

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

**ACTUALIZACIÓN DE
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN
EN EL DOMINIO FIDUCIARIO
DEL FIDEICOMISO FINANCIERO
FONDO COMPASS
DESARROLLO INMOBILIARIO I**

Montevideo, noviembre de 2022

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

**ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO DEL FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO
COMPASS DESARROLLO INMOBILIARIO I
21 - noviembre - 2022**

Plazo:	11 años (hasta setiembre 2025)
Monto de Emisión:	\$ 2.100.000.000
Fecha de primera suscripción	en setiembre de 2014.
Administrador:	Compass Group Uruguay Investment Advisors
Fiduciario:	República AFISA
Activo Fideicomitado:	Bienes inmuebles (proyectos), fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso.
Fideicomitentes:	Suscriptores iniciales de los CP's
Entidad Representante y Registrante:	BEVSA
Administración y pago:	República AFISA
Vigencia de la actualización:	hasta el 30 de abril de 2023 ¹
Comité de Calificación:	Julio Preve, Martín Durán y Adrián Tamber
Calificación de riesgo:	BB.uy
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.

¹. La nota puede cambiar ante la aparición de hechos relevantes

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero "Fondo Compass Desarrollo Inmobiliario I", manteniendo la calificación BB.uy de grado especulativo.

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 informara en la calificación original.
- Un plan de negocios original que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor soportó en su momento los stresses ajenos al mismo, a los que razonablemente la emisora y la calificadora sometieron al proyecto en la calificación original; pero que luego variaron dado los cambios ocurridos en la ejecución de los negocios.
- Un negocio que ofrecía bajo ciertos supuestos una rentabilidad aceptable, tal como para múltiples circunstancias fuera analizado en el momento de la calificación. No obstante y como se señalara en anteriores actualizaciones, existen una serie de factores que vienen reduciendo los retornos esperados de la mayoría de los proyectos, por la extensión de los plazos, la desinversión en algunos proyectos y la reducción de otros.
- De modo especial se evaluó oportunamente la capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto, Compass Group Uruguay. La empresa ha ido modificando su estructura gerencial en el país y si bien ha logrado sortear ciertos problemas en la ejecución del plan de negocios, persisten algunas dificultades.
- En marzo de 2022, el administrador aportó un nuevo flujo financiero del fideicomiso que incluyó la construcción de la primera torre de La Caleta y la venta posterior del proyecto y la tierra excedente. La TIR estimada en esa oportunidad fue del 7,71% en pesos corrientes, y levemente negativa (-0,26) en Unidades Indexadas. En esta oportunidad el administrador actualiza las proyecciones a junio 2022, presentando una TIR del 6,74% en pesos nominales, menor a la anterior, manteniéndose una rentabilidad insatisfactoria y negativa en moneda constante.
- 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 las unidades del fideicomiso. 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 reducción de la TIR de junio respecto de la presentada en la anterior actualización.

- Resulta clave el cumplimiento en tiempo y forma del desarrollo del proyecto Ava La Caleta que recién ha iniciado su ejecución en el último trimestre de 2021 (a junio de 2022 lleva un avance de obra de 27% y un avance en el presupuesto del 9,3%). También merece especial atención la comercialización de otros proyectos que han finalizado pero que tienen unidades sin vender (Distrito M y Torre Centra). Estos tres desarrollos representan el 76% de los apartamentos que construirá el Fideicomiso y son también los que se espera que expliquen los mayores retornos.
- La readecuación de las inversiones y proyectos hacia segmentos socioeconómicos de ingresos más altos fue una medida acertada en su momento, pero se ha venido dilatando con la consecuente pérdida de rentabilidad. El plazo del Fideicomiso fue ampliado en julio de 2020 y está prevista su finalización en 2025. Esa modificación se hizo pensando en ampliar el plazo para concretar el proyecto La Caleta y mejorar las posibilidades de colocación de las unidades, lo cual recién ahora se estaría concretando.
- 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 el informe sectorial actualizado a octubre de 2022 que dispone CARE, el mercado viene demandando tipologías constructivas cada vez más reducidas y el tamaño de los hogares se acerca a una relación de dos habitantes por vivienda. Para el caso de los apartamentos de La Caleta, las tipologías y la demanda es diferente a la considerada en este párrafo, son apartamentos de mayor valor y destinados a un estrato socioeconómico medio a alto; el resto de la oferta de este fideicomiso se adapta a la tendencia comentada.

- Se mantiene una importante brecha entre la evolución del precio de venta y alquiler de viviendas en unidades indexadas, ya que si bien bajan los inmuebles, también han bajado los alquileres en esa moneda por aumento de oferta, dificultades de crédito hipotecario, caída de confianza del consumidor, etc. 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. Esta situación está siendo aprovechada por este Fideicomiso ya que recientemente ha implementado con relativo éxito la alternativa de alquiler con opción a compra y también el alquiler común para la venta luego de un apartamento con renta.
- 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. No obstante, de no modificarse el contrato 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.
- 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 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.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado "Fideicomiso Financiero Fondo Compass Desarrollo Inmobiliario I".

La calificación de riesgo y sus respectivas actualizaciones, suponen 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 actualización 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 en su momento 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 depende estrictamente del alcance de las TIR calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores porque es diferente en cada caso. En definitiva, la nota sigue entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de objetivos constructivos y comerciales que se juzguen aceptables en ocasión de cada recalificación y que obviamente signifiquen un retorno razonable al inversor.

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, Julio Preve y Adrián Tamber.

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

A. Antecedentes Generales

Se llevan adelante un total de 6 proyectos, los cuales, como se verá, 5 ya han culminado la etapa constructiva, estos son: Distrito M (dos torres), Escollera, Julio Cesar II, Torre Centra y Chaná; los que totalizan 511 unidades a ser vendidas.

El sexto proyecto, La Caleta, que aportará 118 unidades más, inició la obra en el último trimestre de 2021. Como ya fuera informado en anteriores actualizaciones el inicio de la obra se fue demorando y recién en el 2021 se lograron los consensos necesarios de los inversores. Se realizará un primer edificio y se venderá el proyecto con el terreno excedente.

El resto de los proyectos: Tres Cruces, Sky Blue C y Benito Blanco, se han dado de baja, y se siguen buscando alternativas de desinversión.

- Desde marzo de 2019 el Administrador del Fondo modificó su equipo de gestión. Actualmente Sofía Gutiérrez lidera el equipo operativo del fondo.
- En julio de 2020 se firmó una modificación del contrato de Fideicomiso, los principales contenidos de esta modificación, fueron:
 - a) Cambio en el plazo del fideicomiso, pasando de 8 a 9 años. Ese plazo vuelve a modificarse en 2021, pasando a 11 años.
 - b) Se incorpora la potestad de la Asamblea de Titulares de:
 - o Autorizar aquellos proyectos inmobiliarios que comiencen luego de 5 años del comienzo de actividades del fideicomiso.
 - o La cancelación y/o venta en bloque de cualquier proyecto en etapa de Pre-construcción o construcción.
 - o Suspender la comercialización de unidades pendientes de venta por hasta el periodo de un año.
 - c) Cambio en la composición de la reserva de construcción, agregando el endeudamiento aprobado, para componer la reserva.
 - d) Cambio en las condiciones por las cuales la Asamblea de Titulares puede sustituir al Administrador (Grupo Compass) del fideicomiso.
 - e) La posibilidad de la valuación del fideicomiso y de los certificados de participación a través de los servicios de un tercero independiente. El Fideicomiso comenzó tener una valuación independiente de los CPs, la cual será realizada por BEVSA.
 - f) Cambio en el cálculo de la retribución del Administrador.

La modificación de contrato fue realizada para contemplar aspectos operativos y estratégicos del Fideicomiso y en acuerdo de todas las partes, Administrador, Inversores y Fiduciario.

- El 12 de octubre de 2021 se firmó una nueva modificación del contrato de Fideicomiso, los principales contenidos de esta modificación, fueron:
 - (a) Modificación del Plazo del Fideicomiso: Será de un máximo de 11 años pero puede prorrogarse anualmente siempre que la asamblea apruebe la extensión con los votos favorables de al menos dos titulares que en conjunto posean más del 75% de la CPs con derecho a voto y la conformidad del Administrador.
 - (b) Se amplían y modifican las funciones y responsabilidades del Comité de Vigilancia.
 - (c) Se ajusta la comisión del administrador para los años 2023, 2024 y 2025.
 - (d) Se modifica la cláusula que establece las causas de remoción del Administrador.

B. Estado de los proyectos

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

- **Proyecto Escollera**

Está compuesto por dos edificios, uno alto y uno bajo, con un total de 110 apartamentos. La obra ya está terminada, se aprobó el Plano Definitivo de Propiedad Horizontal, se firmó el texto del Reglamento de Copropiedad y quedó configurado el régimen de PH. Todos estos trámites se fueron atrasando porque se detectaron errores en el plano de agrimensura elaborado por el Ing. Agrimensor del proyecto. Fue necesaria la actualización de dicho plano y el error generó la necesidad de compensación de precio en algunas unidades residenciales.

Se entregaron al FF Península las 56 unidades y 36 garajes, habiéndose cobrado el 100% del precio acordado. El proyecto cuenta con el 100% de las unidades residenciales vendidas, resta aún comercializar parte de los garajes individuales del subsuelo. A junio de 2022 se cuenta con 9 garajes vendidos, lo que representa el 30% del total.

Es un proyecto ubicado en Montevideo, destinado al segmento socioeconómico medio.

- **Proyecto La Caleta**

Este proyecto está ubicado en Canelones y está destinado al segmento socioeconómico medio-alto. En este caso, se proyecta el desarrollo y comercialización de la primera torre (118 unidades) y la venta del remanente de tierra a otra empresa desarrolladora.

Se obtuvo la promoción de la Ley de Inversiones de acuerdo al nuevo régimen por ser de mayor beneficio al proyecto (Decreto 138/020) y se aprobó por parte de la IC la reformulación de los plazos de pagos, extendiéndolos hasta 2024 y las obras de infraestructura establecidas en el acuerdo de Mayor Aprovechamiento (Contrato Plan) a ejecutarse hasta la finalización de la obra.

En octubre de 2021, luego de la obtención de los consensos necesarios finalmente se firmó el acta de inicio de obra.

Respecto de las actividades comerciales, se realizó oportunamente la construcción de un Showroom, y se trabaja en el acuerdo con 6 inmobiliarias (5 de Carrasco y una de Argentina). Se ha comenzado con la comercialización y a la fecha hay 9 unidades reservadas.

A junio de 2022 el avance de obra es del 27% mientras que el avance económico es de 9,3%.

- **Proyecto Distrito M Torres 1 y 2.**

Este emprendimiento está ubicado en Montevideo y consta de 268 apartamentos en sus dos torres y está dirigido al segmento de clase media. El Proyecto culminó la etapa de construcción en el tercer trimestre de 2020, y se firmó la Recepción Provisoria con la constructora.

Se aprobó del plano definitivo de propiedad horizontal y se registró el reglamento de copropiedad. Este proyecto obtuvo el amparo del nuevo régimen de vivienda de interés social.

Al cierre del primer semestre de 2022, el proyecto cuenta con un 82,9% de las unidades comercializadas de la etapa I (203 en total).

Se continúa con la comercialización de unidades bajo la alternativa de arrendamiento con opción a compra (AOC) y arrendamiento simple para venderse con renta a inversores. Al 30 de junio 2022 se contaba con 18 unidades bajo la modalidad de alquiler simple, y 4 contratos firmados bajo AOC. Los ingresos de los alquileres han permitido minimizar los costos operativos del proyecto y costear la totalidad de los gastos comunes de las unidades que aún no se han comercializado.

El proyecto consideraba una tercera torre de 73 unidades adicionales (Etapa II), lo que estaba sujeto al cumplimiento de ciertas condiciones, que en su momento no se cumplieron². En consecuencia, se ha decidido no construir ese edificio y vender la tierra y el proyecto.

- **Proyecto Julio Cesar II.**

Este proyecto se encuentra terminado, consta de 23 unidades destinadas a un público del segmento medio, está ubicado en Montevideo.

Se presentó el legajo para la obtención de la final de obra, el cual se espera que ocurra en breve.

Quedan por comercializar la última unidad del proyecto.

- **Proyecto Chana**

Este proyecto se encuentra terminado y plenamente ocupado. Es un edificio de 15 apartamentos, orientado hacia el segmento de clase media.

- **Proyecto Torre Centra**

Es un proyecto para la construcción de 95 unidades destinadas al segmento de clase media.

Se completó la obra en el último trimestre del año 2020, se firmó la Recepción Provisoria con la constructora y se entregaron las unidades comercializadas.

Se presentará ante la Dirección Nacional de Catastro la documentación necesaria para aprobar los Planos PH definitivos y así poder obtener el Certificado de Habitabilidad. El proyecto obtuvo el amparo al nuevo régimen de vivienda de interés social.

A junio de 2022 el proyecto contaba con el 88% de sus unidades reservadas. De esos 86 apartamentos, 82 fueron vendidos y 4 alquilados bajo la modalidad de opción a compra. Al igual que el Distrito M en este edificio también además de la alternativa de alquiler con opción a compra existe la de arrendamiento simple para vender luego el apartamento con renta.

². Previo a la decisión de construir la tercer torre deberán estar reservadas al menos el 50% de las torres de la etapa 1 (cumplido), que se hayan reservado al menos el 40% de la torre 3 (no cumplido) y contar con el visto bueno del comité de vigilancia.

- La mayoría de los proyectos adquiridos tienen como destino la construcción de Vivienda de Interés Social (VIS), con excepción de La Caleta, y están situados en los departamentos de Montevideo y Canelones. La distribución de proyectos es consistente con las proyecciones asumidas en los supuestos con los que se confeccionó el flujo de fondos proyectado presentado en las planillas anexas al Prospecto de Emisión. No obstante, los plazos son mayores y los retornos son inferiores a los proyectados.

C. Hechos Salientes del Período

- Con respecto a Ava La Caleta, se avanza en la ejecución del proyecto. El avance de la obra se sitúa en el 27% , mientras que el avance económico está en el 9,3%. Por su parte ya se ha iniciado con la reserva de unidades que a junio de 2022 alcanza al 7,6%.
- En Torre Centra y Distrito M se entregaron la totalidad de las unidades pre-vendidas y vendidas, y se continúa con el proceso de comercialización de las unidades en stock, ya sea a través de la modalidad de compraventa, alquiler con opción a compra o alquiler simple para la venta de la unidad con renta.
- En el segundo trimestre del año 2022 se cobró el saldo del 15% por la venta de 56 unidades y 36 garajes al FF Peninsula Rentals.
- Al 30 de junio de 2022 se cuenta con aproximadamente 436 unidades entregadas (incluye ventas, arrendamientos simples y AOC) sobre un total de 511 unidades (no se consideran las 118 unidades de La Caleta, que recién está comenzando con las reservas), por lo que se ha comercializado el 85%. Incluyendo a La Caleta, ese porcentaje baja a 69%).

3. Información analizada

La información analizada en esta oportunidad fue la siguiente:

- Encuesta periódica de Research Uruguay; “La demanda en el mercado inmobiliario”; agosto de 2022.
- “Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas”; Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette; octubre de 2022.
- Entrevista al Comité de Vigilancia.
- Estados Contables del operador al 31 de diciembre de 2021.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30 de setiembre de 2022.
- Estados Contables intermedios de la Fiduciaria al 30 de junio de 2022.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Fondo Compass Desarrollo Inmobiliario I, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados fueron analizados en la calificación original.

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Fondo Compass Desarrollo Inmobiliario.

Fiduciario: República Administradora de Fondos de Inversión (en adelante República AFISA).

Administrador: Compass Group Uruguay Investment Advisors

Entidad

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

Títulos emitidos: Certificados de participación.

Activos del

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

Moneda: Pesos uruguayos

Importe de

la Emisión: \$ 2.100.000.000 (pesos uruguayos dos mil cien millones) con integración diferida según contrato de fideicomiso en cláusula 10.1.

Distribuciones: Anualmente según Resultados Acumulados Realizados según procedimiento establecido.

Calificación

de Riesgo: BB.uy

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico agregado en el Anexo I de la calificación original y de la actualización de abril de 2014, descartaron cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc. (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: REPUBLICA AFISA S.A. ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y COMPASS GROUP URUGUAY en su capacidad de gestionar el proyecto. Ambas componen el contrato de fideicomiso financiero.

1. La Fiduciaria

La empresa administradora o fiduciaria es República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (República AFISA)

Se trata de evaluar la capacidad de gestionar, de administrar un patrimonio, para lograr el cumplimiento de las obligaciones de administración que se establecen en el contrato de fideicomiso. Integra este análisis el ajuste de República AFISA a las disposiciones jurídicas vigentes.

REPÚBLICA AFISA es una Sociedad Administradora de Fondos de Inversión, facultada a actuar como Fiduciario Financiero profesional e inscrita como tal en el Registro de Entidades y Valores del Banco Central del Uruguay con fecha 02/08/2004. Su objeto exclusivo es la administración de fondos de inversión de conformidad con la Ley 16.774, sus modificativas y complementarias, y se encuentra expresamente facultada para actuar como fiduciaria en fideicomisos financieros según lo dispuesto por el art. 26 de la Ley 17.703 de octubre de 2003. Su único accionista es el Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU).

Según EE.CC intermedios al cierre del primer semestre del año 2022 la firma alcanza un patrimonio contable de algo más de \$ 799 millones. Esto supone una ligera disminución respecto del cierre del ejercicio anterior (en moneda corriente). La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)			
Concepto	30-Jun-22	31-Dec-21	31-Dec-20
Activo	909.828	951.963	869.245
Activo Corriente	117.223	204.024	199.937
Activo no Corriente	792.605	747.939	669.308
Pasivo	110.445	112.214	95.385
Pasivo Corriente	82.289	84.326	73.727
Pasivo no Corriente	28.156	27.888	21.658
Patrimonio	799.383	839.748	773.859
Pasivo y Patrimonio	909.828	951.963	869.245
Razón Corriente	1,42	2,42	2,71

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados, al cierre del semestre mencionado la firma sigue mostrando resultados positivos tal como se muestra en el cuadro siguiente, aunque en este caso, menores respecto al mismo periodo del año anterior.

Cuadro 2: Estado de Resultados (miles de \$)			
Concepto	30-Jun-22	30-Jun-21	31-Dec-21
Ingresos Operativos	195.705	191.786	383.066
Gastos de Adm y Ventas	(120.538)	(118.542)	(246.739)
Resultado Operativo	75.167	73.244	136.327
Resultados Diversos	-	-	-
Resultados Financieros	(15.883)	7.702	11.912
IRAE	(8.489)	(17.297)	(30.311)
Resultados del periodo	50.795	63.649	117.927
Otro resultado integral	67	74	8.962
Resultado integral del periodo	50.862	63.723	126.889

Fuente: EE.CC RAFISA

En definitiva RAFISA continúa teniendo niveles de solvencia y liquidez muy sólidos.

Al 30 de junio de 2022, la firma continúa manteniendo la administración de una importante cantidad de fideicomisos en diversas áreas y de distinto tipo lo que garantiza su idoneidad para la función.

2. Compass Group Uruguay

El operador es Compass Group Uruguay Investment Advisors S.A (en adelante CGU); se trata de una sociedad anónima cerrada con acciones nominativas constituida en 2006 con el nombre de Dulbren S.A, que se dedica básicamente a desarrollar actividades inmobiliarias realizadas por retribución o contrato. Por acta de Asamblea Extraordinaria de Accionistas de fecha 16 de marzo de 2012 se resolvió reformar el Artículo 1 del Estatuto pasando a tener la actual denominación. En consecuencia, al referirnos al operador lo hacemos a CGU.

De acuerdo a la cláusula 13.4 del Contrato de Fideicomiso Financiero, el Administrador declara que la totalidad de las acciones emitidas y en circulación de Dulbren SA (luego CGU) son propiedad de Compass Group Holding SA y se encuentran (y encontrarán) depositadas en una institución de intermediación financiera local o estudio jurídico local de primer nivel (El Custodio). El depositario elegido fue el estudio Guyer & Regules constituyéndose así en El Custodio.

Por lo tanto, interesa evaluar la capacidad de Compass Group. Así se hizo en oportunidad de la calificación original y sucesivas actualizaciones habiéndose llegado a la conclusión que, pese a las dificultades que han tenido en la implementación del plan de negocios, desde el punto de vista de la idoneidad y solvencia la firma está capacitada para administrar este fideicomiso.

En lo que respecta a su situación económica financiera, el último balance disponible, que incluye informe de auditoría independiente, fue el cerrado al 31/12/21. Los resultados han sido positivos desde su constitución y nada hace suponer que haya dificultades en este aspecto. Los CP's suscriptos e integrados por CGU fueron vendidos al único accionista, Compass Group Holding SA, razón por la cual ya no figuran en el balance de la firma uruguaya.

3. El Fideicomiso

El Fideicomiso se constituyó mediante contrato de fecha 10 de octubre de 2013. El 28 de julio de 2014 el BCU autorizó su inscripción en el Registro del Mercado de Valores. El 23 de setiembre de 2014, los inversores suscribieron certificados de participación por un monto total de \$ 2.100 millones (máxima emisión autorizada). En setiembre de 2019, algo más tarde que lo estimado originalmente, se completó la integración del total autorizado.

En los EE.CC del Fideicomiso se da cuenta de su participación en ocho entidades estructuradas, sociedades anónimas a través de las cuales se llevan adelante los distintos proyectos. Se consideran contablemente como entidades subsidiarias no consolidadas.

Dado que el Fideicomiso cumple con las condiciones de entidades de inversión, las participaciones en subsidiarias no se consolidan, según la excepción prevista en la NIIF 10, y en su lugar se presentan al valor razonable con cambio de resultados.

En cuanto a la nómina de las sociedades no hay modificaciones respecto a informes anteriores, en consecuencia siguen siendo:

1. Maramax SA (proyecto La Caleta)
2. Demiluz SA (proyecto Benito Blanco)
3. Baulan S.A (proyecto Distrito M- Av. Italia, Malvín)
4. Dinegan S.A (proyecto Escollera en Ciudad Vieja)
5. Taberinos SA (proyecto Torre Centra- ACSA II)
6. Conceptor SA (proyecto Tres Cruces)
7. Verdiplan SA (proyecto Sky Blue C)
8. Framilux SA (proyecto Julio César II)

El estado de desarrollo de cada uno de los proyectos que representan las sociedades mencionadas se detalla en otra sección de este informe; corresponde decir que el criterio contable seguido en su registro es el de valor razonable determinado por un perito independiente o, en caso de estar en construcción y no ser posible o confiable la determinación de su valor razonable de mercado se contabiliza por su costo de adquisición y de construcción.

El Fideicomiso tiene activos de disponibilidad restringida en virtud de las reservas que se constituyen, calculada como el 5 % del patrimonio neto ajustado al cierre del ejercicio anterior.

Asimismo, el Fideicomiso mantiene Reservas de Construcción por cada proyecto en desarrollo; esta se compone del costo total de construcción, deducidas las inversiones ya realizadas más los créditos a cobrar por preventas. Dicha reserva podrá estar compuesta por fondos líquidos, instrumentos financieros e integraciones pendientes de ser realizadas por los titulares de los certificados de participación. Al 31/12/2021 no existían reservas por este concepto; en cambio, al 30/09/2022 existen \$ 448 millones de reserva por el proyecto "La Caleta".

En los cuadros siguientes se exponen en forma resumida las principales partidas de los estados de situación patrimonial y de resultados intermedios del fideicomiso al 30 de setiembre de 2022.

Cuadro 3: Estado de Situación del fideicomiso (miles de \$)

Concepto	30/9/2022	31/12/2021	31/12/2020
Activo	2.559.795	2.479.542	2.311.424
Activo Corriente	547.004	582.641	551.963
Activo no Corriente	2.012.790	1.896.901	1.759.461
Pasivo	272.871	116.895	32.480
Pasivo Corriente	272.871	116.895	32.480
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	2.286.923	2.362.648	2.278.944
Total Pasivo y Patrimonio	2.559.795	2.479.542	2.311.424
Razón Corriente	2,00	4,98	16,99
Fuente: EE.CC fideicomiso			
Patrimonio en miles de dólares	54.795	52.862	53.825

Como se aclara líneas arriba, estos estados contables no se consolidan con las empresas subsidiarias; en cambio se refleja en estos el patrimonio de cada una de ellas como inversión del Fideicomiso. El mismo recoge las tasaciones en cada uno de los proyectos que, como se sabe, se realizaron al cierre del ejercicio anterior ya que en periodos intermedios no corresponde.

El patrimonio contable al 30/09/2022, según cotización de cierre (\$ 41,736), asciende a casi USD 54.8 millones, superior al valor de diciembre último, explicado fundamentalmente por la caída en la cotización del dólar (\$ 44,695 al 31/12/2021)³.

Cuadro 4: Resultados del fideicomiso (miles \$)

Concepto	30/9/2022	30/9/2021	31/12/2021
Venta de inmuebles	-	-	-
Costo por venta de inmuebles	-	-	-
Resultados inversiones financieras	13.243	732	4.843
Resultado por valuación de inmuebles *	(42.478)	(13.819)	114.284
Resultados Operativos	(29.235)	(13.087)	119.126
Gastos de Administración	(35.003)	(41.937)	(57.635)
Resultados Financieros	(11.350)	7.479	22.384
Resultados antes IRAE	(75.588)	(47.546)	83.875
IRAE	(136)	(128)	(171)
Resultado integral del período	(75.724)	(47.674)	83.704

Fuente: EE.CC fideicomiso

* Cambios en el valor razonable de las inversiones inmobiliarias en subsidiarias

Los resultados del periodo son negativos.

4. Riesgos considerados:

Riesgo administración, la gestión del operador en la implementación del plan de negocios ha encontrado dificultades; las mismas han ocasionado un entencimiento general en la marcha de los negocios. *Riesgo bajo-medio.*

Riesgo constructivo, que supone la falta de idoneidad para realizar el tipo de proyectos que se plantea en las condiciones necesarias para su comercialización. La cobertura de este riesgo se encuentra acotada por el protocolo de realización de obras recogido en el prospecto y la idoneidad técnica de los involucrados. *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.

Riesgo de terminación (completion), que implica analizar la posibilidad de que cuando una obra es lanzada, la misma se termine en tiempo y forma, con independencia de factores comerciales, o de costos, o financieros vinculados a créditos a cobrar por unidades vendidas. El mismo se encuentra acotado por la disposición de normas recogidas en el prospecto acerca de inmovilizaciones de fondos líquidos que en conjunto permiten acotar al mínimo este riesgo. Estas inmovilizaciones son: La Reserva Principal, la Reserva de Construcción, la Regla de Inicio de Construcción y otros límites que dan satisfacción a la cobertura de este riesgo. *Riesgo bajo.*

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 Equipo Gestor, se encuentra también previsto en función de diversas contingencias.

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

En el correr de los años se fueron presentando nuevas proyecciones adaptando las estimaciones iniciales a la realidad. Para la actualización de abril de 2022 se presentó un nuevo flujo, que considera los ingresos derivados de la construcción de la primera torre del proyecto La Caleta. Como consecuencia de este cambio, la TIR esperada para el inversor sería de 7,71% en pesos uruguayos, que implica una tasa levemente negativa en moneda constante (-0,26% en Unidades Indexadas). En esta oportunidad, el operador en su informe al segundo trimestre de este año estima un ajuste en la TIR esperada que pasaría a ser ahora de 6,74% en pesos nominales, por lo que sería un poco más negativa aún en moneda constante (-0,74%).

La reducción de la TIR esperada del proyecto respecto de lo establecido en el Prospecto es consecuencia del atraso de las inversiones, de la ocurrencia de algunos problemas constructivos, de la desinversión de algunos proyectos y la reducción de otros. Particularmente la reducción de la TIR en lo que va del año 2022, como se verá, sería consecuencia de la baja del dólar en el país lo que habría afectado a la baja también los precios de los inmuebles.

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

En la calificación original se detalló exhaustivamente el modelo de negocios del Proyecto así como la combinación de escenarios simulados en el Prospecto de Emisión.

Asimismo, CARE realizó oportunamente un análisis de sensibilidad apoyado en el método de simulación de Monte Carlo sobre la base del cumplimiento completo del proyecto original; luego las condiciones fueron cambiando.

Se subraya que las tasas de retorno esperadas han venido disminuyendo con relación a la propuesta original. Esta disminución obedece a la reducción del ritmo de ventas, al enlentecimiento en la ejecución de los proyectos y a la reducción de algunos desarrollos, motivo por el cual es en estos conceptos en los cuales hay que prestar particular atención. Por su parte, el enlentecimiento de las integraciones logró mitigar en parte los efectos adversos anteriores.

La concreción de los emprendimientos ha enfrentado dificultades: además de la aparición de algunos problemas constructivos o de planos en dos proyectos que generaron costos adicionales, y la necesidad de desinvertir en otros proyectos (Tres Cruces, Benito Blanco y Sky Blue C) por diversos motivos. Ya se ha desistido de la realización de la tercer torre del Distrito M y de buena parte del proyecto La Caleta (solamente se realizará una torre).

Como puede observarse en el siguiente cuadro, el proyecto de La Caleta, representa el 31 % de los metros vendibles, sin considerar que el precio esperado será sensiblemente mayor al valor promedio de los metros cuadrados del resto de los proyectos. La concreción de este proyecto resulta clave para alcanzar una mínima rentabilidad -o una mínima pérdida- del Fideicomiso ya que ese proyecto es uno de los dos más importantes del portafolio y el de mayor rentabilidad esperada.

Cuadro 5: Potencial total de Proyectos

Proyecto	en unidades		en metros cuadrados	
	número	Pocentaje	Mts vendibles	Porcentaje
Escollera	110	17%	5.975	16%
La Caleta (*)	118	19%	11.948	31%
Distrito M (**)	268	43%	12.984	34%
Julio César	23	4%	1.193	3%
Chaná	15	2%	846	2%
Torre Centra	95	15%	5.137	13%
Totales	629	100%	38.083	100%

(*) Proyecto iniciando. Un módulo

(**) Se consideran solamente las dos torres. La tercera no se construiría

Fuente: Administrador

La TIR que se presenta no considera la construcción de la tercera torre de Distrito M, y como ya fuera comentado, solamente supone la construcción de la Torre 1 del proyecto de La Caleta.

Los criterios considerados fueron los siguientes:

- Forma de pago proyectos ANV: 20% en el compromiso de compraventa, 80% contra la ocupación.
- Forma de pago proyectos no ANV: 30% en el compromiso de compraventa, 60% en cuotas durante la obra, 10% contra la ocupación.
- Incremento de precios en USD proyectado desde el cuarto trimestre 2021, promedio anual 3,5% (incremento adicional al terminar obra).
- Incremento de costos en pesos: ajustes paramétricos de obras contratadas.

Teniendo en cuenta los antecedentes de este fideicomiso los supuestos podrían resultar levemente optimistas.

Con la base de los datos reales hasta diciembre de 2021 y proyectando el resto del plazo del Fideicomiso el administrador estimó en marzo de este año el flujo financiero y la TIR.

El valor estimado de la TIR para el inversor bajo estos supuestos fue de 7,71%, levemente más baja que en la anterior actualización (8,54%) pero bastante menor a la estimada y proyectada a setiembre de 2015 que era de 25,4%. Estas tasas refieren a pesos corrientes, por lo que debe descontarse la inflación. Si se convierten a Unidades Indexadas las integraciones y las distribuciones, la TIR estimada sería levemente negativa (-0,26%), mientras que en la actualización de noviembre de 2021, había resultado apenas positiva, del orden del 1,01%.

En los siguientes cuadros se presentan las estimaciones del flujo financiero aportado por el administrador y el cálculo de la TIR de los inversores .

Cuadro 6. Flujo Financiero del Proyecto a diciembre de 2021 (pesos corrientes)

En millones de pesos uruguayos	Años							
	2014-2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Flujo de caja antes de distribución	-1.431	-205	88	30	756	735	1.788	-476
Aporte de capital (emisión)	1.540	560						
Distribuciones			-	-	1.208	808	406	962
Flujo	109	355	88	30	-452	-73	1.382	-1.438
Flujo Acumulado	109	464	552	582	130	57	1.439	1

Fte. Administrador

Cuadro 7. Flujo de Fondos y cálculo de la Tasa interna de retorno de los CPs, a diciembre de 2021 (pesos corrientes)

En millones de pesos uruguayos	Años											
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Aportes de Capital (emisión)	-420	-315		-420	-385	-560						
Distribuciones									1.208	808	406	962
Flujo	-420	-315	-	-420	-385	-560	-	-	1.208	808	406	962
TIR DE CPs en pesos nominales	7,71%											
TIR DE CPs en UI	-0,26%											

Fte. Administrador

Este flujo supone que fideicomiso comenzaría a distribuir fondos a los beneficiarios en este año 2022, cosa que hasta el momento no ocurrió. De acuerdo a las fechas de integración del capital y las distribuciones, la Tasa Interna de Retorno de los certificados de participación sería de 7,71% en pesos nominales o del -0,26% en unidades indexadas.

A modo de sensibilización, si las distribuciones bajaran un 5% la TIR en unidades indexadas sería de -1,2%, y si adicionalmente las distribuciones se atrasaran 12 meses, la TIR en moneda constante (UI), pasaría a ser de -2,1%.

En el último informe de junio de 2022, el operador informa que la TIR ahora estaría en 6,74% en pesos corrientes, un valor menor a la consignada para la anterior calificación, lo que determinaría una TIR en moneda constante aún más negativa (-0,74%)⁴.

Durante el año 2022 ha sido notoria la reducción de la TIR estimada, lo que se explicaría en gran medida por la evolución de los principales indicadores que inciden sobre la rentabilidad: evolución del dólar e inflación; el dólar define los precios y la inflación los costos.

El factor con mayor incidencia a la baja en la reducción de la rentabilidad esperada es la evolución de 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 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.

⁴. Para obtener una rentabilidad positiva en moneda constante, por ejemplo del 3% en UI, las distribuciones deberían aumentar un 40% al año 2025 en UI.

Si bien para realizar las proyecciones se tomaron precios crecientes en dólares (moneda en la que se mueve el mercado inmobiliario), aun así, esto tiene un impacto negativo en la rentabilidad esperada del fideicomiso (medida en unidades indexadas) debido a la caída del tipo de cambio real.

2. 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 2,0%, y en el momento actual cercano a 4,0%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.

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.

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. 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%.

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 pesos corrientes y 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 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 Uruguay⁹. En la actualidad la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,63% y la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 5,43%.

En este caso, la TIR esperada del inversor en CPs está muy por debajo de cualquiera de las tasas por lo que la TIR esperada actualmente para los CPs, no estaría dando satisfacción en la comparación con estos parámetros.

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 todo lo desarrollado en esta sección existe incertidumbre sobre la generación de ingresos en una cuantía suficiente como para alcanzar rentabilidades aceptables. *Riesgo medio.*

Riesgo de descalce de monedas. El manejo de la liquidez se corresponde con las necesidades planificadas del Proyecto en sus respectivas monedas. Este riesgo por tanto es bajo.

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

V. EL ENTORNO

El análisis de entorno macro y sectorial tiene como objetivo evaluar los factores futuros que puedan incidir en la generación de los flujos propuestos por el proyecto. Estos factores, por su naturaleza exógena, refieren al marco general de funcionamiento, en el cual se enmarca el Fideicomiso Financiero Compass Desarrollo Inmobiliario 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, el mercado relevante para el producto ofrecido por el Compass Desarrollo Inmobiliario I. Finalmente se aborda la situación de las Políticas Públicas referidas al mercado de interés.

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.

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

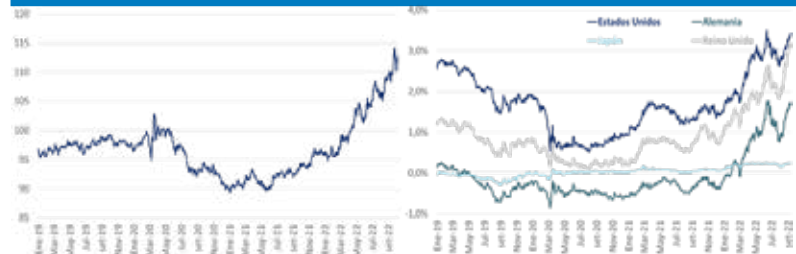
vacunación habilitó el paulatino retiro de las medidas de restricción a la movilidad impuestas para limitar la propagación del virus. A su vez, las políticas fiscales y monetarias desplegadas desde la órbita del sector público jugaron un papel clave, en particular aquellas desplegadas por los países 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 inflacionarias¹⁰ 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

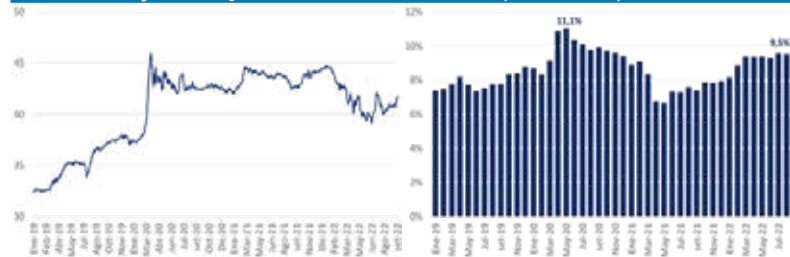


¹⁰. Las cuales también fueron impulsadas por el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania a través del aumento del precio de los commodities energéticos y alimenticios.

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.

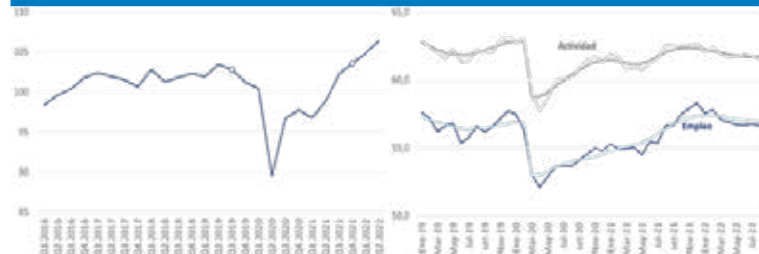
Gráficos 3 y 4 – Tipo de Cambio Nominal (USD/UYU) e Inflación



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.

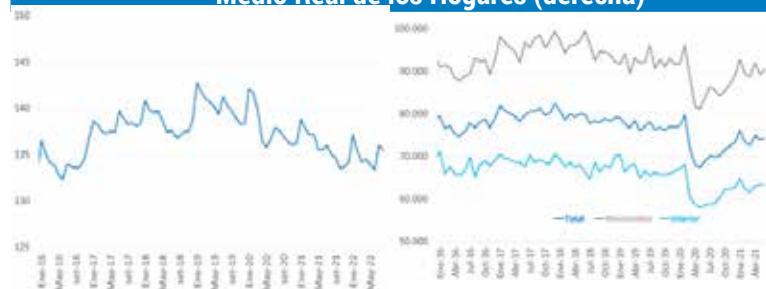
Gráficos 5 y 6 – Nivel de actividad (Desestacionalizado) y Evolución del mercado laboral



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 enlentece en 2018 producto de una coyuntura regional adversa, en la que el mercado inmobiliario en Uruguay recibe el shock negativo de la devaluación en Argentina. A partir de 2020, la pandemia y sus efectos globales generaron amplia incertidumbre a nivel global y local. Sin embargo, 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

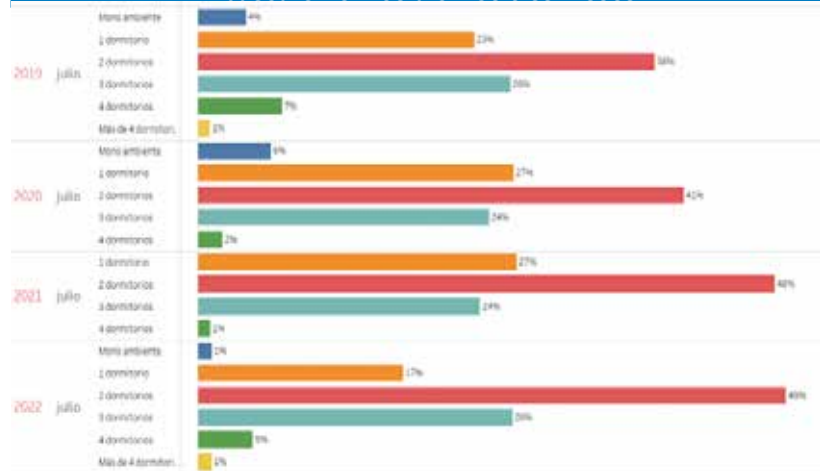
En Uruguay, el crecimiento de la población ha sido muy reducido en los últimos 50 años y no se esperan cambios sustanciales en los próximos 25 años según las estimaciones de población del INE. Sin embargo, es destacable la tendencia decreciente que muestra las tasas de natalidad y la leve tendencia ascendente 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 XXI¹¹. 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.

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

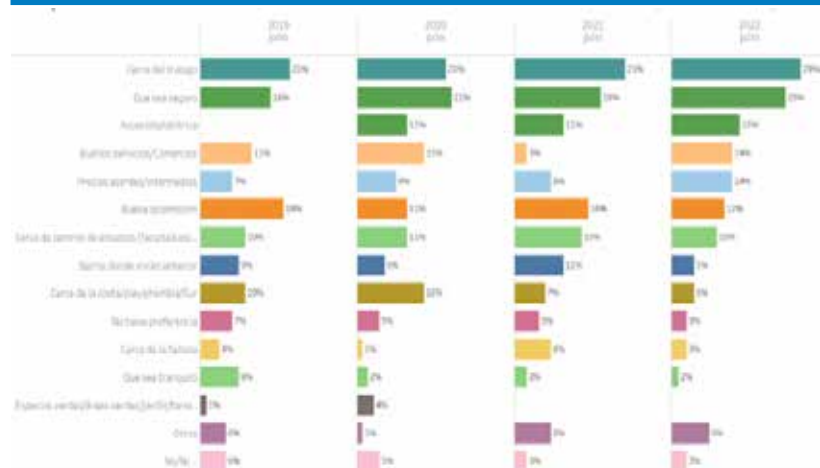
Gráfico 9 - Cantidad de dormitorios buscados por “hogares que buscaron en los últimos tres meses”



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

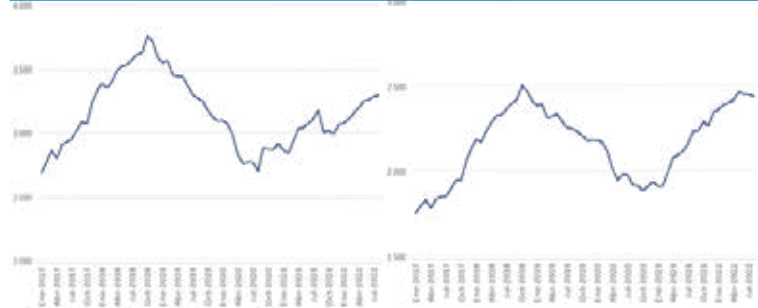


Fuente: SURA y UCU

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 INE¹², 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 habituales¹³.

¹². De acuerdo con información de la Encuesta Continua de Hogares (ECH).

¹³. 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

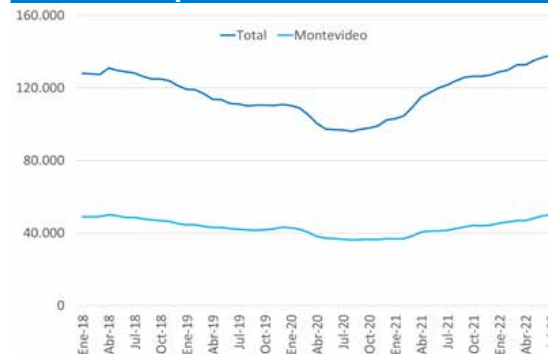
primera aproximación de la coyuntura del sector casi a tiempo real.

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 2020¹⁴.

**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 Estadística¹⁵ 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.

¹⁴. Incluso uno debe remontarse hasta principios de 2014 para encontrar niveles de recaudación similares.

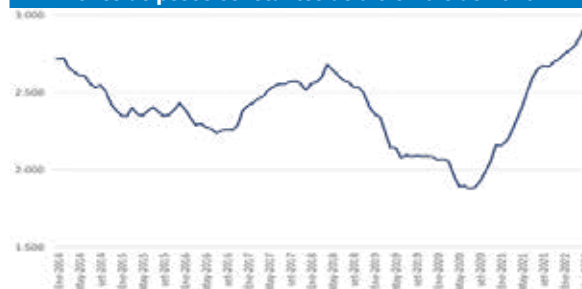
¹⁵. En base a información de la Dirección General de Registros.

Restringiendo a Montevideo, que es el principal punto de desarrollos inmobiliarios para vivienda permanente, las compraventas durante el último 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 constructoras¹⁶.

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. Asimismo, la operativa de alquiler con opción a compra le quita presión a las necesidades de vender por parte del fideicomiso, a la espera de una mejor coyuntura y con ello la demanda de los compradores. *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.*

¹⁶ 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 títulos recogen la calificación BB. uy¹⁷ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado especulativo.

Comité de Calificación



Ing. Julio Fiebre



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tamber

¹⁵ **BB.uy.** Se trata de instrumentos que presentan actualmente un riesgo algo mayor para la inversión que la categoría anterior, por dificultades probables en el desempeño capaces de afectar en grado mínimo la capacidad de pago, que sigue siendo adecuada. Alternativamente pueden surgir ligeras dudas en la capacidad de la administradora. 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, satisfacen en conjunto aceptablemente los análisis practicados, sin perjuicio de debilidades en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Se incrementa hasta un nivel medio el riesgo del instrumento ante eventuales cambios desfavorables previsible en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsible en el entorno es de media baja a media, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo. **Grado especulativo medio. Riesgo medio.**