

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

Montevideo, noviembre de 2022

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

**Actualización de la calificación de CPs de la emisión del Fideicomiso Financiero
CASASURU desarrollo de viviendas de interés social
21 - noviembre - 2022**

CPs Serie A:	fue de UI 135.000.000 (Unidades Indexadas ciento treinta y cinco millones).
Distribuciones:	Según resultados acumulados realizados según procedimiento establecido.
Activo Fideicomitado:	Bienes inmuebles, proyectos en desarrollo, fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso.
Fideicomitentes:	Suscriptores iniciales de los CP's Mulery SA y Nurwoly SA
Emisor y Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión.
Administrador:	CASASURU S.A.
Plazo del Fideicomiso:	Actualmente hasta el 31 de diciembre de 2023, prorrogable según opciones.
Entidad Representante y Registrante:	BEVSA
Administración y pago:	EF Asset Management
Vigencia de la calificación:	hasta el 30 de abril de 2023 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:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se describió en el informe jurídico que se adjuntó en la calificación original. (véase Anexo I de la calificación original).
- Se ha evaluado oportunamente la capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto, CasasUru SA, que resulta crucial para el mismo. La empresa continúa demostrando capacidad de llevar adelante el proyecto, habiendo superado razonablemente los atrasos evidenciados en su momento y adaptado el modelo original.
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadoradora han sometido el proyecto.
- Se presenta una nueva estimación de la TIR para el inversor en los CP serie A, que se ubica ahora en 7,7% en UI, levemente inferior a la estimada en la anterior actualización, pero sigue siendo satisfactoria. Los desarrollos involucrados en las proyecciones contienen rendimientos que varían entre -2% y 35%, 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 prácticamente culminó con la construcción del tercer edificio (81%), y el cuarto tiene al 30 de setiembre de 2022 un avance de obra del 18%.
- El Fideicomiso ejecutó cinco proyectos, la mayor parte de los desarrollos ya se han culminado y vendido en su totalidad, quedando solamente en etapa constructiva el complejo de Interlagos, y no quedan unidades para vender en el resto de los proyectos. Quedan por vender también terrenos en donde no se va a construir.
- Durante todo el año 2022, el escenario de suba de precios locales combinado con una baja del tipo de cambio, ha generado dificultades para establecer los precios de venta de los inmuebles. El ratio USD/UI, considerando la cotización interbancaria, muestra una caída de 15% entre el 1 de enero y el 20 de octubre de 2022. Eso implica que, para mantener mínimamente la rentabilidad anterior, el precio en dólares de los inmuebles debería ajustarse al alza. Sin embargo, el mercado no se ajusta de manera automática a estas variaciones por lo que los márgenes del desarrollador se ven afectados. Esta situación explicaría la leve reducción de la TIR respecto de la presentada en la anterior actualización.

- Se siguen realizando periódicamente distribuciones de fondos a los tenedores de Certificados de Participación A. En marzo realizó una distribución de aproximadamente 10 millones de UI, en julio una por 12 millones de UI y en octubre una por aproximadamente 7,4 millones de UI. Estas distribuciones, sumadas a las realizadas en períodos anteriores suma un total distribuido a noviembre de 2022 de 95,6 millones de UI. Cabe recordar que la emisión fue de 135 millones de UI.
- Se destaca la capacidad demostrada por parte de la administración del fideicomiso en la flexibilidad para adaptarse a la dinámica natural de la evolución del plan de negocios; por ejemplo en la readecuación de las inversiones y proyectos hacia segmentos socioeconómicos de ingresos más altos manteniendo los beneficios de la Ley de Vivienda de Interés Social, lo que mejora las perspectivas del negocio.
- El mercado inmobiliario evolucionó favorablemente luego del importante impacto sufrido al momento de la irrupción de la pandemia del coronavirus durante el primer semestre de 2020. A este respecto, la concreción de operaciones postergadas a raíz de la pandemia apuntalado por la parcial recuperación de los ingresos de los hogares -explicada por la paulatina recuperación del mercado laboral e impulsada por la debilidad del dólar en el mercado financiero local- y las mejores expectativas de éstos, explicarían en parte la evolución favorable del mercado inmobiliario. Adicionalmente, es posible conjeturar que existió un incremento de la demanda de inmuebles por motivo inversión -en particular considerando el contexto financiero local e internacional- y un aumento de demanda de extranjeros que buscan instalarse en el país. Esta situación podría estar acompañada ahora por un contexto financiero internacional menos favorable para las economías en desarrollo, lo que podría ejercer presión sobre el poder adquisitivo de los hogares en moneda extranjera -al influir sobre la trayectoria del dólar a nivel local-, al tiempo que podría limitar o dilatar las decisiones de compra por motivo inversión, dado el incremento del costo de oportunidad derivado del alza de las tasas de interés internacionales -las cuales se ubican en sus niveles más altos de los últimos 10 años-.
- Según se destaca en la sección V de este informe, el mercado viene demandando tipologías constructivas de menor tamaño, en línea con las que construye este Fideicomiso.
- Para el mediano y más largo plazo, se mantienen en términos generales las perspectivas para el sector, ya que la demanda por inmuebles nuevos existe y se fortalecería una vez se logre superar la coyuntura adversa. Esto ocurre particularmente en algunos segmentos de la población y zonas que han mostrado elevado dinamismo en los últimos años y que han mostrado elevada resiliencia a pesar de los eventos adversos recientes.
- 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, en tanto los anuncios recientes vinculados 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.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

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

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

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

i. Antecedentes generales y estado de los proyectos

- **Avances de Obra**

Según informa el operador, durante el periodo se continuó con la construcción de la torre 3 de Interlagos que se encuentra en la etapa final de terminaciones y ya se avanza en etapa de estructura con la torre 4 de Interlagos, llegando

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

A continuación, se actualiza el estado de cada uno de los proyectos a setiembre de 2022, según la información suministrada por el Administrador:

- **Proyecto Aires del Laurel (Salto – Fase I).-**
 - o El proyecto inicial de 64 unidades se subdividió en 3 etapas. La primera etapa de 16 unidades se terminó de ejecutar el 15 de febrero del año 2017. Las obras no se retomarán hasta tanto se entienda que existe una demanda comercial potencial e interesante para el desarrollo de una nueva etapa.
- **Proyecto Aires de Lagomar Sur.-**
 - o La obra de la primera etapa, así como la del cerramiento perimetral fue finalizado el 16 de Julio de 2018. Se obtuvo la habilitación final del proyecto por parte de la IC con fecha 12 de setiembre de 2022.
 - o En julio de 2019 se dio inicio a las obras de las Fases II y III del Proyecto. Con fecha 22 de marzo de 2022 se firmó el acta de recepción definitiva de todos los bloques y las cocheras. Se obtuvo conjuntamente con la etapa I la habilitación final de todo el proyecto por parte de la Intendencia de Canelones.
- **Proyecto Aires del Pinar.**
 - o El proyecto está terminado, las viviendas ocupadas y ya se dio de baja en el BPS.
- **Proyecto Las Piedras.**
 - o Las modificaciones en la Ley 18.795 impuestas por su cambio reglamentario y el bajo nivel de transacciones que hubo en el sector inmobiliario en su momento en el interior del país llevaron al Administrador a demorar el inicio de esta obra.
 - o Se obtuvieron los permisos necesarios por parte de la Intendencia de Canelones para el loteo de la primera etapa del proyecto de Las Piedras lo cual permite que se puedan ejecutar las obras de Infraestructura necesarias para el loteo. El paso siguiente es realizar las obras asociadas al loteo; ya se obtuvo la aprobación de OSE para la obra de agua potable. Corresponde ahora realizar las obras de infraestructura para poder realizar el loteo.
- **Proyecto Aires del Norte.**
 - o El proyecto contempla 30 unidades con tipologías de dos y tres dormitorios similares a las ya ejecutadas en el proyecto Aires del Pinar.
 - o La obra fue finalizada el 30 de setiembre de 2019.
 - o Se realizó en agosto de 2022 la inspección por parte de la IC para la habilitación final, y se está a la espera de la culminación del trámite administrativo.

- **Proyecto Interlagos.**

- o El proyecto contempla cuatro edificios de 37 apartamentos cada uno y un quinto edificio de 32 apartamentos lo que da un total de 180 apartamentos. Además se prevé la construcción de 180 sitios de estacionamiento. Cada edificio contará con unidades de 1, 2 y 3 dormitorios.
- o Se realizó el fraccionamiento del padrón madre en 5 fracciones lo que permitió realizar los edificios en etapas y en el caso que no se realice algún edificio las fracciones sin construcción podrán ser automáticamente vendidas.
- o La construcción de los primeros dos edificios ya está culminada. Se está a la espera de habilitación final por parte de la IC. Se realizó la inspección técnica del primer edificio y se está a la espera de la finalización del trámite.
- o El avance del tercer edificio a setiembre de 2022 es de 81%, previéndose la entrega para el mes de diciembre de 2022.
- o El avance de obra del cuarto edificio es del 12% a setiembre de 2022.

- **Situación comercial.**

- o En Aires del Laurel (Salto), finalmente en el último trimestre se logró la venta de las últimas 2 unidades, por lo que con ello se comercializaron la totalidad de las unidades construidas del proyecto. Se escrituro una de ellas y queda pendiente la escritura de la última unidad.
- 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 escrituro sobre fines del 2021.
- o En Aires del Norte se ha concretado la venta de todas las unidades.
- o En relación al Proyecto Interlagos se continuó con la comercialización del proyecto mediante la ejecución de diferentes campañas de posicionamiento y atractivo del mismo. Ya se han vendido 35 unidades del edificio 1 y 2, hay 29 unidades reservadas del edificio 3 y 9 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 al 30 de setiembre de 2022.

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	1	15	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	35	95%
Interlagos II	100%	37	0	35	95%
Interlagos III	81%	37	29	0	78%
Interlagos IV	12%	37	9	0	24%
Interlagos V	0%	32	0	0	0%
TOTAL		396	39	285	82%

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. Como se verá, ese plazo volvió a modificarse en julio de 2021 y la nueva fecha sería el 31 de diciembre de 2023.
- El 30 de enero de 2020 se procedió a realizar la primera distribución de dividendos de los Certificados de Participación tipo A por \$ 31.775.747.

ii. Hechos salientes del período

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

- Se continuó con la construcción de la torre 3 de Interlagos que se encuentra en la etapa final de terminaciones estimándose la entrega del edificio para el mes de diciembre del corriente.
- Se avanza en etapa de estructura con la torre 4 de Interlagos, llegando actualmente al primer nivel. Se lleva un avance de obra de 12%. Los nuevos edificios son realizados por la misma empresa constructora y se siguen mejorando en lo que refiere a amenities (solárium, gimnasio, etc.).
- Se obtuvo la habilitación final durante el mes de setiembre del proyecto Lagomar Sur, y la Intendencia de Canelones ya realizó la inspección técnica del proyecto Interlagos Torre 1 y el proyecto Aires del Norte, se salvaron las observaciones y los trámites están en curso.
- Se realizaron nuevas distribuciones de fondos a los tenedores de certificados de participación A:
- En marzo de 2022 por un valor aproximado de 10 millones de unidades indexadas.
- En julio otra por un valor aproximado de 12 millones de unidades indexadas.
- En octubre por un valor aproximado de 7,4 millones de unidades indexadas
- El acumulado total hasta la fecha por concepto de distribución de fondos es de aproximadamente 95,6 millones de unidades indexadas.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Informes y entrevista con el Comité de Vigilancia.
- Encuesta periódica de Research Uruguay; "La demanda en el mercado inmobiliario"; setiembre de 2022.
- "Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas"; Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette. Octubre de 2022.
- Informes del Administrador el último al 19 de octubre de 2022.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/6/2022.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/9/2022.
- Estados Contables del Administrador al 31/08/21

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

1. Descripción general

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

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

Administrador: CASASURU S.A

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

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

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

Moneda: Unidades Indexadas

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

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

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

Calificación de Riesgo: BBB+.uy

2. El análisis jurídico

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

3. Riesgos considerados

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

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

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

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

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

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

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

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC intermedios al 30 de junio de 2022 sigue mostrando una sólida situación de solvencia aunque registra un déficit en el periodo producto no de sus operaciones corrientes sino explicado por resultados financieros. El ratio de liquidez se mantiene por debajo de la unidad. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado.

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

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

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término del primer semestre del ejercicio 2022 muestran una caída importante respecto al mismo periodo del año anterior, explicado básicamente por los resultados financieros como se aprecia en el cuadro siguiente.

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

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

Fuente: EE.CC de EFAM

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

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

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

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

Responsables

Sigue siendo el Presidente del Directorio el Sr. Sebastián Sommer y principal responsable en el desarrollo inmobiliario que implica esta operación. Su idoneidad para ejecutar el plan de negocios propuesto ya fue analizada

positivamente por parte de CARE al momento de la calificación original y nada ha ocurrido que hiciera modificar ese juicio.

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

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

Situación económico financiera

Actualmente la firma tiene como actividad principal la administración de este fideicomiso. El ejercicio cerrado el 31/8/21, en su versión preliminar, no muestra una situación patrimonial que haga suponer un riesgo en su continuidad. Al momento del cierre, existía una importante demanda judicial en curso que según su resolución podía afectar negativamente su balance. En el mes de setiembre de los corrientes, según informó a CARE la firma, se llegó a un acuerdo satisfactorio para ambas partes lo que permite asegurar la continuidad de la administradora.

Por otra parte, se sabe, el Fiduciario, en tanto responsable de la administración y con el consentimiento de la Asamblea de Beneficiarios, cuenta con los elementos necesarios para eventualmente y de ser necesario, proceder a la sustitución del administrador, algo que se entiende no ocurrirá. En definitiva, no se trata de una situación que afecte la marcha del Fideicomiso.

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 30/09/2022 y su comparativo con periodos anteriores.

Cuadro 4: Estado de Situación Fideicomiso (miles \$)			
Concepto	30/9/2022	31/12/2021	31/12/2020
Activo	636.588	722.534	884.070
Activo Corriente	382.899	495.080	437.135
Activo no Corriente	253.689	227.454	446.934
Pasivo	222.489	127.373	129.861
Pasivo Corriente	193.100	114.024	116.712
Pasivo no Corriente	29.390	13.350	13.149
Patrimonio	414.098	595.161	754.209
Pasivo y Patrimonio	636.588	722.534	884.070
Razón Corriente	1,98	4,34	3,75
Fuente: EE.CC Fideicomiso			
Patrimonio contable en miles USD	9.922	13.316	17.813
Patrimonio contable en miles UI	74.620	115.323	157.633

Si consideramos el saldo contable del patrimonio al cierre intermedio a setiembre de los corrientes y lo expresamos en dólares según tipo de cambio a esa fecha (\$ 41,736) resulta un valor de USD 9.9 millones, en cambio, si lo expresamos en UI (\$ 5,54.94) el valor sería de UI 74.6 millones. El valor de la emisión, se recuerda, fue de UI 135 millones (considerando solo los de tipo A de oferta pública).

Cabe recordar que a partir del ejercicio 2020 se comenzaron a pagar distribuciones de fondos (pago por utilidades) a los tenedores de CP's Serie A. Desde ese entonces hasta la fecha, se han realizado 9 pagos por concepto de utilidades, incluyendo el último pago por \$ 41.1 millones efectuado el 22/10/2022, todo lo cual supone una cifra estimada acumulada de unas UI 96 millones². Vale decir que a la fecha de redactar este informe, los tenedores de CP's de la Serie A, que invirtieron UI 135 millones, ya han recibido pagos por un monto del orden de UI 96 millones (alrededor de 71 % del monto total invertido). Si se agrega esta cifra al patrimonio contable (Cuadro 4), daría un valor total a recibir del orden de UI 170.6 millones lo que compara favorablemente con el monto de la emisión.

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

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

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

² La conversión a UI fue estimada por CARE por lo que debe tomarse como un valor aproximado.

Dado que el Fideicomiso cumple con las condiciones de entidad de inversión, la participación en subsidiarias no se consolida y en su lugar, dicha participación se presenta al valor razonable con cambio a resultados. Es el caso de Ezery SA que, según se desprende de los EE CC, ha quedado prácticamente liquidada.

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

Concepto	30/9/2022	30/9/2021	31/12/2021
Resultados operativos	(20.969)	27.177	134.047
Gastos adm y ventas	(35.895)	(30.375)	(42.920)
Resultados financieros	(7.900)	5.344	1.041
Resultados diversos	835	341	341
Resultados antes IRAE	(63.929)	2.488	92.508
IRAE	337	(1.768)	(9.244)
Resultados del periodo	(63.592)	720	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 el mayor valor de los ingresos operativos se explica fundamentalmente por el cambio en el valor razonable de las inversiones según tasaciones; cosa que en este periodo no ocurre por no corresponder con un cierre anual.

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.*

³ Se recuerda que la integración recibida fue de \$ 2.100 millones en un periodo entre 2014 y 2019, lo que equivale aproximadamente a USD 74.2 millones.

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

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

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

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

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

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

El Fideicomiso ejecutó cinco proyectos, la mayor parte de los desarrollos ya se han culminado y vendido en su totalidad, quedando solamente en etapa constructiva el complejo de Interlagos, y no quedan unidades para vender en el resto de los proyectos. Quedan por vender también terrenos en donde no se va a construir.

Interlagos es un proyecto que tiene una incidencia de un 62% en los ingresos totales esperados, además de ser el que tiene la mayor TIR esperada (35%). Este último proyecto está contribuyendo a mejorar las perspectivas del negocio, y por el momento se viene ejecutando según las previsiones, habiéndose ya culminado la construcción de la Torre 2, está muy avanzada la Torre 3 y ya se ha iniciado la construcción de 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	27%
Aires del Norte	5%
Interlagos I a V	61%
TOTAL	100%

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

Como puede observarse en el cuadro, el otro proyecto con alta incidencia en el plan de negocios es el de Lagomar que se encuentra terminado y 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 19/10/2022 y proyectando los meses y años siguientes sobre la base de los proyectos en marcha y a realizar (incluye un total de 396 unidades, o sea los 5 edificios del proyecto Interlagos). Esto supuso que la etapa II y III de Salto no se realizaría, se vendería ese terreno a USD 200.000 y se vendería el terreno de Las Piedras en aproximadamente USD 700 mil en diciembre de 2022, estos supuestos son en general compartidos por CARE, pareciendo razonable que se haya descartado continuar construyendo en Salto.

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

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

Cuadro 7 - FF Flujo proyectado en miles de UI

REAL/PROYECTADO	2015-17	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	TOTAL
Valor de la UI		3,91	4,21	4,62	4,99	5,43	5,52	6,10	6,42	
Ingresos por ventas	26.862	55.703	61.079	95.167	91.877	96.420	56.233	72.902	0	556.243
Costos de construcción	-63.719	-16.356	-58.226	-67.028	-47.341	-39.080	-52.030	-27.684		-371.464
Cuotas Terrenos	-45.805	-1.099			-168					-47.072
Otros gastos (permisos)	-297	-453	-175	-432	-143	-93	-107			-1.700
Comisiones y costos venta	-177	-676	-452	-997	-1.290	-964				-4.556
Costo del FF (incl. Las Piedras)	-22.331	-7.370	-7.806	-7.719	-7.363	-7.291	-6.540	-6.288		-72.708
FF PRESUPUESTADO (MILES DE UI)	-105.467	29.749	-5.580	18.991	35.572	48.992	-2.444	38.930	0	58.743
FF de los Certificados de Participación	-135.000			17.995	48.313	35.749	82.083	8.606	31.301	
TIR CONSOLIDADA		9,2%								
TIR CERT PART A		7,7%								

Fuente: Administrador

La nueva Tasa Interna de Retorno para los CPs de la serie A, que son los que se califican, se ubica en 7,7% (1,7 puntos porcentuales más que la actualización anterior). A su vez, los desarrollos inmobiliarios evidencian retornos entre un -2% y 35%.

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

El ratio USD/UI, considerando la cotización interbancaria, muestra una caída de 15% entre el 1 de enero y el 20 de octubre de 2022. Eso implica que, para mantener los objetivos en materia de rentabilidad del negocio, el precio en dólares de los inmuebles debería haberse ajustado al alza. Sin embargo, el mercado no se ajusta de manera automática a estas variaciones, por lo que si los precios de venta no logran acompañar el nivel de la inflación, se termina resintiendo la rentabilidad.

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

3. Sensibilizaciones

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

En este sentido se supuso un escenario “pesimista” en el que los ingresos por ventas proyectados fueran menores a los esperados. Si los precios de venta cayeran un 5% la TIR para el inversor sería de 6,9% y si la reducción de precios fuera de un 10% la TIR sería de 6,1%. Si además los ingresos se atrasaran en 12 meses la TIR del inversor sería de 6,4% y 5,7%, para reducciones de 5 o 10% en los precios respectivamente.

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

4. Nueva estimación del costo de oportunidad del Capital

La forma de evaluar si una TIR es atractiva o no, es compararla con el costo de oportunidad del capital. Para esto se utilizó el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran³ se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

³. A. Damodaran, “Estimating Equity Risk Premiums” Stern School of Business.

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

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado⁴.

rf: tasa libre de riesgo (Treasury Bonds USA)

E(Rm) – Rf: Prima de Riesgo de mercado. . Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto (diferencia entre el rendimiento de los activos de renta variable⁵ y la tasa libre de riesgo).

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

Por lo general, se considera como la tasa libre de riesgo a los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Se opta normalmente por utilizar los promedios de 5 o 10 años de dichos rendimientos, evitando de esta manera los elevados valores de fines de la década de los noventa y comienzos de la década del 2000, así como también las tasas extremadamente bajas de 2020. En los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,0%, y en el momento actual cercano a 4,0%⁶.

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

El parámetro “beta unlevered” de Damodaram, para enero de 2022 se ubica en 1,33 y en 1,04 para el promedio de los últimos 5 años, lo que indica que la inversión en la construcción de viviendas tiene un mayor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado.

A los efectos de calcular estos indicadores se tuvieron en cuenta los valores promedio de los últimos 5 años. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 1,99% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 147 puntos básicos. Ambos valores son particularmente bajos en relación con los históricos.

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

Otros indicadores con los que si podría compararse la TIR esperada del Fideicomiso podrían ser las curvas de rendimiento, que serían opciones posibles de inversión ya que están estimadas para el caso del Uruguay⁷. En la actualidad la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,63% y la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 5,43%.

⁴. Se consideraron los betas promedio de empresas de construcción de viviendas en mercados emergentes según A. Damodaram

⁵. Equity Risk Premium del S&P 500

⁶. En la actualidad los rendimientos de estos bonos han tenido un aumento muy importante como consecuencia de la política monetaria de EEUU y la alta inflación. Durante la peor parte de la crisis sanitaria estuvieron muy bajas, por debajo del 1%.

⁷. Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación o en dólares, según sea el caso

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

Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que –entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca del retorno proyectado de los certificados de participación.

Riesgos considerados:

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

Riesgo de descalce de monedas. Si bien los ingresos y egresos más relevantes están previstos en monedas diferentes, dólares y unidades indexadas, éstos en el largo plazo se ajustan con índices que arbitran razonablemente con los costos e ingresos del mercado. *Este riesgo por tanto es bajo.*

V. EL ENTORNO

El análisis de entorno macro y sectorial tiene como objetivo evaluar los factores futuros que puedan incidir en la generación de los flujos propuestos por el proyecto. Estos factores, por su naturaleza exógena, refieren al marco general de funcionamiento, en el cual se enmarca el “Fideicomiso Financiero CasasUru de Desarrollo de Viviendas de Interés Social I” y no pueden ser controlados por parte de la empresa. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados relevantes para el proyecto, así como con el análisis de las principales políticas públicas que pueden incidir directamente en el cumplimiento de los supuestos y objetivos subyacentes al modelo de negocios. Este último aspecto está vinculado a disposiciones del gobierno que puedan afectar positiva o negativamente al proyecto, incluyendo elementos como la política tributaria general o sectorial, disposiciones referidas al ordenamiento territorial, la existencia de subsidios o créditos a la construcción, a la compra o arrendamiento de inmuebles, entre otros elementos.

No obstante lo anterior, las consideraciones que se describen en esta sección refieren a las perspectivas de mediano y largo plazo, mientras que a este fideicomiso, de no modificarse el plazo del contrato, cosa que podría ocurrir, le restan tres años para su culminación, período en el cual deberán comercializarse el saldo de apartamentos ya construidos y los que están en construcción, por lo que estas perspectivas de mediano plazo deben relativizarse.

Para la elaboración de esta calificación CARE utilizó documentos especialmente elaborados para la calificadora con base en el mercado inmobiliario. Estos informes, listados al inicio, son la base de la información utilizada en este análisis, la cual se complementa con información relevante de carácter público y otra provista por el emisor.

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

Este informe incluye consideraciones de largo plazo que para el caso particular de este fideicomiso podrían no tener mayor incidencia ya que éste se encuentra cercano a su finalización y tiene un plan de negocios que podría llegar hasta 2025.

1. Entorno macroeconómico nacional e internacional

Luego de haber enfrentado un shock negativo inédito durante el 2020, la actividad económica mundial comenzó una rápida recuperación de su actividad económica durante el último año. En concreto, de acuerdo a estimaciones del Fondo Monetario Internacional la economía mundial creció a un ritmo anual de 6% durante 2021 y proyecta que este año lo haga a una tasa de 3,2% anual. 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.

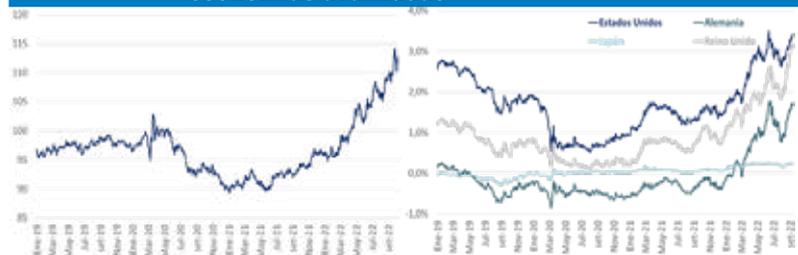
⁹ Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación o en dólares, según sea el caso

La recuperación global del último año ha estado estrechamente vinculada al control de la situación sanitaria y al despliegue de significativos estímulos fiscales y monetarios. En efecto, el rápido despliegue de los planes de vacunación habilitó el paulatino retiro de las medidas de restricción a la movilidad impuestas para limitar la propagación del virus. A su vez, las políticas fiscales y monetarias desplegadas desde la órbita del sector público jugaron un papel clave, en particular aquellas desplegadas por los países más desarrollados. Estas políticas agresivas de estímulo no sólo lograron evitar un mayor deterioro de la actividad económica, sino que sentaron las bases para la rápida recuperación evitando que un shock de carácter transitorio derive en daños permanentes sobre el stock de capital físico y humano de la economía -lo cual limitaría su potencial crecimiento en el largo plazo-.

El resultado de estas políticas fue la configuración inmediata de un escenario financiero benigno para las economías emergentes. 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.

A pesar de ello, la rápida recuperación de las economías desarrolladas y las presiones inflacionarias⁸ exhibidas en algunas de ellas -particularmente en Estados Unidos- precipitaron el retiro de las políticas acomodaticias. En esta línea, con los niveles más altos de inflación de los últimos 30 años, en marzo de 2022 la Reserva Federal de los Estados Unidos decidió comenzar con su proceso de normalización monetaria, en tres nuevos ejes: i) acelerando el retiro de compras de títulos de deuda pública, ii) elevando su tasa de interés de referencia y iii) señalizando múltiples subas adicionales en el corto plazo. Esto trajo aparejado un incremento importante de las tasas de interés internacionales (especialmente de renta fija, en detrimento de la renta variable), las cuales alcanzaron sus niveles más altos de los últimos 10 años, al tiempo que el dólar estadounidense presentó una fuerte apreciación frente a monedas de países desarrollados y emergentes. De esta forma, el benigno ciclo financiero internacional parecería haber llegado a su fin, y es esperable que las condiciones financieras internacionales continúen endureciendo durante los próximos meses.

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

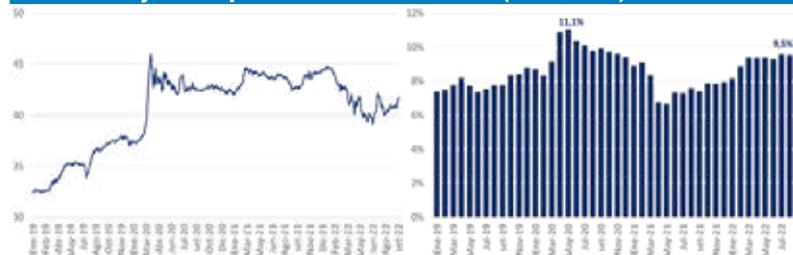


⁸ Las cuales también fueron impulsadas por el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania a través del aumento del precio de los commodities energéticos y alimenticios.

A pesar de lo anterior, se debe tener presente que el dólar ha evolucionado de forma algo diferente en el mercado financiero uruguayo y se ha debilitado

en términos reales con respecto al peso, configurando un escenario propicio para la compraventa aunque algo más tenso para los desarrolladores. Este comportamiento podría ser explicado en buena medida por la política monetaria que el BCU ha desplegado con el objetivo de lograr la convergencia de la inflación al rango meta. No obstante lo anterior, la inflación se ha acelerado recientemente y aún se espera se mantenga por encima de la meta, no sólo en los próximos meses sino también en el horizonte de política de 24 meses. Este cambio en la dinámica inflacionaria guarda relación principalmente con el aumento del precio de los precios de la energía y los alimentos (trigo, maíz, carne y lácteos, entre otros) producto de la guerra en Ucrania.

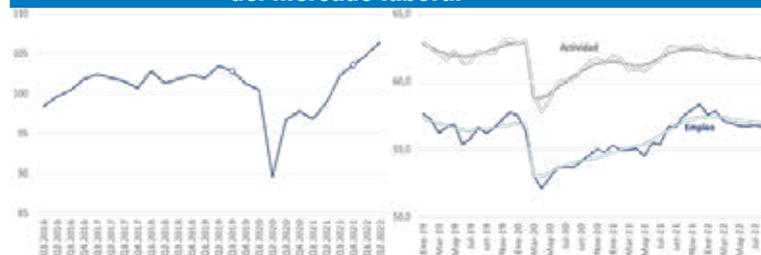
Gráficos 3 y 4 – Tipo de Cambio Nominal (USD/UYU) e Inflación



Al respecto de la actividad económica, luego de la significativa caída de la actividad durante 2020, la economía uruguaya ha comenzado un lento y dispar proceso de recuperación. En efecto, esta situación derivó en una recuperación asimétrica para los distintos sectores de actividad y que estuvo impulsada por el buen desempeño de la construcción (estrechamente vinculada a grandes obras, con foco en infraestructura y la construcción de una tercer fábrica de celulosa) y el sector agropecuario.

De esta forma, el PIB creció 4,4% en 2021, superando los niveles de actividad del 2019, previo a la pandemia. No obstante, y en línea con lo anterior, la recuperación ha sido asimétrica entre sectores, resaltando que algunos sectores sufrieron por más tiempo los efectos negativos de la crisis sanitaria. En este contexto, la mediana de analistas consultados por el Banco Central del Uruguay estima que la actividad económica continúe creciendo este y el próximo año a un ritmo anual de 5,0% y 3,0%, respectivamente. Estos guarismos han sido ajustados al alza en los últimos meses debido al positivo desempeño de la economía uruguaya durante los dos primeros trimestres del año, el cual estuvo por encima de lo esperado por los analistas.

Gráficos 5 y 6 – Nivel de actividad (Desestacionalizado) y Evolución del mercado laboral

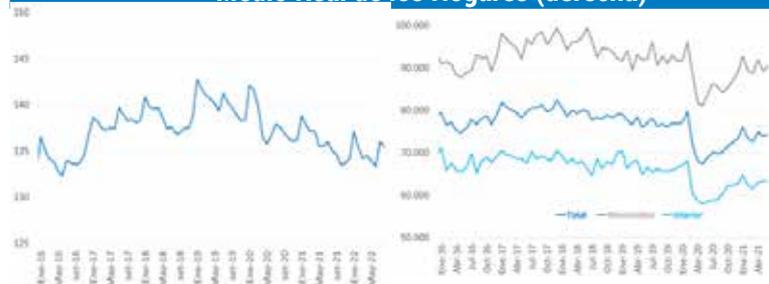


A pesar de esta recuperación del nivel de actividad, el mercado laboral ha presentado señales mixtas. En este sentido, el empleo se ha recuperado con cierto

dinamismo y alcanzó rápidamente niveles similares a los exhibidos previo a la pandemia. No obstante ello, esta recuperación parece haberse estancado en los últimos meses y representa uno de los principales desafíos de la política pública.

Este comportamiento del mercado laboral tuvo su correlato en el ingreso de los hogares, que recuperaron de forma parcial la caída asociada a la crisis económica derivada de la pandemia. Adicionalmente, el debilitamiento del dólar a nivel local permitió recuperar aún más el poder de compra de los hogares medido en moneda extranjera. De todas formas, en línea con el reciente estancamiento de la recuperación del empleo, así como la magra evolución de los salarios reales -que aún se ubican un 4% por debajo de su valor previo a la pandemia-, los ingresos de los hogares han visto resentida su recuperación en los últimos meses y continúan ubicándose por debajo de su valor previo a la irrupción de la pandemia.

Gráficos 7 y 8– Índice Medio de Salarios Reales (izquierda) e Ingreso Medio Real de los Hogares (derecha)



2. 2. Mercado inmobiliario de vivienda

2.a. Evolución reciente y perspectivas

El sector inmobiliario representa aproximadamente el 13% del PIB de la economía uruguaya y alcanza a aquellas actividades dedicadas a la intermediación en la venta y alquiler de bienes inmuebles ya sea destinados a vivienda, oficinas, locales comerciales, entre otros.

Este ha venido aumentando su actividad de manera sostenida desde 2003 después de una profunda crisis sectorial entre 1999 y 2002. A partir del 2003, comienza una recuperación que evidenció al menos dos fases diferenciadas. Una primera de alto crecimiento (2003 – 2015), que comenzó con un boom inmobiliario sin precedentes desde la década de los 70 concentrado en el sector agropecuario y construcciones destinadas al sector de altos ingresos y luego se orienta hacia la construcción de vivienda destinada al sector medio y medio alto de la población, apalancado en un moderado incremento del crédito y estímulos fiscales.

Posteriormente, se registró una segunda fase (2015 – 2019) en la que se aprecia un ciclo de crecimiento tendencial marcado por cierta volatilidad. El 2017 fue un año bisagra en el que se revitalizó la inversión inmobiliaria de vivienda, con una clara concentración en proyectos en las zonas más valorizadas de la ciudad de Montevideo y Punta del Este. Este proceso se entorpeció en 2018 producto de una coyuntura regional adversa, en la que el mercado inmobiliario en Uruguay recibe el shock negativo de la devaluación en Argentina. A partir de 2020, la pandemia y sus efectos globales generaron

amplia incertidumbre a nivel global y local. Sin embargo, durante 2021 esta situación parece revertirse y comienza a evidenciarse cierta mejora del sector, tal como se aborda en lo que sigue de este capítulo.

i. Oferta de vivienda

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

El sector ha alternado períodos de crecimiento con ciertos enlentecimientos desde 2003. Este escenario se ha gestado y desarrollado prácticamente sin intervenciones directas desde el sector público como proveedor, aunque sí ha incidido en la generación de un marco general que favoreció la construcción de vivienda. La aprobación de la Ley de Acceso a la Vivienda de Interés Social en 2011, 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, especialmente en aquellas zonas que aprovechan los beneficios fiscales otorgados a partir de la Ley VIS. Esto ha llevado a redensificar zonas de relativamente menor atractivo como el Centro, La Blanqueada, Palermo y Barrio Sur, entre otras.

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

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

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

ii. Demanda por consumo e inversión

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

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

ii.i.i. Factores Sociales

En Uruguay, el crecimiento de la población ha sido muy reducido en los últimos 50 años y no se esperan cambios sustanciales en los próximos 25 años según las estimaciones de población del INE. Sin embargo, es destacable la tendencia decreciente que muestra las tasas de natalidad y la leve tendencia ascendente de la mortalidad en tanto la población total tiende a envejecer. Esto determina que hacia fines de la década del 2040 la población tenderá a reducirse de no ocurrir cambios en los determinantes del crecimiento natural o un saldo migratorio positivo. Precisamente, en los últimos años Uruguay ha recibido cierto flujo migratorio, cambiando la tónica de los primeros años del siglo XXI⁹. Este proceso ejerce cierta presión sobre la demanda de inmuebles, particularmente sobre el mercado de arrendamientos.

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

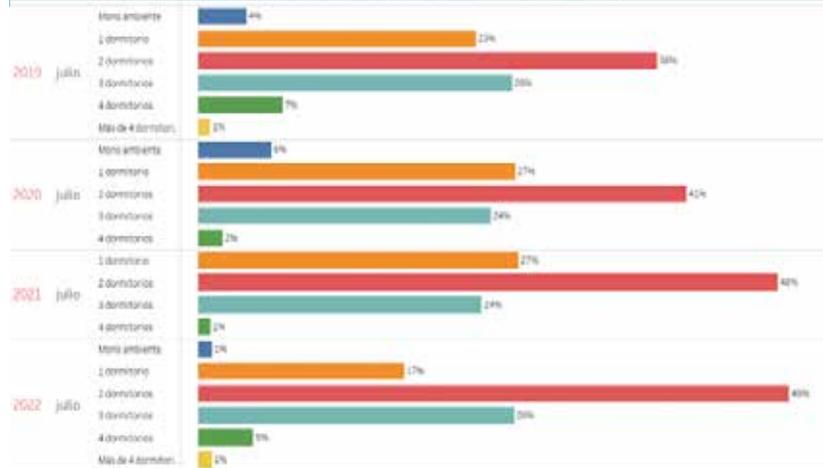
i) el avance en la esperanza de vida; **ii)** la creciente fragmentación del hogar; **iii)** la disminución de la tasa de matrimonios; **iv)** el progresivo aumento de jóvenes con estudios terciarios en el mercado laboral y; **v)** la inseguridad.

Todos estos elementos han cambiado el paradigma en el mercado de la vivienda y seguirán impactando en las preferencias de los hogares. Por estos motivos, el mercado demanda tipologías constructivas reducidas y en la franja costera, al tiempo que el tamaño de los hogares se acerca a una relación de dos habitantes por vivienda.

Para comprender el perfil de la demanda de vivienda, se contrató los servicios de Research Uruguay, a través de una encuesta semestral recurrente, que ya acumula más de 14 ediciones entre 2015 y 2022. Según concluye la investigación realizada la demanda concuerda con lo descrito sobre la oferta: aproximadamente el 20% y 50% de los entrevistados en la encuesta realizada prefieren unidades que cuenten con 1 y 2 dormitorios, respectivamente. El 30% restante declaró haber buscado inmuebles con al menos 3 dormitorios durante los últimos 3 meses.

⁹. Según los últimos datos publicados por la ONU en Uruguay, casi un 2,4% de la población es inmigrante

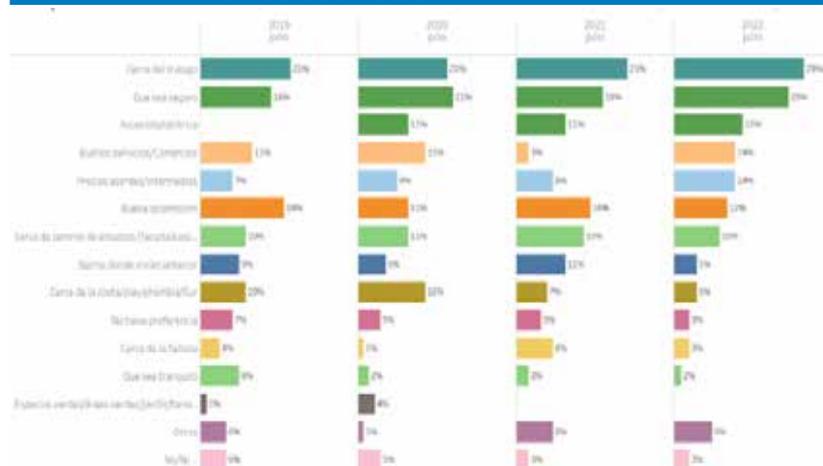
Gráfico 9 - Cantidad de dormitorios buscados por “hogares que buscaron en los últimos tres meses”



Fuente: Research Uruguay

Para estos hogares, los principales atributos a la hora de elegir una vivienda refieren a la ubicación en un lugar céntrico, la existencia de buena locomoción, que se trate de un entorno seguro y cercano al lugar de trabajo. Todos estos son amenities vinculados al entorno geográfico de la vivienda. Respecto al lugar de estacionamiento, no constituye uno de los factores determinantes a la hora de elección de una vivienda según el relevamiento de Research, aunque se debe notar que parecería ser un factor cada vez más importante.

Gráfico 10 - Principales requisitos de la vivienda buscada en los últimos tres meses



Fuente: Research Uruguay

ii.i.ii. Factores Económicos

Por una parte, el ingreso de los hogares, uno de los determinantes más importantes de la demanda de vivienda por motivo de consumo, evidenció una caída durante 2020-21 luego de un largo período de crecimiento ininterrumpido. Esta caída estuvo explicada tanto por sendas caídas en el salario -medido tanto en términos reales como en dólares- y en el empleo

debido a la irrupción de la pandemia. Esto determinó un cambio en la realidad y expectativas de los hogares que impactó principalmente en los primeros meses luego de la irrupción de la emergencia sanitaria en tanto la incertidumbre era extremadamente elevada. En particular, la propensión a comprar bienes durables presentó una pronunciada caída durante este período.

En línea con una mejora del clima general por el proceso de apertura y las mejores perspectivas post-pandemia, durante la segunda mitad del 2021 y comienzos del corriente año las expectativas de los consumidores registraron una mejora y lograron situarse por algunos meses en la zona de moderado optimismo. A pesar de ello, impulsado por el deterioro de la situación económica personal de los hogares, el índice de confianza del consumidor evidenció un fuerte descenso durante marzo de 2022 -el más alto desde la irrupción del Covid-19 en marzo de 2020- y retrocedió hasta la zona de moderado pesimismo.

Gráfico 11 – Índice de Confianza del Consumidor

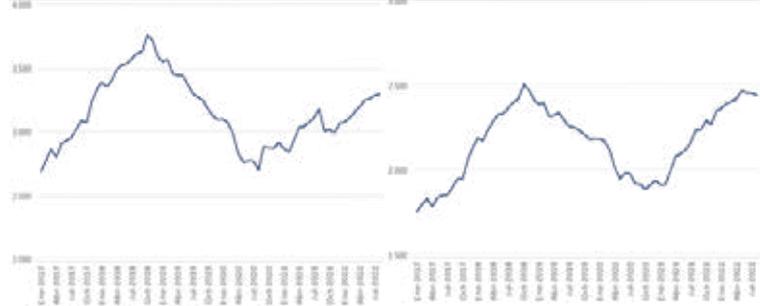


Fuente: SURA y UCU

El reciente deterioro del Índice de Confianza del Consumidor estuvo explicado por una fuerte contracción en la confianza de los consumidores sobre su Situación Económica Personal y la Situación Económica del País, el cual podría estar explicado por el estancamiento de la recuperación del empleo, así como el deterioro de los salarios en términos reales.

Por otra parte, con respecto al acceso al crédito hipotecario, este habría registrado una importante recuperación luego del mínimo evidenciado durante el primer semestre de 2020: a julio del 2022 tanto la cantidad de nuevas operaciones como el monto de estas supera en más de un 10% el exhibido previo a la irrupción de la pandemia. La evolución de ambos indicadores da cuenta de cierta estabilidad -respecto al periodo anterior a la pandemia- en el crédito promedio por operación, luego del incremento exhibido al comienzo del último año.

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



Fuente: BCU

En cuanto al stock de créditos hipotecarios existentes, de acuerdo a información del BCU, al mes de julio de 2022 se ubicaba en aproximadamente 2.930 millones de dólares. En línea con el comportamiento de las nuevas operaciones, este guarismo se sitúa 24% por encima de su nivel previo a la pandemia, al tiempo que evidencia una tendencia positiva durante los últimos meses. Los niveles de morosidad, por otra parte, se han mantenido estables alrededor de 1,3% del total de créditos.

Cuando se computa el volumen del crédito como porcentaje del Producto Bruto Interno se encuentra que este ascendió aproximadamente a 4,5% para 2021, lo que se considera bajo en perspectiva internacional y aún moderado para satisfacer la demanda potencial de vivienda. Si bien el porcentaje actual se encuentra en el entorno del promedio de los últimos 15 años, está muy por debajo de los valores de la década del noventa, cuando se ubicaba en el entorno del 9,5%. Adicionalmente, se debe tener en cuenta que el coeficiente crédito hipotecario/PIB en el Uruguay es reducido en relación con los países desarrollados y algunos países de la región.

Desde la óptica de los agentes demandantes de crédito (los hogares), algunas de las restricciones más importantes a la hora de acceder a ellos son el ahorro previo y los requisitos de ingresos mensuales por núcleo familiar. En este sentido, los requisitos asociados a estos últimos se habrían reducido en los últimos meses de acuerdo a los cálculos realizados por Sader & Calvete a octubre de 2022. A modo de referencia, a setiembre 2022 el ingreso mensual líquido requerido para acceder al financiamiento del 80% de un inmueble medio tipificado de 65m² se redujo a \$109 mil a precios constantes de diciembre de 2020. Esta caída habría sido principalmente explicada por la importante apreciación real del peso uruguayo respecto del dólar estadounidense, lo cual fue acompañado por la disminución de las tasas de interés en Unidades Indexadas.

De todas formas, más allá de este importante descenso en los requisitos para acceder a un crédito hipotecario, es importante notar que, de acuerdo a datos del INE¹⁰, estos ingresos no sólo se ubican por encima del ingreso promedio, sino que sólo el 14% de los hogares podría acceder al crédito hipotecario bajo las condiciones habituales¹¹.

¹⁰. De acuerdo con información de la Encuesta Continua de Hogares (ECH).

¹¹. Complementando lo anterior, el relevamiento de Research Uruguay indica que casi el 50% de los encuestados esperan financiar más de la mitad de la compra de su vivienda, en tanto apenas 20% dice que no requerirá financiamiento.

Gráfico 14 - Ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito hipotecario



Fuente: Sáder & Calvete (Octubre 2022).

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

Como fue señalado, la demanda de inmuebles por motivo de inversión está estrechamente vinculada al costo de oportunidad, determinado por las tasas de interés reales (tanto locales como extranjeras) y los flujos de capital.

A este respecto, desde comienzos del corriente año las tasas de interés a nivel internacional han evidenciado un importante ajuste al alza, y han alcanzado niveles comparables a los exhibidos hace 10 años, lo cual eleva el costo de oportunidad de invertir en inmuebles respecto a la inversión en otros activos. A pesar de ello, y en contraposición, 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.

De esta forma, ambos desarrollos configuran un escenario mixto para la demanda de inmuebles con motivo de inversión en el mercado local. La encuesta realizada por Research Uruguay señala que 8% de los encuestados declaró haber buscado vivienda por motivo inversión. Este guarismo se encuentra ligeramente por encima de su valor en julio del último año, pero por debajo de diciembre. De la misma forma, la proporción de los encuestados que buscarán vivienda por motivo de inversión en los próximos dos años se ha mantenido estable respecto a julio del último año.

iii. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres

iii.i. Evolución general de operaciones y precios

La información oficial del mercado de compraventas generalmente es incompleta y debe ser complementada con información secundaria. Por este motivo es necesario analizar la evolución de indicadores indirectos para inferir el nivel de actividad del mercado. En este sentido, el seguimiento del Índice de Confianza del Consumidor elaborado por SURA y Equipos, conjugado con la evolución de distintos indicadores de alta frecuencia asociados a la actividad del sector como la recaudación de Impuesto a las Transacciones Patrimoniales y la cantidad de nuevos créditos hipotecarios bancarios permiten obtener una primera aproximación de la coyuntura del sector casi a tiempo real.

A este respecto, el comportamiento de cualquiera de estos tres indicadores deja entrever una dinámica positiva del mercado inmobiliario. No obstante ello, la reciente evolución negativa del Índice de Confianza del Consumidor -particularmente considerando la incertidumbre que los hogares parecen exhibir sobre su situación económica y la situación económica del país- genera algunas interrogantes sobre el dinamismo futuro del mercado inmobiliario.

Más allá de ello, es importante notar que la evolución favorable que presentó el Índice de Confianza del Consumidor desde mediados del último año estuvo ligada parcialmente a una importante recuperación de la Propensión a Comprar Bienes Durables, la cual actualmente se sitúa en niveles similares a aquellos exhibidos antes de la pandemia, incluso a pesar del deterioro exhibido en marzo de 2022. Esta evolución positiva de la Propensión a Comprar Bienes Durables a partir de mediados del último año se condice con el comportamiento de los créditos hipotecarios y el Impuesto a las Transacciones Patrimoniales.

Respecto a los primeros, estos evidenciaron un comportamiento positivo tanto en la cantidad de nuevas operaciones como en el monto operado en estas: ambas se encuentran algo más de un 10% por encima de su nivel previo a la pandemia. En cuanto al último, y de alguna forma como reflejo de la recuperación de la confianza de los consumidores y el incremento de las operaciones de crédito hipotecario, la recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales evolucionó más que favorablemente y también se ha recuperado cuando se lo compara con los niveles previos a 2020¹².

**Gráfico 15 – Inscripciones de Compraventa
Cantidad de operaciones - 12 meses móviles**



Fuente: INE en base a DNR

Esto parecería pautar una recuperación de la transaccionalidad del sector -lo que podría ser explicado por una mayor cantidad de operaciones u operaciones de montos más elevados-. Esto es consistente con la última información disponible del Instituto Nacional de Estadística¹³ que indica que durante el último año se han registrado un 15% y 25% más de compraventas a nivel país respecto a 2019 y 2020, respectivamente. Más recientemente, cuando se considera el acumulado de los primeros siete meses del corriente año, la cantidad de compraventas creció un 27%, 67% y 17% respecto al mismo periodo de 2019, 2020 y 2021, respectivamente.

Restringiendo a Montevideo, que es el principal punto de desarrollos inmobiliarios para vivienda permanente, las compraventas durante el último

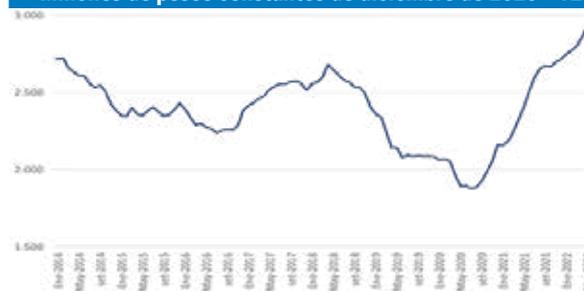
¹². Incluso uno debe remontarse hasta principios de 2014 para encontrar niveles de recaudación similares.

¹³. En base a información de la Dirección General de Registros.

año han evidenciado un importante incremento con respecto a 2020 (20%), pero cierta estabilidad respecto a 2019 (3%). Si consideramos la información acumulada de los primeros siete meses del corriente año, los registros de compraventas indican un aumento de 17%, 65% y 28% respecto al mismo periodo de 2019, 2020 y 2021, respectivamente. Esto confirma la recuperación del sector, más allá de cualquier consideración que se pueda hacer de cara al futuro.

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

Gráfico 16 – Recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales (ITP)
Millones de pesos constantes de diciembre de 2020 - 12 meses móviles

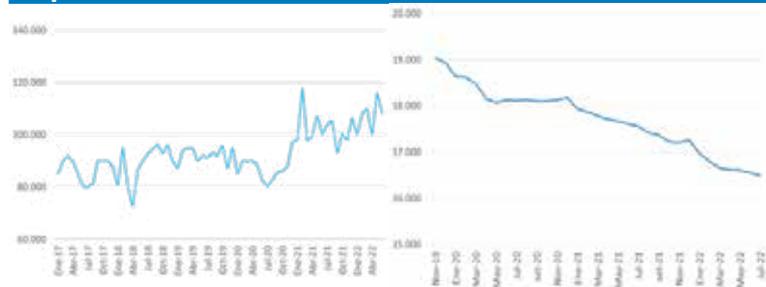


No obstante, ello, existen algunos factores que podrían incidir en la dinámica positiva exhibida recientemente. Por una parte, el estancamiento de la recuperación del mercado laboral, sumado al deterioro de los salarios en términos reales, habría afectado negativamente la situación económica de los hogares y sus expectativas, elevando la incertidumbre respecto a su futuro desempeño económico y el desempeño del país. En contraposición, el fortalecimiento del peso uruguayo respecto al dólar estadounidense podría ser un factor que ayude a compensar lo anterior y evitar un mayor enlentecimiento del mercado inmobiliario, en particular gracias a que los hogares recuperan parcialmente su poder adquisitivo en moneda extranjera. Por otra parte, el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales 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.

Con respecto a los precios, de acuerdo a información provista por Sader y Calvete en base al Research de Portfolio, el precio de oferta por metro cuadrado de vivienda expresado en dólares habría tendido a aumentar durante 2021, aunque es dable pensar que los precios transados se ubican por debajo de estos.

Por otra parte, 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 en la mediana de precios de compraventa en Montevideo medido en dólares estadounidenses. De todas formas, se debe notar que esta información no permite distinguir la evolución del precio por metro cuadrado, por lo que se debe tener cierta cautela al considerarla en el análisis. En cuanto a los contratos de alquiler, la información del INE evidencia una disminución sostenida del precio promedio medido en pesos constantes desde noviembre de 2019 (primer mes en que esta información se encuentra disponible).

Gráfico 17 y 18 – Mediana del Precio de Transacciones de Compraventa (izquierda) y Precio Promedio de Contratos de Alquiler Montevideo



Fuente: INE en base a DNR

El mantenimiento/alza de los precios en dólares habría llevado a un aumento del precio medido en pesos constantes (UI). Los agentes transan y valoran los inmuebles en dólares (cálculo patrimonial, basado en la idea de un activo financiero), pero el precio de este activo se correlaciona de forma más directa con la unidad indexada que con el valor del dólar. Esto se debe a que,

- (i) la vivienda es un bien no transable y por lo tanto se determina en el mercado doméstico y,
- (ii) aproximadamente el 80% del costo de producción de la vivienda también son bienes no transables, denominados en moneda local.

En última instancia, se debe notar que la importante brecha entre la evolución del precio de venta y alquiler de viviendas en unidades indexadas potencia el mercado de arrendamientos. En este sentido, en los últimos años ha existido un significativo incremento del stock de viviendas para alquiler en Montevideo, al tiempo que la cantidad de hogares inquilinos ha tenido un aumento sostenido desde 2016. Parte de este incremento podría estar relacionado al encarecimiento relativo que en el pasado reciente, y sin perjuicio de la actual coyuntura, han mostrado los precios de venta de la vivienda, y por lo tanto, el alquiler continúa siendo la válvula de escape del sector inmobiliario. Esto habría justificado la reciente adopción de la alternativa de comercialización del alquiler con opción a compra, para el caso particular de este fideicomiso, así como también la del alquiler simple para la posterior venta de la unidad con renta.

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

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

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

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

iii.iii. Consideraciones finales sobre el mercado de vivienda

Para el corto plazo, luego de la recuperación evidenciada por el mercado inmobiliario durante los últimos 18 meses, se espera que el mismo mantenga cierto dinamismo, en especial en cuanto a compraventa, siempre y cuando el fortalecimiento actual del dólar se mantenga de ciertos límites. En este sentido, el mercado habría pasado por un shock inédito durante gran parte de 2020 cuyo efecto sobre el mercado inmobiliario parece haberse disipado mayormente, dado el incremento de la transaccionalidad desde el cierre de 2020 que perdura aún en 2022.

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

Más allá de ello, es importante realizar algunas consideraciones hacia el futuro. Por una parte, se debe tener en cuenta que el poder adquisitivo de los hogares aún no recuperó su nivel previo a la pandemia y ha evidenciado un importante estancamiento durante los últimos meses, en línea con el estancamiento del empleo y el escaso dinamismo de los salarios en términos reales. En última instancia, esta situación podría impactar negativamente sobre las decisiones de compra de los consumidores a futuro, en tanto estos podrían mostrarse más cautelosos a la hora de asumir compromisos de largo plazo. En efecto, el desplome del Índice de Confianza del Consumidor refleja la incertidumbre de los hogares respecto a esta situación.

Por otra parte, esta situación podría estar acompañada por un contexto financiero internacional menos favorable para las economías en desarrollo, lo que podría ejercer presión sobre el poder adquisitivo de los hogares en moneda extranjera -al influir sobre la trayectoria del dólar a nivel local-, al tiempo que podría limitar o dilatar las decisiones de compra por motivo inversión, dado el incremento del costo de oportunidad derivado del alza de las tasas de interés internacionales -las cuales se ubican en sus niveles más altos de los últimos 10 años-.

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

3. Las políticas públicas

La política de vivienda generada a partir del 2005 ha recogido amplio consenso favorable en todos los sectores políticos. Dicha política crea una nueva institucionalidad e incentivos económicos que alientan la inversión sectorial. Estos incentivos atienden tanto la oferta de viviendas como la demanda. Destaca la Ley 18.795 de acceso a la Vivienda de Interés Social, en tanto es el pilar fundamental de la política diseñada. Por primera vez en la historia del país la vivienda para sectores medios se ha financiado de forma masiva por inversores privados.

La Ley 18.795 de promoción de la vivienda social fue votada por unanimidad en el Parlamento, lo que brinda cierta seguridad del camino optado desde la política pública. La nueva administración de gobierno ha ratificado este rumbo y lo ha dotado de ciertas modificaciones que han mejorado el clima de inversión sectorial. En este sentido, se destaca el decreto que modifica la instrumentación de la Ley 18.795 y las resoluciones del MVOTMA número 539 y 673 del 2020.

Las modificaciones antes mencionadas han configurado un escenario alentador para mejorar el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios. Además, se ha flexibilizado el régimen de alquileres, en especial en lo referente a la garantía de acuerdo con la Ley 19.889, con el objetivo de dinamizar el mercado de alquileres y favorecer el acceso de la población a la vivienda.

Asimismo, el 4 de mayo fue publicado el Decreto del 29 de abril de 2020, que establece un nuevo régimen de promoción de inversiones para la actividad de construcción de Gran Dimensión Económica, al amparo de la Ley N° 16.906 de 1998 (Ley de Inversiones). Las actividades promovidas por este decreto son la construcción para arrendamiento o venta de inmuebles (vivienda u oficinas) y el desarrollo de urbanizaciones con iniciativa privada. Los proyectos promovidos deben ser de más de 6,5 millones de dólares de inversión.

En lo que respecta a otras políticas públicas, por el momento no cabría esperar signos de intervenciones negativas, en tanto los anuncios recientes vinculadas a las políticas de vivienda indican que el foco estará en segmentos de la población de menores ingresos, en tanto se entiende que es el sector que

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

Por último, a nivel municipal los anuncios de la Intendencia Municipal de Montevideo en pro del desarrollo urbano y en lo que refiere a una mayor flexibilidad en aprobar alturas en algunas de las arterias de la ciudad, aumentan las expectativas a los desarrolladores y constructoras¹⁴.

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, superada la crisis sanitaria, el mercado inmobiliario mejoró sustancialmente con una recuperación de varios indicadores directos sobre la actividad (registros de compraventa, recaudación de ITP, créditos hipotecarios, entre otros). Esta mayor transaccionalidad recoge necesidades atrasadas y un entorno relativamente favorable, producto de la apreciación del dólar desde la perspectiva del comprador, situación que tensiona financieramente a los desarrolladores. No obstante lo anterior, una reversión más agresiva que la prevista del ciclo financiero internacional o la incertidumbre creciente por la guerra en Ucrania podrían influir en el contexto general para el mercado inmobiliario, en especial ante el aumento de las tasas de interés internacionales y una eventual reversión de la tendencia a la apreciación del peso. En la misma línea, el incremento de la incertidumbre sobre la situación personal de los hogares apuntalada por la reciente evolución del empleo y los salarios reales a nivel local supone otro factor de riesgo que podría afectar el desempeño del mercado inmobiliario a futuro. No obstante, la extensión de los plazos permitiría contar con más chances de éxito, de registrarse contratiempos tanto en el sector como en la economía en su conjunto. Se *considera un nivel de Riesgo medio/bajo.*

El riesgo de políticas públicas. Se encuentra acotado ya que la política hacia el sector ha sido apoyada por todos los sectores políticos y tienden a flexibilizar las condiciones de acceso, ya sea a través de subsidios a la oferta como a las recientes facilidades para concretar el arrendamiento. La aprobación de estímulos, la flexibilización de garantías de arrendamiento y la eliminación de topes asociados a los proyectos de Vivienda Promovida van en este sentido. *Riesgo bajo.*

¹⁴. 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+.uy¹⁵ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Fieve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tamber

¹⁵. **BBB+.uy.** Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **El signo (+), indica que la calificación se acerca más a la categoría superior de acuerdo al puntaje. Grado de inversión mínimo.**