisis del entorno macroeconómico de forma de sentar las bases para el posterior análisis de los mercados relevantes. Luego, se desarrolla el contexto y perspectivas para el mercado inmobiliario, con foco en viviendas de interés social el mercado relevante para el producto ofrecido por el FF CASASURU. Finalmente se aborda la situación de las Políticas Públicas referidas al mercado de interés.

### 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 creció 3,5% durante 2022, al tiempo que se espera que consolide una expansión de 3,0% para 2023 y 2024. 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” en especial en Asia, como ha sido el caso de China.

La recuperación global post pandemia estuvo asociada a la paulatina apertura de actividades y al despliegue de significativos estímulos fiscales y monetarios. Estas últimas 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, 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 fue amplificado por shocks de oferta asociados a la guerra entre Rusia y Ucrania. En este contexto, durante el último año la inflación en países desarrollados se ubicó en los registros más altos de los últimos 30 años.

<sup>7</sup>. Al respecto, los elevados niveles de liquidez internacionales derivaron en condiciones internacionales de financiamiento laxas con tasas de interés históricamente bajas -cercasas a cero o incluso negativas-, un dólar que tendió a debilitarse a nivel mundial y el fortalecimiento de los precios de commodities impulsados por la rápida recuperación de los gigantes asiáticos, particularmente China e India. Este conjunto de factores apuntaló la recuperación de las economías emergentes, especialmente en el corto plazo.



Lo anterior implicó una reversión de las políticas desplegadas desde la órbita del sector público: se aceleró el proceso de dismantelamiento 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.

Más allá de esto, es importante notar que luego de la fuerte apreciación exhibida por el dólar durante los primeros meses del último año, la moneda estadounidense presentó un importante debilitamiento producto del ajuste de expectativas del mercado sobre la intensidad en el despliegue de la política monetaria por la FED. A este respecto, esta última habría logrado apaciguar parcialmente la evolución del nivel de precios desde los últimos meses del 2022, aunque la inflación aún se encuentra en niveles elevados para Estados Unidos. Esto último 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 a nivel internacional 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 (izq.) y Tasa de Política Monetaria e Inflación en EEUU (der.)



Fuente: Econlly

Más allá de este cambio en el ciclo global, el impacto sobre el mercado financiero local ha sido limitado. En efecto, y en contraste con la situación global, el peso uruguayo se ha mantenido estable en relación al dólar, 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, así como también por la importante entrada de divisas asociada al buen desempeño del sector externo y el incremento de la inversión extranjera directa.

<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.

A este respecto, en los últimos meses la inflación presentó un fuerte descenso e ingresó dentro del rango objetivo fijado por la autoridad monetaria, donde el mercado espera que se mantenga al menos hasta el final del corriente año. Lo anterior también implicó que la tasa de interés de referencia tendió a reducirse, en línea con la menor contractilidad de la política monetaria desplegada por el BCU.

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) y Tasa de Política Monetaria e Inflación en Uruguay (derecha)**



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 creció 4,9% en 2022, la mediana de analistas consultados por el Banco Central del Uruguay estima que la actividad económica crezca a un ritmo anual de 0,75% y 3,1% para 2023 y 2024, respectivamente.

**Gráficos 5 – Evolución y Expectativas de Actividad Económica (Anual)**



Fuente: BCU

Las expectativas para el corriente año recogen la desaceleración reciente de la actividad, la cual se ve reflejada en el limitado dinamismo que la economía habría presentado en los últimos trimestres<sup>11</sup>, así como en la evolución de otros indicadores adelantados tales como el desempeño industrial, las exportaciones de bienes, la recaudación de impuestos, entre otros. En efecto, la evolución de estos indicadores durante los últimos meses confirman el entortecimiento de la actividad. Para entender esta dinámica es importante hacer algunas consideraciones. En primer lugar, el resultado de los últimos dos

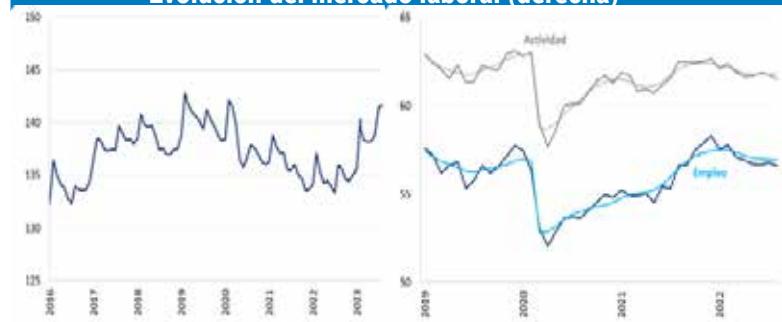
<sup>9</sup>. Los cuales tienen ingresos denominados en dólares y costos mayoritariamente en pesos uruguayos. Esta es la situación también de las empresas exportadoras de servicios y bienes.

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

<sup>11</sup>. En términos desestacionalizados el PIB habría caído en tres de los cuatro trimestres del último año móvil a junio de 2023, tal como se puede apreciar en el Gráfico 6.

años estuvo fuertemente impulsado por el sector de la construcción y el sector agropecuario: el primero gracias a la construcción de la tercera planta de celulosa en el centro del país y las grandes obras de infraestructura, mientras que el segundo apuntalado por su buen desempeño productivo y los elevados precios internacionales. No obstante, este escenario se habría ralentizado en los últimos trimestres, y el final de las grandes obras conjugado con la 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.

**Gráficos 6 y 7 – Índice Medio de Salarios Reales (izquierda) y Evolución del mercado laboral (derecha)**



Fuente: INE

A pesar de la reciente evolución de la actividad económica, el mercado laboral habría continuado recuperándose durante los últimos meses y la tasa de empleo alcanzó su máximo nivel desde finales de 2018. Esta evolución del empleo ha sido acompañada con una importante recuperación de los salarios en términos reales, los cuales alcanzaron guarismos similares a los exhibidos antes de la pandemia. En última instancia, la evolución positiva de la tasa de empleo y los salarios derivó en un incremento en los ingresos de los hogares que lograron recuperar el poder de compra que tenían previo a la irrupción de la pandemia. En efecto, en el primer trimestre de 2023 el ingreso real de los hogares en moneda nacional se situó un 1,5% por encima de su valor del primer trimestre de 2020.

A los efectos del mercado inmobiliario, la apreciación real del peso implicó un incremento aún mayor del poder adquisitivo de los hogares medido en moneda extranjera, impactando de forma positiva sobre la compraventa de vivienda. A pesar de esto, se debe tener presente que esta situación favorable podría ser afectada negativamente por la reciente ralentización de la actividad económica en tanto ésta podría impactar sobre la dinámica del mercado laboral<sup>12</sup> y generar un mayor nivel de incertidumbre sobre el futuro económico de los hogares.

## 2. 2. Mercado inmobiliario de vivienda

### 2.2.1. Breve contexto histórico

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

<sup>12</sup>. Lo que podría moderar la evolución de los ingresos de los hogares.

a vivienda, oficinas, locales comerciales, entre otros. Este ha venido aumentando su actividad de manera sostenida desde 2003 después de una profunda crisis sectorial entre 1999 y 2002. A partir del 2003, comienza una recuperación que evidenció al menos dos fases diferenciadas. Una primera de alto crecimiento (2003 – 2015), que comenzó con un boom inmobiliario 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.

## **2.2.2. Evolución reciente y perspectivas**

La irrupción de la pandemia y sus efectos globales trajeron aparejado un importante incremento de la incertidumbre a nivel internacional y nacional que limitaron el dinamismo del sector inmobiliario. Desde entonces, y una vez controlada la crisis sanitaria, el sector ha evidenciado una importante mejoría que se ha mantenido hasta la fecha. De cara al futuro emergen desafíos vinculados principalmente a la reciente apreciación real del peso y su dispar e importante impacto sobre los distintos 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.

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 de 2020 y 2021 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 de 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. 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

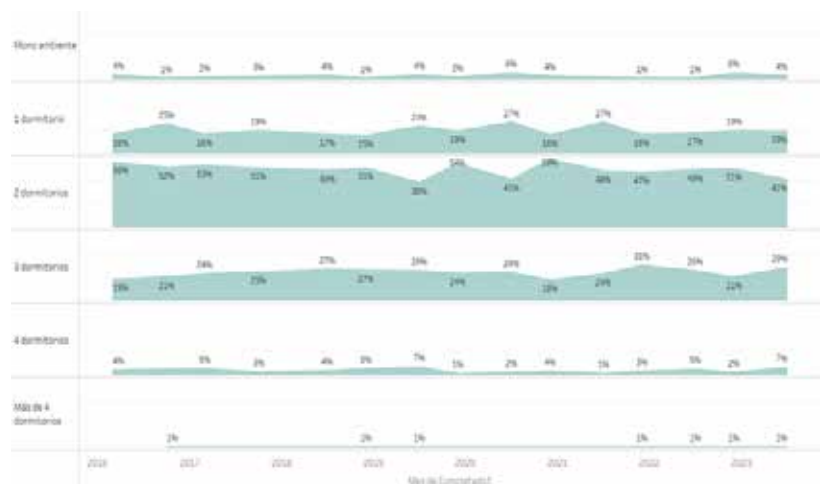
según las estimaciones de población del INE. Sin embargo, es destacable la tendencia decreciente que muestra las tasas de natalidad y la leve tendencia ascendente de la mortalidad en tanto la población total tiende a envejecer. Esto determina que hacia fines de la década del 2040 la población tenderá 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>13</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 40% de los entrevistados en la encuesta realizada prefieren unidades que cuenten con 1 y 2 dormitorios, respectivamente. Al tiempo que el 30% de la población busca viviendas de 3 dormitorios. Por otra parte, es importante notar que en las últimas ediciones de esta encuesta se aprecia un repunte de la búsqueda de monoambientes que se mantenía baja en las ediciones inmediatamente posteriores a la irrupción de la pandemia.

**Gráfico 8 - Cantidad de dormitorios buscados por "hogares que buscaron en los últimos tres meses"**

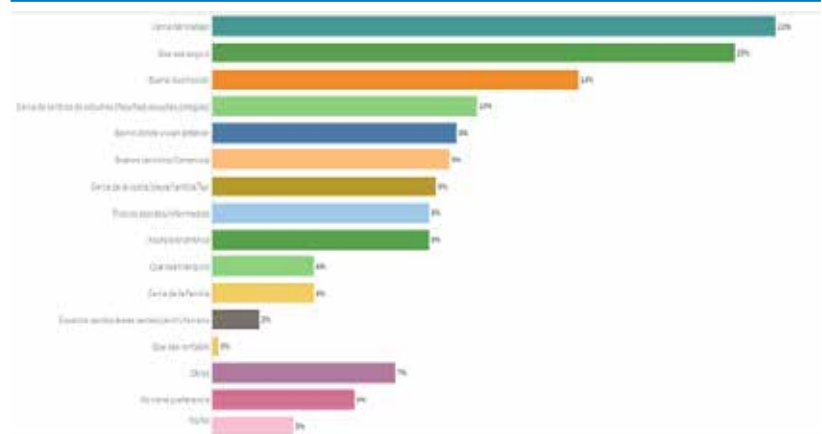


<sup>13</sup> Según los últimos datos publicados por la ONU en Uruguay, casi un 2,4% de la población es inmigrante

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.

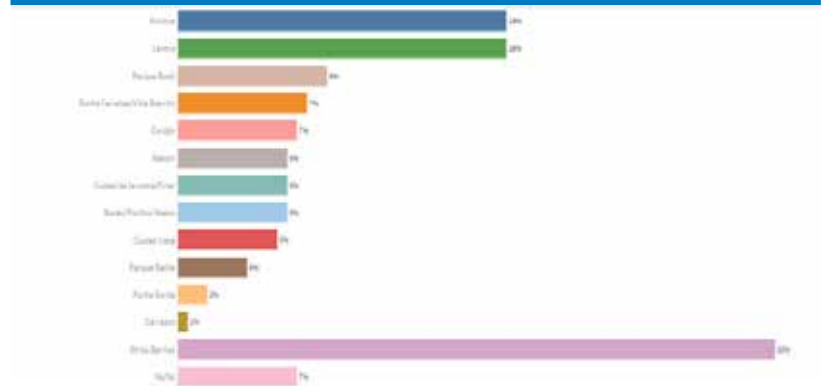
**Gráfico 9 - Principales requisitos de la vivienda buscada en los últimos tres meses**



Fuente: Research Uruguay

En cuanto a la ubicación geográfica, elemento destacado en las encuestas por afectar directamente los amenities y la locomoción, así como la ubicación cercana al trabajo o centros educativos, no se aprecian cambios sustanciales en la encuesta respecto a ediciones anteriores.

**Gráfico 10 - Zonas más buscadas para vivienda en los últimos tres meses**



Fuente: Research Uruguay

Por último, la encuesta de Research incorpora indicadores de precios a través del Price Sensitivity Model que permite aproximar el precio óptimo de acuerdo a las opiniones de los entrevistados. Este relevamiento, de carácter subjetivo,

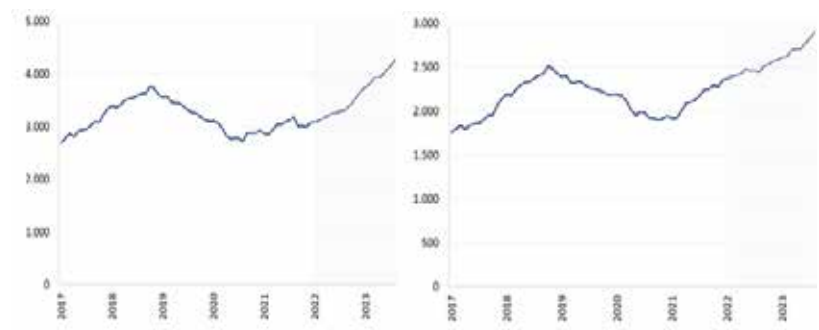
permite tener una orientación de referencia general de los demandantes y generar una referencia de precios sobre las preferencias de los hogares. En este sentido, el ejercicio releva tanto precios de compraventa como de alquileres, identificando distintos umbrales de acuerdo a las preferencias individuales. Más allá de los valores individuales de compraventa y alquileres, es importante señalar que las referencias de Cap Rate entre estos se ubicaban en el entorno del 6% a julio del corriente año.

## 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 vió reflejado en un aumento de las transacciones inmobiliarias durante los últimos meses.

El aumento de los ingresos de los hogares, sumado a la apreciación real del peso, conjugaron un escenario interno favorable para la demanda de inmuebles. A su vez, las favorables condiciones financieras a nivel local y las agresivas campañas llevadas adelante por algunas instituciones financieras trajeron aparejado una reducción en el costo de los créditos hipotecarios que derivó en un importante aumento en la cantidad de operaciones realizadas y su monto total. En efecto, a agosto del corriente año la cantidad de nuevas operaciones de crédito hipotecario crecieron 29% en términos interanuales, al tiempo que el monto total de estas operaciones se incrementó en un 20% con respecto a lo ocurrido un año atrás. Estos guarismos reflejan una reducción en el valor promedio de las operaciones nuevas<sup>14</sup>.

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



Fuente: BCU

<sup>14</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 134 mil millones de pesos (3.556 millones de dólares) a agosto del último año. En línea con el comportamiento de las nuevas operaciones, este guarismo se sitúa un 38% por encima de su nivel pre-pandemia y un 10% por encima de un año atrás. La morosidad se mantiene reducida, alrededor de 1,2% del stock 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. Si bien el porcentaje actual se encuentra en el entorno del promedio de los últimos 15 años, está por debajo de los valores de la década del noventa. 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 al ahorro previo y a contar con un nivel de 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 23% de los hogares cumplían con las condiciones necesarias para poder acceder a un crédito hipotecario.

**Gráfico 13 - Ingreso promedio del hogar para 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 65% de los encuestados piensa financiar la compra de vivienda con un crédito hipotecario, al tiempo que más el 50% de los encuestados esperan financiar más de la mitad de la compra de su vivienda y 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 respecto al dólar durante los últimos años, lo que incrementa los ingresos de los hogares en dólares. En tanto los precios de los inmuebles exhiben 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 importante durante el último año y a octubre del corriente año se situaban en el entorno de 3,5% 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 se refiere al importante 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 se refiere a la instancia contractiva de la política monetaria local desplegada por el Banco Central del Uruguay para hacer frente a las presiones inflacionarias.

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 6% de los encuestados declaró haber buscado vivienda por motivo inversión, al tiempo que 14% 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

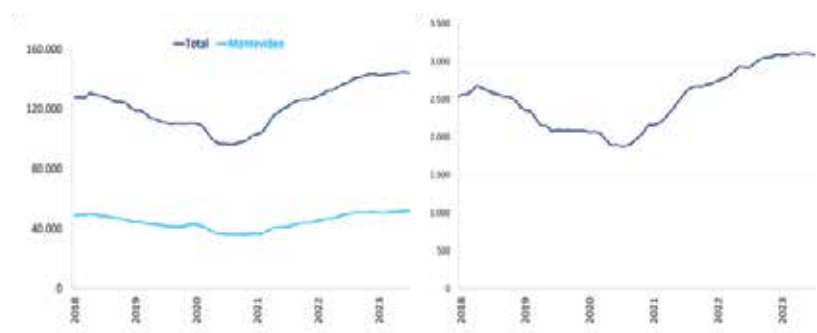
### iii.i. Evolución general de las operaciones

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 fuentes secundarias o indicadores indirectos. Por ejemplo, la recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales (ITP) y la Cantidad de Nuevas Operaciones de Créditos Hipotecarios, las Inscripciones de Compraventa, los permisos de construcción, entre otros. ***Tal como ha ocurrido en las últimas actualizaciones de este informe, el comportamiento de estos indicadores continúa evidenciando 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 a julio del corriente año las inscripciones de compraventa habrían crecido un 5% en el último año para el total del país, y casi 4% para Montevideo. En ambos casos, la cantidad de compraventas registradas durante el último año también crecieron respecto al mismo mes de referencia anterior a la pandemia (2019) aumentando 30% y 23%, 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 totales.

### Gráficos 14 y 15 – Inscripciones de inmuebles en Compraventa (Altas - 12 meses móviles, izq) y Recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales (Millones de pesos constantes - 12 meses móviles, der.)



Fuente: INE en base a DNR y MEF

Por su parte, la recaudación del Impuesto a las Transmisiones Patrimoniales también evoluciona favorablemente y registró un aumento del 6% en términos anuales a julio de 2023. Si bien el comportamiento de este indicador se encuentra en línea con el resto de los indicadores analizados, es importante notar que captura la transaccionalidad del mercado inmobiliario en su totalidad, abarcando transacciones de compraventa por fuera del rubro de la vivienda.

Por lo anterior, el análisis conjunto de los indicadores indirectos confirman que el mercado inmobiliario continuó evolucionando favorablemente en los últimos meses. En este sentido, se trata de un fenómeno prolongado de desempeño favorable. De todas formas, se debe tener presente que este buen desempeño agregado podría esconder heterogeneidades en tanto el mercado se encuentra segmentado en diversos niveles.

Más allá de lo anterior, el comportamiento reciente también presentaría ciertos signos de enlentecimiento en tanto todos los indicadores presentan una evolución menos vigorosa respecto a la exhibida en el último año. Adicionalmente, existen

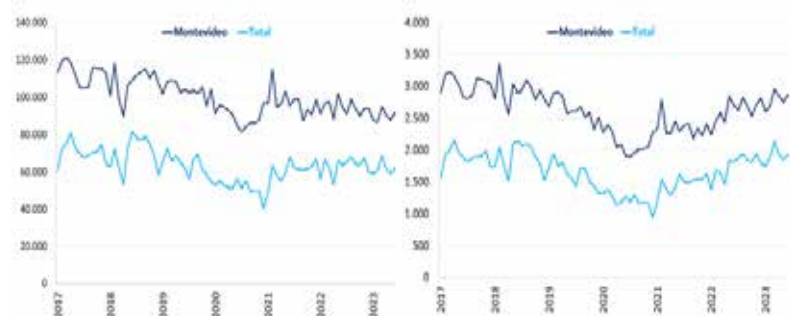
algunos elementos que podrían constituir un riesgo para el desempeño del sector de cara al futuro. En este sentido, la evolución de la actividad económica ha perdido dinamismo desde finales del último año. Este contexto de la actividad económica podría traer aparejado implicancias negativas sobre la evolución del mercado laboral, lo que a su vez podría impactar sobre los ingresos de los hogares y las expectativas económicas de estos – las cuales actualmente se encuentran en zona de moderado optimismo, según el relevamiento realizado por la UCU y Equipos. En contraposición, el salario real ha presentado una evolución positiva en los últimos meses, y es esperable que las pautas salariales continúen siendo favorables para los hogares en las futuras rondas de negociación colectiva considerando el próximo inicio del ciclo electoral. Esto supondría un impacto marginal positivo sobre la demanda inmobiliaria que eventualmente podría amortiguar un mercado laboral menos dinámico.

Finalmente, la apreciación del peso uruguayo podría ser un factor que ayude a compensar los riesgos anteriores y evitar parcialmente el enlentecimiento 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 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, podría generar tensiones entre los diferentes objetivos de política económica.

### 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 estable 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 (izquierda) y Dólares (derecha)**



Más allá de lo anterior, esta información se encuentra en línea con la información provista por Sader y Calvete: 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 informantes calificados del sector, 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 ligeramente por encima de la inflación, tanto para contratos vigentes como para aquellos iniciados en el último año móvil a la fecha de la medición. Los precios de alquiler de ambos tipos de contrato crecieron 6,3% en términos interanuales a agosto de 2023. Más allá de ello, se debe notar que a pesar de este aumento, los precios de alquiler han exhibido un importante descenso de su valor en términos reales en los últimos años. Esta dinámica decreciente de los precios durante los últimos años podría reflejar el incremento de la oferta de vivienda, aunque es posible afirmar que existe amplia heterogeneidad por zonas.

En relación a lo anterior, la ligera alza de los precios en dólares y la reciente evolución del tipo de cambio en términos reales 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.

Esta situación ha ido reduciendo los márgenes de los desarrolladores en los últimos meses, y este fideicomiso no ha sido ajeno a esa situación. Las necesidades de vender los inmuebles en la medida que van culminando las obras exige ponerlos en valores competitivos y ello contribuye a erosionar la rentabilidad. Acompasar los precios de venta con la inflación, los dejaría fuera de mercado.

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



Fuente: INE en base a DNR

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

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

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 no auguran un mayor dinamismo en el corto plazo. 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 supone un impacto marginalmente positivo sobre la demanda inmobiliaria. En esta línea, la apreciación del peso uruguayo podría ser un factor que ayude a evitar un mayor enlentecimiento del mercado inmobiliario al apuntalar los ingresos de los hogares en moneda extranjera.

### **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, con impacto positivo en la generación de nuevos 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>15</sup>.

### 3. Conclusiones sobre el entorno

**El riesgo mercado.** Entendido como la posibilidad de que los negocios inmobiliarios se desarrollen con una adecuada trayectoria se encuentran acotados. Sobre este punto, es importante resaltar que el mercado inmobiliario se mantiene firme aunque con algunos indicios de enlentecimiento en indicadores indirectos de actividad. Esta mayor transaccionalidad recoge un escenario interno favorable, producto de la apreciación del dólar desde la perspectiva del comprador, situación que tensiona financieramente a los desarrolladores. El escenario global no favorece la inversión en inmuebles aunque la inestabilidad en Argentina habría operado como una fuente de IED al sector. *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. En especial, los cambios en la Ley de Vivienda Promovida operan como un elemento dinamizador del sector vivienda. No se esperan innovaciones negativas en el corto plazo. *Riesgo bajo.*

<sup>15</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>)

## 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>16</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Freyre



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tambler

<sup>16</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 (+) significa que la calificación se acerca más a la categoría superior de acuerdo al puntaje. Grado de inversión mínimo.**