

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

Montevideo, abril de 2021

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

**Actualización de la calificación de CPs de la emisión del Fideicomiso Financiero
CASASURU desarrollo de viviendas de interés social
22 de abril 2021**

CPs Serie A:	fue de UI 135.000.000 (Unidades Indexadas ciento treinta y cinco millones).
Distribuciones:	Según resultados acumulados realizados según procedimiento establecido.
Activo Fideicomitado:	Bienes inmuebles, proyectos en desarrollo, fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso.
Fideicomitentes:	Suscriptores iniciales de los CP's Mulery SA y Nurwoly SA
Emisor y Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión.
Administrador:	CASASURU S.A.
Plazo del Fideicomiso:	Originalmente hasta el 2 de junio de 2022, prorrogable según opciones.
Entidad Representante y Registrante:	BEVSA
Administración y pago:	EF Asset Management
Vigencia de la calificación:	hasta el 30 de noviembre de 2021 ¹ .
Comité de Calificación:	Julio Preve, Adrián Tamber y Martín Durán Martínez
Calificación de riesgo de CP:	BBB.uy
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructurados Administrados 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" con la calificación BBB.uy de grado inversor.

Este ligero incremento de la nota se fundamenta de modo especial en que los principales proyectos han demostrado estar básicamente consolidados y vienen mostrando un buen desempeño comercial, lo que permitiría alcanzar una rentabilidad razonable. Por otra parte en 2020 se comenzó con la distribución de fondos a los tenedores de CPs.

A modo de resumen, los aspectos salientes de la calificación así como de sus actualizaciones son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se describió en el informe jurídico que se adjuntó en la calificación original. (véase Anexo I de la calificación original).
- Se ha evaluado oportunamente la capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto, CasasUru SA, que resulta crucial para el mismo. La empresa continúa demostrando capacidad de llevar adelante el proyecto, habiendo superando razonablemente los atrasos evidenciados en su momento y adaptado el modelo original.
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto.
- Se presenta una nueva estimación de TIR para el inversor en los CP serie A, la que se mantiene en el entorno a 10,5% en UI. Los proyectos involucrados en las proyecciones contienen rendimientos que varían entre 1% y 44%, según las previsiones del administrador. El resultado económico global del Fideicomiso se concentra en dos proyectos (Interlagos y Lagomar Sur), los que explican aproximadamente el 88% de los ingresos brutos esperados. El proyecto Lagomar Sur ya se ha culminado, mientras que el de Interlagos ya terminó la construcción del primer edificio (86% vendido), y se está construyendo el segundo (32% vendido).
- Durante el año 2020 se realizó la entrega y escrituración de 95 unidades correspondientes a los proyectos ejecutados por el Fideicomiso.
- En el último trimestre del año 2020 se realizó una distribución de fondos a los tenedores de Certificados de Participación A por un valor de UI 10,7 millones, que sumados a la distribución realizada en el mes de enero de ese mismo año 2020 suma un total distribuido de casi UI 18 millones, que es por el momento el total de las distribuciones realizadas.

- 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 mostró una clara recuperación durante el segundo semestre de 2020 luego del fuerte shock generado por la pandemia del coronavirus. De todos modos, la caída del poder adquisitivo de los hogares, sumada a la incertidumbre respecto a su recuperación podría impactar negativamente sobre las decisiones de compra de los consumidores por lo que podría esperarse un incremento en la proporción de operaciones de alquiler en desmedro de la compra, en particular atendiendo la persistente divergencia en los precios de compraventa y alquiler.
- De mantenerse la persistencia del debilitamiento del dólar a nivel internacional, sumado a las reducidas tasas de interés podría impactar positivamente sobre las decisiones de compra de los demandantes por viviendas como inversión. Se ve también con cierta expectativa favorable una demanda agregada de argentinos atraídos por posibles beneficios tributarios (residencia fiscal), sumado a cierta flexibilización en las normas de inclusión financiera de reciente implementación.
- Para el mediano y más largo plazo, se mantienen en términos generales las buenas perspectivas para el sector, ya que la demanda por inmuebles nuevos para inversión es notoria y favorecida por las bajas tasas de interés; mientras que la demanda para consumo irá mejorando en la medida que mejoren el empleo y el ingreso de los hogares. Según se destaca en el informe sectorial actualizado a marzo de 2021 que dispone CARE, tanto las tipologías elegidas como los métodos constructivos, siguen siendo adecuados. Dicho informe se complementa con los resultados obtenidos de la encuesta semestral realizada por Research International Uruguay, para CARE en diciembre de 2020.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, existe buena aceptación del espectro político nacional, sobre la consolidación de estímulos tanto a la oferta como a la demanda de vivienda en el segmento socioeconómico que focaliza el negocio en cuestión. No se identifican riesgos derivados de la política pública; por el contrario algunas medidas ya tomadas hacia el sector tienden a mejorar el clima de negocios. La eliminación de los topes de alquiler y de los precios de los proyectos promovidos, es un claro ejemplo en este sentido.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

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

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

La vigencia de esta actualización es hasta el 30 de noviembre de 2021. No obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

2. Antecedentes y hechos salientes del período.

i. *Antecedentes*

• **Avances de Obra**

Según informa el operador, no existió un impacto en las obras por la emergencia sanitaria debida al Coronavirus. El plazo de la obra Interlagos I fue el estipulado contractualmente, y la obra Lagomar Sur Fases II-III finalizó su construcción en el primer trimestre del año 2021.

A continuación, se actualiza el estado de cada uno de los proyectos a diciembre de 2020, según la información suministrada por el Administrador:

• **Proyecto Aires del Laurel (Salto – Fase I).-**

- o El proyecto inicial de 64 unidades se subdividió en 3 etapas. La primera etapa de 16 unidades se terminó de ejecutar el 15 de febrero del año 2017. Las obras no se retomarán hasta tanto el proceso de venta refleje un volumen razonable de comercialización de las unidades.

• **Proyecto Aires de Lagomar Sur.-**

- o La obra de la primera etapa, así como la del cerramiento perimetral fue finalizado el 16 de Julio de 2018. Se está trabajando con OSE para la conexión definitiva al saneamiento, lo que generará algunos costos adicionales.
- o En julio de 2019 se dio inicio a las obras de las Fases II y III del Proyecto.
- o Con fecha 12 de marzo de 2021 se firmó el acta de recepción provisoria del último bloque terminado. Se comenzó a trabajar en toda la documentación necesaria para ingresar ante la IC la solicitud de habilitación final de todo el proyecto, ya que se ha realizado sobre un solo padrón.

• **Proyecto Aires del Pinar.**

- o El proyecto está terminado, las viviendas ocupadas y ya se dio de baja en el BPS.

• **Proyecto Las Piedras.**

- o Las modificaciones en la Ley 18.795 impuestas por su cambio reglamentario y el bajo nivel de transacciones que hay en el sector inmobiliario y especialmente en el interior del país llevaron al Administrador a demorar el inicio de esta obra.
- o Se obtuvieron los permisos necesarios por parte de la Intendencia de Canelones para el loteo de la primera etapa del proyecto de Las Piedras lo cual permite que se puedan ejecutar las obras de Infraestructura necesarias para el loteo.

- **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 inició el proceso de solicitud de la habilitación final ante la IC pero se ha demorado como consecuencia de a Emergencia Sanitaria. Se retomó el expediente el 16 de octubre de 2020.

- **Proyecto Interlagos.**

- o El proyecto contempla cuatro edificios de 37 apartamentos cada uno y un quinto edificio de 32 apartamentos lo que da un total de 180 apartamentos. Además se prevé la construcción de 180 sitios de estacionamiento. Cada edificio contará con unidades de 1, 2 y 3 dormitorios.
- o Se realizó el fraccionamiento del padrón madre en 5 fracciones lo que permitirá realizar los edificios en etapas y en el caso que no se realice algún edificio las fracciones sin construcción podrán ser automáticamente vendidas.
- o La construcción del primer edificio ya está culminada. Se trabajó mucho el tema de terminaciones y seguridad, así como también en todos los aspectos tendientes a reducir en el futuro los gastos comunes, ya que son puntos que exigen los compradores.
- o El avance del segundo edificio a diciembre de 2020 es del 44%. El objetivo es terminar el edificio antes de finales del año 2021. Al ser la misma empresa que construyó el edificio 1, se logró un contrato muy beneficioso con importantes ahorros.
- o En contrapartida por las excepciones que fueron otorgadas por la IC en la aprobación de la Viabilidad de Uso de los 5 edificios (cantidad de unidades a construir, altura de los edificios, etc) el Fideicomiso se comprometió a pagar a la IC parte en dinero y parte en obras un monto de mejor y mayor aprovechamiento. Se acordó que esos aportes se destinen a mejorar las calles aledañas con asfalto, lo cual termina siendo un beneficio para el Fideicomiso. En el primer trimestre de 2021 se iniciaron las obras de asfaltado y cunetas de las calles aledañas a los edificios.
- o El Comité de Vigilancia aprobó la realización del tercer edificio y por lo tanto se comenzó a avanzar con los diferentes permisos que permitieron presentar el proyecto en la ANV y el permiso de construcción ante la IC. Se está dando seguimiento a ambos expedientes.

- **Situación comercial.**

- o En Aires del Laurel se está trabajando con los operadores inmobiliarios de la ciudad para ofrecer y publicitar el proyecto. La aprobación de la modificación del Contrato del Fideicomiso habilita la posibilidad de realizar descuentos, previa aprobación del Comité de Vigilancia, con el objetivo de dinamizar el interés por el proyecto de Salto. Se han colocado hasta el momento 7 unidades, tres a un inversor local con importante descuento.
- 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 logró en el primer trimestre de 2021 la comercialización del 100% de la Etapa II del Proyecto, y se está trabajando en la escrituración y entrega de las viviendas. Se realizó también la entrega y escrituración de los últimos 2 bloques a Península Rentals (PRU).
- o En Aires del Norte se ha concretado la venta de todas las unidades.
- o En relación al Proyecto Interlagos Se continúa con la implementación y ejecución de la campaña de posicionamiento basado en lo emocional y una campaña comercial táctica comunicando precios, entrega y finalización del primer edificio, construcción del segundo y la posibilidad de visitar el showroom y las unidades terminadas Ya se han vendido 32 unidades del edificio 1 y 12 unidades del edificio 2. Se comenzaron a entregar en el cuarto trimestre de 2020 las primeras unidades del primer edificio.

En el siguiente cuadro se detallan los porcentajes de avance de cada uno de los proyectos en ejecución, así como también las reservas (preventas) y ventas realizadas a diciembre 2020.

Cuadro 1: Proyectos 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	6	44%
Aires de Lagomar I	100%	60	0	60	100%
Aires de Lagomar II/III	100%	32	13	19	100%
Air.de Lagomar II/III (PRU)	100%	48	0	48	100%
Aires del Norte	100%	30	0	30	100%
Interlagos I	100%	37	1	31	86%
Interlagos II	44%	37	12	0	32%
Interlagos III a V	0%	106	0	0	0%
TOTAL		396	27	224	63%

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

- **Modificación del contrato de Fideicomiso**

- o El 31 de marzo de 2020 se realizó una Asamblea de beneficiarios para realizar algunas modificaciones al Fideicomiso, los que fueron aprobados por el BCU.

Los principales cambios en el contrato fueron los siguientes:

- Para iniciar nuevas etapas de cada Proyecto se debe contar previamente con la aprobación del Comité de Vigilancia.
- Habilitar al Fiduciario para que proceda al fraccionamiento de los terrenos propiedad del Fideicomiso pudiendo enajenarlos todos o solamente alguno de ellos. Se establecen condiciones específicas de acuerdo al tamaño de los terrenos.
- Modificar el plazo del Fideicomiso el cual se mantendrá vigente hasta el 2 de Junio del año 2022 para el desarrollo y la comercialización de unidades. En caso de que cumplida dicha fecha no se haya comercializado la última unidad o terreno los Titulares podrán resolver en Asamblea por Mayoría Especial de Titulares la prórroga del plazo.
- El 30 de enero de 2020 se procedió a realizar la primera distribución de dividendos de los Certificados de Participación tipo A por \$ 31.775.747.
- El día 15 de Octubre de 2020 se realizó una Asamblea de Titulares de los CPs en la cual se aprobó la adquisición de cuatro padrones (linderos unos con otros) en Ciudad de la Costa, Departamento de Canelones a los efectos de desarrollar allí un nuevo proyecto. El negocio aún no se ha concretado por lo que su potencial ingreso no se considera en el flujo de fondos presentado en esta oportunidad.

ii. Hechos salientes del período

Los principales proyectos actualmente en ejecución del Fideicomiso, por su importancia en los ingresos brutos esperados son las obras de Interlagos y Lagomar Sur.

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

- Se finalizó la construcción del primer edificio de Interlagos y se continuó avanzando en el segundo edificio de Interlagos y el Proyecto Lagomar Sur etapas II y III.
- Se avanzó en los permisos necesarios para el loteo de la primera etapa del proyecto de Las Piedras del cual se han obtenido aprobaciones iniciales que permiten continuar el proceso de permisos estando muy cerca de la aprobación definitiva.
- De la obra Lagomar Sur etapas II y III se entregó la última etapa (V) al Fideicomiso Península Rentals (PRU) de 16 unidades y también las etapas VI VII y VIII de 24 unidades en total. Del Proyecto Lagomar Sur queda pendiente la entrega de la última etapa de 8 unidades (Etapa IX) con lo que se finaliza el proyecto.
- No existió un impacto en las obras por la emergencia sanitaria debida al Coronavirus. El plazo de la obra Interlagos I fue el estipulado contractualmente. La obra Lagomar Sur Fases II-III está siendo entregada algunos meses antes de lo previsto.

- El 18 de diciembre se realizó una distribución de fondos a los tenedores de Certificados de Participación A por un valor de UI 10,7 millones que sumados a la distribución realizada en el mes de enero del año 2020 suma un total distribuido en el año 2020 fue de casi UI 18 millones.
- En el primer trimestre de 2021 se realizó una nueva distribución de fondos a los tenedores de Certificados de Participación A por un valor aproximado de UI 13,6 millones que sumados a la distribución realizadas en períodos anteriores se alcanza a un total distribuido al 31 de marzo de 2021 de aproximadamente UI 31.6 millones.
- El Fideicomiso cuenta con los fondos necesarios para la realización de la Torre 3 del Proyecto Interlagos, y durante el primer trimestre de 2021 se realizaron las erogaciones necesarias para la presentación del permiso de construcción ante la IC y la presentación del proyecto ante la ANV. Acciones previamente coordinadas con el comité de vigilancia.

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”; febrero de 2021.
- Bric Analytics; “Análisis de Coyuntura del Mercado Inmobiliario”; febrero de 2021.
- “Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas”; Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette. Marzo de 2021.
- Informes del Administrador el último al 19 de abril de 2021.
- Estados Contables del Fiduciario al 31/12/20.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/20.
- Estados Contables del Administrador al 31/08/20
- Tasaciones de terrenos seleccionados.

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 2 de junio de 2022, 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.

Autoridades

Integran su Directorio; Diego Rodríguez Castagno, en calidad de Presidente y Nelson Mendiburu Battistessa, como Vicepresidente.

Situación económica y financiera²

El análisis de los EE.CC al 31 de diciembre de 2020 sigue mostrando una sólida situación de solvencia. El ratio de liquidez se mantiene por debajo de la unidad. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado.

². En relación a la crisis sanitaria causada por el Covid 19 y sus eventuales impactos económicos, la Dirección entiende que no se generarían impactos significativos sobre la situación financiera y patrimonial de la Sociedad, dado que su cartera de fideicomisos se encuentra diversificada y se mantienen contratos de largo plazo.

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

Concepto	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
Activo Corriente	15.859	16.842	9.167
Activo no Corriente	228.346	176.772	95.074
Total Activo	244.205	193.613	104.240
Pasivo Corriente	27.348	22.132	14.368
Pasivo no Corriente	180.257	140.738	63.040
Total Pasivo	207.605	162.870	77.408
Patrimonio	36.600	30.743	26.832
Total Pasivo y Patrimonio	244.205	193.613	104.240
Razon Corriente	0,58	0,76	0,64

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados de la firma a diciembre de 2020 muestran un incremento importante respecto al mismo periodo del año anterior.

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

Concepto	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
Ingresos Operativos	60.275	48.081	45.176
Gastos Adm. y Vtas.	(53.901)	(43.595)	(41.745)
Resultado Operativo	6.373	4.486	3.431
Resultados Financieros	2.566	2.484	(682)
Resultados antes de impuestos	8.939	6.970	2.749
IRAE	(2.686)	(2.586)	(1.120)
Resultado del período	6.253	4.384	1.629
Res Operativos/Ingresos	10,57%	9,33%	7,59%
Res Ejercicio/Ingresos	10,37%	9,12%	3,61%

Fuente: EE.CC de EFAM

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

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

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

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

Responsables

Sigue siendo el Presidente del Directorio el Sr. Sebastián Sommer y principal responsable en el desarrollo inmobiliario que implica esta operación. Su idoneidad para ejecutar el plan de negocios propuesto ya fue analizada positivamente por parte de CARE al momento de la calificación original y nada ha ocurrido que hiciera modificar ese juicio.

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

Como se ha señalado, el modelo de negocios original ha tenido dificultades de distinta índole para su implementación en los términos previstos. Si bien es de destacar 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, esto se ha traducido en demoras en los plazos con el consiguiente deterioro de la TIR global de los distintos proyectos que conforman el fideicomiso tal como se da cuenta en otra sección de este informe.

Situación económica financiera

Actualmente la firma tiene como actividad excluyente la administración de este fideicomiso. El ejercicio cerrado el 31/8/20, último disponible y en versión preliminar, no permite observar dificultades que pongan en riesgo esta operativa. De cualquier forma, cualquier contingencia está contemplada en el contrato de administración.

Fideicomiso³

El fideicomiso se crea mediante contrato celebrado el 11 de diciembre de 2014 (posteriormente modificado el 6 de mayo y 2 de junio de 2015), entre Mulery SA y Nurwoly (fideicomitentes) y EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión SA (fiduciaria).

El 1 de julio de 2015 el BCU autorizó su inscripción en el Registro del Mercado de Valores y la suscripción de valores fue realizada públicamente el 4 de agosto de 2015.

En total se suscribieron valores por UI 140.500.000 de los cuales UI 135.000.000 correspondieron a la serie A, colocados mediante oferta pública y UI 5.500.000, correspondientes a la serie B, fueron emitidos a favor de Mulery SA y Nurwoly SA, los fideicomitentes, como forma de pago de los terrenos fideicomitados y que eran de su propiedad (Salto y Las Piedras).

Ya se ha integrado el 100 % de los CP's cumpliéndose así el cronograma previsto.

A continuación se brinda información resumida de los estados de situación y resultados del fideicomiso al 31/12/2020 y su comparativo con el periodo anterior.

³. Se considera que los efectos de la pandemia no han sido significativos en la actividad del Fideicomiso

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

Concepto	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
Activo	884.070	747.546	524.686
Activo Corriente	437.135	343.020	250.100
Activo no Corriente	446.934	404.526	274.586
Pasivo	129.861	64.906	24.527
Pasivo Corriente	116.712	50.349	13.071
Pasivo no Corriente	13.149	14.557	11.456
Patrimonio	754.209	682.640	500.159
Pasivo y Patrimonio	884.070	747.546	524.687
Razón Corriente	3,75	6,81	19,13

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Si consideramos el saldo contable del patrimonio al 31/12/2020 y lo expresamos en dólares según tipo de cambio a esa fecha (\$ 42,34) resulta un valor de USD 17.8 millones, en cambio, si lo expresamos en UI (4,7846) el valor sería de UI 157.6 millones. El valor de la emisión, se recuerda, fue de UI 140.5 millones. Cabe recordar que en el ejercicio 2020 se realizaron dos distribuciones de fondos (pago por utilidades) a los tenedores de CP's Serie A por un valor total de UI 18 millones.

El activo corriente está compuesto en un 67% por inventarios, es decir, viviendas que se espera vender en el correr del ejercicio.

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

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

Dado que el Fideicomiso cumple con las condiciones de entidad de inversión, la participación en subsidiarias no se consolida y en su lugar, dicha participación se presenta al valor razonable con cambio a resultados.

Al 31/12/20, el patrimonio contable de la subsidiaria no consolidada era de UI 30.85 millones.

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

Concepto	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
Ingresos operativos	196.126	209.873	59.866
Gastos adm y ventas	(37.719)	(33.965)	(28.399)
Resultados financieros	(1.918)	6.613	4.398
Resultados diversos	474	201	92
Resultados antes IRAE	156.964	182.722	35.957
IRAE	(2.393)	(241)	(304)
Resultados del periodo	154.571	182.481	35.653

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 y no el ingreso bruto. Al

final de cada ejercicio, el mayor valor de los ingresos operativos se explica fundamentalmente por el cambio en el valor razonable de las inversiones que, en el caso del ejercicio cerrado en 2020, representa el 96 % del rubro registrado en el cuadro precedente.

Riesgos Considerados

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de CasasUru S.A. y de EFAM así como la creación del Comité de Vigilancia (introducida en reforma posterior) se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario con las responsabilidades del proyecto está muy acotado. *Riesgo bajo.*

Riesgo de conflictos, derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido y en tanto la existencia de previsiones para enfrentarlos. Por iguales razones que el anterior, resulta poco probable que aun dándose conflictos, el fiduciario y la administradora no pudieran resolverlos a satisfacción del proyecto. El tiempo transcurrido sin que se hayan producido conflictos avala esta opinión. *Riesgo casi nulo.*

Riesgo por cambio de fiduciario está adecuadamente previsto en los casos correspondientes, que dejan esta posibilidad a los inversores adecuadamente representados.

Riesgo por cambio de administrador, se encuentra también previsto en función de diversos resultados. *Riesgo bajo.*

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

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

1. Bienes fideicomitados 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; y en la Asamblea del 31 de marzo de 2020 el plazo se prorrogó hasta junio de 2022.

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, cada uno de ellos presenta diferentes estadios de desarrollo y distinta contribución al éxito del plan de negocios. Algunos desarrollos ya se han culminado y vendido en su totalidad, y otros se encuentran con importantes avances de obra y avanzada la comercialización de las unidades. Hay un proyecto, Interlagos, que recién ha terminando la primer torre de 5, que tiene una incidencia de un 62% en los ingresos totales esperados, además de ser el que tiene la mayor TIR esperada (44%). Este último proyecto está contribuyendo a mejorar las perspectivas del negocio, y por el momento se viene ejecutando según las previsiones. Otro dato auspicioso es que la eliminación de los topes en los precios de los apartamentos para la ANV, permitirá 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	26%
Aires del Norte	5%
Interlagos I a V	62%
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 prácticamente culminado.

2. Evaluación de rentabilidad de la inversión, Tasa Interna de Retorno y riesgos asociados.

El Administrador presentó una proyección de los flujos financieros a enero de 2021, sobre la base de la información real hasta el 19/1/2021 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)⁴. 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 2021, estos supuestos son en general compartidos por CARE aunque levemente optimista, pareciendo razonable que se haya descartado continuar construyendo en Salto.

Las proyecciones se realizan a 2025 aunque formalmente el fideicomiso terminaría en junio de 2022. 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 contruir todos los edificios del proyecto.

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

Cuadro 7 - FF Flujo proyectado en miles de UI										
REAL/PROYECTADO	2015-17	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	TOTAL
COT UI		3,91	4,21	4,62	5,00	5,38	5,48	6,17	6,56	TOTAL
Ingresos por ventas	26.861	55.703	61.079	95.167	135.323	93.210	78.055	44.588	14.567	604.553
Costos de construcción	-63.719	-16.356	-58.226	-67.027	-51.209	-43.317	-41.674	-24.666		-366.194
Cuotas Terrenos	-45.805	-1.099								-46.904
Otros gastos (permisos)	-297	-453	-175	-432	-3.843	-114	-106			-5.420
Comisiones y costos venta	-785	-676	-452	-997	-1.011	-1.087	-1.231	-970	-720	-7.929
Costo del FF (incl. Las Piedras)	-22.331	-7.370	-7.768	-7.719	-7.800	-7.800	-7.800	-7.800	-650	-77.038
FF PRESUPUESTADO (MILES DE UI)	-106.076	29.749	-5.542	18.992	71.460	40.892	27.244	11.152	13.197	101.068
FF de los Certificados de Participación-135.000				17.995	11.676	64.812	38.128	38.128	122.222	
TIR CONSOLIDADA		14,0%								
TIR CERT PART A		10,5%								

Fuente: Administrador

La nueva Tasa Interna de Retorno para los CPs de la serie A, que son los que se califican, se ubica en 10,5% (0,1 puntos porcentuales menos que la actualización anterior). A su vez, los desarrollos inmobiliarios evidencian retornos entre un 1% y 44%.

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

3. Sensibilizaciones

CARE considera que los supuestos utilizados para la proyección del flujo financiero pueden resultar levemente optimistas, teniendo en cuenta la coyuntura económica, la pandemia y los efectos que puedan tener sobre el

⁴ En el informe trimestral de enero-marzo de 2021, se presentó un nuevo flujo financiero que arroja resultados muy similares, por lo que no cambia las conclusiones.

mercado inmobiliario. 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, el timing de la venta.

En este sentido se supuso un escenario “pesimista” en el que existen atrasos de 12 meses en las ventas en los diferentes desarrollos inmobiliarios, arrojando una TIR para el inversor de 9,3%. También se calculó la TIR del inversor para el caso de que los ingresos se redujeran en un 5%, y en ese caso la nueva TIR sería del 9,4%. En el hipotético caso de que se den ambas situaciones adversas al mismo tiempo (menor precio de venta y atraso de 12 meses), la TIR alcanzaría al 8,4%.

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

4. Nueva estimación del costo de oportunidad del Capital

La forma de evaluar si una TIR es atractiva o no, es compararla con el costo de oportunidad del capital. Para esto se utilizó el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran⁵ se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

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

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado⁶.

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 variable⁷ 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 2,11%, y en el momento actual cercano a 1,5%⁸.

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.

⁵. A. Damodaran, “Estimating Equity Risk Premiums” Stern School of Business.

⁶. Se consideraron los betas promedio de empresas de construcción de viviendas en mercados emergentes según A. Damodaram

⁷. Equity Risk Premium del S&P 500

⁸. Los efectos de la pandemia del coronavirus afectaron los mercados financieros. Las tasas han comenzado a recuperar pero aún se encuentran bajas en términos históricos.

El parámetro “beta unlevered” de Damodaram, para enero de 2021 se ubica en 0,74 y en 0,86 para el promedio de los últimos 5 años, lo que indica que la inversión en la construcción de viviendas tiene un menor 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 1,96% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 1,63 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 6,1%. Este valor es inferior a la última TIR estimada para el inversor (10,5%), lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior a la teórica. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

El costo de oportunidad del capital propio con los parámetros utilizados es bajo si se compara con el pasado, y esto es consecuencia de la caída en los retornos de los bonos del tesoro de EEUU (tasa libre de riesgo) y del riesgo país.

Riesgos considerados:

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

Riesgo de descalce de monedas. Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda, la UI. Estos se ajustan con índices que arbitran con los costos e ingresos del mercado. *Este riesgo por tanto es bajo.*

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 Plan de Negocios, 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.

Como en las anteriores actualizaciones CARE utilizó documentos especialmente elaborados para la calificadoradora con base en el mercado inmobiliario. Estos informes son la base de la información utilizada en este análisis, la cual se complementa con información relevante de carácter público.

- Research Uruguay; *“La demanda en el mercado inmobiliario”*; febrero de 2021. Investigación periódica que realiza Research Uruguay contratada por CARE, con el objetivo de analizar la demanda en el mercado inmobiliario. Desde el punto de vista metodológico consiste en la realización de una encuesta entre las personas que buscan o buscaron viviendas en ciertos barrios de las ciudades de Montevideo y de la Costa.
- Bric Analytics; *“Análisis de Coyuntura del Mercado Inmobiliario”*; febrero de 2021.
- Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette; *“Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas”*. Informe elaborado por los autores para Care⁹; marzo de 2021.
- Uruguay XXI; *“Oportunidades de inversión en el mercado inmobiliario”*; diciembre de 2020.

En lo que sigue se realiza un breve análisis del entorno macroeconómico de forma de sentar las bases para el posterior análisis del mercado objetivo. Luego, se desarrolla el contexto y perspectivas para el mercado inmobiliario, haciendo foco en la evolución de la vivienda.

1. Entorno macroeconómico nacional e internacional

La economía mundial enfrentó un shock negativo inédito durante el último año asociado a la pandemia desatada por el COVID-19. La irrupción del virus implicó el despliegue de importantes medidas de restricción a la movilidad de las personas para lograr enlentecer el ritmo de contagio del virus y limitar su propagación, cuya contracara fue un importante deterioro de la actividad económica con impactos asimétricos sobre los distintos sectores de actividad y sobre la población. A este respecto, el Fondo Monetario Internacional estima

⁹. Los trabajos pueden solicitarse en care@care.com.uy

que la actividad económica mundial se contrajo 3,3% en 2020 y proyecta que ésta se recuperará a un ritmo anual de 6,0% en 2021, aunque de forma asimétrica entre países.

En respuesta a la profunda crisis económica, los gobiernos han desplegado políticas fiscales y monetarias extremadamente agresivas, que, no sólo lograron evitar un mayor deterioro de la actividad económica, sino que también han configurado un escenario financiero benigno para las economías emergentes. En este sentido, los elevados niveles de liquidez internacionales han derivado en condiciones internacionales de financiamiento laxas con tasas de interés históricamente bajas -cercanas a cero o incluso negativas- y un dólar que tiende a debilitarse a nivel mundial. Este escenario, si se extendiera en el tiempo, implicaría un mayor flujo de liquidez a países emergentes.



De todas formas, en tanto la incertidumbre aún continúa siendo en extremo elevada, existen riesgos a la baja y al alza que podrían impactar sobre la trayectoria de la recuperación. Por un lado, la evolución del virus podría implicar nuevos brotes con impacto negativo en la actividad (ej. Europa). En paralelo, la vacunación podría limitar este riesgo o incluso acelerar el proceso de recuperación en algunos mercados. Por otro lado, el escenario de bajas tasas de interés no permite descartar escenarios de estrés financiero o incluso de generación de burbujas en algunos activos.

En línea con lo anterior, Uruguay no escapa a las consecuencias sanitarias y económicas de la pandemia. En este sentido, el Banco Central del Uruguay recientemente ha publicado que la actividad económica se ha contraído un 5,9% anual durante el último año, al tiempo que se espera que la actividad se recupere a un ritmo anual de 3,0% y 2,5% para 2021 y 2022, respectivamente. Esto implicaría que el país recién alcanzaría en 2023 los niveles de actividad previos a la pandemia

La irrupción de la pandemia obligó a las autoridades a desplegar medidas para mitigar el impacto adverso de la pandemia sobre los sectores de actividad y

la población más afectada. En este sentido, el Gobierno dispuso de una serie de medidas de soporte fiscal que ascendieron a 1,3% del PIB, sumadas a un sistema de garantías crediticias que a febrero 2021 garantiza préstamos por casi USD 700 millones. Asimismo, el Banco Central del Uruguay asumió una instancia expansiva de política monetaria¹⁰ como forma de evitar restricciones en el mercado de dinero que podrían generar tensiones sobre la cadena de pagos¹¹, al tiempo que tomó medidas para estimular el crédito en moneda nacional.

A pesar de las medidas implementadas, la caída de la actividad tuvo su correlato en el mercado laboral donde el empleo se vio fuertemente deteriorado. Esto es incluso más importante si se considera que la pandemia impactó sobre un mercado laboral que había experimentado una evolución negativa durante los últimos cinco años. La caída del nivel de empleo implicó un deterioro en los ingresos de los hogares, fenómeno que se vio reforzado por la caída en el salario, tanto en términos reales como en dólares. No obstante, como se verá a continuación esto no ha tenido un impacto, hasta el momento, en los precios de los inmuebles a nivel agregado aunque es posible que haya restado dinamismo a las compraventas, al menos durante parte del 2020.

2. Mercado inmobiliario: 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 Premium 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 – 2018) en la que se aprecia un ciclo de crecimiento mínimo marcado por cierta volatilidad. El 2017 fue un año bisagra en el que se revitalizó la inversión inmobiliaria de vivienda, con una clara concentración en proyectos en las zonas más valorizadas de la ciudad de Montevideo y Punta del Este. Este proceso se enlentece a partir de mayo del 2018 producto de una coyuntura regional adversa, en la que el mercado inmobiliario en Uruguay recibe el shock negativo de la devaluación en Argentina.

2.a. Vivienda

i. Oferta de vivienda

Existen aproximadamente 1,2 millones de viviendas y casi un millón de hogares, lo que implica que aproximadamente 200 mil están vacías o son la segunda o tercera vivienda del hogar (típicamente vivienda de balneario). El sector presenta un stock de viviendas antiguo, con necesidades de reciclajes,

¹⁰. Se debe considerar que en setiembre el Banco Central del Uruguay decidió cambiar de instrumento para el manejo de la política monetaria, volviendo al instrumento tasa de interés. Este cambio tiene como objetivo dotar de mayor transparencia al manejo de la política monetaria, anclar las expectativas de los agentes, lograr que la inflación converja al rango meta y en última instancia ayudar a la desdolarización de la economía.

¹¹. Las rebajas de tasas de interés se tradujo en menores costos para el acceso al crédito en el mercado financiero doméstico.

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, y por tanto es dable pensar que las características promedio del stock de viviendas no se mantenga en las distintas zonas, para distintos estratos de hogares, etc.

El sector ha alternado períodos de crecimiento con ciertos enlentecimientos desde 2003. Este escenario se ha gestado y desarrollado prácticamente sin intervenciones directas desde el sector público como proveedor, aunque sí ha incidido en la generación de un marco general que favoreció la construcción de vivienda. La aprobación de la Ley 18.795 (Ley de Acceso a la Vivienda de Interés Social) en 2011, introdujo una serie de instrumentos de política pública de forma de reorientar la construcción de vivienda a zonas céntricas de menor desarrollo relativo y con baja oferta. Como consecuencia de esta política, en los últimos años se ha evidenciado un incremento de desarrollos inmobiliarios destinados al público objetivo de nivel medio/alto situado en las cercanías de zonas Premium especialmente en aquellas que aprovechan los beneficios fiscales otorgados a partir de la Ley VIS.

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 posibles nuevos proyectos de gran impacto.

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

La merma de la construcción de torres económicas ha provocado una lenta recomposición de la oferta de vivienda para los sectores socioeconómicos que históricamente se financiaban con crédito del BHU. Dicho segmento de la demanda ha quedado mayormente desatendido y es de esperar que la nueva oferta se concentre en asistir el exceso de demanda existente en este nicho de mercado que evidencia un desajuste entre la oferta y la demanda. En tal sentido, la ANV ha promovido proyectos en el entorno de 18.000 viviendas, de las cuales alrededor de 11.000 han culminado las obras.

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.

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 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 internacionales.

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 un número importante de inmigrantes, cambiando la tónica de los primeros años del siglo XXI¹². Este proceso ejerce presión sobre la demanda de inmuebles, particularmente sobre el mercado de alquileres.

A su vez, existen otros drivers 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.

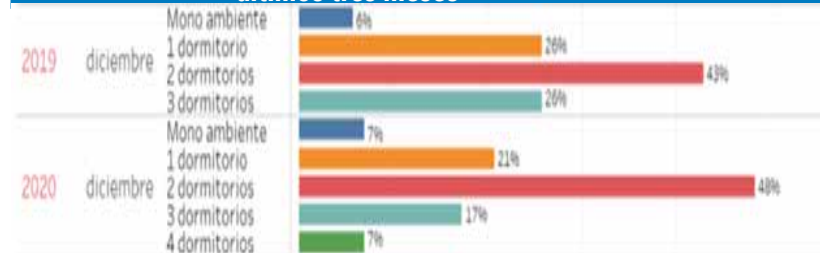
En el año 1990 los uruguayos vivían 73 años en promedio, mientras que a la fecha, la esperanza de vida al nacer es de 80,2 años en las mujeres y 73,2 en los hombres, según información publicada por la OMS. En el año 2011 el 24% de los hogares estaban habitados por una sola persona mientras que en 1996 era el 17% (Censos de Población y Vivienda). En el sentido inverso, en 1996, el hogar biparental con hijos alcanzaba al 40% de los hogares mientras que en el último Censo representó 28,5%. En lo que respecta a la fragmentación de los hogares, Uruguay presenta la mayor proporción de hogares unipersonales de América Latina, evidenciando valores comparables con ciudades europeas, especialmente en Montevideo.

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.

¹². Según los últimos datos publicados por la ONU en Uruguay, casi un 2,4% de la población es inmigrante

Para cuantificar la demanda, se contrató los servicios de Research International Uruguay. Según concluye la investigación realizada la demanda concuerda con lo descrito sobre la oferta: más del 70% de los entrevistados en la encuesta realizada, prefieren unidades que cuenten con 2 dormitorios o menos.

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



Con respecto a la ubicación, los atributos que se destacan en la encuesta como más demandados, refieren a que la vivienda esté situada en un lugar céntrico, con buena locomoción, seguro y cercano a su trabajo. Adicionalmente, con respecto al lugar de estacionamiento, que en primera instancia parecería ser una necesidad de los hogares, no constituye uno de los factores diferenciales a la hora de elección de una vivienda.

La tipología de viviendas que construye el Fidecomiso CasasUru se encuentra perfectamente alineado con las tendencias de la demanda, asimismo se encuentra orientado a los sectores de la población con mayores oportunidades de acceso a la vivienda.

ii.i.ii. Factores Económicos

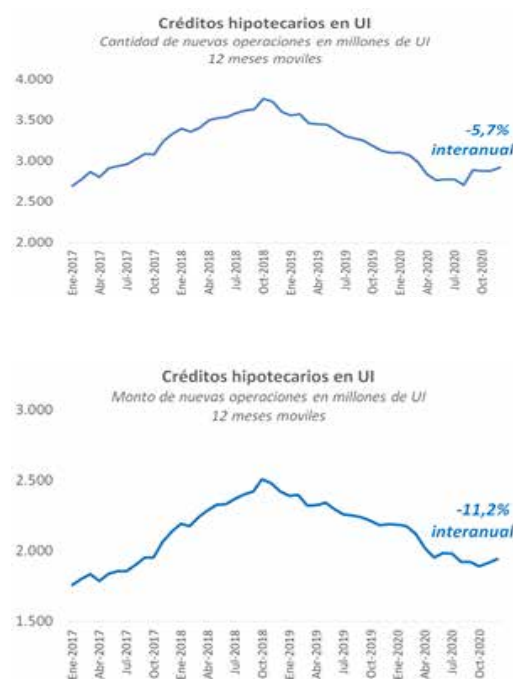
Por una parte, el ingreso de los hogares, uno de los determinantes más importantes de la demanda de vivienda por motivo de consumo, está evidenciando una caída después de un aumento sostenido a partir de la crisis económica y financiera del 2002. Esta caída está explicada tanto por sendas caídas en el 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 mayormente 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 periodo.



A pesar de ello, durante el segundo semestre de 2020 las expectativas registraron una ligera mejora, con una importante recuperación -parcial con respecto a la caída-, lo que representa una buena noticia para el mercado de compraventa de inmuebles. De todas formas, como destaca Briq Analytics, concomitantemente se registró una caída de la confianza de las personas en sus finanzas personales, lo que podría traer aparejado consecuencias de mediano plazo sobre el mercado inmobiliario.

Por otra parte, con respecto al acceso al crédito hipotecario por parte de las familias, de acuerdo a Briq Analytics, el crédito hipotecario parecería haber alcanzado un piso durante el primer semestre del último año. A partir de entonces, habría evidenciado una ligera recuperación en la cantidad de operaciones nuevas y en los montos de estas operaciones, destacándose la evolución durante los últimos meses del año. Al cierre del año, la cantidad nueva de créditos hipotecarios en Unidades Indexadas registró una caída 5,7% en términos anuales, aunque a dos velocidades dentro del mismo 2020.



En cuanto al stock de créditos hipotecarios para las familias, de acuerdo a información del Banco Central del Uruguay, al mes de diciembre del último año este ascendía 2.515 millones de dólares (caída de 3,3%) interanual, al tiempo que la morosidad ascendió a 1,3% (aumento de 0,2 p.p. interanual).

Cuando se computa el volumen del crédito como porcentaje del Producto Bruto Interno se encuentra que este ascendió a 4,7% para 2020, guarismo que se considera exiguo 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 a los países desarrollados y algunos países de la región.

De esta forma, es posible argumentar que el crecimiento del sector de vivienda se vería beneficiado de un mercado financiero más profundo y un mayor desarrollo del crédito hipotecario. A este respecto, el sistema financiero enfrenta restricciones debido al tamaño y composición de sus hojas de balance. En este sentido, estos no podrán incrementar en gran escala los créditos de largo plazo debido a que tendrían un problema de descalce de plazos entre sus operaciones activas y pasivas.

Para los agentes demandantes de estos instrumentos, algunas de las restricciones más importantes a la hora de acceder a ellos son la posesión de ahorro previo y un promedio de ingreso mensual no inferior a \$140.800 líquidos mensuales por núcleo familiar. Según datos del INE, este último monto es un 83% superior al ingreso promedio de un hogar montevideano. Es interesante destacar que el incremento del ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito ocurre al mismo tiempo que las tasas de interés de los créditos se han venido reduciendo en los últimos años.

Ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito de vivienda



Nota: Préstamo a 25 años un UI con una tasa de 7% anual y seguro estándar del BSE asociado a préstamos del BHU. Financia 80% de un inmueble medio tipificado de 65 m². La restricción supone que la cuota mensual no supere el 30% del ingreso familiar. Valores a pesos constantes de 2020.

Fuente: Research Uruguay y BRIQ Analytics. Diciembre 2020.

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

Como fue señalado, la demanda de inmuebles por motivo inversión está principalmente determinada por las tasas de interés reales (tanto locales como extranjeras) y los flujos de capital.

Un factor cualitativo que afectó positivamente la demanda inmobiliaria por inversión en el país fue la inestabilidad del mercado financiero en Uruguay (crisis 2002) y en el mundo (crisis 2008). Con respecto a este último episodio, tras la caída de Lehman Brothers y la crisis del 2008 en Estados Unidos, los inversores en Uruguay fueron reposicionando sus portafolios, considerando las relaciones riesgo-retorno de los activos globales y los activos domésticos, entre los que figuran los inmuebles.

Al día de hoy, las bajas tasas de interés a nivel internacional y la debilidad del dólar asociados a extraordinarios estímulos monetarios llevados adelante por la Reserva Federal de EE.UU. generaría condiciones favorables para el fortalecimiento de la demanda de inmuebles como inversión.

Esto se evidencia en la última encuesta realizada por Research Uruguay, donde el 15% de los encuestados declaró haber buscado vivienda por motivo inversión, el guarismo más alto desde que se realiza esta medición. De esta forma, podría argumentarse que los compradores por motivo inversión han salido en búsqueda de oportunidades de negocio aprovechando la coyuntura.

2.b. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres

i. Evolución general de operaciones y precios

La información oficial del mercado de compraventas generalmente está dos años atrasada y no es útil para hacer un seguimiento de la coyuntura sectorial. Por este motivo es que se sigue la evolución de indicadores indirectos para inferir el nivel de actividad del mercado inmobiliario.

En este sentido, el seguimiento del Índice de Confianza del Consumidor elaborado por SURA, sumado al índice de operativa inmobiliaria elaborado por Briq Analytics permiten aproximar la coyuntura del sector inmobiliario casi a tiempo real. Este último se construye conjugando distintos indicadores de alta frecuencia asociados a la actividad del sector: la recaudación de ITP, el número de avisos que dejan de estar publicados en la web y el nivel de créditos hipotecarios bancarios (cantidad de nuevas operaciones).

De acuerdo a éste, luego de registrar un fuerte deterioro en las operaciones durante el primer semestre del último año (caída de 24% interanual), éstas registraron una importante recuperación durante la segunda mitad del año (incremento de 9,7% interanual). De esta forma, una vez superado el impacto inicial asociado a la irrupción de la pandemia, el mercado inmobiliario habría recuperado rápidamente su nivel de operaciones previo a ello.

Evolución del mercado inmobiliario
Índice de operativa de Briq Analytics



Fuente: Briq Analytics

Con respecto a cada uno de los subíndices que conforman este indicador, tanto la recaudación del ITP como el volumen de crédito hipotecario y la cantidad de avisos que dejan de estar publicados en la web mostraron evoluciones positivas. En este sentido, mientras que la recaudación de ITP aumentó 23% en términos interanuales durante el segundo semestre del año, los créditos hipotecarios hicieron lo propio a un ritmo de 8% interanual. En cuanto a los avisos clasificados retirados, por su parte, se registró un aumento durante el semestre que ascendió a 13% interanual. Esto último, sin considerar nueva oferta entrante, implicaría que estas operaciones fueron cerradas.



Fuente: Briq Analytics

La evolución del índice de operaciones de Briq Analytics se encuentra parcialmente alineada con la recuperación de la confianza de los consumidores y de la recuperación de la propensión a comprar bienes durables que la acompañó. En este sentido, Briq Analytics destaca que si bien los hogares aún parecerían mostrar ciertos niveles de cautela, se estaría experimentando la concreción de decisiones que fueron postergadas debido al efecto de la pandemia.

Con respecto a los precios, de acuerdo a información provista por Briq Analytics, el precio de oferta por metro cuadrado de vivienda expresado en dólares ha permanecido estable durante el último año. De todos modos, informantes calificados del sector habían informado a CARE que muchas operaciones se habrían realizado validando precios en dólares menores.

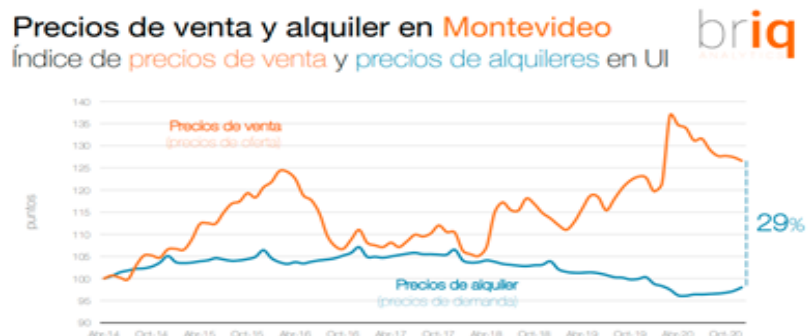


Fuente: Briq Analytics

El mantenimiento de los precios en dólares habría llevado a un aumento sustantivo del precio medido en pesos constantes (UI), el cual refleja más la realidad del mercado inmobiliario que el expresado en dólares. 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 por la demanda y oferta doméstica y, (ii) aproximadamente el 80% del costo de producción de la vivienda también son bienes no transables y que se transan en moneda local.

En el único momento donde el valor oscila de forma importante, es cuando la economía reviste shocks macroeconómicos de relevancia (como en 2002). Esto se debe a que, ante escenarios adversos, el precio del inmueble expresado en dólares reacciona más lentamente (a la baja) que el IPC o el IMS. Por este

motivo, el precio del metro cuadrado en UI o en UR aumenta en 2002 y 2003 para después alcanzar un equilibrio a partir de 2005. Ha ocurrido lo mismo, aunque en menor magnitud, en los años 2015 y 2020, donde el dólar aumentó sensiblemente, pero los valores de transacción aún se mantuvieron en dólares corrientes. De todas formas, se debe tener en cuenta que el incremento del dólar del último año fue seguido de un período de estabilidad de la moneda, lo que ha logrado reducir paulatinamente el precio de la vivienda en unidades indexadas, aunque aún se encuentra por encima de su nivel previo a marzo de 2020.



Fuente: Briq Analytics

Esta evolución de los precios de vivienda en unidades indexadas acentuó la ya existente brecha con respecto al precio de los alquileres. Si bien esta tendió a moderarse luego del overshooting cambiario de marzo, aún continúa en niveles más elevados que previo a la pandemia. Esta importante brecha entre la evolución del precio de venta y alquiler de viviendas en unidades indexadas potencia el mercado de estos últimos desde la óptica del consumidor, en tanto se vuelven una opción más atractiva en términos relativos.

Se debe notar que en los últimos años ha existido un significativo incremento del stock de viviendas para alquiler en Montevideo. En concreto, la evolución del número de hogares inquilinos en este departamento ha presentado un sostenido aumento desde 2016: desde entonces estos aumentaron en 14.000 hogares. Es posible argumentar que este incremento podría estar relacionado al encarecimiento relativo que han mostrado los precios de venta de las viviendas con respecto a aquellos de alquiler.

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. Consideraciones finales sobre el mercado de vivienda

Para el corto plazo, luego de la recuperación evidenciada por el mercado inmobiliario durante el segundo semestre del último año, se espera que el mercado inmobiliario exhiba cierta estabilidad, en especial en cuanto a compraventas. En este sentido, el mercado habría pasado por un shock inédito durante gran parte de 2020 que parece haberse disipado mayormente, dado el incremento de las transacciones sobre el cierre de 2020.

La confianza de los consumidores evidenció recientemente una parcial recuperación que habría apuntalado la concreción de operaciones de compraventa postergadas a raíz de la pandemia. De todos modos, se debe tener en cuenta que la caída del poder adquisitivo de los hogares, sumada a la elevada incertidumbre respecto a su recuperación 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. No obstante, el relevamiento realizado por Research no muestra cambios relevantes entre aquellos que buscaron vivienda en los últimos tres meses y aquellos hogares que planean entrar al mercado en los próximos meses.

En contraposición, la persistencia del debilitamiento del dólar a nivel internacional y su correlato en el mercado local podría amortiguar la caída del poder adquisitivo de los hogares, lo cual sumado a las reducidas tasas de interés podría impactar positivamente sobre las decisiones de compra de los demandantes.

De todas formas, en una primera instancia es posible que los primeros efectos primen sobre los segundos, por lo que podría esperarse un incremento en la proporción de operaciones de alquiler en desmedro de la compra, en particular atendiendo la persistente divergencia en los precios de compraventa y alquiler.

Por su parte, quienes estén buscando vivienda como inversión, seguirán presionando sobre el mercado inmobiliario al menos mientras las tasas de interés se mantengan bajas y no haya muchas opciones para invertir. Se ve también con cierta expectativa favorable una demanda agregada de argentinos atraídos por posibles beneficios tributarios (residencia fiscal), sumado a cierta flexibilización en las normas de inclusión financiera de reciente implementación.

Todo indica entonces que a pesar de la existencia de una situación económica no muy favorable, el Fideicomiso podría mantener operaciones de compraventa razonables, ya que hay oportunidades para ello.

Para el mediano y más largo plazo, se mantienen en términos generales las buenas perspectivas para el sector, ya que la demanda por inmuebles existe y se fortalecerá 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. La disponibilidad de créditos hipotecarios de largo plazo será un factor clave para dinamizar la demanda de vivienda.

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 de forma eficiente e incentivos que atienden 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 nuevas disposiciones que han mejorado el clima de inversión sectorial. En este sentido, se destaca el decreto que modifica la instrumentación de la Ley 18.795 y las resoluciones del MVOTMA número 539 y 673 del 2020.

Las modificaciones antes mencionadas han configurado un escenario más alentador en lo que refiere a mejorar el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios. Será vital que los gobiernos departamentales electos actúen en el mismo sentido a partir de 2021. 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 mas 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 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.

4. Conclusiones sobre el entorno

El riesgo mercado. Entendido como la posibilidad de que los negocios inmobiliarios se desarrollen con una adecuada revalorización se encuentra acotado, ya que más allá de circunstancias coyunturales existe una demanda real y en expansión por inmuebles del tipo de los que se construyen en este fideicomiso. Por otra parte, 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. *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. Particularmente las amenazas que existían relativas a posibles intervenciones negativas en el mercado de alquileres o en el de los precios de las viviendas, ya han sido despejadas por la actual administración. *Riesgo bajo.*

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, la fiduciaria y la administradora, los activos subyacentes y el flujo de fondos, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo, van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al manual de calificación. En la matriz de calificación, las áreas se dividen en factores, y estos en indicadores.

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos -, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los Certificados de Participación de la Serie A recogen la calificación BBB.uy¹³ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Pieve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tambler

¹³ . **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. **Grado de inversión mínimo.**