

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

Montevideo, abril de 2024

4	RESUMEN GENERAL
7	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
23	V EL ENTORNO
37	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.
16 - abril - 2024**

Emisión:	Certificados de Participación Serie A por UI 135.000.000 (Unidades Indexadas ciento treinta y cinco millones).
Distribuciones:	Según resultados acumulados realizados según procedimiento establecido.
Activo Fideicomitado:	Bienes inmuebles, proyectos en desarrollo, fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso.
Fideicomitentes:	Suscriptores iniciales de los CP's Mulery SA y Nurwoly SA
Emisor y Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión.
Administrador:	CASASURU S.A.
Plazo del Fideicomiso:	Actualmente hasta el 31 de diciembre de 2024, prorrogable según opciones.
Entidad Representante y Registrante:	BEVSA
Administración y pago:	EF Asset Management
Vigencia de la calificación:	hasta el 30 de noviembre de 2024 ¹ .
Comité de Calificación:	Julio Preve, Adrián Tamber y Martín Durán Martínez
Calificación de riesgo:	BBB+.uy
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros

¹. Esta Calificación puede cambiar ante la aparición de hechos relevantes

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación Serie A en el dominio fiduciario del "Fideicomiso Financiero CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social I" 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 en su momento 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 soportó 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 4,6% en UI, inferior a la calculada para la anterior actualización (5,4%), pero se sigue considerando aceptable en términos de algunas comparaciones disponibles, a la vez que estable en función de las sensibilizaciones realizadas. Este comportamiento es consecuencia del fortalecimiento del peso frente al dólar, ocurrido durante 2022 y 2023. El ratio USD/UI, considerando la cotización interbancaria, muestra una caída de un 19% entre el 1 de enero de 2022 y el 31 de diciembre 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 28% de TIR, 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 diciembre de 2023 un avance de obra del 98,5%, y ya se ha avanzado en la obtención de los permisos para construir el quinto y último edificio de este proyecto, restando solamente obtener las autorizaciones para el relleno del terreno. 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, y queda por vender el excedente de tierra en el proyecto de Salto.
- Durante el 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, en octubre una por UI 6.623.000 y en diciembre una por UI 3.500.000. Estas distribuciones, sumadas a las realizadas en periodos anteriores suma un total distribuido al 31 de diciembre de 2023 de 110,33 millones de UI, correspondiente al 82% del capital de la emisión, que fue de 135 millones de UI.

d) Respetto del entorno

- El mercado inmobiliario continuó evolucionando favorablemente luego de la pandemia y de sus efectos negativos sobre el desarrollo del sector. Una vez controlada la crisis sanitaria, el sector ha evidenciado una importante mejoría evidenciada con un relanzamiento del sector, el aumento de la transaccionalidad y aumentos de la demanda apalancados en la recuperación de los ingresos de los hogares, el aumento del crédito y el fortalecimiento del peso uruguayo. Esto implica un abaratamiento relativo de la vivienda en dólares. 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.
- Este escenario de mejora del lado de la demanda, reduce los márgenes del lado de la oferta y los nuevos emprendimientos inmobiliarios. 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. Asimismo, en los últimos tiempos se redujo la brecha entre la evolución del precio de venta y el alquiler de viviendas en unidades indexadas, potenciando el mercado de compraventas frente al de alquileres, cambiando la tendencia de años anteriores.

- No se esperan cambios significativos en el corto plazo que afecten al mercado inmobiliario de forma negativa. Por el contrario, el contexto macroeconómico es favorable para la demanda de inmuebles, en tanto se profundiza el proceso de mejora del ingreso de los hogares, reforzado por la acumulación de inflación en dólares. Esto, a su vez, se beneficia de un aumento en los créditos hipotecarios y mejores condiciones de acceso por parte de los hogares. En contrapartida, este escenario es complejo para el desarrollo de nuevas obras de vivienda, que ven sus márgenes erosionados y podrían ajustar los precios en dólares para hacer frente a esta situación. En el corto plazo, se espera que la transaccionalidad se mantenga.
- Según se destaca en la sección V de este informe, el mercado viene demandando tipologías constructivas en línea con las que tiene este Fideicomiso².
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, existe buena aceptación del espectro político nacional, sobre la consolidación de estímulos tanto a la oferta como a la demanda de vivienda en el segmento socioeconómico que focaliza el negocio en cuestión. Por el momento no cabría esperar signos de intervenciones negativas.

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

I. INTRODUCCIÓN

Alcance y marco conceptual de la calificación

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

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (en adelante BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa no obstante una recomendación o una garantía de CARE para futuros inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar, entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio.

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

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir del 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Martín Durán Martínez, Adrián Tamber y Julio Preve.

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 en setiembre de 2022, 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 misma.

- **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 cuenta 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 y se realizó la inspección final por parte de la IC en enero de 2024.
- o El avance del cuarto edificio a diciembre de 2023 es de 98,5%, y esa fecha se entregaron los primeros apartamentos de los pisos terminados (1 a 4).
- o 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.

- **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 34 unidades del edificio 3. Hay también 28 unidades colocadas (la mitad reservadas y la otra mitad ya escrituradas) 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 diciembre 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	1	33	92%
Interlagos IV	78%	37	14	14	76%
Interlagos V	0%	32	0	0	0%
TOTAL		396	15	336	89%

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 contrato de Fideicomiso, los que fueron aprobados por el BCU. Los principales cambios referían a autorizaciones previas del comité de vigilancia para el inicio de obras, la habilitación para fraccionar terrenos y se modificó el plazo del Fideicomiso. Posteriormente el plazo de finalización del Fideicomiso se vuelve a modificar en julio de 2021 y en junio de 2022, y la 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 diciembre de 2023 por concepto de distribución de fondos es de 110,33 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 continuó avanzando con la construcción de la Torre 4 de Interlagos y durante el mes de diciembre se entregaron los primeros apartamentos, tal como estaba previsto. Se finalizaron los apartamentos de los pisos 1 a 4 y se habilitaron las áreas comunes incluyendo amenities para que pudieran ser usufructuadas. Luego de la licencia de la construcción a partir del 15 de Enero de 2024, se retomaron las tareas y la obra se culminó en el mes de febrero. Luego de finalizada la obra por parte de la constructora la dirección de obra formalizará observaciones a ser levantadas y posteriormente labrará un acta de recepción provisoria.

- Se continuó avanzando con el proceso de habilitaciones finales de los proyectos terminados que aún no cuentan con dicha habilitación: Interlagos 2 e Interlagos 3.
- 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 expediente está en Catastro para su registro
- El 18 de octubre de 2023 se presentó la solicitud de habilitación final a la IC del edificio 3 de Interlagos. La inspección técnica se realizó el 27 de enero de 2024.
- Respecto del permiso de construcción de la torre 5 de Interlagos, se sigue a la espera de la aprobación del relleno que es necesario para ejecutar la obra. El expediente sigue en la sección Coordinación del Gabinete Territorial de la IC desde el 13 de julio de 2023.
- 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
 - Diciembre UI 3.500.000
- El importe acumulado distribuido a diciembre de 2023 es de UI 110,33 millones, aproximadamente el 82% del capital de la emisión (UI 135MM).

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Encuesta periódica de Research Uruguay; "La demanda en el mercado inmobiliario"; febrero de 2024.
- "Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas"; Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette; marzo de 2024.
- Informes del Administrador el último al 19 de enero de 2024.
- Flujo financiero del Fideicomiso a diciembre 2023.
- Estados Contables del Fiduciario al 31/12/2023.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/2023.
- Estados Contables del Administrador al 31/08/23

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).

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 al 31 de diciembre 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: Datos del Estado de Situación de EFAM (miles de \$)

Concepto	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021
Ingresos Operativos	85.442	80.546	75.867
Gastos Adm. y Vtas.	(71.408)	(66.556)	(63.018)
Resultado Operativo	14.033	13.990	12.849
Resultados Financieros	(11.743)	(28.054)	(12.734)
Resultados antes de impuestos	2.290	(14.064)	116
IRAE	(1.477)	2.685	(824)
Resultado del período	812	(11.379)	(709)
Res Operativos/Ingresos	16,42%	17,37%	16,94%
Res Ejercicio/Ingresos	0,95%	-14,13%	-0,93%

Fuente: EE.CC de EFAM

Los resultados al término del ejercicio 2023 muestran una recuperación importante respecto al mismo periodo del año anterior.

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

Concepto	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021
Ingresos Operativos	85.442	80.546	75.867
Gastos Adm. y Vtas.	(71.408)	(66.556)	(63.018)
Resultado Operativo	14.033	13.990	12.849
Resultados Financieros	(11.743)	(28.054)	(12.734)
Resultados antes de impuestos	2.290	(14.064)	116
IRAE	(1.477)	2.685	(824)
Resultado del período	812	(11.379)	(709)
Res Operativos/Ingresos	16,42%	17,37%	16,94%
Res Ejercicio/Ingresos	0,95%	-14,13%	-0,93%

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 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 31/8/2023 muestra una situación patrimonial positiva habiendo cumplido con lo dispuesto con fecha 31 de octubre de 2022 por parte de la Asamblea General Extraordinaria de Accionistas que resolvió aumentar el capital integrado mediante la capitalización de ciertos pasivos que el Grupo mantiene con sus accionistas.

En consecuencia, no se advierten riesgos sobre la capacidad de la firma operadora respecto a completar el plan de negocio previsto, máxime que el mismo se encuentra en las etapas finales.

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.

El Fideicomiso está llegando al término previsto, esto se comenta en otra sección en que la fecha de culminación se vincula con la construcción y comercialización de la Etapa V del proyecto Interlagos.

A continuación se brinda información resumida de los estados de situación y resultados del Fideicomiso al 31/12/2023 y su comparativo con periodos anteriores.

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

Concepto	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021
Activo	433.356	521.076	722.534
Activo Corriente	354.226	368.774	495.080
Activo no Corriente	79.129	152.302	227.454
Pasivo	156.902	135.760	127.373
Pasivo Corriente	155.027	98.105	114.024
Pasivo no Corriente	1.875	37.655	13.350
Patrimonio	276.454	385.316	595.161
Pasivo y Patrimonio	433.356	521.076	722.534
Razón Corriente	2,28	3,76	4,34
Fuente: EE.CC Fideicomiso			
Patrimonio contable en miles USD	7.085	9.616	13.316
Patrimonio contable en miles UI	47.066	68.778	115.323

Si consideramos el saldo contable del patrimonio al cierre del último ejercicio y lo expresamos en dólares según tipo de cambio a esa fecha resulta un valor de USD 7.1 millones, en cambio, si lo expresamos en unidades indexadas el valor sería de UI 47.1 millones. El valor de la emisión, se recuerda, fue de UI 135 millones (considerando solo los de tipo A de oferta pública).

Cabe señalar 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 12 distribuciones, todo lo cual supone una cifra acumulada del orden de UI 110 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 superior al 80 % de lo invertido. Si se agrega esta cifra al patrimonio contable (Cuadro 4), daría un valor total a recibir del orden de UI 157 millones lo que compara razonablemente 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.

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	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021
Resultados operativos	20.481	(7.970)	134.047
Gastos adm y ventas	(39.103)	(47.881)	(42.920)
Resultados financieros	(1.586)	1.754	1.041
Resultados diversos	-	839	341
Resultados antes IRAE	(20.208)	(53.258)	92.508
IRAE	(2.287)	2.033	(9.244)
Resultados del periodo	(22.494)	(51.225)	83.265

Fuente: EE.CC Fideicomiso

En cuanto a los resultados, el criterio seguido es el de registrar como ingreso operativo el resultado neto de las operaciones. Al final de cada ejercicio, normalmente la variación de valor de los ingresos operativos se explica fundamentalmente por el cambio en el valor razonable de las inversiones según tasaciones; en este caso dio positivo pero los gastos administrativos, si bien menores a los del año anterior, son relativamente altos para la gestión de un patrimonio que entró en fase de liquidación.

El estado de los negocios se analiza en otra sección.

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 (28%). 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, y prácticamente también la 4. 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%
TOTAL	100%

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

Como puede observarse en el cuadro, el otro proyecto con alta incidencia en el plan de negocios es el de Lagomar que se encuentra terminado y 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 19/1/2024 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.

Cuadro 7 - FF Flujo proyectado en miles de UI										
REAL/PROYECTADO	2015-17	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
Valor de la UI		3,91	4,21	4,62	4,99	5,44	5,55	6,22	6,57	TOTAL
Ingresos por ventas	26.862	55.703	61.079	95.167	91.877	69.691	46.170	41.393	40.140	528.082
Costos de construcción	-63.719	-16.356	-58.226	-67.028	-47.341	-42.596	-30.603	-20.554	-22.683	-369.106
Cuotas Terrenos	-45.805	-1.099			-168					-47.072
Otros gastos (permisos)	-297	-453	-175	-432	-143	-93	-82			-1.675
Comisiones y costos venta	-177	-676	-452	-997	-1.290	-1.367	-390	-609	-576	-6.534
Costo del FF (incl. Las Piedras)	-22.331	-7.370	-7.806	-7.719	-7.363	-7.195	-6.236	-6.296	-5.240	-77.556
FF PRESUPUESTADO (MILES DE UI)	-105.467	29.749	-5.580	18.991	35.572	18.440	8.859	13.934	11.641	26.139
FF de los Certificados de Participación	-135.000			17.995	48.313	29.324	14.851	29.470	44.695	
TIR CONSOLIDADA	4,5%									
TIR CERT PART A	4,6%									

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 4,6%. En la actualización de abril de 2022 había sido de 9%, en la de noviembre de 2022 de 7,7%, en la de abril 2023 el 6,7% y en la de noviembre de 2023 había sido del 5,4%. Esta notoria y continua reducción responde principalmente a la baja de los precios de venta de los inmuebles en unidades indexadas.

Entre enero de 2022 y fines de diciembre de 2023 la Unidad Indexada aumentó un 14%, mientras que el valor del dólar cayó un 7% frente al peso uruguayo. Los inmuebles se venden en general en dólares, mientras que una significativa porción de los costos de las obras son en pesos uruguayos, y ajustados por el índice del costo de la construcción (ICC).

El ratio USD/UI, considerando la cotización interbancaria, muestra una caída de 19% entre el 1 de enero de 2022 y el 31 de diciembre de 2023³. 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. Sin embargo, el mercado no se

³ Este situación para algunos economistas responde a un nuevo equilibrio, mientras que para otros no lo es.

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 aún en valores aceptables al ser en unidades indexadas, aunque sería menor al esperado en el prospecto original y en las calificaciones anteriores.

Estas proyecciones podrían 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 4,3% 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 4,1% y 3,8%, para reducciones de 5 o 10% en los precios respectivamente. Como se puede observar el impacto no es muy significativo, ya que queda muy poco tiempo y buena parte de las distribuciones ya se han hecho.

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

Una forma de evaluar si una TIR es atractiva o no, es compararla con el costo de oportunidad del capital propio, ya que es la tasa que le pone un piso a la rentabilidad esperada de un proyecto y es el indicador clave para descontar los flujos de fondos esperados.

Para estimar el costo de oportunidad del capital, CARE utiliza el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model)⁴, que relaciona la tasa libre de riesgo, la prima de riesgo del mercado y la prima de riesgo asignado al sistema de producción específico, en este caso la construcción de viviendas. Para evitar variaciones bruscas en la tasa, y tener una visión de mediano plazo, se consideraron valores promedios de los últimos 5 años en todas las variables. Para considerar el riesgo sistémico se utiliza el “beta”⁵ promedio de empresas de construcción de viviendas en mercados emergentes, el cual se ubica en 1,24, lo que indica que la inversión en la actividad tiene un mayor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Para la tasa libre de riesgo se considera el rendimiento de los Treasury Bonds a 10 años de EEUU (2,30%), para el riesgo país (índice UBI) se consideraron 124 puntos básicos⁶ y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró 4,68%.

⁴ El modelo de valoración de activos financieros, denominado en inglés Capital Asset Pricing Model (CAPM) es un modelo utilizado para calcular la rentabilidad que un inversor debe exigir al realizar un inversión en un activo financiero, en función del riesgo que está asumiendo

⁵ Valor proporcionado por Damodaran.

⁶ El promedio de 5 años, actualmente el riesgo país está en el entorno de los 80 puntos básicos.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 6,42%. En la coyuntura actual, la tasa libre de riesgo es mayor al promedio de los últimos 5 años, pero en contrapartida el riesgo país es menor al período considerado. En consecuencia, si se aplican los valores actuales, el costo de oportunidad del capital sería menor (5,60%).

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.

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 Uruguay⁷. En la actualidad la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,23% y la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 4,89%.

En este caso, la TIR en UI del Fideicomiso (4,6%) 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.*

⁷ 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 el desarrollo de 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

La pandemia de 2020-2021 constituyó un evento agudo, de crisis generalizada y reconfiguración del escenario financiero global. Pasado este proceso, la economía global rebotó y retomó la senda de crecimiento, al tiempo que la inflación aumentó significativamente producto de las políticas expansivas lanzadas durante el período del Covid-19. En 2023, la economía global creció 3,1% y se espera un crecimiento similar durante 2024-25 según las últimas estimaciones del World Economic Outlook. Sin embargo, es interesante destacar que este crecimiento ha sido corregido al alza en especial para de Estados Unidos, que ha sido más resiliente al proceso de contracción monetaria, y de las economías en desarrollo.

En particular, el desempeño de Estados Unidos ha sido más sólido de lo esperado, configurando un escenario de menor preocupación por la actividad y mayor preocupación por la reducción de la inflación. En este sentido, se espera que el proceso de recorte de tasas de interés en Estados Unidos comience en algún momento de 2024, pero el mismo será más lento de lo previsto hace unos meses atrás. De esta forma las tasas de interés se mantendrán relativamente altas durante 2024 y el dólar también mantendrá su fortaleza relativa a nivel global, aunque como se verá más adelante el mercado uruguayo se ha desanclado de esta dinámica. Del mismo modo, este escenario resta soporte financiero al precio de los commodities y estos se ubican actualmente por debajo de los precios de cierre de 2023. Si bien el comportamiento del

precio de las materias primas es más sensible a las condiciones financieras en el caso de los metales y el petróleo, los commodities agrícolas también están parcialmente influidos por esta dinámica, a lo que le suma la menor demanda de China.

De esta forma, se mantiene un escenario global de menor impulso financiero externo para las economías de la región, con tasas que se mantendrán elevadas, dólar fuerte y precios de los commodities que tendencialmente no subirán en el corto plazo.

Gráficos 1 y 2 – Dollar index (izq, ene 2006=100=.) y Tasa de Política Monetaria e Inflación en EEUU (der.)



Fuente: Fred St Louis.

Al igual que en informes anteriores, el impacto del ciclo financiero global sobre el mercado doméstico se mantiene acotado. El principal aspecto ha sido la relativa estabilidad del dólar en términos nominales, a diferencia de lo acontecido a nivel global. Esto implicó una apreciación real significativa del peso uruguayo en los últimos dos años, que podría estar explicado en parte por aspectos vinculados a la política monetaria y en parte por el ingreso de capitales vinculados a la inversión extranjera directa y al desempeño del sector externo. Todo esto con distinto timing, pero en 2023, a nivel de fundamentos, el ingreso de IED ha tenido un importante efecto en el Saldo de Financiamiento Externos que se mantiene superavitario. Es importante resaltar que el desempeño de la IED estuvo estrechamente vinculado a las obras de infraestructura y la instalación de la tercera planta de celulosa en el centro del país, pero también por el ingreso de capitales con otros destinos, entre los que se encuentra el mercado inmobiliario.

En línea con lo anterior, la estabilidad del dólar también ha contribuido a que la inflación se ubique dentro del rango meta definido por las autoridades monetarias y se espera continúe en este nivel durante 2024. Esto podría implicar que la política monetaria podría tener cierto margen para bajar tasas de interés, aunque enfrentará el desafío de sopesar expectativas al alza en horizontes más lejanos, de 24 meses.

El escenario descrito previamente implica que la inflación en dólares continuará siendo elevada, lo cual genera oportunidades y desafíos. En el primero, la inflación en dólares genera un mayor poder adquisitivo para los hogares, impulsando el consumo privado. El año pasado el consumo privado tuvo un muy buen desempeño, y se espera un año aún mejor en 2024. Esto también ha sido uno de los principales drivers del mercado inmobiliario, como se discutirá más adelante. En cuanto a los desafíos, la contracara de la

inflación en dólares es un encarecimiento relativo de los costos de producción, en especial en sectores que tienen costos en pesos e ingresos en dólares. Esto viene erosionando los márgenes de producción en el sector inmobiliario, y es la tónica de los nuevos desarrollos en la producción inmobiliaria.

Gráficos 3 y 4 – Tasa de Política Monetaria e Inflación en Uruguay (izq.) y Evolución del PIB y proyecciones (der.)



Fuente: INE y BCU

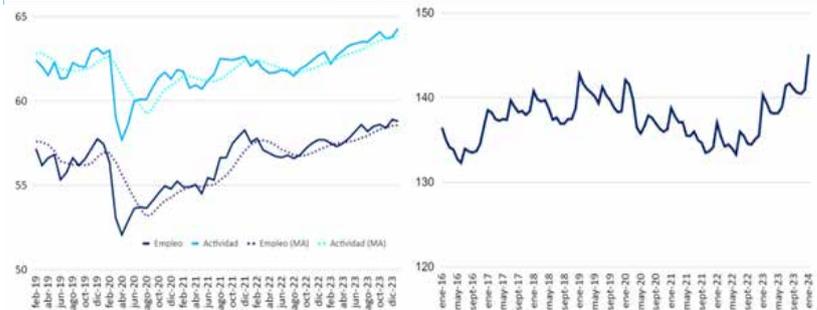
En cuanto a la actividad económica, el 2023 habría cerrado con un crecimiento casi nulo (de menos de medio punto porcentual), producto del enlentecimiento de la actividad, una base de comparación alta producto de las etapas finales de la instalación de la tercer planta de celulosa y algunos shocks puntuales (sequía, parada de la refinería de Ancap). Este desempeño tiene cierta heterogeneidad al interior. Mientras el Consumo privado tuvo un excelente desempeño dado la solidez del mercado laboral, el aumento de los salarios y la apreciación real del peso; el sector exportador experimentó un escenario negativo producto de la sequía y la baja en los precios de los commodities. Adicionalmente, es importante señalar que el consumo privado habría crecido por encima del 3% durante 2023, aún en un escenario de corrimiento de consumo hacia Argentina producto de la amplitud de la brecha cambiaria que favorecía el consumo de los uruguayos en Argentina, tanto a nivel turismo como en la frontera.

Una vez extinguidos los efectos de los shocks puntuales del año pasado, hacia 2024 se espera un repunte de la actividad y la economía volvería a crecer por encima del 3%, con un consumo privado que seguirá empujando la actividad, al tiempo que se espera una contribución positiva del sector agropecuario ante la reversión de la sequía.

En lo que refiere al mercado laboral, si bien la economía en su conjunto cerraría 2023 con muy bajo crecimiento por los factores comentados previamente, el mercado de trabajo continuó evidenciando señales positivas, manteniendo el dinamismo exhibido en meses anteriores. En este sentido durante 2023, se han creado 40 mil puestos de trabajo de acuerdo a lo publicado por el INE lo que es consistente con un aumento de 2% en la Tasa de Empleo en los 12 meses cerrados a enero 2024. En cuanto a la actividad, también muestra que hay un incremento de la población activa, en tanto el desempleo se mantiene reducido en torno al 8%. A nivel salarial, los salarios reales tuvieron un importante crecimiento durante 2023, producto del incremento nominal que aún recoge cierto rezago post-pandemia y vinculado a la moderación inflacionaria. Todo lo anterior configura un escenario positivo para los ingresos de los hogares. Es importante notar que este desempeño, no fue afectado negativamente por la

ralentización de la economía exhibida en 2023, y fue en gran parte sostén del crecimiento económico en los últimos meses.

Gráficos 5 y 6 – Mercado laboral (izq) e Índice Medio de Salarios Reales (der.)



Fuente: INE

2. Mercado inmobiliario

a. 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 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. 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 evidenciada con un relanzamiento del sector, el aumento de la transaccionalidad y aumentos de la demanda apalancados en la recuperación de los ingresos de los hogares, el aumento del crédito y el fortalecimiento del peso uruguayo. Esto implica un abaratamiento relativo de la vivienda en dólares.** Hacia el futuro, este escenario de mejora del lado de la demanda,

reduce los márgenes del lado de la oferta y los nuevos emprendimientos inmobiliarios. En lo que sigue de esta sección se aborda el análisis del mercado inmobiliario, con especial foco en el mercado de vivienda.

i. Oferta de vivienda

Existen aproximadamente 1,2 millones de viviendas y casi un millón de hogares, lo que implica que aproximadamente 200 mil están vacías o representan la segunda o tercera vivienda del hogar (típicamente vivienda de balneario). El sector presenta un stock de viviendas antiguo, con necesidades de reciclajes, reparaciones y mejoras constructivas. También es importante destacar que se trata de un mercado segmentado, con productos diferenciados a distintos públicos y zonas, por lo que es posible que las características promedio del stock de viviendas no se mantengan en las distintas zonas, para distintos estratos de hogares, etc. Esto determina que las condiciones generales representan un marco de evaluación de los proyectos, pero se deben considerar las particularidades de los proyectos inmobiliarios a la hora de evaluar su desempeño.

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

El stock de viviendas existente 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. El resultado de esto ha sido el desarrollo de áreas que previamente tenían un menor atractivo relativo, como el Centro, La Blanqueada, Palermo y Barrio Sur, entre otras. Lo mismo ha venido ocurriendo incluso fuera de Montevideo, con el reciente desarrollo de Canelones.

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 la ANV se aprecia un aumento de proyectos promovidos desde 2021, superando 180 proyectos. Esta tendencia se mantuvo estable en los últimos dos años, incluso con un aumento en 2023 que fue récord de proyectos en el marco de este estímulo. Es importante señalar que los cambios introducidos en 2020 también han permitido dinamizar esto fuera de Montevideo.

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. Los primeros se refieren principalmente al crecimiento de la población, las preferencias familiares y otros elementos de decisión 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. 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 se esperan modificaciones según las estimaciones de población del INE. 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 tendería a reducirse. Si bien en los últimos años Uruguay ha recibido cierto flujo migratorio, cambiando la tónica de los primeros años del siglo XXI⁸, 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.

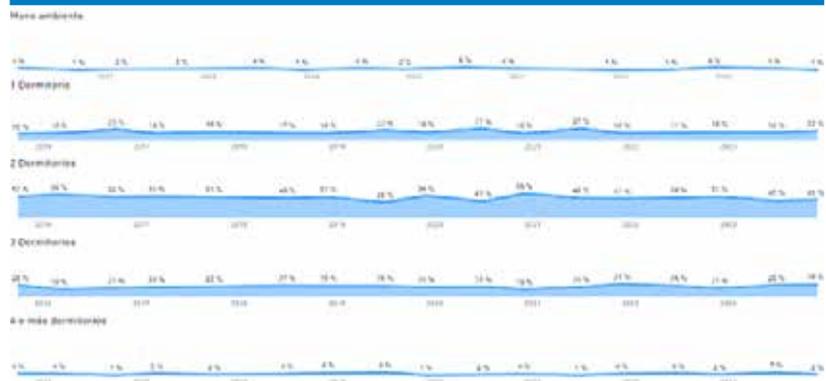
A su vez, existen otras dinámicas estructurales propias de nuestro país que tienen incidencia positiva sobre la demanda de vivienda. Estos son: **i)** el avance en la esperanza de vida; **ii)** la creciente fragmentación del hogar; **iii)** la disminución de la tasa de matrimonios; **iv)** el progresivo 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

⁸. Según los últimos datos publicados por la ONU en Uruguay, casi un 2,4% de la población es inmigrante

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.

Más allá de lo anterior, para entender el perfil de la demanda, CARE contrata a Research Uruguay, que genera una encuesta semestral recurrente que se realiza sistemáticamente desde 2015. De acuerdo a esta encuesta casi 70% de los encuestados buscan viviendas de dos o menos dormitorios, tanto en el pasado como en sus perspectivas de los próximos dos años.

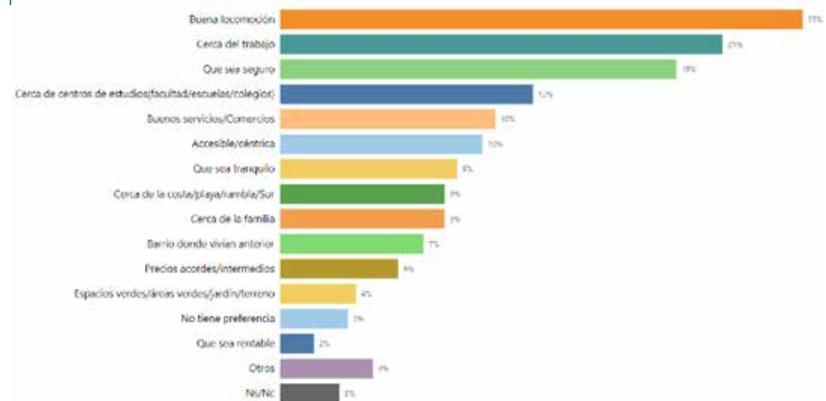
Gráfico 7 - Cantidad de dormitorios buscados por "hogares que buscaron en los últimos tres meses"



Fuente: Research Uruguay

Los principales atributos a la hora de elegir una vivienda refieren a la ubicación en un lugar céntrico, la existencia de buena locomoción, que se trate de un entorno seguro y cercano al lugar de trabajo. **Todos estos son amenities vinculados al entorno geográfico de la vivienda y se mantienen en relación a las últimas olas de esta encuesta.** Los barrios más demandados coinciden con olas previas de esta encuesta y resaltan Centro y Pocitos; igualmente se mantiene también la tendencia de corrimiento hacia el este en el eje Ciudad de la Costa/Pinar. Por su parte, en esta última edición se aprecia un repunte de la búsqueda de viviendas con estacionamiento, elemento de menor importancia en ediciones pasadas.

Gráfico 8 - Principales requisitos de la vivienda buscada en los últimos tres meses



Fuente: Research Uruguay

En cuanto al financiamiento, los hogares encuestados indican una mayor importancia del ahorro previo y cierta disminución del financiamiento como fuente de financiamiento en la compra de la vivienda. Sin embargo, como se verá más adelante, el crédito hipotecario continúa creciendo, y tanto el acceso como las condiciones de los créditos continúan mejorando en los últimos años.

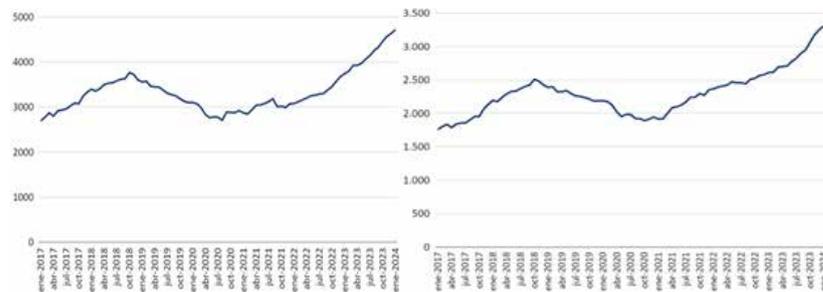
Por último, la encuesta de Research incorpora indicadores de precios a través del Price Sensitivity Model que permite aproximar el precio óptimo de acuerdo a las opiniones de los entrevistados. Este relevamiento, de carácter subjetivo, permite tener una orientación de referencia general de los demandantes 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 entre 6% y 7% durante 2023.

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 fue dual, vinculada a menores salarios y el deterioro del mercado laboral durante la pandemia. Esto determinó un cambio para los hogares que impactó principalmente en los primeros meses posteriores a la irrupción de la emergencia sanitaria en tanto la incertidumbre era extremadamente elevada. Este fenómeno se revirtió sobre finales de 2021 y viene sosteniéndose una mejora sustancial en los últimos años como se comentó en la primera sección de este capítulo. En este sentido, los ingresos de los hogares crecen tendencialmente, y se benefician de la apreciación del peso, impactando positivamente sobre la compra de bienes durables (automóviles, inmuebles, entre otros)

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. La cantidad de operaciones nuevas de crédito a enero de 2024 creció 26% en términos interanuales. En tanto, el monto total operado ha crecido por encima del 26%, acelerando en los últimos meses y ratificando el dinamismo del crédito como vía de acceso a la vivienda. En cuanto al costo de los créditos nuevos, las tasas de interés en UI se ubicaron en diciembre de 2023 en 4,6% promedio, relativamente estables en los últimos meses luego de la moderación durante 2021-22.

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



Fuente: BCU

Las condiciones de los créditos hipotecarios han continuado mejorando, lo que apuntala su desempeño reciente. No obstante, la penetración del crédito se mantiene reducida, tendencia que caracteriza a Uruguay en la región. Por esto, es necesario comprender qué restricciones de acceso existen en este sentido. 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. Estas condiciones han favorecido a los hogares uruguayos, y cada vez más hogares podrían ser sujetos de crédito. De acuerdo a Sader & Calvete, solo un quinto de los hogares uruguayos cumplen con las condiciones de ingresos necesarios para acceder a un crédito hipotecario. Este indicador busca aproximar y medir sistemáticamente cambios en el acceso, y si bien denota una mejora en el acceso en los últimos 18 meses, aún resta una porción mayoritaria de los hogares que no tiene posibilidades de acceso al crédito hipotecario.

Gráfico 11 - Ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito hipotecario



Fuente: Sader & Calvete (Marzo 2024).

Si se compara este indicador con los resultados generales de la encuesta de Research, se aprecia un desencuentro de expectativas, en tanto aproximadamente la mitad de los encuestados piensa financiar la compra con un crédito. Adicionalmente, se debe considerar que la coyuntura económica es favorable para el desarrollo del crédito hipotecario. Por una parte, el peso uruguayo ha registrado una importante apreciación respecto al dólar durante los últimos años, aumentando los ingresos de los hogares medidos en dólares. En tanto los precios de los inmuebles exhiben cierta rigidez, este fenómeno

reduce el monto a financiar. Por otro lado, las tasas de interés en Unidades Indexadas exhibieron una reducción importante durante el último año y se ubicaban en 3,5% anual en el último trimestre de 2023. 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

La demanda de inmuebles por motivo de inversión está estrechamente vinculada al costo de oportunidad del capital, es decir el rendimiento de usos alternativos 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 se han incrementado, elevando el costo de oportunidad de invertir en inmuebles respecto a la inversión en otros activos, particularmente financieros. Este fenómeno, se ha moderado en los últimos meses y podría revertirse parcialmente durante 2024 aunque esta reversión sería lenta como fue comentado en la primera sección de este capítulo.

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 vinculado a la fortaleza del sector externo, en especial la IED, y otro financiero vinculado a las tasas de interés de los instrumentos locales.

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 12% de los encuestados declaró haber buscado vivienda por motivo inversión lo que implica un leve aumento respecto a la última edición, al tiempo que 15% de los encuestados espera hacerlo en un futuro.

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 las 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.***

En este sentido, la información del INE en base a la Dirección Nacional de Registro indica que durante 2023, las inscripciones de compraventa crecieron casi 2% para el total del país, y casi 5% para Montevideo. Esto mantiene el dinamismo del mercado de compraventa exhibido en los últimos dos años. Montevideo se mantiene como principal departamento, representando más de un tercio de las operaciones y junto a Maldonado representan más de la mitad de las transacciones de compraventa registradas.

Gráficos 12 y 13 – 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

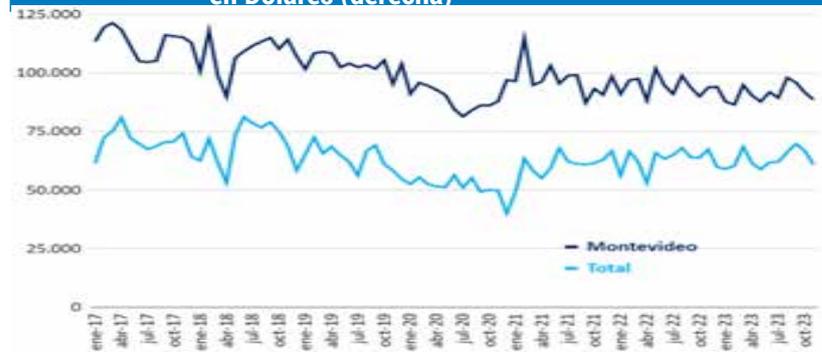
Por su parte, la recaudación del Impuesto a las Transmisiones Patrimoniales se desaceleró durante 2023, reduciéndose levemente en los 12 meses cerrados a enero 2024 (-1,9%), en términos reales. Igualmente debe notarse que el ITP recoge la transaccionalidad del mercado inmobiliario en sentido amplio, abarcando transacciones de compraventa por fuera del rubro de la vivienda. Por otro lado, se debe señalar que la Vivienda Promovida está exenta de este impuesto en su primera operación y justamente este tipo de proyectos está teniendo un dinamismo relevante para el mercado, por lo que estas operaciones no quedan recogidas en el ITP.

Otros indicadores indirectos también sugieren un mercado inmobiliario firme en los últimos meses con perspectivas optimistas. Por un lado, los permisos de construcción continúan creciendo, al tiempo que los cotizantes al BPS en el sector de la construcción, si bien se han desacelerado, mantienen un leve crecimiento. Este último indicador pauta la demanda de mano de obra en el sector que provee servicios habitacionales. Por último, del lado de los hogares, las expectativas del consumidor se mantienen en zona positiva, de acuerdo al indicador de Confianza de Consumidor elaborado por la UCU, destacando la mejora en la predisposición de compra de bienes durables.

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 14 – Mediana del Precio de Transacciones de Compraventa en Dólares (derecha)



Fuente: INE en base a DNR

Más allá de lo anterior, esta información se encuentra en línea con la información provista por Sader y Calvete: el precio de oferta por metro cuadrado de vivienda expresado en dólares se encuentra estable, mientras que el precio medido en UI tiende a reducirse dado la apreciación del peso. De todas formas el fenómeno de inflación en dólares que favorece la transaccionalidad pero incrementa los costos de producción, podría impactar en el precio de los inmuebles en el corto plazo. En particular, para las obras nuevas, este fenómeno podría llevar a revisar las listas de precios que se están produciendo (o se desarrollarán en el futuro) dado el incremento de los costos de producción.

Respecto a los contratos de alquiler, se evidencia un aumento en pesos nominales de entre 7,5% y 5,7% para los contratos nuevos y vigentes, respectivamente. Esto implica un crecimiento real de entre 2,3 y 0,5%, según el tipo de contrato. En términos de dinámica, se aprecia que en 2023 los precios de los alquileres dejaron de reducirse y comienzan un nuevo ciclo con un leve incremento que se aceleró sobre finales de 2023.

Gráfico 15 – Precio Promedio de Contratos de Alquiler (Pesos Constantes, Montevideo)



Fuente: INE en base a DNR

iii.iii. Consideraciones finales sobre el mercado de vivienda

No se esperan cambios significativos en el corto plazo que afecten al mercado inmobiliario de forma negativa. Por el contrario, el contexto macroeconómico es favorable para la demanda de inmuebles, en tanto se profundiza el proceso de mejora del ingreso de los hogares, reforzado por la acumulación de inflación en dólares. Esto, a su vez, se beneficia de un aumento en los créditos hipotecarios y mejores condiciones de acceso por parte de los hogares. En contrapartida, este escenario es complejo para el desarrollo de nuevas obras de vivienda, que ven sus márgenes erosionados y podrían ajustar los precios en dólares para hacer frente a esta situación. En el corto plazo, se espera que la transaccionalidad se mantenga.

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 actual 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 constructoras⁹.

4. Conclusiones sobre el entorno

El riesgo mercado. Entendido como la posibilidad de que los negocios inmobiliarios se desarrollen con una adecuada trayectoria se encuentran acotados. El mercado inmobiliario ha evolucionado por encima de las expectativas y la situación de empleo, ingresos y acceso al crédito de los hogares es propicia para su desarrollo; no obstante existen riesgos sobre la rentabilidad de los emprendimientos por la inflación en dólares. El escenario global no favorece la inversión en inmuebles aunque tampoco se esperan novedades negativas en este marco; 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.*

⁹ 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+.uy¹⁰ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Freve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tamber

⁸ **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. **La inclusión del signo + indica que la calificación se acerca al escalón superior. Grado de Inversión mínimo.**