

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 2024

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

**ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO DEL FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO
COMPASS DESARROLLO INMOBILIARIO I
12 - noviembre - 2024**

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 2025 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. Esta Calificación 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:

a) Respetto de los títulos

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se informara en la calificación original (www.care.com.uy.)

b) Respetto de la Administración

- 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, visto los avances logrados hasta el momento, no parece posible que se logren alcanzar los resultados del planteo original.
- La readecuación de las inversiones y proyectos hacia segmentos socioeconómicos de ingresos más altos fue una medida acertada en su momento, pero la demora en el inicio de las obras atentó en contra de la 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 Ava La Caleta (la primer torre) y permitir su comercialización.

c) Respetto del activo subyacente

- El plan de negocios original 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.
- El negocio 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, existieron una serie de factores que fueron reduciendo los retornos esperados de la mayoría de los proyectos: atraso de las inversiones, ocurrencia de algunos problemas constructivos, desinversión de algunos proyectos, la reducción en algunos, entre otros factores.
- En oportunidad de la anterior calificación (abril 2024), el administrador aportó una actualización del flujo financiero con datos reales a diciembre de 2023 y proyectando hasta la finalización del fideicomiso en 2025. La proyección contempla la construcción y comercialización de la primera torre de La Caleta -que ya lleva un avance razonable- y la venta posterior del proyecto y la tierra excedente. En base a esas proyecciones se

estimó la TIR para los inversores en CP's la que se ubicaría de 6,0% en pesos corrientes (moneda de la emisión), pero negativa en moneda constante (-1,6% en Unidades Indexadas). Estos valores son levemente mejores a los de un año atrás, aunque sigue siendo insatisfactoria, ya que no lograría mantener mínimamente el valor real de la moneda.

- El fortalecimiento del peso frente al dólar, ocurrido en los últimos años, ha tenido un efecto adicional en la reducción de la rentabilidad de este fideicomiso, aunque en este caso particular no es la razón principal. Si se estima la TIR en el equivalente a dólares, la tasa pasaría a ser levemente positiva aunque también baja (1,4%). El ratio USD/UI, considerando la cotización interbancaria, muestra una caída de 19% entre el 1 de enero de 2022 y el 30 de junio de 2024. Eso implica que, para alcanzar los objetivos en materia de rentabilidad original del negocio, el precio en dólares de los inmuebles debería haberse ajustado al alza en mayor proporción. Sin embargo, el mercado no se ajusta de manera automática a estas variaciones, por lo que los márgenes del desarrollador se ven adicionalmente afectados.
- Resulta clave el cumplimiento en tiempo y forma de la construcción de la torre de Ava La Caleta que ha iniciado su ejecución en el último trimestre de 2021 y a junio de 2024 lleva un avance significativo en el cronograma de obra y está prevista la entrega de las primeras unidades sobre fines de 2024. También merece especial atención la comercialización de éste y de los otros proyectos que ya han finalizado pero que mantienen algunas unidades sin vender (Distrito M y Torre Centra). Algunas de las unidades de las obras terminadas se han alquilado y otras se han colocado a través del sistema de alquiler con opción a compra, quedando muy pocas unidades disponibles. Estos tres desarrollos representan el 76% de los apartamentos que terminará construyendo el Fideicomiso y son también los que se espera que expliquen los mayores retornos.

d) Respecto del entorno

- El mercado inmobiliario continuó evolucionando favorablemente luego de la pandemia y de sus efectos negativos sobre el desarrollo del sector. Una vez controlada la crisis sanitaria, el sector ha evidenciado una importante mejoría evidenciada con un relanzamiento del sector, el aumento de la transaccionalidad y aumentos de la demanda apalancados en la recuperación de los ingresos de los hogares, el aumento del crédito, el fortalecimiento del peso uruguayo y algunos cambios normativos. Esto implica un abaratamiento relativo de la vivienda en dólares. Esto ocurre particularmente en algunos segmentos de la población y zonas que han mostrado elevado dinamismo en los últimos años y que han mostrado elevada resiliencia a los eventos adversos, tal como corresponde a las unidades que resta construir y comercializar en este fideicomiso.
- Este escenario de mejora del lado de la demanda, trajo aparejado una reducción de los márgenes del lado de la oferta de los nuevos emprendimientos inmobiliarios y la necesidad de moderar el impacto de la inflación en dólares en los esquemas de costos de los nuevos desarrollos inmobiliarios.

- No se esperan cambios significativos en el contexto macroeconómico que afecten al mercado inmobiliario de forma negativa. Por el contrario, el entorno económico es favorable para la demanda de inmuebles, en tanto se profundiza el proceso de mejora del ingreso de los hogares, reforzado por la acumulación de inflación en dólares. Esto, a su vez, se beneficia de un aumento en los créditos hipotecarios y mejores condiciones de acceso por parte de los hogares. Esto ocurre particularmente en algunos segmentos de la población y zonas que han mostrado elevado dinamismo en los últimos años y que han mostrado elevada resiliencia a los eventos adversos, como es el caso del sector hacia el cual está dirigido el proyecto La Caleta.
- En contrapartida, este escenario es complejo para el desarrollo de nuevas obras de vivienda, que ven sus márgenes erosionados y podrían ajustar los precios en dólares para hacer frente a esta situación, como está ocurriendo en este Fideicomiso. En el corto plazo, se espera que la transaccionalidad se mantenga.
- Según se destaca en la sección V de este informe, el mercado viene demandando tipologías constructivas en línea con la mayoría de las unidades de este Fideicomiso. Para el caso del proyecto Ava La Caleta el mismo está destinado a un sector de mayor poder adquisitivo y en una zona en amplio desarrollo.
- 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. Sin embargo, el próximo cambio de administración podría implicar revisiones a los esquemas de exoneraciones tributarias a nivel general, pudiendo afectar al sector inmobiliario.

I. INTRODUCCIÓN

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 llevaron adelante un total de 6 proyectos, de los cuales 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.

El sexto proyecto, Ava 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 con 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 no se llevarán adelante. En enero de 2024 se vendieron las acciones de la sociedad anónima y el proyecto Benito Blanco quedando totalmente desinvertido por parte del fideicomiso. Para el proyecto Tres Cruces se siguen analizando estrategias para desinvertir.

- Desde marzo de 2019 el Administrador del Fondo modificó su equipo de gestión. Actualmente Sofía Gutiérrez lidera el equipo operativo del fondo.
- En la actualización de calificación de mayo 2020 se ajustó la nota al nivel actual; antes, en noviembre de 2019 se le había otorgado nota de grado especulativo.
- En julio de 2020 se firmó una modificación del contrato de Fideicomiso, con el objetivo de contemplar aspectos operativos y estratégicos del Fideicomiso y en acuerdo de todas las partes, Administrador, Inversores y Fiduciario. Algunos de los principales contenidos de esta modificación fueron la extensión del plazo a 9 años, aspectos relacionados al inicio de los nuevos proyectos, y el cambio en el cálculo de la retribución del Administrador.
- El 12 de octubre de 2021 se firmó una nueva modificación del contrato de Fideicomiso, con el objetivo de poder avanzar en el proyecto Ava La Caleta. Los principales contenidos de esta modificación refieren a una nueva extensión del plazo del Fideicomiso que pasó a ser de 11 años, se ampliaron y modificaron las funciones y responsabilidades del Comité de Vigilancia y se volvió a ajustar la comisión del administrador para los años 2023, 2024 y 2025.

B. Estado de los proyectos a junio de 2024

A continuación, se actualiza el estado de cada uno de los proyectos, 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 vendieron al FF Península 56 apartamentos 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 2024 quedan por comercializar 8 garajes (27% del total), de éstos hay 5 en proceso de compra, por lo que la disponibilidad es de 3 unidades.

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

- **Proyecto Ava 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 y el proyecto 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. Se está renegociando con la Intendencia para volverlo al acuerdo original que resulta más beneficioso en el contexto de atraso cambiario.

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), y en diversas acciones de promoción.

A junio de 2024 el avance de obra es muy significativo, habiéndose completado la losa de hormigón armado de toda la torre (14 pisos) y la estructura de amenities. Se estima que para finales del 2024 se comience con la entrega de las primeras unidades.

Según informa el operador se constata un incremento en la demanda por los productos de este proyecto. En el segundo trimestre del 2024 quedó operativa la unidad modelo de la torre, lo que contribuiría a que se concreten más reservas.

- **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 definitiva 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 fin del primer semestre de 2024, el proyecto cuenta con 230 unidades vendidas un 86% del total. Adicionalmente se cuenta con 36 unidades alquiladas (23 en alquiler simple y 13 con opción a compra) y dos en proceso de compra. 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 cumplieron. En consecuencia, se habría decidido no construir ese edificio y vender la tierra y el proyecto.

Se vendió el local comercial de Torre 2 y se firmó un boleto de reserva por el basamento comercial de Torre 3, en donde se está construyendo una estructura -a costo del comprador- sobre la cual en un futuro se podría construir la Torre 3, por parte de otro desarrollador.

- **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.

Todas las unidades se han vendido.

- **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, y cuenta también con un basamento comercial.

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 espera firmar la recepción definitiva en el segundo semestre de 2024.

Se aprobó plano definitivo en Catastro y ya se firmó el reglamento de copropiedad. El proyecto obtuvo el amparo al nuevo régimen de vivienda de interés social.

A junio de 2024 el proyecto contaba con 94 apartamentos vendidos (99%), y se cuenta con una unidad alquilada bajo la modalidad de opción a compra, por lo que no hay apartamentos disponibles.

- La mayoría de los proyectos adquiridos tienen como destino la construcción de Vivienda de Interés Social (VIS), con excepción de Ava 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 inferiores a los proyectados.

C. Hechos Salientes del Período

- Con respecto a Ava La Caleta, se avanza en el cronograma de obra y se prevé la entrega de las primeras unidades para finales de 2024. Por su parte se sigue trabajando en la promoción comercial, en la reserva de unidades y ya está operativa desde el primer semestre de 2024 la unidad modelo en la torre. Para el segundo semestre del año el operador planifica la realización de una serie de eventos en la unidad modelo para dar a conocer el producto ofrecido y sus terminaciones.
- Se negoció el contrato de arrendamiento de los locales de la Torre 1 del Distrito M, el cual se firmó con posterioridad al cierre del primer semestre.

Se sigue avanzando en el proceso de comercialización de las unidades en stock de los proyectos culminados, básicamente del Distrito M, así como también en las estrategias de desinversión del basamento comercial de ese proyecto.

3. Información analizada

La información analizada en esta oportunidad fue la siguiente:

- Informes trimestrales del operador, el último al 30 de junio de 2024.
- Encuesta periódica de Research Uruguay; "La demanda en el mercado inmobiliario"; setiembre de 2024.
- "Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas"; Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette; setiembre de 2024.
- Estados Contables del operador al 31 de diciembre de 2023.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/24.
- Estados Contables intermedios de la Fiduciaria al 30/06/24.

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 al cierre intermedio de junio 2024 la firma alcanza un patrimonio contable de \$ 988 millones. Esto supone un nuevo incremento 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 períodos anteriores se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)			
Concepto	30-Jun-24	31-Dec-23	31-Dec-22
Activo	1.094.603	1.042.188	948.196
Activo Corriente	173.801	154.257	134.716
Activo no Corriente	920.802	887.931	813.480
Pasivo	106.833	107.225	94.486
Pasivo Corriente	74.382	76.809	62.770
Pasivo no Corriente	32.451	30.416	31.716
Patrimonio	987.769	934.963	853.709
Pasivo y Patrimonio	1.094.603	1.042.188	948.196
Razón Corriente	2,34	2,01	2,15

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 (y crecientes) tal como se muestra en el cuadro siguiente.

Cuadro 2: Estado de Resultados (miles de \$)

Concepto	30-Jun-24	30-Jun-23	31-Dec-23
Ingresos Operativos	264.495	225.148	428.372
Gastos de Adm y Ventas	(159.967)	(130.898)	(287.187)
Resultado Operativo	104.527	94.250	141.185
Resultados Diversos	-	32	-
Resultados Financieros	4.011	(10.213)	(9.481)
Resultados antes IRAE	108.538	84.069	131.704
IRAE	(15.793)	(19.507)	(30.349)
Resultados del periodo	92.745	64.562	101.355
Otro resultado integral	61	67	(5.970)
Resultado integral del periodo	92.806	64.629	95.385

Fuente: EE.CC RAFISA

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

Al 30 de junio de 2024, 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; 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 SA² 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.

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.

Por lo tanto, interesa evaluar la capacidad de Compass Group. Así se hizo en oportunidad de la calificación original habiéndose llegado a la conclusión que desde el punto de vista de la idoneidad y solvencia la firma estaba capacitada para administrar este fideicomiso. Posteriormente fueron surgiendo algunas dificultades en la gestión del plan de negocios, pero considerando la etapa actual del Fideicomiso no se advierten mayores riesgos vinculados a la gestión.

². Al momento de redactar este informe, la firma se encuentra transitando un proceso de fusión con una entidad extranjera que, de aprobarse, pasaría a ser su controladora.

En lo que respecta a su situación económica financiera, el último balance disponible, que incluye informe de auditoría independiente, fue el cerrado al 31/12/2023. Los resultados del último ejercicio fueron negativos; no obstante, en este aspecto no se advierten riesgos en que CGU pueda gestionar la última etapa en que se encuentra el Fideicomiso.

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. Como ya se informara en la última actualización, una de ellas, Demiluz SA fue dada de baja al venderse el 100 % de su capital accionario, por lo que en la actualidad son 7 las sociedades.

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, son las mismas respecto a informes anteriores, con la excepción de la mencionada líneas arriba.

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

Algunas de las mencionadas sociedades ya no tienen actividad; una descripción más detallada del estado de desarrollo de cada uno de los proyectos se realiza 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.

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 30/06/2024.

Cuadro 3: Estado de Situación del Fideicomiso (miles de \$)			
Concepto	30/6/2024	31/12/2023	31/12/2022
Activo	2.716.610	2.695.230	2.467.764
Activo Corriente	368.663	406.415	538.455
Activo no Corriente	2.347.947	2.288.814	1.929.308
Pasivo	632.824	572.225	360.495
Pasivo Corriente	632.824	572.225	360.495
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	2.083.786	2.123.005	2.107.269
Total Pasivo y Patrimonio	2.716.610	2.695.230	2.467.764
Razón Corriente	0,58	0,71	1,49
Patrimonio en miles de dólares	52.109	54.405	52.588

Fuente: EE.CC fideicomiso

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 patrimonio contable al 30/06/2024, según cotización de cierre (\$ 39,989), asciende a USD 52.1 millones, valor inferior al del cierre del ejercicio anterior seis meses atrás³.

Cuadro 4: Resultados del Fideicomiso (miles \$)			
Concepto	30/6/2024	30/6/2023	31/12/2023
Cambios de valor de propiedades en subsidiarias	(31.706)	(29.960)	
Resultados inversiones financieras	9.275	13.614	24.772
Resultado por valuación de inmuebles	-	-	54.123
Resultado por venta de acciones de subsidiarias	379	-	
Resultados Operativos	(22.052)	(16.346)	78.895
Gastos de Administración	(22.657)	(21.163)	(54.650)
Resultados Financieros	5.578	(24.306)	(8.308)
Resultados antes IRAE	(39.131)	(61.815)	15.938
IRAE	(88)	(84)	(202)
Resultado integral del período	(39.219)	(61.899)	15.736
Resultado por CP	(0,374)	(0,590)	0,15

Fuente: EE.CC fideicomiso

Los resultados del periodo informado son negativos. Se reitera que un análisis más detallado de la marcha de los distintos negocios se puede ver en otra sección.

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

4. Riesgos considerados:

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

Riesgo constructivo, que supone la falta de idoneidad técnica o de disponibilidad financiera para realizar el tipo de proyectos que se plantea en las condiciones necesarias para su comercialización. Dado el estado actual de realización, así como la disponibilidad financiera para terminar la obra Ava La Caleta, el riesgo está acotado. *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. En abril de 2024 se presentó una actualización del flujo financiero considerando los ingresos esperados por la construcción de la primera torre del proyecto Ava La Caleta. Sobre la base de ese flujo se estimó la TIR esperada para el inversor en CP's que sería de 6% en pesos uruguayos, que implica una tasa negativa en moneda constante (-1,6% en Unidades Indexadas). Si se calcula la TIR en dólares corrientes la tasa sería apenas positiva ubicándose en 1,4%. Estas Tasas de retorno están calculadas para un inversor que adquirió los CPs al momento de su integración, al valor par, y se mantendría hasta la finalización del fideicomiso.

La fuerte reducción de la TIR esperada del proyecto respecto de lo establecido en el Prospecto original ha sido consecuencia del atraso de las inversiones, de la ocurrencia de algunos problemas constructivos, de la desinversión de algunos proyectos, la reducción de algunos, entre otros. En el caso particular de la reducción de la TIR durante los últimos dos años (2022 y 2023), sería consecuencia de la baja del dólar en el país lo que ha afectado a la baja los precios de los inmuebles en Unidades Indexadas.

1. Evaluación de la 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 Ava La Caleta (solamente se realizará una torre).

Como puede observarse en el siguiente cuadro, el proyecto de Ava 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 y el éxito 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 en etapa constructiva. Un módulo
 (**) Se consideran las dos torres construidas
 Fuente: Administrador

Los criterios considerados fueron los siguientes:

- Forma de pago proyectos ANV en obra: 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 segundo trimestre 2024, promedio anual 3,5% hasta fin de obra.
- Incremento de costos en pesos: ajustes paramétricos de obras contratadas.

Con la base de los datos reales hasta diciembre de 2023 y proyectando el resto del plazo del Fideicomiso el administrador estimó en marzo de este año el flujo financiero y la TIR para el proyecto, estableciéndolo en 8,44% en pesos nominales o 3,82% en dólares (también nominales).

Sobre ese mismo flujo, se calculó la TIR del inversor, que es la relevante a los efectos de la calificación, arrojando un 6,0% en pesos nominales, un -1,6% en unidades indexadas o un 1,4% en dólares nominales. Estos valores están levemente por encima de los estimados en 2022 que fueron 4,7% en pesos nominales y de -3% en Unidades Indexadas.

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 2023 (millones de pesos corrientes)								
En millones de pesos uruguayos	Años							
	2014-2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Flujo de caja antes de distribución	-1.450	-205	88	30	-1	-132	2.397	518
Aporte de capital (emisión)	1.540	560						
Distribuciones			-	-	-		1.452	1.869
Flujo	90	355	88	30	-1	-132	945	-1.351
Flujo Acumulado	90	445	534	563	563	431	1.376	24

Fte. Administrador

Cuadro 7. Flujo de Fondos y cálculo de la Tasa interna de retorno de los CPs, a diciembre de 2023 (millones \$ corrientes)

En millones de pesos uruguayos	Años									
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021-23	2024	2025
Aportes de Capital (emisión)	-420	-315	-	-420	-385	-560	-	-	-	-
Distribución de capital y dividendos	-	-	-	-	-	-	-	-	1.452	1.869
Flujo	-420	-315	-	-420	-385	-560	-	-	1.452	1.869
TIR DE CPs en pesos nominales	6,0%									
TIR DE CPs en UI	-1,6%									

Fte. Administrador

Este flujo supone que el fideicomiso comenzaría a distribuir fondos a los beneficiarios en este año 2024. De acuerdo a las fechas de integración del capital y las distribuciones, la Tasa Interna de Retorno de los certificados de participación sería de 6,0% en pesos nominales o del -1,6% en unidades indexadas.

A modo de sensibilización, si las distribuciones bajaran un 5% la TIR en unidades indexadas sería de -2,5%.

Por otra parte, para obtener una rentabilidad positiva del 3% en unidades indexadas, las distribuciones a partir de 2024 deberían ser al menos un 47% superiores a lo previsto, mientras que para tener una rentabilidad igual a cero, las distribuciones deberían ser un 16% superiores. Todo indica que sería muy improbable que la rentabilidad en moneda constante para el inversor sea positiva.

Durante el año 2022 y 2023 ha sido notorio el impacto que sobre la TIR estimada ha tenido la reducción del dólar respecto del peso en ese período, situación que no se ha corregido en el primer semestre de 2024. La totalidad de los ingresos de las obras en curso del Fideicomiso son en dólares, mientras que una buena parte de los costos de las obras son en pesos uruguayos ajustados por el índice del costo de la construcción (ICC).

El ratio USD/UI, considerando la cotización interbancaria, muestra una caída del 19% entre el 1 de enero de 2022 y el 30 de junio de 2024. Eso implica que, para alcanzar los objetivos en materia de rentabilidad del negocio, el precio de los inmuebles debería haberse ajustado más fuertemente al alza. Sin embargo, el mercado no se ajusta de manera automática a estas variaciones, con lo cual se presenta un dilema entre alcanzar los objetivos de rentabilidad y salir al mercado con precios competitivos.

Si bien para realizar las proyecciones se tomaron precios crecientes en dólares (moneda en la que se mueve el mercado inmobiliario), los aumentos considerados no logran compensar el desfase entre el tipo de cambio y los costos de producción (unidades indexadas).

2. Estimación del Costo de oportunidad del Capital

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

Para estimar el costo de oportunidad del capital, CARE utiliza el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model)⁴, que relaciona la tasa libre de riesgo, la prima de riesgo del mercado y la prima de riesgo asignado al sistema

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

de producción específico, en este caso la construcción de viviendas. Para evitar variaciones bruscas en la tasa, y tener una visión de mediano plazo, se consideraron valores promedios de los últimos 5 años en todas las variables. Para considerar el riesgo sistémico se utiliza el "beta"⁵ promedio de empresas de construcción de viviendas en mercados emergentes, el cual se ubica en 1,21, lo que indica que la inversión en la actividad tiene un mayor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Para la tasa libre de riesgo se considera el rendimiento de los Treasury Bonds a 10 años de EEUU (2,30%), para el riesgo país (índice UBI) se consideraron 115 puntos básicos⁶ y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró 4,68%.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 6,33%. En la coyuntura actual, la tasa libre de riesgo es mayor al promedio de los últimos 5 años, pero en contrapartida el riesgo país es menor al período considerado. En consecuencia, si se aplican los valores actuales, el costo de oportunidad del capital sería menor (5,57%).

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. La TIR estimada en dólares, como ya fuera comentado sería de 1,4%, por lo que estaría muy por debajo del costo de oportunidad.

Otros indicadores con los que podría compararse la TIR esperada del Fideicomiso podrían ser las curvas de rendimiento, que serían opciones posibles de inversión ya que están estimadas para el caso del Uruguay. En la actualidad la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,38% y la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 5,01%.

En este caso, la TIR esperada del inversor en CPs está muy por debajo de cualquiera de las tasas, por lo que no sería satisfactoria 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 alto.*

Riesgo de descalce de monedas. Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda. Sin embargo, al estar los activos valorados en una moneda diferente al de la emisión, variaciones bruscas en la evolución del dólar y de la unidad indexada podrían tener efectos no deseados en el flujo de fondos, como estaría ocurriendo en el momento actual. Sin embargo en lo que resta del plazo es probable que no se acentúe, y si ocurriera siempre existe la posibilidad de alargar los plazos. *Este riesgo por tanto es bajo.*

⁵ Valor proporcionado por Damodaran.

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

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

V. EL ENTORNO

El análisis de entorno macro y sectorial tiene como objetivo evaluar los factores futuros que puedan incidir en la generación de los flujos propuestos por el proyecto. Estos factores, por su naturaleza exógena, refieren al marco general de funcionamiento, en el cual se enmarca el Fideicomiso Financiero 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 inciden en el cumplimiento de los supuestos y objetivos subyacentes al modelo de negocios. Este último aspecto está vinculado a disposiciones del gobierno que puedan afectar positiva o negativamente al proyecto, incluyendo elementos como la política tributaria general o sectorial, disposiciones referidas al ordenamiento territorial, la existencia de subsidios o créditos a la construcción, a la compra o arrendamiento de inmuebles, entre otros elementos.

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

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

1. Entorno macroeconómico nacional e internacional

Luego de la pandemia de 2020-2021 y sus efectos económicos y financieros, la economía global rebotó y emergieron brotes inflacionarios producto de las políticas fiscales y monetarias expansivas desplegadas en respuesta a la crisis sanitaria global. En 2023, la economía global creció levemente en torno a 3,3% y se espera un crecimiento levemente menor durante 2024-25 según las últimas estimaciones del World Economic Outlook del FMI.

En particular, el desempeño de Estados Unidos ha sido más sólido de lo esperado, configurando un escenario de menor preocupación por la actividad y mayor preocupación por la reducción de la inflación. En este sentido, las autoridades ya han comenzado el proceso de moderación de las tasas de interés y se espera continúen en los próximos meses. De esta forma las tasas de interés comienzan a reducirse, quitando sostén al dólar que se ha depreciado a nivel global en los últimos meses, configurando un escenario algo más benévolo a nivel financiero y generando cierto soporte a las materias primas, que además se encuentran vinculadas a otros eventos como los conflictos en Europa del Este y Medio Oriente y a factores idiosincráticos del balance oferta y demanda en particular en los agrícolas. En este sentido si bien los commodities no tendrían un impulso significativo por factores financieros, si han detenido la moderación observada desde hace varios meses.

A lo anterior se agregan dos novedades a nivel global que afectan el balance de riesgos. Por un lado, la escalada del conflicto en Medio Oriente podría configurar un escenario negativo de aumento de incertidumbre global, en especial en la medida que el conflicto involucra a nuevas naciones y se extiende geográficamente con el involucramiento del Líbano e Irán. Por otro lado, China ha anunciado una serie de estímulos monetarios, y en menor medida fiscales al momento, que tienen como objetivo que la economía retome un crecimiento de 5% en el corto plazo. Este evento podría configurar una mejora de la demanda global, acompañado con un mayor dinamismo de la economía de China, aunque aún este escenario no se ha consolidado.

De esta forma, el escenario financiero global se torna algo más favorable para las economías en desarrollo, dado la moderación de las tasas de interés en Estados Unidos que debilita el dólar e impulsa a los commodities en el margen. Este escenario es mejor que el observado durante 2023 y principios de 2024.

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

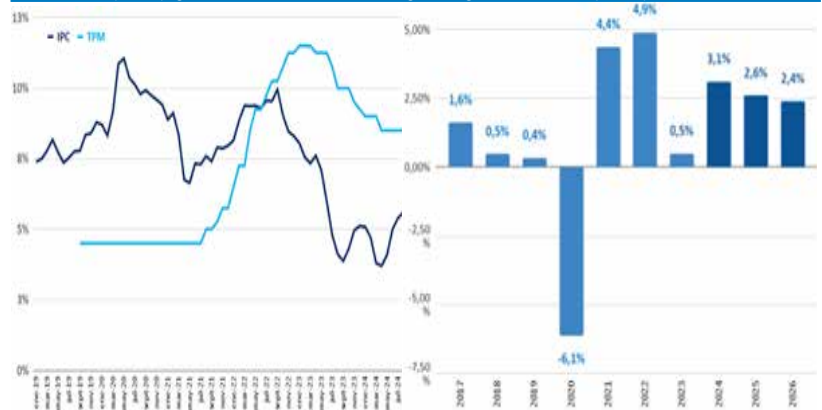


Fuente: Fred St Louis.

Al igual que en informes anteriores, el impacto del ciclo financiero global sobre el mercado doméstico se mantiene reducido y el dólar en Uruguay se ha movido de forma opuesta al mercado global, en particular por factores idiosincráticos vinculados a la entrada de capitales por el proceso de inversión real y el desempeño del sector externo, pero también y de forma más reciente a algunos eventos de risk off vinculados a factores de incertidumbre política sobre el plebiscito por la Reforma de la Seguridad Social. Más allá de lo anterior, en términos tendenciales el dólar se ha mantenido estable durante 2023-24 lo que implicó una apreciación real significativa del peso uruguayo. En 2023, a nivel de fundamentos, el ingreso de IED ha tenido un importante efecto en el Saldo de Financiamiento Externo. Es importante resaltar que el desempeño de la IED estuvo estrechamente vinculado a las obras de infraestructura y la instalación de la tercera planta de celulosa en el centro del país, pero también por el ingreso de capitales con otros destinos, entre los que se encuentra el mercado inmobiliario. Más recientemente, en setiembre y octubre el dólar tuvo un salto nominal en Uruguay (a contrapelo del movimiento global) producto de los riesgos asociados al plebiscito de la reforma de la Seguridad Social, que generó la salida de algunos fondos de inversión que estaban posicionados en títulos en moneda local. Si bien esto no fue un fenómeno generalizado, constituyó un cambio respecto al desempeño previo y fue una muestra de los potenciales efectos que podía tener la aprobación de este plebiscito, lo que finalmente no ocurrió.

En línea con lo anterior, la estabilidad del dólar también ha contribuido a que la inflación se ubique dentro del rango meta definido por las autoridades monetarias y se espera continúe en este nivel durante 2024 hasta entrado 2026 lo que constituye una fortaleza para el proceso de desinflación, reduciendo las expectativas de los agentes. Esto podría implicar que la política monetaria podría tener cierto margen para bajar tasas de interés. Este escenario implica que la inflación en dólares continuará siendo elevada, lo cual genera oportunidades y desafíos para el sector inmobiliario, en particular la vivienda. En el primero, la inflación en dólares genera un mayor poder adquisitivo para los hogares, impulsando el consumo privado. El año pasado el consumo privado tuvo un muy buen desempeño, y se espera un año aún mejor en 2024. Esto también ha sido uno de los principales drivers del mercado inmobiliario. En cuanto a los desafíos, la contracción de la inflación en dólares es un encarecimiento relativo de los costos de producción, en especial en sectores que tienen costos en pesos e ingresos en dólares. Esto viene erosionando los márgenes de producción en el sector inmobiliario, y es la tónica de los nuevos desarrollos en la producción inmobiliaria.

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



Fuente: INE y BCU

En cuanto a la actividad económica, el 2023 cerró con un crecimiento casi nulo, producto del enlentecimiento de la actividad, una base de comparación alta producto de las etapas finales de la instalación de la tercer planta de celulosa y algunos shocks puntuales (sequía, parada de la refinera de Ancap). Este desempeño tiene cierta heterogeneidad al interior. Mientras el consumo de los hogares tuvo un excelente desempeño dado la solidez del mercado laboral, el aumento de los salarios y la apreciación real del peso; el sector exportador experimentó un escenario negativo producto de la sequía y la baja en los precios de los commodities. En 2024, se espera un repunte de la actividad con un crecimiento de 3%, producto de la reversión de los shocks puntuales mencionados previamente. En este crecimiento, el consumo privado seguirá teniendo un rol clave, en tanto sus fundamentos se mantienen sólidos. A nivel sectorial, el agro retomaría la senda de crecimiento en comparación interanual al diluirse los efectos de la sequía del 2023.

En lo que refiere al mercado laboral, si bien la economía casi no creció en 2023, el mercado de trabajo continuó evidenciando señales positivas. En este sentido, durante 2023, se han creado 40 mil puestos de trabajo de

acuerdo a lo publicado por el INE y se crearían en torno a 100 mil puestos desde el comienzo de este período de Gobierno. A nivel salarial, los salarios reales tuvieron un importante crecimiento durante 2023-2024, producto del incremento nominal que aún recoge cierto rezago post-pandemia y vinculado a la moderación inflacionaria. Todo lo anterior configura un escenario positivo para los ingresos de los hogares.

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



Fuente: INE

2. Mercado inmobiliario

a. Breve contexto histórico

El sector inmobiliario representa aproximadamente el 12% del PIB de la economía uruguaya y alcanza a aquellas actividades dedicadas a la intermediación en la venta y alquiler de bienes inmuebles ya sea destinados a vivienda, oficinas, locales comerciales, entre otros. Este ha venido aumentando su actividad de manera sostenida desde 2003 después de una profunda crisis sectorial entre 1999 y 2002. A partir del 2003, comienza una recuperación que evidenció al menos dos fases diferenciadas. Una primera de alto crecimiento (2003 – 2015), que comenzó con un boom inmobiliario en el sector agropecuario y construcciones destinadas al sector de altos ingresos y luego se orienta hacia la construcción de vivienda destinada al sector medio y medio alto de la población, apalancado en un moderado incremento del crédito y estímulos fiscales.

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

2.2.2. Evolución reciente y perspectivas

La irrupción de la pandemia y sus efectos globales trajeron aparejado un importante incremento de la incertidumbre a nivel internacional y nacional que limitaron el dinamismo del sector inmobiliario. Desde entonces, el sector ha evidenciado **una importante mejoría con un relanzamiento del sector, el aumento de la transaccionalidad y aumentos de la demanda apalancados en la recuperación de los ingresos de los hogares, el aumento del crédito y el fortalecimiento del peso uruguayo y algunos cambios normativos. Esto implica un abaratamiento relativo de la vivienda en dólares.** Este escenario de mejora del lado de la demanda, trajo aparejado una reducción de los márgenes del lado de la oferta de los nuevos emprendimientos inmobiliarios y la necesidad de moderar el impacto de la inflación en dólares en los esquemas de costos de los nuevos desarrollos inmobiliarios. En lo que sigue de esta sección se aborda el análisis del mercado inmobiliario, con especial foco en el mercado de vivienda.

i. Oferta de vivienda

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

El stock de viviendas existente se ha gestado y desarrollado prácticamente sin intervenciones directas desde el sector público como proveedor, aunque sí ha incidido en la generación de un marco general que favoreció la construcción de vivienda. La aprobación de la Ley de Acceso a la Vivienda de Interés Social en 2011 (hoy Vivienda Promovida), introdujo una serie de instrumentos de política pública de forma de reorientar la construcción de vivienda a zonas céntricas de menor desarrollo relativo y con baja oferta. Como consecuencia de esta política, en los últimos años se ha evidenciado un incremento de desarrollos inmobiliarios destinados al público objetivo de nivel medio/alto. El resultado de esto ha sido el desarrollo de áreas que previamente tenían un menor atractivo relativo, como el Centro, La Blanqueada, Palermo y Barrio Sur, entre otras. Lo mismo ha venido ocurriendo incluso fuera de Montevideo, con el reciente desarrollo de Canelones.

El Decreto 329 del año 2016 que otorga beneficios a proyectos de gran impacto económico ha colaborado en dinamizar el mercado de vivienda en otro segmento diferente al de la Ley de Vivienda Promovida. Sus ampliaciones recientes de 2020-2022 habrían dado un nuevo impulso a algunos proyectos, en especial generando mayores beneficios y quitando los topes de precio de venta. **Esto último reimpulsó la construcción de vivienda promovida con casi 800 nuevos proyectos y más de 20 mil viviendas nuevas sujetas a esta Ley.**

En lo que respecta a la nueva oferta edilicia, las tipologías construidas refieren a torres de tipo mediana con ascensor y torre suntuaria según la nomenclatura utilizada por el INE; desplazando a las torres económicas. Análogamente, se observa un cambio estructural en lo que refiere a una reducción en el tamaño de las viviendas en construcción en general y en el número de dormitorios por vivienda. Esta reducción del tamaño de las viviendas y de los dormitorios por vivienda, responde al ajuste de la oferta edilicia respecto a las nuevas tendencias demográficas que implican menos habitantes por hogar.

Con excepción de las viviendas del proyecto Ava 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 descripta.

El nuevo escenario de política pública ha tenido un efecto positivo sobre la oferta de vivienda, destacándose el decreto que modifica la instrumentación de la Ley 18.795 y las resoluciones del MVOTMA número 539 y 673 del 2020. Las modificaciones antes mencionadas han permitido reactivar el desarrollo, mejorando el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios y por tanto alentado la creación de nuevos proyectos edilicios. **En efecto, de acuerdo a información de la ANV se aprecia un aumento de proyectos promovidos desde el año 2021, con aproximadamente 180 proyectos nuevos por año hasta 2023. Con información a junio de 2024 se cuenta con más de 130 proyectos promovidos, señal de que este fenómeno se mantiene en términos generales. Es importante señalar que los cambios introducidos en 2020 también han permitido dinamizar esto fuera de Montevideo. También es importante resaltar que el aumento de la oferta de vivienda habría actuado en favor de la baja de los alquileres en términos tendenciales en los últimos años.**

ii. Demanda por consumo e inversión

Los activos inmobiliarios cumplen con un rol dual, por un lado constituyen un bien de uso que permite obtener “servicios de vivienda”, por otro un activo patrimonial que actúa como reserva de valor sobre el cual percibir una renta. Por tanto, es posible descomponer los determinantes de la demanda de inmuebles en aquellos vinculados al mercado para uso y el mercado de inversión. Los primeros se refieren principalmente al crecimiento de la población, las preferencias familiares y otros elementos de decisión social, los ingresos de los hogares y el crédito inmobiliario, mientras que los segundos hacen lo propio a la tasa de interés real y los flujos de capital. Como es habitual, en lo que sigue se profundiza en cada tipo de demanda.

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

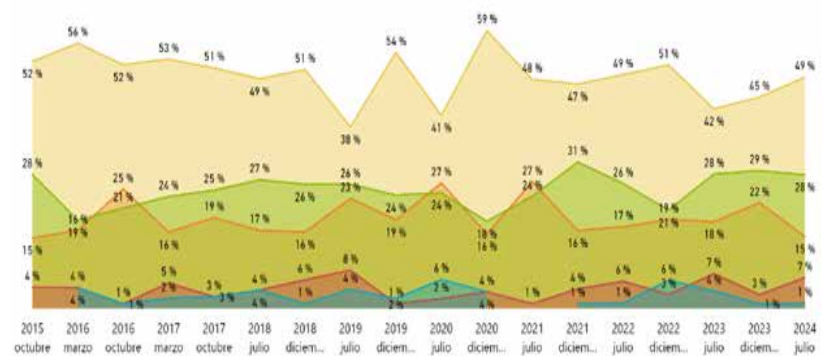
ii.i.i. Factores Sociales

En Uruguay, el crecimiento de la población ha sido muy reducido en los últimos 50 años y no se esperan modificaciones según las estimaciones de población del INE. Es destacable la tendencia decreciente que muestra las tasas de natalidad y la leve tendencia ascendente de la mortalidad en tanto la población total tiende a envejecer. Esto determina que hacia fines de la década del 2040 la población tendería a reducirse. Si bien en los últimos años Uruguay ha recibido cierto flujo migratorio, cambiando la tónica de los primeros años del siglo XXI⁸, este fenómeno es de escasa magnitud para revertir lo anterior. De todas formas, este proceso podría presionar la demanda de cierto tipo de inmuebles, en especial en el mercado de arrendamientos, aunque no es necesariamente un fenómeno que se observe a nivel agregado.

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

A su vez, existen otras dinámicas estructurales propias de nuestro país que tienen incidencia positiva sobre la demanda de vivienda. Estos son: i) el avance en la esperanza de vida; ii) la creciente fragmentación del hogar; iii) la disminución de la tasa de matrimonios; iv) el progresivo aumento de jóvenes con estudios terciarios en el mercado laboral y; v) la inseguridad. Todos estos elementos han impactado directamente en el mercado de la vivienda, vía la preferencias de los hogares. Por estos motivos, el mercado demanda tipologías constructivas reducidas y en la franja costera, al tiempo que el tamaño de los hogares se acerca a una relación de dos habitantes por vivienda. Más allá de lo anterior, para entender el perfil de la demanda, CARE contrata a Research Uruguay, que genera una encuesta semestral recurrente que se realiza sistemáticamente desde 2015 y acumula más de 18 ediciones. De acuerdo a esta encuesta casi 70% de los encuestados buscan viviendas de dos o menos dormitorios manteniéndose relativamente estable respecto a ediciones anteriores.

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

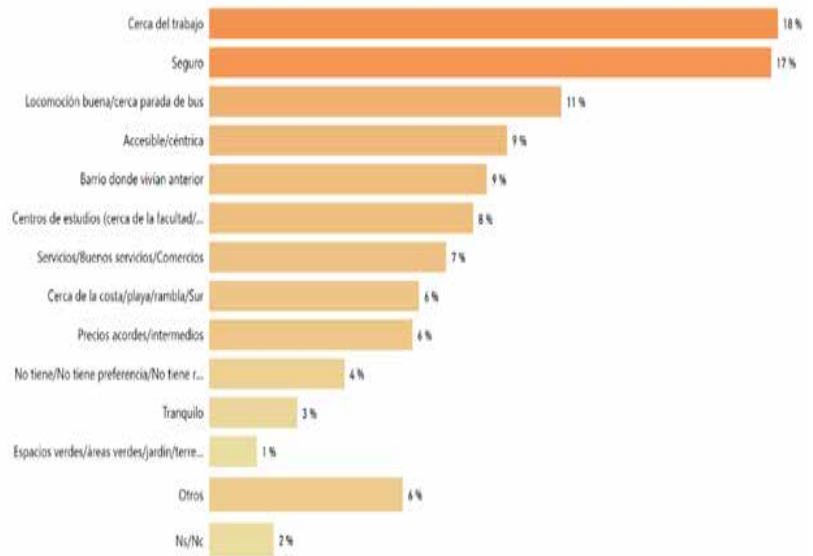


Fuente: Research Uruguay

Los principales atributos a la hora de elegir una vivienda refieren a la ubicación y el entorno: con buena locomoción y seguridad, próximo del trabajo y en una zona céntrica. **Todos estos son amenities vinculados al entorno geográfico de la vivienda y no se modifican en relación a las últimas olas de esta encuesta.**

La existencia de garaje no surge como un atributo indispensable entre los encuestados, aunque gana peso en las decisiones futuras de compra "dentro de 2 años". La configuración de barrios más demandados también se mantiene respecto a ediciones previas de la encuesta siendo los ejes de Pocitos y Centro los principales. Sin embargo también sigue vigente la preferencia por el eje costero hacia el este: Canelones/Ciudad de la Costa y Pinar.

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



Fuente: Research Uruguay

En cuanto al financiamiento, si bien el ahorro previo continúa siendo la principal fuente de fondos para aquellos que buscan comprar una vivienda, el financiamiento de bancos privados o BHU emerge como una alternativa de forma más frecuente entre los encuestados. En este sentido si bien la penetración del crédito hipotecario es reducida en Uruguay, este ha venido incrementándose en los últimos años como fue destacado en informes anteriores y los bancos se muestran más activos en este segmento de financiamiento.

Por último, la encuesta de Research incorpora indicadores de precios a través del Price Sensivity Model que permite aproximar el precio óptimo de acuerdo a las opiniones de los entrevistados. Este relevamiento, de carácter subjetivo, permite tener una orientación de referencia general de los demandantes y generar una referencia de precios sobre las preferencias de los hogares. En este sentido, el ejercicio releva tanto precios de compraventa como de alquileres, identificando distintos umbrales de acuerdo a las preferencias individuales. Más allá de los valores individuales de compraventa y alquileres, es importante señalar que las referencias de Cap Rate entre estos se ubican en torno al 6% a mediados de 2024..

ii.i.ii. Factores Económicos

Por una parte, el ingreso de los hogares, uno de los determinantes más importantes de la demanda de vivienda por motivo de consumo, presentó una caída en 2020 y 2021 producto de la crisis sanitaria y económica, como fue comentado previamente. Esta caída fue dual, vinculada a menores salarios y el deterioro del mercado laboral durante la pandemia. Este fenómeno se revirtió sobre finales de 2021 y se evidencia una mejora sostenida en los últimos años como se comentó en la primera sección de este capítulo. En este sentido, los ingresos de los hogares crecen tendencialmente, y se benefician de la apreciación del peso, impactando positivamente sobre la compra de bienes durables (automóviles, inmuebles, entre otros). Esto también se ve

reflejado en indicadores cualitativos de sentimiento como las expectativas de los consumidores que se encuentran en zona de optimismo según el último relevamiento realizado por la Universidad Católica.

El aumento de los ingresos de los hogares, sumado a la apreciación real del peso, conjugaron un escenario interno favorable para la demanda de inmuebles. A su vez, las favorables condiciones financieras a nivel local y las agresivas campañas llevadas adelante por algunas instituciones financieras trajeron aparejado una reducción en el costo de los créditos hipotecarios que derivó en un importante aumento en la cantidad de operaciones realizadas y su monto total. La cantidad de operaciones nuevas de crédito a enero de 2024 creció 22% en términos interanuales. En tanto, el monto total operado ha crecido por encima del 25%. Ambos incrementos ratifican el dinamismo del crédito hipotecario, en un contexto favorable para estas operaciones. En cuanto al costo de los créditos nuevos, las tasas de interés en UI se ubican en torno a 4,7% promedio durante este año.

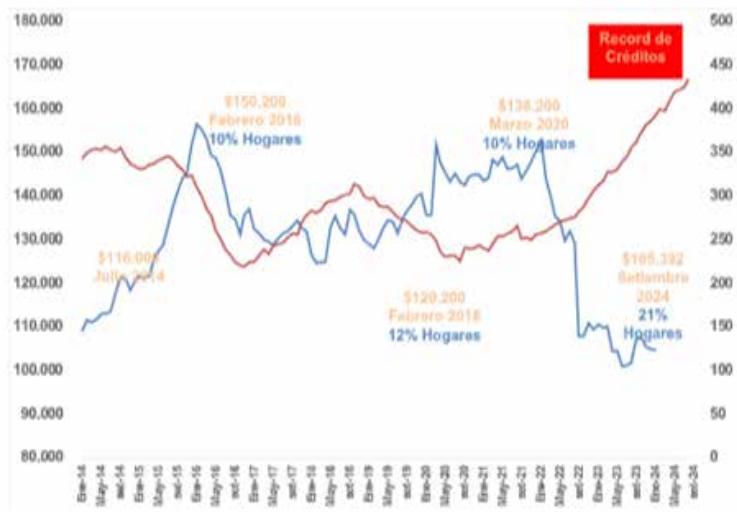
Gráfico 9 y 10 – Créditos hipotecarios en UI
Cantidad de nuevas operaciones (izq.) y Monto (en millones de UI; der.)



Fuente: BCU

Las condiciones de los créditos hipotecarios han continuado mejorando, lo que apuntala su desempeño reciente. No obstante, la penetración del crédito continúa siendo reducida aunque ha aumentado marginalmente. En este sentido, los hogares enfrentan restricciones de acceso al crédito que refieren al ahorro previo y al nivel de ingresos mensuales líquidos necesarios. Si bien estas condiciones han mejorado y cada vez más hogares podrían ser sujetos de crédito, de acuerdo a Sader & Calvete, solo un quinto de los hogares uruguayos cumplen con las condiciones de ingresos necesarios para acceder a un crédito hipotecario. Este indicador busca aproximar y medir sistemáticamente cambios en el acceso, y si bien denota una mejora en el acceso desde mediados de 2022, aún existe una porción mayoritaria de los hogares que no tiene posibilidades de acceso al crédito hipotecario.

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



Fuente: Sáder & Calvete (Marzo 2024).

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

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

La demanda de inmuebles por motivo de inversión está estrechamente vinculada al costo de oportunidad del capital, es decir el rendimiento de usos alternativos determinado por las tasas de interés reales (tanto locales como extranjeras) y los flujos de capital. Desde la crisis del Covid las tasas de interés se incrementaron producto del combate a la inflación a nivel global, elevando el costo de oportunidad de invertir en inmuebles respecto a la inversión en otros activos, particularmente financieros. Sin embargo, como fue comentado al inicio de esta sección este fenómeno comienza a revertirse con el abaratamiento del costo del dinero en Estados Unidos que ha comenzado a expandir su política monetaria nuevamente. No obstante, se espera una reducción gradual de las tasas a nivel global, favoreciendo a la inversión inmobiliaria en el futuro próximo.

A pesar de ello, y en contraposición al mundo, en el mercado local el peso uruguayo continuó fortaleciéndose respecto al dólar estadounidense, lo que permitió recuperar parcialmente el poder adquisitivo de las familias en moneda extranjera. Este fenómeno habría sido explicado por dos factores, uno de carácter real vinculado a la fortaleza del sector externo, en especial la IED, y otro financiero vinculado a las tasas de interés de los instrumentos locales.

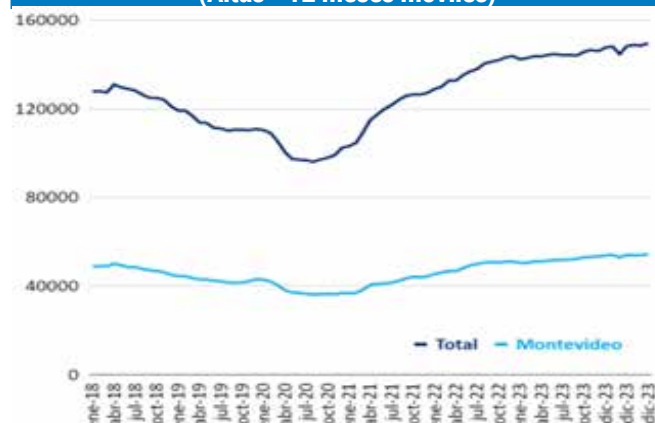
La encuesta realizada por Research Uruguay indaga sobre la demanda para inversión y se aprecia una tendencia creciente entre los encuestados en la búsqueda de inmuebles para invertir, tanto entre quienes buscaron como entre quienes piensan hacerlo en el futuro. Del mismo modo, se aprecia una mayor preferencia por los activos inmobiliarios en el portafolio de los encuestados.

iii. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres iii.i. Evolución general de las operaciones

La información oficial del mercado de compraventas generalmente es incompleta y carece de la oportunidad adecuada para poder conocer la realidad del mercado inmobiliario de forma conveniente. Es por eso que debe ser complementada con fuentes secundarias o indicadores indirectos. Por ejemplo, la recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales (ITP) y las operaciones de Créditos Hipotecarios, las Inscripciones de Compraventa, los permisos de construcción, entre otros. Tal como ha ocurrido en las últimas actualizaciones de este informe, el comportamiento de estos indicadores continúa evidenciando la fortaleza del mercado inmobiliario, al menos desde el punto de vista de la transaccionalidad en el sector.

En este sentido, la información publicada por el INE en base a la Dirección Nacional de Registro señala que hasta julio de 2024, las inscripciones de compraventa crecieron casi 4% para el total del país, y casi 5% para Montevideo respecto al año cerrado a julio 2023. Esto confirma que los indicadores de compraventa mantienen el crecimiento, ratificando el desempeño del mercado inmobiliario.

**Gráficos 12 Inscripciones de inmuebles en Compraventa
(Altas - 12 meses móviles)**



Fuente: INE en base a DNR y MEF

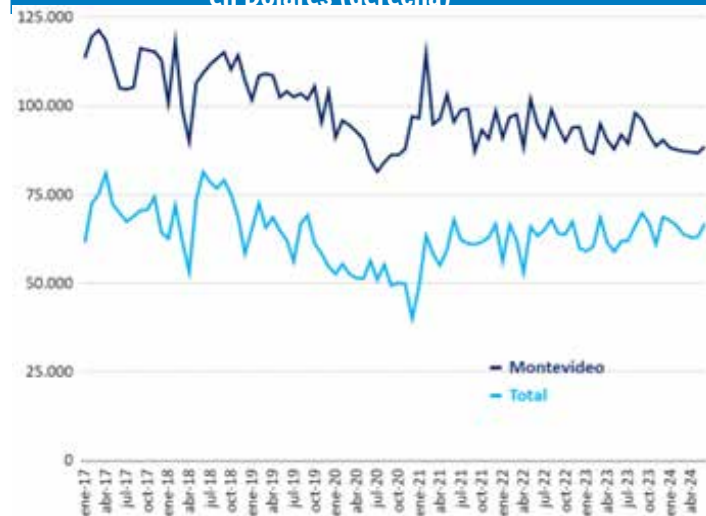
Por su parte, la recaudación del Impuesto a las Transmisiones Patrimoniales mantiene una relativa estabilidad en los últimos meses, con una leve reducción en torno al 1% a agosto 2024, respecto a un año atrás. Igualmente debe notarse que el ITP recoge la transaccionalidad del mercado inmobiliario en sentido amplio, abarcando transacciones de compraventa por fuera del rubro de la vivienda (campos, terrenos, herencias, entre otros). Por otro lado, se debe señalar que la Vivienda Promovida está exenta de este impuesto en su primera operación y justamente este tipo de proyectos está teniendo un dinamismo relevante para el mercado, por lo que estas operaciones no quedan recogidas en el ITP.

Otros indicadores indirectos también sugieren un mercado inmobiliario firme en los últimos meses con perspectivas optimistas. Por un lado, los permisos de construcción continúan creciendo, al tiempo que los cotizantes al BPS en el sector de la construcción, si bien se han desacelerado, mantienen un leve crecimiento. Este último indicador pauta la demanda de mano de obra en el sector que provee servicios habitacionales aunque no solo refiere a la vivienda sino a todo tipo de obra de construcción. Por último, del lado de los hogares, las expectativas del consumidor se mantienen en zona positiva, de acuerdo al indicador de Confianza de Consumidor elaborado por la UCU, destacando la mejora en la predisposición de compra de bienes durables.

iii.ii. Evolución general de los precios

Recientemente el Instituto Nacional de Estadística comenzó a publicar información sobre precios de transacciones de compraventa y contratos de alquiler en base a información de la Dirección Nacional de Registros. Respecto a las compraventas de inmuebles, la información del INE muestra cierta estabilidad en los precios en dólares en Montevideo, y cierta tendencia creciente en el resto del país lo que denota cambios en la composición de las compraventas por zona, siendo Montevideo el departamento que más se ha beneficiado del régimen de Vivienda Promovida, más que cambios en la valorización relativa por geografía.

Gráfico 13 – Mediana del Precio de Transacciones de Compraventa en Dólares (derecha)



Fuente: INE en base a DNR

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

Respecto a los contratos de alquiler, se evidencia un aumento anual en pesos nominales de entre 8% y 5% para los contratos nuevos y vigentes, respectivamente de acuerdo a la información a junio de 2024. Esto implica un crecimiento real de entre 3 y 0%, según el tipo de contrato. Esto confirma la moderación de los precios de los alquileres, y que estos han actuado como un elemento clave del mercado inmobiliario en los últimos años, recogiendo además el impacto de la nueva oferta inmobiliaria en Montevideo. En este sentido, si bien no existe información sobre un efecto causal de la vivienda Promovida hacia el precio de los alquileres, la mayor oferta en particular en Montevideo y concentrada en algunos barrios, coincide con la moderación de los alquileres tanto a nivel temporal como geográfico, lo que podría indicar un efecto positivo en el acceso a los arrendamientos por parte de los hogares en los últimos años.

Gráfico 14 – Precio Promedio de Contratos de Alquiler (Pesos Constantes, Montevideo)



Fuente: INE en base a DNR

iii.iii. Consideraciones finales sobre el mercado de vivienda

No se esperan cambios significativos en el contexto macroeconómico que afecten al mercado inmobiliario de forma negativa. Por el contrario, el entorno económico es favorable para la demanda de inmuebles, en tanto se profundiza el proceso de mejora del ingreso de los hogares, reforzado por la acumulación de inflación en dólares. Esto, a su vez, se beneficia de un aumento en los créditos hipotecarios y mejores condiciones de acceso por parte de los hogares.

La mayor parte de la oferta futura de este fideicomiso proviene del proyecto La Caleta, que como ya se comentó está dirigido a sectores de mayor poder adquisitivo, que en general se ven menos afectados por las eventuales coyunturas adversas.

3. Las políticas públicas

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

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

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

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

En lo que respecta a otras políticas públicas, por el momento no cabría esperar signos de intervenciones negativas, en tanto los anuncios recientes vinculadas a las políticas de vivienda indican que el foco estará en segmentos de la población de menores ingresos, en tanto se entiende que es el sector que mayor necesidad de vivienda tiene en la actualidad. El "Plan Entre Todos" del Ministerio de Vivienda y la Agencia Nacional de Vivienda (ANV) con créditos correspondientes a las partidas presupuestales destinadas a subsidios habitacionales de capital (Contribuciones Económicas No Reembolsables) regulada por los artículos 465 y 466 de la Ley 19.924 (y modificativas) y por el artículo 14 del Decreto Reglamentario 59/022 de 7 de febrero de 2022 configuran una nueva línea de acción política para que algunos sectores que hoy no acceden al mercado inmobiliarios, puedan acceder a la vivienda como propietarios.

Por último, a nivel municipal los anuncios de la Intendencia Municipal de Montevideo en pro del desarrollo urbano y en lo que refiere a una mayor flexibilidad en aprobar alturas en algunas de las arterias de la ciudad, aumentan las expectativas a los desarrolladores y constructoras⁹.

Para la institucionalidad del sector se vislumbra un riesgo que es relevante mencionar, y refiere a que algunos partidos políticos comienzan a anunciar potenciales revisiones a los esquemas de exoneración tributaria vigentes a nivel general, en tanto sostienen que el Gasto tributario requiere revisiones para poder atender otras necesidades sociales. Si bien estas propuestas aún no han sido desglosadas, la Vivienda Promovida, los regímenes Comap y otros esquemas sectoriales específicos podrían ser sujetos de revisión ante un cambio de administración.

⁹ La intendencia presentó el programa "Montevideo más cerca: más altura de la edificación en avenidas", que estimula el desarrollo urbano sustentable, la inversión y la creación de empleo (<https://montevideo.gub.uy/noticias/urbanismo-y-obras/montevideo-mas-cerca-mas-altura-de-la-edificacion-en-avenidas>)

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. El mercado inmobiliario ha mostrado un buen desempeño y la situación de empleo, ingresos y acceso al crédito de los hogares es propicia para su desarrollo; no obstante existen riesgos sobre la rentabilidad de los emprendimientos por la inflación en dólares que redundará en cierto aumento de precios. El escenario global se torna algo más favorable para la inversión en inmuebles. 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. Es reducido ya que la política hacia el sector ha sido apoyada por todos los sectores políticos y tienden a flexibilizar las condiciones de acceso. En especial, los cambios en la Ley de Vivienda Promovida operan como un elemento dinamizador del sector vivienda. No obstante, el resultado de las elecciones presidenciales podría implicar revisiones a los esquemas de exoneraciones tributarias a nivel general, pudiendo afectar al sector inmobiliario. *Riesgo bajo*.

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos -, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BB. uy¹⁰ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado especulativo.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tamber

¹⁰ **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.**