

**ACTUALIZACIÓN DE LA
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE LOS
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN
EN EL DOMINIO FIDUCIARIO DEL
“FIDEICOMISO FINANCIERO
TORRES NUEVOCENTRO”**

Montevideo, noviembre de 2024

4	RESUMEN GENERAL
7	I INTRODUCCIÓN
11	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
13	III LA ADMINISTRACION
17	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
20	V EL ENTORNO
35	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**Actualización de la Calificación de Riesgo de los Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Torres Nuevo Centro.
05 - noviembre - 2024**

Certificados de Participación tipo A	UI 404.317.164 y tipo
B	UI 14.410.483 ¹
Fecha de Suscripción:	18 de diciembre de 2013
Fiduciario:	TRUST AFISA
Plazo del Fideicomiso:	hasta 30 años.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores
Activo Fideicomitado:	Los derechos de sobre elevar y las unidades y espacios conexos de conformidad con lo dispuesto en el Contrato
Calificación de Riesgo certificados A y B:	BBB +.uy
Vigencia:	30 de abril de 2025
Análisis de contingencias jurídicas:	Olivera Abogados
Comité de Calificación:	Julio Preve, Martín Duran y Adrián Tamber.
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.

¹. Con fecha 13 de setiembre de 2021 la asamblea de beneficiarios decidió pasar estos CPs a oferta pública (tipo A).

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero "Torres Nuevo Centro" manteniendo la calificación BBB+.uy.

Esta actualización analiza el riesgo de los beneficiarios de alcanzar una adecuada rentabilidad a partir de la construcción y posterior arrendamiento y/o comercialización de 437 apartamentos y 128 garajes que se construyeron en dos torres denominadas Torres Nuevocentro (TNC) ubicadas en Bulevar Artigas y Luis Alberto de Herrera. Una vez construidas las torres el Fideicomiso incurrió en otros emprendimientos en la zona comprando terrenos para aumentar la oferta de garajes y aprovechar el aumento del precio de la tierra derivado de la realización de las propias torres.

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

- Un negocio que desde el punto de vista jurídico ofrece todas las garantías necesarias tal como se informara en la calificación original (www.care.com.uy.)
- Un negocio que desde el punto de vista económico continúa ofreciendo adecuadas perspectivas de lograr el propósito del mismo, aunque con una TIR menor a la esperada. Se consideró un amplio menú de opciones para mejorar la demanda: venta con financiación propia, alquiler común y el alquiler con opción de compra. Este amplio menú ha permitido colocar prácticamente la totalidad de los apartamentos construidos.
- Al 30 de junio de 2024 se encontraban comercializadas y en proceso de comercialización (firma del boleto de reserva y alquiladas con opción a compra) el 75% de los apartamentos y el 55% de los garajes. Considerando también los alquileres comunes, los porcentajes se elevan al 93% para los apartamentos y al 100% para los garajes de las torres.
- Se destaca la capacidad demostrada por parte de la administración del fideicomiso en la flexibilidad para adaptarse a la dinámica natural de la evolución del plan de negocios.
- Como forma de aprovechar el incremento del precio de la tierra originada por las propias torres en su zona de influencia, el fideicomiso adquirió dos terrenos. En uno de ellos ya se ha finalizado la construcción de 91 garajes (10 ya comercializados) y en el otro de los terrenos hay 105 cocheras provisorias, de las cuales un alto porcentaje están alquiladas a propietarios e inquilinos de las Torres Nuevocentro. Por el momento no se observan mayores avances en los nuevos proyectos, lo que sumado al alargamiento de los plazos en la distribución de dividendos sigue explicando la baja rentabilidad de los inversores en CPs.

- El negocio sigue ofreciendo bajo ciertos supuestos una rentabilidad positiva. La colocación de apartamentos (venta y alquiler con opción a compra), fue más lenta que lo proyectado, lo que hizo bajar la tasa interna de retorno esperada. La última actualización de flujo financiero presentada por el operador con datos reales a diciembre de 2023 y proyectando hasta la finalización del fideicomiso, estimó una TIR de 2,46% en UI, levemente más baja que la presentada en 2020 (2,74%). La TIR sigue siendo positiva y su valor esperado es en parte también consecuencia de una decisión comercial del operador y de los inversores de esperar, en el entendido de que la tasa interna de retorno podría mejorar si en el mediano plazo aumentaran los activos del Fideicomiso y maduraran otros negocios que se están analizando, y que no figuran en las proyecciones del flujo financiero que estimó esa TIR. Si bien la TIR es positiva, la persistencia de valores inferiores a los costos de oportunidad manejados, así como la dificultad de encontrar motivos ciertos de incremento, ofrece algunos reparos a la consideración del comité de calificación.
- 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. 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 particular para este caso en la venta de las unidades que aún no se han comercializado.
- Por su parte, los precios de los alquileres han moderado sus aumentos y han actuado como un elemento clave del mercado inmobiliario en los últimos años, recogiendo el impacto de la nueva oferta inmobiliaria en Montevideo, probablemente estimulada por la vivienda promovida.
- 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. 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. Para el caso particular de este Fideicomiso, la estrategia ha sido intentar mantener dentro de lo posible los precios en Unidades Indexadas, como forma de no perder rentabilidad, pero dificultando las ventas y priorizando los alquileres. En el corto plazo, se espera que la transaccionalidad se mantenga.

- Según se destaca en la sección V de este informe, el mercado viene demandando tipologías constructivas en línea con las que tiene este Fideicomiso.
- 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 Torres Nuevocentro”.

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, del mercado de valores, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa ni obstante una recomendación o una garantía de CARE para los 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 juicio².

El marco conceptual de esta calificación es un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del Fideicomiso, en su capacidad de satisfacer en el tiempo, conforme al plan de negocios que la administración está mandatada a realizar, en beneficio de los fideicomitentes, según contrato original y sus modificaciones. Admitido en su momento el rango de Tasas Internas de Retorno (TIRs) derivado de múltiples simulaciones realizadas por CARE, las futuras 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 lo tanto la nota no dependerá estrictamente del alcance de las Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto, ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. 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. Se contrató en su momento al Estudio Olivera Abogados, autor de los correspondientes informes jurídicos que se anexaron a la calificación original.

². CARE Calificadora de Riesgo no se responsabiliza por el uso que de este informe se haga por parte de terceros con otros fines para el que fue elaborado, máxime cuando se tomen del mismo aspectos parciales que distorsionen su real sentido.

2. Antecedentes y hechos salientes del periodo

2.1. Antecedentes generales

Las obras ya están terminadas por lo que el Fideicomiso se encuentra en la etapa de comercialización y financiación de las unidades en stock, la cobranza de los contratos de alquiler con opción a compra (AOC) y de alquiler, la administración de la cartera hipotecaria, y la administración de los otros activos del fideicomiso (entre ellos los terrenos adquiridos en Cufre y Juan C. Varela).

- A partir del año 2017, la principal modalidad de comercialización del stock de apartamentos ha sido el contrato de "Alquiler con Opción a Compra" (AOC), por el cual se firma un contrato de arrendamiento con opción a compra por un plazo de dos años renovable por dos años más.
- En 2021 comenzaron a vencer los plazos de 4 años para el ejercicio de las opciones de compra. Hasta el 30 de junio de 2024, se ejercieron opciones de compra de 86 apartamentos y 15 garajes.
- El Fideicomiso participa en la comisión directiva de ambas torres en su rol de propietario de las unidades no enajenadas. El fideicomiso al 30 de junio de 2024 tiene el 12% de la Torre Herrera (A) y el 65% de la Torre Artigas (B). Como propietario de un número importante de apartamentos participa en las Asambleas de Propietarios.
- Con el objetivo de dotar al Fideicomiso con más oferta de garajes y también para capturar el "upside" de precio en los terrenos de la zona derivados de la construcción del shopping y las torres, el Fideicomiso TNC optó por tomar posición en tierras y derechos de uso de algunos terrenos en las inmediaciones de las torres para incorporar patrimonio del Fideicomiso. Estos fueron:
 - o Un predio de 600 m2 en la calle Juan Cruz Varela, a metros de la Plaza de las Esculturas para la construcción de 91 garajes. El proyecto prevé la posibilidad de adaptar el edificio a oficinas en un futuro. La obra ya está finalizada. En cuanto a la comercialización de las cocheras, se están evaluando distintas posibilidades para su comercialización y administración.
 - o Un predio de 5.500 m2 con frente a General Flores y a calle Cufre. Se culminó con la obra de las cocheras provisionales, y hay una alta ocupación en formato de alquiler, por parte de propietarios o inquilinos de las Torres Nuevocentro.
- Estas dos acciones podrían generar nuevos negocios y mejores flujos financieros para el FFTNC.
- Desde la implementación de la modalidad de alquiler con opción a compra y hasta el 30 de junio de 2024 se llevaban 146 apartamentos comercializados bajo esta modalidad (86 ya realizaron la opción de compra), lo que representa el 36% de las unidades ocupadas. La modalidad de AOC ha ido adquiriendo cada vez mayor importancia, sin perjuicio de una cierta moderación en los últimos años. En el primer año (2017) el 59% de los apartamentos se comercializaron bajo esta modalidad, en 2018 fue el 70%, en 2019 el 72%, en 2020 del 47%, en 2021 el 42% y en el 2022 el

32%. En 2023, los nuevos contratos AOC fueron apenas el 8% del total, y el resto de los negocios se realizó bajo la modalidad de alquileres comunes.

- En agosto de 2020, se realizó una reunión con República AFAP para tratar el tema de la distribución de fondos líquidos disponibles. Se decidió no distribuir hasta tanto no se defina el destino del desarrollo en el terreno de Cufre. El Fideicomiso a junio 2024 tiene colocados 330,7 millones de pesos en letras de regulación monetaria (valor nominal) y 9,03 millones de dólares en bonos del tesoro de EEUU (valor nominal).
- El 13 de setiembre de 2021 se celebró una Asamblea de Titulares del Fideicomiso, en la cual se votó la modificación de los Certificados de Participación B de oferta privada a Certificados de Participación de oferta pública, a los efectos de poder ser colocados en forma indeterminada al igual que ocurren con los Certificados de Participación A.
- El 20 de diciembre de 2021 se ingresó formalmente en la Intendencia de Montevideo el expediente para solicitar el permiso de construcción para el terreno de Cufre, lo que aún no ha ocurrido. El Fideicomiso deberá definir cuál será su participación en el desarrollo de ese nuevo emprendimiento inmobiliario.

2.2. Hechos salientes del período

En el cuadro 1 se presenta la situación comercial de las unidades al 30 de junio de 2024.

Cuadro 1: Situación de unidades al 31/12/2023

	Apartamentos	Garajes TNC	Garajes Juan Cruz Varela
Vendidos	181	43	10
Vendidos Alquiler con opción a compra	86	16	
Alquiler con opción a compra	60	12	
Alquiler común	78	57	
Sub Total Comercializado	405	128	10
Reservas/precontrato	-		
A Vender o Alquilar con Opción a Compra	32	-	81
TOTAL	437	128	91

Fuente: El Administrador

- Al finalizar el primer semestre del 2024 de los 437 apartamentos construidos hay 267 vendidos, 60 alquilados con opción a compra (AOC) y 78 alquileres comunes, por lo que resta concretar la colocación de 32 unidades. El número de apartamentos sin colocar a la fecha es del 7,3%, ello podría considerarse como una ocupación casi plena, ya que siempre van a existir apartamentos vacantes en una mínima proporción. Respecto de las diferentes torres, la Herrera se encuentra ya en un 96% ocupada, mientras que el porcentaje de ocupación de la Artigas es del 87%.
- Con referencia a los garajes, de los 128 construidos bajo las torres, se vendieron 59, se alquilaron 57 y 12 se alquilaron con opción a compra, por lo que está el 100% colocado. En el estacionamiento de Juan Cruz Varela se vendieron 10 lugares y quedan 81 para colocar.

- Si bien el stock remanente es de pocas unidades, actualmente hay actividad por la cesión de contratos de AOC, y nuevos contratos de arrendamiento para aquellas unidades que rescinden los contratos.
- En el primer semestre del 2024 se vendió un apartamento bajo la modalidad AOC y se realizaron 9 nuevos alquileres comunes. Esta situación en buena medida responde al cambio de criterio en cuanto a que los inmuebles que aún no se han vendido se mantendrán en alquiler hasta la finalización del Fideicomiso.
- El Administrador en coordinación con el Fiduciario decidió establecer un Protocolo de Cobranzas para atrasos que se ha aplicado tanto para inquilinos atrasados en cuotas de alquiler y/o gastos comunes, como para promitentes compradores atrasados.
 - o Por cuotas de promitentes compradores, a junio de 2024 había 32 clientes atrasados, que totalizan UI 1.891.595 (un 12% más que a diciembre 2023). De este total de deudores 16 de ellos tienen atrasos de menos de 60 días (cartera vigente con atraso), en la otra punta hay 8 deudores con más de 240 días de atrasos (cartera morosa). Ya se han iniciado los procesos judiciales de aquellos contratos con menor posibilidad de cobranza.
 - o Por arrendamientos (alquiler y AOC), hay 29 atrasos, pero son solamente 4 los deudores que deban más de tres cuotas. La deuda total es de \$ 1.212.366 (un 19% mayor a diciembre de 2023).
 - o Si bien los niveles de deuda son más altos que en los anteriores informes y muestran un comportamiento levemente creciente, no se observa una tendencia preocupante en el aumento de la morosidad, ni en el número de deudores, ni en los montos de las deudas.

2.3. Información analizada

La nueva información analizada fue la siguiente:

- Informes trimestrales del Administrador el último al 30/06/2024.
- Informes trimestrales del Fiduciario, el último al 30/06/2024
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2024.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2024.
- Encuesta periódica de Research Uruguay; *"La demanda en el mercado inmobiliario"*; setiembre de 2024.
- *"Informe Sectorial: Sector Inmobiliario Mercado de Viviendas"*; Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette; setiembre de 2024.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública y privada certificados de participación tipo A y tipo B respectivamente, en el dominio fiduciario del "Fideicomiso Financiero para la Construcción y Comercialización de los Edificios para Vivienda Denominados Torres Nuevocentro".

1. Descripción general

Denominación: "Fideicomiso Financiero para la Construcción y Comercialización de los Edificios para Vivienda Denominados Torres Nuevocentro". En forma resumida, "Fideicomiso Financiero Torres Nuevocentro".

Fiduciario: TRUST Administradora de Fondos de Inversión S.A.

Administrador: Jiménez de Aréchaga, Viana y Brause (Kisbur S.A.)

Constructor: Ebital S.A.

Proyecto y

Dirección de Obra: Estudio Gómez Platero.

Entidad

Representante: Bolsa Electrónica de Valores.

Títulos emitidos: Certificados de participación tipo A y B de oferta pública³.

Bienes

fideicomitidos: Los derechos de sobre elevar y las unidades y espacios conexos de conformidad con lo dispuesto en el Contrato de Reserva y la escritura de compraventa posterior. El Precio de la Emisión. El llamado Aporte Posterior de los fideicomitentes B. El producido de la inversión y reinversión de los Activos Financieros. Las sumas acreditadas en la Cuenta Fiduciaria, en la Cuenta de Reserva, y en la Cuenta Recaudadora. El Inmueble. Las Cobranzas de la Enajenaciones de Unidades. Los derechos de las indemnizaciones provenientes de los seguros que pudieran contratarse bajo el Contrato de Construcción y la Caucción. Los pagos recibidos por el Fiduciario en concepto de indemnización, multa y/o intereses moratorios, o cualquier otro concepto que derive del incumplimiento o rescisión de los contratos que el Fiduciario celebre con los potenciales adquirentes de las Unidades o cualquier otro contrato. Todo crédito, pago de indemnización y cualquier otro ingreso por cualquier concepto derivado de la administración y/o disposición de los Bienes Fideicomitidos, así como los derechos que resulten a su favor en virtud de cualquier contrato que celebre con terceros para ejecutar la construcción del Inmueble, y en general cualquier ingreso o fondo existente en las Cuentas. Todos los demás bienes, derechos y obligaciones de cualquier naturaleza que integren el patrimonio del Fideicomiso.

³ Con fecha 13 de setiembre de 2021 la asamblea de beneficiarios decidió pasar estos CPs tipo A de oferta privada a pública.

Moneda de los CP: UI.

Importe de la Emisión: **Emisión de Oferta Pública:**
Certificados de Participación tipo A UI 404.317.164 y
Emisión de Oferta Privada:
Certificados de Participación tipo B UI 14.410.483

Calificación de Riesgo de los certificados de participación A y B: BBB +.uy

2. El análisis jurídico

El análisis agregado en el Anexo I de la calificación original y de la actualización de abril de 2014, recorrieron distintas contingencias jurídicas descartando los riesgos a ellas asociados. (Véase en www.care.com.uy).

3. Riesgos considerados

Riesgo jurídico de estructura. Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de posibles perjudicados por la creación oportunamente descrita. En función de los informes jurídicos antes mencionados, y teniendo en cuenta el tiempo transcurrido con ausencia de conflictos, se concluye que el *riesgo jurídico de estructura es 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

La estructura de gobernanza del fideicomiso que fuera diseñada para cumplir con los objetivos del mismo, requiere ser analizada desde la realidad actual con la obra terminada y entregada, queda completar su comercialización y la concreción de nuevos negocios.

En definitiva, se valora la capacidad demostrada por parte de la administración del fideicomiso en la flexibilidad para adaptarse a la dinámica natural de la evolución del plan de negocios.

a) La Fiduciaria

La fiduciaria es TRUST Administradora de Fondos de Inversión S.A. (TRUST AFISA); se trata de una sociedad anónima cerrada, con acciones nominativas. Su domicilio es Rincón 487, Oficina 305, Montevideo. Tiene por objeto exclusivo la administración de fondos de inversión de conformidad con lo dispuesto por la Ley No. 16.774 de 27 de setiembre de 1996 y demás normas reglamentarias, modificativas y complementarias, pudiendo ser administradora fiduciaria en fideicomisos financieros de acuerdo con el Artículo 26 de la Ley No. 17.703. Como tal, se encuentra regulada y supervisada por el Banco Central del Uruguay (BCU).

TRUST AFISA ha sido autorizada a operar como administradora de fondos de inversión por comunicación del BCU No 2011/180 del 5 de octubre de 2011.

A continuación se exponen en los cuadros siguientes su Estado de Situación Patrimonial y de Resultados intermedios al 30 de junio de 2024 y su comparativo con periodos anteriores.

Cuadro 2: Estado de Situación de TRUST (miles de \$)			
Concepto	30/6/2024	31/12/2023	31/12/2022
Activo	47.582	43.243	40.049
Activo Corriente	7.537	4.328	2.042
Activo no Corriente	40.044	38.915	38.007
Pasivo	28.258	26.029	23.185
Pasivo Corriente	3.971	4.031	1.494
Pasivo no Corriente	24.287	21.999	21.692
Patrimonio	19.323	17.213	16.863
Pasivo y Patrimonio	47.582	43.243	40.049
Razón Corriente	1,90	1,07	1,37

Fuente: EE.CC TRUST

Como puede apreciarse, mantiene un patrimonio positivo, consistente con resultados superavitarios.

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

Concepto	30/6/2024	30/6/2023	31/12/2023
Ingresos Operativos Netos	11.101	4.886	11.404
Ingresos Diversos	-	-	-
Ingresos Financieros	2.307	1.976	3.529
Total Ganancias	13.408	6.862	14.933
Gastos de Administración	(9.909)	(4.850)	(11.562)
Gastos financieros	(1.695)	(1.652)	(3.019)
Total Egresos	(11.604)	(6.502)	(14.582)
Resultado del periodo	1.804	360	351
Ajuste integral	-	-	-
Resultado Integral del Período	1.804	360	351

Fuente: EE.CC TRUST

El capital autorizado de la sociedad es de \$ 20 millones en acciones de valor nominal de \$ 1 cada una y a la fecha se han integrado \$10.645.151. Se trata de acciones nominativas distribuidas entre varios accionistas de participación dispar.

TRUST AFISA comenzó a operar efectivamente como fiduciaria a partir del año 2013. A la fecha administra este y otros fideicomisos de distinto tipo. Su idoneidad para administrar esta operación no ofrece reparos.

b) El Fideicomiso

El fideicomiso, constituido con el objetivo ya descrito en otra sección del presente informe, realizó la emisión de oferta pública por el equivalente a USD 58.2 millones con fecha 18/12/2013 y de oferta privada por USD 2 millones con fecha 30/1/2014, ambas en su equivalente en moneda nacional.

Posteriormente, en Asamblea de Beneficiarios de fecha 28/7/2016 se resolvió cambiar la moneda, que pasó a ser la unidad indexada (UI). Por lo tanto, las emisiones se re expresaron en dicha unidad a valores del 30/6/2015. A partir de entonces, las emisiones quedaron establecidas en UI 404.317.464 los CP's de oferta pública y en UI 14.410.483 los CP's de oferta privada⁴. Sumadas ambas emisiones arroja un total de USD 60.2 millones o UI 418.7 millones.

En la oportunidad, se consideraron los EE.CC intermedios del Fideicomiso al 30/06/2024

Cuadro 4: Estado de Situación del FFTNC (miles de \$)

Concepto	30/6/2024	31/12/2023	31/12/2022
Activo	2.929.936	2.957.664	2.147.059
Activo Corriente	1.214.713	1.249.233	814.834
Activo no Corriente	1.715.223	1.708.432	1.332.225
Pasivo	39.281	59.860	71.395
Pasivo Corriente	8.251	27.560	24.981
Pasivo no Corriente	31.030	32.300	46.414
Patrimonio	2.890.655	2.897.804	2.075.665
Total Pasivo y Patrimonio	2.929.936	2.957.664	2.147.059
Razón Corriente	147,22	45,33	32,62
Fuente: EE.CC FFTNC			
Patrimonio en miles de USD	72.286	74.261	51.800

⁴. Posteriormente fueron pasados a oferta pública por lo que la emisión total es de USD 60.2 millones o UI 418.7 millones.

El patrimonio contable al cierre del primer semestre de 2024, según cuadro precedente, equivale a USD 72.3 millones, producto de convertir el saldo contable en moneda nacional según cotización del dólar vigente al 30/06/2024, que era \$ 39,989. En cambio si se expresa el patrimonio contable en UI (cuya cotización a la misma fecha era de 6,0574), da un valor de UI 477.2 millones. En ambos casos por encima de la emisión.

Esto representa un cambio significativo respecto a los valores de anteriores ejercicios. Esto es así porque a partir del corriente año 2024 se procedió a una reclasificación de los activos, respondiendo a una orientación estratégica diferente en la gestión de los activos del Fideicomiso. Muchos de ellos pasaron de ser considerados Bienes de Cambio a ser Propiedad de Inversión; esto supone una visión de largo plazo en que muchas de las propiedades en lugar de ser destinadas a la venta en el curso normal de las operaciones, se entendió que, en función de cambios identificados en el mercado, sería de mayor provecho considerarlas como inversiones inmobiliarias con destino a rentas.

El cambio de criterio señalado, según valor razonable para las propiedades de inversión y no costo histórico, determinó un cambio en los resultados acumulados del orden de \$ 551.4 millones lo que se registra en el cuadro siguiente como un ajuste integral en los resultados del ejercicio anterior.

En el cuadro siguiente se informa el estado de resultados del Fideicomiso al cierre del 30/06/2024 y su comparativo con periodos anteriores.

Cuadro 5: Estado de Resultados del FFTNC (miles de \$)			
Concepto	30/6/2024	30/6/2023	31/12/2023
Resultados operativos	30.071	32.791	122.293
Ingresos diversos	1.963	2.118	6.287
Ingresos financieros	159.877	159.996	199.426
Total ganancias	191.911	194.905	328.006
Gastos de administración y ventas	22.502	21.416	43.843
Gastos diversos	11.977	21.319	42.936
Gastos financieros	47.182	54.648	87.931
Total pérdidas	81.661	97.383	174.710
Resultado del periodo	110.249	97.522	153.296
Ajuste resultado periodo anterior	551.445		
Resultado Integral del periodo	661.695	97.523	153.296

Fuente: EE.CC FFTNC

Puede observarse lo comentado líneas arriba respecto a los resultados del semestre. La marcha de los negocios en general se analiza detalladamente en otra sección.

Riesgos considerados:

Riesgo administración, antes vinculado a la administración de la etapa constructiva, ya culminada, ahora vinculada a la administración de la etapa de comercialización. Por todo lo comentado en este informe *este riesgo se considera bajo*.

Riesgo constructivo, al haber culminado la obra no corresponde su consideración

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

De acuerdo al contrato de Fideicomiso Financiero y sus respectivas modificaciones, el objeto del “Fideicomiso Financiero Torres Nuevocentro” fue la emisión de Certificados de Participación por un monto de Emisión de UI 404.317.464 de oferta pública y UI 14.410.483 de Oferta Privada (a partir de setiembre 2021 de oferta pública), a favor de los fideicomitentes, con el objetivo de desarrollar la construcción del inmueble en el terreno y la comercialización de las unidades del mismo.

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

Para la actualización de abril 2024, el fiduciario presentó una nueva proyección del flujo de fondos con la información real a diciembre de 2023 y proyectando costos en ingresos hasta la finalización del fideicomiso en el año 2043

Esta proyección se realizó sobre la base de los siguientes supuestos:

- Para las unidades comercializadas hasta diciembre de 2023 se tomaron los datos de modalidad de venta, valores y forma de pago programado para cada unidad.
- Los AOC consideran 48 meses de alquiler y 18 años de financiación al 6,5% anual, con un pago de garantía de 15 meses en el momento cero. Las opciones de compra se van realizando hasta 2026 en el mes 49
- Los apartamentos que se encontraban con alquileres comunes, se mantienen arrendados y se venden en 2040 al contado. Lo mismo para los garajes.
- Venta del terreno de Cufre en 2024, considerando el valor de tasación. Este valor podría resultar conservador, ya que si se aprueba el desarrollo inmobiliario en ese terreno el valor esperado sería mayor (en general se considera que el 12% del valor del desarrollo inmobiliario es la incidencia del terreno. El valor asignado es de unos 3,8 millones de dólares.

De acuerdo a esas proyecciones (diciembre de 2023), la TIR del proyecto en UI alcanzaría a 2,46% (ver Cuadro 6). Ese porcentaje es apenas menor a la TIR estimada en la anterior actualización que fue del 2,54% y realizada a diciembre de 2021.

Cuadro 6: Flujo de Fondos y Cálculo de la Tasa Interna de Retorno (miles de UI)

	2013	2014	2014-2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Aporte inicial	(457.372)	(16.372)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Retiros	-	-	-	134.471	13.814	15.678	17.244	18.741	18.971	18.919	18.686
Venta de Terrenos	-	-	-	24.648							
FF	(457.372)	(16.372)	-	159.119	13.814	15.678	17.244	18.741	18.971	18.919	18.686
	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042
Emisión											
Retiros	18.878	18.702	18.346	18.023	17.991	17.630	17.269	17.258	314.627	7.203	8.738
Venta de Terrenos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cartera -											29.987
Patrimonio Neto	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(8.951)
FF	18.878	18.702	18.346	18.023	17.991	17.630	17.269	17.258	314.627	7.203	8.738
TIR	2,46%										

Fuente: El Fiduciario

Para CARE la proyección de ingresos parece razonable, especialmente teniendo en cuenta que quedan muy pocos apartamentos y algo más de garajes por colocar.

A modo de sensibilización, CARE estimo la TIR suponiendo una coyuntura más desfavorable al momento de vender los inmuebles actualmente alquilados, suponiendo rebajas de un 10% en los precios de los inmuebles comercializados en 2040, en ese caso la tasa interna de retorno sería del 2,28%. Si además se atrasaran un año los ingresos de todo el flujo la TIR sería del 2,17%.

La emisión total al inicio de las obras, la demora en la venta de las unidades en el pozo, el atraso en la cobranza de las unidades de la ANV, la demora en las ventas de las unidades terminadas y el cambio de moneda (de dólar a UI) realizado en un momento en que la moneda norteamericana estaba alta, operaron en contra de la rentabilidad del proyecto. Asimismo, la decisión de la Asamblea (2015) respecto de reinvertir el producido de las ventas de apartamentos en metros cuadrados en la zona de influencia de las torres (terrenos), en vez de distribuir a los beneficiarios de los CP, también habría afectado la Tasa Interna de Retorno, dado que por el momento esas nuevas inversiones no han rendido lo esperado.

La TIR esperada sobre la base de la información real hasta 2023 y las proyecciones comentadas con anterioridad, es más baja que la estimada en el prospecto original, pero sigue siendo positiva pese a las dificultades citadas. No obstante, la persistencia de valores inferiores a los costos de oportunidad manejados, así como la dificultad de encontrar motivos ciertos de incremento, ofrece algunos reparos a la consideración del comité de calificación.

Los supuestos introducidos en la confección del flujo de fondos presentado en el Cuadro 6 considera la venta del terreno y los inmuebles sobre la base de los precios actuales. Estos criterios son conservadores, ya que los valores de la tierra en la zona se deberían valorizar como consecuencia de la instalación del shopping y las torres. Tampoco se considera la realización de otros negocios por parte del Fideicomiso, como ya se informó, se presentó a la Intendencia la solicitud para realizar un nuevo desarrollo inmobiliario en el predio de Cufre y en atención a ello la asamblea de beneficiarios del fideicomiso ha decidido no distribuir fondos entre los tenedores de los CPs, ante la posibilidad cierta

de avanzar en ese nuevo emprendimiento. El Fideicomiso podrá participar en el nuevo desarrollo o aportar el terreno y obtener una valorización del mismo. Estas decisiones de tomarse en breve, podrían mejorar la TIR.

Costo de oportunidad del capital

Para las condiciones actuales de tasas de interés internacionales y riesgos, el costo de oportunidad del capital, estimado por CARE sobre la base del modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model)⁵, es de 6,33%. Este valor se calcula sobre la base del promedio de 5 años y utilizando el "beta" promedio de empresas de construcción de viviendas en mercados emergentes, el cual se ubica en 1,21⁶, 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. Esta estimación corresponde a una tasa en dólares americanos y dicho valor suele compararse con la TIR del proyecto, siempre que ambos datos estuvieran estimados en la misma moneda, lo que en este caso no es así. La TIR estimada está en Unidades Indexadas, mientras que el costo de oportunidad está calculado en dólares nominales, por lo que ambas tasas no son estrictamente comparables, por lo que se presentan meramente a título de referencia.

Otros indicadores con los que podría compararse la TIR esperada del Fideicomiso podrían ser las curvas de rendimiento, que serían opciones posibles de inversión ya que están estimadas para el caso del Uruguay⁷; en la actualidad la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,38%. En este caso, la TIR en UI del Fideicomiso (2,46%) es menor a la curva de rendimiento en UI, por lo que podría concluirse que la rentabilidad esperada sería algo menor al costo de oportunidad, que considera solamente el riesgo país. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. En cuanto a este punto, si consideramos las expectativas de rentabilidad del negocio así como el seguimiento recurrente que se realiza del mismo, existiría un riesgo bajo de generación de flujos. Este riesgo se ha mitigado en parte por el avance de la comercialización de las unidades y la ejecución de cuatro modalidades de comercialización: ventas al contado, ventas a crédito, alquileres comunes y alquileres con opción a compra, aunque con distintas repercusiones sobre la rentabilidad esperada.
Riesgo bajo.

Riesgo de descalce de monedas. Se ha mitigado sensiblemente con el cambio de moneda del Fideicomiso. *Riesgo bajo.*

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. Damodaran

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 el Fideicomiso Financiero Torres Nuevocentro, 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 comercialización de viviendas de interés social, el mercado relevante para el producto ofrecido por el FF Torres Nuevocentro. Finalmente se aborda la situación de las Políticas Públicas referidas al mercado de interés.

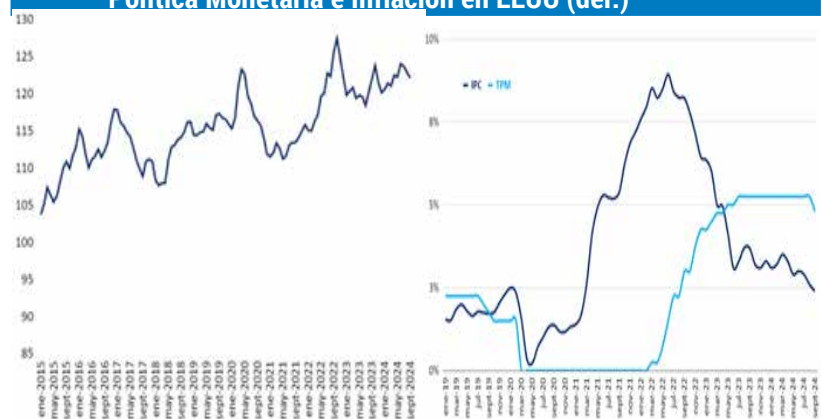
1. Entorno macroeconómico nacional e internacional

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. 2. Mercado inmobiliario de vivienda

2.2.1. 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.

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.

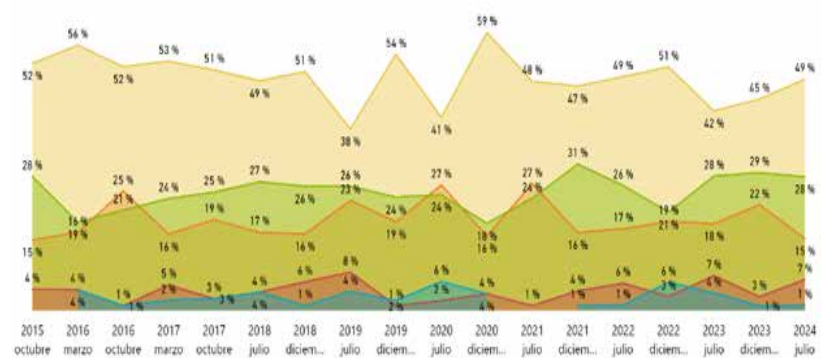
A su vez, existen otras dinámicas estructurales propias de nuestro país que tienen incidencia positiva sobre la demanda de vivienda. Estos son: **i)** el avance en la esperanza de vida; **ii)** la creciente fragmentación del hogar; **iii)** la disminución de la tasa de matrimonios; **iv)** el progresivo aumento de jóvenes con estudios terciarios en el mercado laboral y; **v)** la inseguridad. Todos estos elementos han impactado directamente en el mercado de la vivienda, vía la preferencias de los hogares. Por estos motivos, el mercado demanda tipologías

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

constructivas reducidas y en la franja costera, al tiempo que el tamaño de los hogares se acerca a una relación de dos habitantes por vivienda.

Más allá de lo anterior, para entender el perfil de la demanda, CARE contrata a Research Uruguay, que genera una encuesta semestral recurrente que se realiza sistemáticamente desde 2015 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"

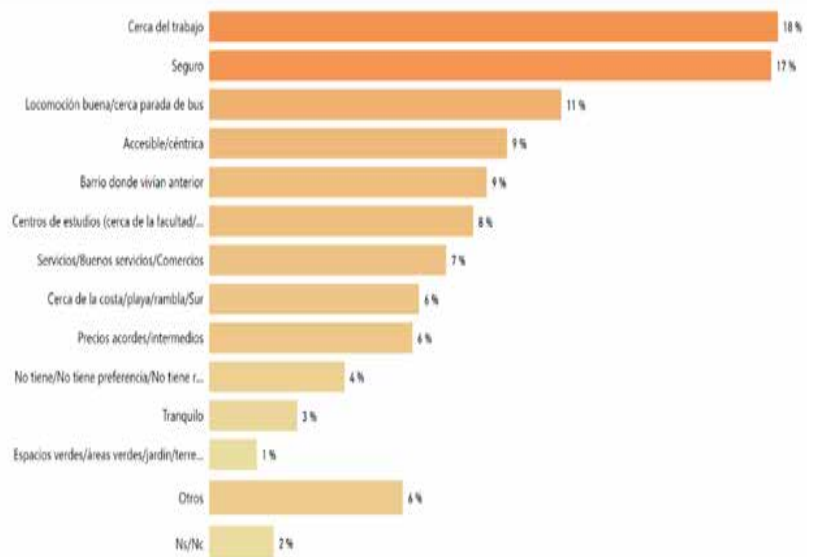


Fuente: Research Uruguay

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 exhiban cierta rigidez, este fenómeno reduce el monto a financiar.

Este fideicomiso además de las opciones tradicionales de crédito bancario, cuenta con financiamiento propio y a largo plazo. Por su parte, la modalidad de alquiler con opción a compra (AOC), ha sido una alternativa adecuada ya que posibilita la compra para quienes no cuentan con una proporción de fondos propios mínima para acceder al financiamiento.

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

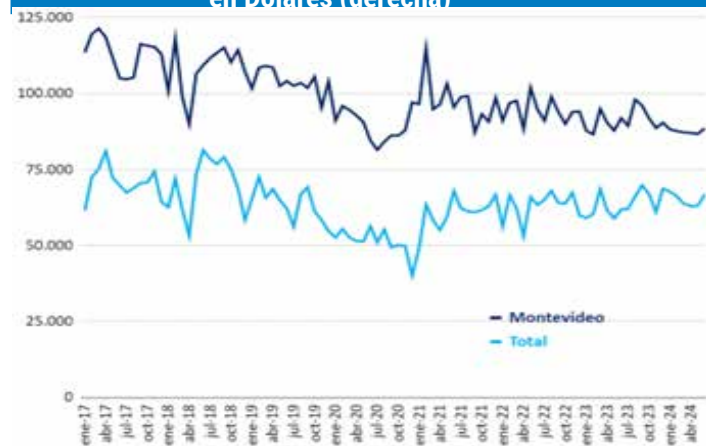
Por su parte, la recaudación del Impuesto a las Transmisiones Patrimoniales mantiene una relativa estabilidad en los últimos meses, con una leve reducción en torno al 1% a agosto 2024, respecto a un año atrás. Igualmente debe notarse que el ITP recoge la transaccionalidad del mercado inmobiliario en 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)



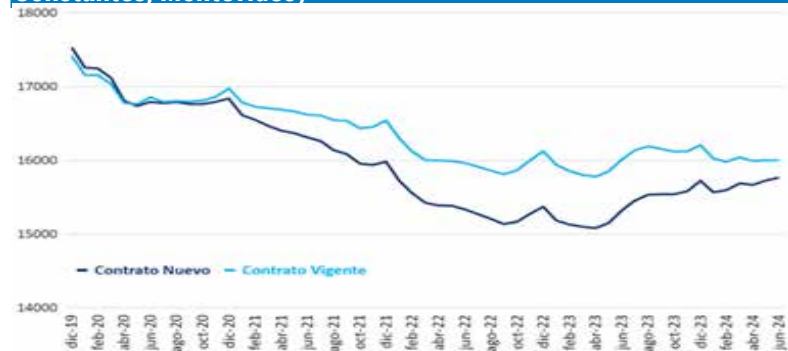
Fuente: INE en base a DNR

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.

Este fideicomiso ha mantenido por el momento los precios de venta en Unidades Indexadas, lo que ha elevado los valores en dólares, dejándolos por encima de los de mercado. No obstante, los plazos del fideicomiso permiten alquilar los inmuebles que puedan quedar libres, esperando mejores condiciones de venta.

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.

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.

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>)

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.

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 redundan en cierto aumento de precios. El escenario global se torna algo más favorable para la inversión en inmuebles. Por su parte, la operativa de alquiler con opción a compra le ha quitado 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 el cambio de administración 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 constructora, 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 función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos -, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los certificados de participación recogen la calificación BBB + .uy¹⁰ de la escala de nuestra metodología.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tamber

¹⁰. **BBB +.uy**. Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **El signo (+) significa que la calificación se acerca más a la categoría superior de acuerdo al puntaje. Grado de inversión mínimo.**