

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

Montevideo, abril de 2025

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
36	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**Actualización de la Calificación de Riesgo de los Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Torres Nuevocentro.
15 - abril - 2025**

Certificados de Participación:	tipo A UI 404.317.464 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 noviembre de 2025
Análisis de contingencias jurídicas:	Olivera Abogados
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.
Comité de Calificación:	Julio Preve, Martín Duran y Adrián Tamber.

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 Nuevocentro" con la calificación BBB.uv.

Esta ligera modificación en la nota se sustenta en el hecho de que se mantienen las interrogantes respecto de la probabilidad de concreción de nuevos emprendimientos que contribuyan a mejorar la rentabilidad esperada, la que se mantiene por debajo de los costos de oportunidad estimados durante gran parte del período.

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 134 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 original².
- Un negocio que si bien ofrece desde el punto de vista económico-financiero rentabilidades positivas, éstas son menores a las esperadas
- Al 31 de diciembre de 2024 se encontraban comercializadas y en proceso de comercialización (firma del boleto de reserva y alquiladas con opción a compra) el 74% de los apartamentos y el 51% de los garajes. Considerando también los alquileres comunes, los porcentajes se elevan al 95% para los apartamentos y al 94% para los garajes de las torres.
- El Fideicomiso se encuentra en la etapa de comercialización y financiación de las unidades construidas, y si bien el stock remanente es de pocas unidades, actualmente hay mucha actividad por rescisiones, nuevos contratos de alquiler y alquiler con opción a compra (AOC) y cesiones de contratos de AOC.
- 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 82 garajes (arrendado en un 100% a una automotora) 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 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.

². Disponible en care@care.com.uy

- 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%). Este valor esperado de la TIR 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 estarían 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 ha evolucionado favorablemente luego de la pandemia y de sus efectos negativos sobre el desarrollo del sector. Una vez controlada la crisis sanitaria, el sector ha mostrado 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.
- No es esperable cambios significativos en el contexto macroeconómico y sectorial que modifiquen sustancialmente el desempeño reciente del mercado. La principal novedad en este sentido está vinculada a la debilidad del peso desde octubre 2024, asociada principalmente a factores externos, que puede implicar cierto enlentecimiento de la demanda como ya se ha observado en el crédito hipotecario. Mas allá de esto, los fundamentos de la demanda se mantienen sólidos, la cantidad de viviendas en producción viene en aumento y los fundamentos socio-demográficos de la demanda continúan evolucionando de acuerdo a las tendencias recientes.
- 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.
- 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. Por el momento no cabría esperar signos de intervenciones negativas, en tanto los anuncios recientes vinculadas a las políticas de vivienda indican que el foco estará en segmentos de la población de menores ingresos, en tanto se entiende que es el sector que mayor necesidad de vivienda tiene en la actualidad.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado “Fideicomiso Financiero 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 no 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 juicio³.

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 Tamblor. Se contrató en su momento al Estudio Olivera Abogados, autor de los correspondientes informes jurídicos que se anexaron a la calificación original.

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).

³. 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.

- 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 31 de diciembre de 2024, se ejercieron opciones de compra de 90 apartamentos y 10 garajes.
- El Fideicomiso participa en la comisión directiva de ambas torres en su rol de propietario de las unidades no enajenadas. El fideicomiso al 31 de diciembre de 2024 tiene el 12% de la Torre Herrera **(A)** y el 64% 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 y arrendada en un 10% a una automotora.
 - 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 31 de diciembre de 2024 se llevan 138 apartamentos comercializados bajo esta modalidad (90 ya realizaron la opción de compra), lo que representa el 32% 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%, en 2022 el 32% y en 2023 el 28%. En 2024, 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 diciembre 2024 tiene colocados 421 millones de pesos en letras de regulación monetaria (valor nominal) y 9,97 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 y no hay mayores avances.

2.2. Hechos salientes del período

En el cuadro 1 se presenta la situación comercial de las unidades al 31 de diciembre de 2024.

Cuadro 1: Situación de unidades al 31/12/2024			
	Apartamentos	Garajes TNC	Garajes Juan Cruz Varela
Vendidos	181	46	6
Vendidos Alquiler con opción a compra	90	10	-
Alquiler con opción a compra	48	9	-
Alquiler común	93	57	85
Sub Total Comercializado	412	122	91
Reservas/precontrato	3	4	-
A Vender o Alquilar con Opción a Compra	22	8	-
TOTAL	437	134	91

Fuente: El Administrador

- Al finalizar el 2024 de los 437 apartamentos construidos hay 271 vendidos, 48 alquilados con opción a compra (AOC), 93 alquileres comunes y 3 reservas, por lo que resta concretar la colocación de 22 unidades. El número de apartamentos sin colocar a la fecha es del 5%, 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 99% ocupada, mientras que el porcentaje de ocupación de la Artigas es del 90%.
- Con referencia a los 134 garajes construidos bajo las torres, se vendieron 56, se alquilaron 57, se alquilaron 9 con opción a compra y hay 4 reservados, por lo que resta colocar 8.
- 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 octubre de 2024, siguiendo la propuesta del Comité de Vigilancia, se arrendó el 100% de las plazas del garaje de Juan Cruz Varela a una automotora, por un plazo de 2 años. Hay 6 plazas de ese inmueble que estaban vendidas por lo que a esos compradores se les dieron plazas en el garaje de las Torres.

- Desde la compra en 2017, el terreno ha sido destinado al alquiler de plazas de garaje para autos de las Torres Nuevo Centro, en promedio se alquilan 80 plazas a un costo mensual de \$ 2.200 por plaza. El negocio con ese destino no resulta muy redituable por los altos costos de Contribución inmobiliaria, impuestos, seguridad, etc., y fue adquirido como un negocio inmobiliario. La última tasación del terreno muestra un incremento en dólares corrientes de un 27% respecto de su valor de compra.
- En 2024 se vendieron dos apartamentos, se realizaron 3 AOC y se realizaron 34 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.
- Se ha establecido un Protocolo de Cobranzas para atrasos que se ha venido 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 diciembre de 2024 había 27 clientes atrasados, que totalizan UI 2.003.485 (un 19% más que a diciembre 2023). De este total de deudores 15 de ellos tienen atrasos de menos de 60 días (cartera vigente con atraso), en la otra punta hay 7 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 28 atrasos, pero son solamente 5 los deudores que deban más de tres cuotas. La deuda total es de \$ 1.177.124 (un 14% mayor a diciembre de 2023).
 - o Si bien los niveles de deuda son más altos que un año atrás 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 31/12/2024.
- Estados Contables del Fiduciario al 31/12/2024.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/2024.
- Encuesta periódica de Research Uruguay; "La demanda en el mercado inmobiliario"; marzo de 2025.
- "Informe Sectorial: Sector Inmobiliario Mercado de Viviendas "; Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette; marzo de 2025.

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 pública⁴.

Bienes

fideicomitados: 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 Fideicomitados, 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.

⁴ Con fecha 13 de setiembre de 2021 la asamblea de beneficiarios decidió pasar estos CPs tipo B de oferta privada a pública.

Moneda de los CP: UI.

Importe de la Emisión: Emisión de Oferta Pública:
Certificados de Participación tipo A UI 404.317.464
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 al 31 de diciembre de 2024 y su comparativo con periodos anteriores.

Cuadro 2: Estado de Situación de TRUST (miles de \$)			
Concepto	31/12/2024	31/12/2023	31/12/2022
Activo	59.777	43.243	40.049
Activo Corriente	17.985	4.328	2.042
Activo no Corriente	41.793	38.915	38.007
Pasivo	38.211	26.029	23.185
Pasivo Corriente	12.021	4.031	1.494
Pasivo no Corriente	26.190	21.999	21.692
Patrimonio	21.567	17.213	16.863
Pasivo y Patrimonio	59.777	43.243	40.049
Razón Corriente	1,50	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	31/12/2024	31/12/2023	31/12/2022
Ingresos Operativos Netos	19.397	11.404	7.644
Ingresos Diversos	-	-	-
Ingresos Financieros	4.707	3.529	4.731
Total Ganancias	24.104	14.933	12.375
Gastos de Administración	(16.838)	(11.562)	(7.782)
Gastos financieros	(3.218)	(3.019)	(4.037)
Total Egresos	(20.056)	(14.582)	(11.819)
Resultado del periodo	4.048	351	555
Ajuste integral	305	-	-
Resultado Integral del Período	4.353	351	555

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, es decir a la cotización de \$3,0983 por UI. Por lo tanto, 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 privada⁵. Sumadas ambas emisiones arroja un total de USD 60.2 millones o UI 418.7 millones.

En la oportunidad, se consideraron los EE.CC del Fideicomiso al 31/12/2024.

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

Concepto	31/12/2024	31/12/2023	31/12/2022
Activo	3.134.733	2.957.664	2.147.059
Activo Corriente	1.379.682	1.249.233	814.834
Activo no Corriente	1.755.051	1.708.432	1.332.225
Pasivo	58.374	59.860	71.395
Pasivo Corriente	34.577	27.560	24.981
Pasivo no Corriente	23.797	32.300	46.414
Patrimonio	3.076.359	2.897.804	2.075.665
Total Pasivo y Patrimonio	3.134.733	2.957.664	2.147.059
Razón Corriente	39,90	45,33	32,62

Fuente: EE.CC FFTNC

Patrimonio en miles de USD

	69.813	74.261	51.800
--	---------------	---------------	---------------

⁵. 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 ejercicio 2024, según cuadro precedente, equivale a USD 69.8 millones, producto de convertir el saldo contable en moneda nacional según cotización del dólar vigente al 31/12/2024, que era \$ 44.066. En cambio si se expresa el patrimonio contable en UI (cuya cotización a la misma fecha era de 6,169), da un valor de UI 498.7 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 año 2024 se procedió a una reclasificación de los activos, respondiendo a una orientación estratégica diferente en la gestión de los mismos. Muchos de los activos 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 31/12/2024 y su comparativo con periodos anteriores.

Cuadro 5: Estado de Resultados del FFTNC (miles de \$)			
Concepto	31/12/2024	31/12/2023	31/12/2022
Resultados operativos	70.492	122.293	116.330
Ingresos diversos	6.849	6.287	7.612
Ingresos financieros	378.117	199.426	172.579
Total ganancias	455.458	328.006	296.520
Gastos de administración y ventas	45.358	43.843	41.185
Gastos diversos	51.182	42.936	38.936
Gastos financieros	62.964	87.931	111.689
Total pérdidas	159.504	174.710	191.811
Resultado del periodo	295.953	153.296	104.709
Ajuste resultado periodo anterior	551.445		
Resultado Integral del periodo	847.399	153.296	104.709

Fuente: EE.CC FFTNC

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

En resultados operativos se recoge tanto el resultado obtenido en la venta de unidades como los ingresos provenientes de alquileres.

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 e 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 calculada a diciembre de 2021 (lo que no ocurrió).

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	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	5.025
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	26.061
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)⁶, es de 5,44%. 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 0,9⁷, lo que indica que la inversión en la construcción de viviendas tiene un menor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. 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 Uruguay⁸; en la actualidad la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,30%. 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 por otra parte, 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.*

⁶. A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

⁷. Se consideraron los betas promedio de empresas de construcción de viviendas en mercados emergentes según A. Damodaran

⁸. 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 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 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 2024, la economía mundial habría crecido levemente por encima de 3%, y el crecimiento esperado para 2025-2026 se ubica en 3,3%, según las estimaciones del FMI. Esto consolida un crecimiento relativamente bajo, en comparación con los primeros 20 años de este siglo. Del mismo modo, el escenario geopolítico vinculado a los conflictos en Medio Oriente y Europa y las novedades en el frente comercial con el nuevo gobierno en Estados Unidos, implican riesgos a la baja sobre el crecimiento global e incrementan la incertidumbre sobre la política económica y sus efectos comerciales, fiscales y financieros..

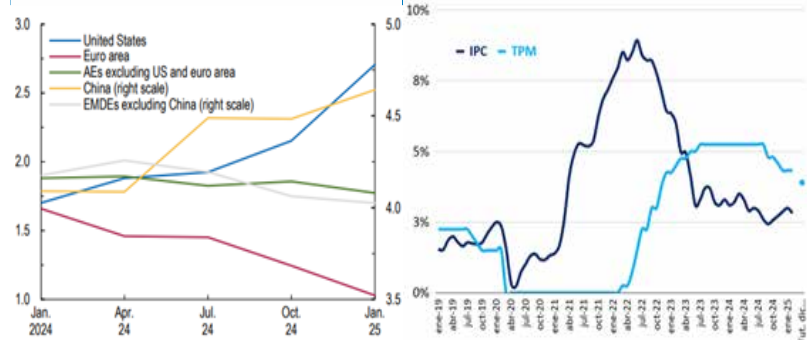
En particular, el desempeño de Estados Unidos ha sido más sólido de lo esperado, en tanto la demanda interna se mantuvo robusta. Si bien el proceso de reducción de tasas de interés comenzó en la segunda mitad de 2024, cerrando el año en el eje de 4,25%-4,5%, la continuación de este fenómeno sería gradual y ha sido revisada al alza, en tanto los primeros anuncios del gobierno de Estados Unidos podrían impulsar focos inflacionarios y restringir la actividad económica, en el largo plazo. En particular, los anuncios de mayor proteccionismo en EE.UU con el aumento de aranceles a bienes importados de socios comerciales relevantes (Europa, China, Canadá, etc), podrían

implicar aumentos de precios en el corto plazo, mayor recaudación y cierto impulso económico. Sin embargo, la respuesta de estos socios comerciales y la duración de estos eventos podrían derivar en una reducción de los flujos comerciales producto del mayor proteccionismo, con impactos negativos en términos de ingresos, inflación y crecimiento. En este sentido, para el escenario financiero, si bien las tasas de interés se redujeron durante 2024, el escenario descrito previamente implica que estas no continuarán reduciéndose durante este año, manteniendo condiciones financieras algo más restrictivas para economías emergentes. Esto implicó que el dólar se fortaleciera a nivel global.

Tal vez la principal novedad en el ámbito internacional de los últimos meses se vincula al creciente proteccionismo comercial que parece consolidarse a nivel global. En este sentido, desde enero el gobierno de Trump anunció un incremento de tarifas y aranceles a distintos bienes y países, confirmando lo anunciado durante la campaña electoral. Esto parece tener dos objetivos: por un lado ser un elemento de negociación internacional, por otro, proteger a la economía de Estados Unidos en algunos sectores de actividad. En respuesta, tanto la UE como China, entre otros, han reaccionado, incrementando los aranceles a los productos estadounidenses. El resultado de esto es un incremento de la incertidumbre global, con impacto en la inversión y el crecimiento, que podrían ser asimétricos y de magnitud difícil de prever. En última instancia, al consolidarse un escenario más proteccionista los países tienden a cerrarse, los flujos comerciales se reducen y, por tanto, la demanda externa y el crecimiento podrían enfriarse.

Por lo anterior, el escenario financiero global es menos favorable que el observado durante el segundo semestre de 2024. Esto es producto de la trayectoria del dólar y las tasas de interés, pero también por los últimos eventos de política comercial internacional, que también tendrían impacto sobre la trayectoria del ciclo financiero.

Gráficos 1 y 2- Evolución de Proyecciones del PIB 2025 y Tasa de Política Monetaria e Inflación en EEUU (der.)



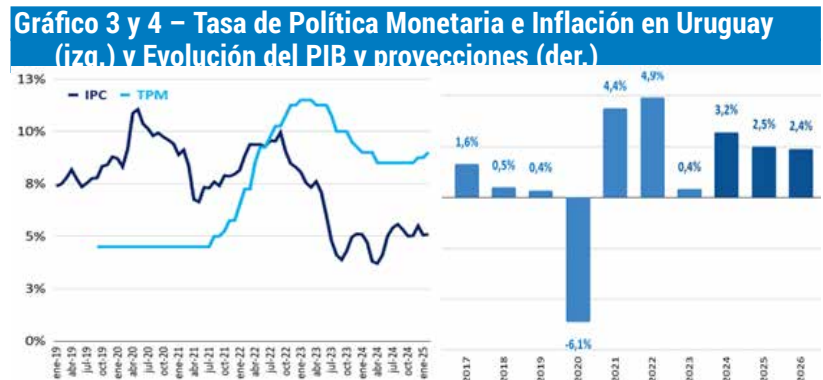
Fuente: FMI World Economic Outlook (enero 2025) y Fred St Louis.

Como se comentó en informes anteriores, durante el segundo semestre de 2024 en Uruguay se consolidó un fortalecimiento del dólar vinculado, por un lado, al escenario global descrito previamente y por otro, a eventos de risk off vinculados a factores de incertidumbre política como el plebiscito de la Reforma de la Seguridad Social. Si bien este último terminó siendo no aprobado, el dólar en Uruguay se mantuvo en niveles elevados, corrigiendo

parcialmente la apreciación real que se había acumulado en los años anteriores. De esta forma, Uruguay logró acomodar parcialmente sus precios relativos, ayudando a recomponer la rentabilidad de los sectores exportadores. En relación al sector inmobiliario, esto permitió mejorar los márgenes que se habían estrechado durante el período de fortalecimiento real del peso, con costos crecientes para el sector.

Es de notar, que si bien el dólar se deslizó durante el segundo semestre de 2024, esto no tuvo efectos significativos sobre la inflación, que se mantiene dentro del rango meta. No obstante, ante el aumento del dólar y las presiones inflacionarias sobre el componente tendencial de inflación, el COPOM resolvió aumentar en 50 puntos básicos la tasa de interés de política monetaria, ubicándose en 9%. Esto tiene como objetivo afectar las expectativas a plazos largos, afectando la trayectoria inflacionaria con el objetivo de que se mantenga en el rango meta.

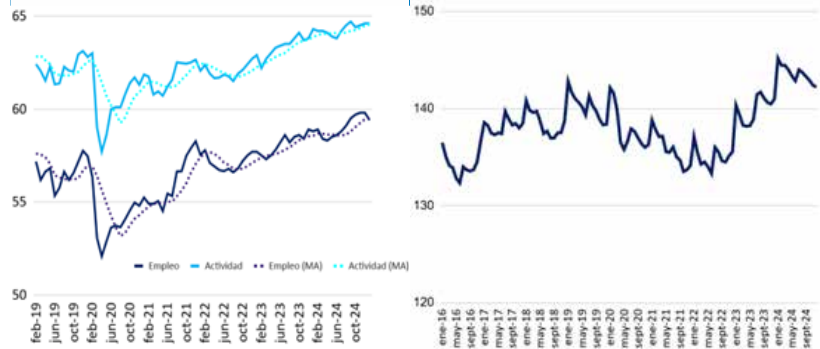
De lo anterior se desprende un escenario de algo menos sostén para la demanda de vivienda, al menos en su efecto de precios relativos sobre los ingresos de los hogares. En este sentido, el fortalecimiento relativo del dólar afecta al consumo de durables, en general. Igualmente, durante 2024 el consumo privado se mantuvo como el principal driver de actividad económica, lo que junto al rebote post sequía y la mejora de precios relativos con Argentina, que mejora el perfil de intercambio de bienes y servicios y al mismo tiempo limita los desvíos de consumo hacia Argentina, implican un crecimiento estimado por encima del 3%. De todas formas, el crecimiento previsto para 2025 sería algo menor, producto de un escenario internacional más adverso.



Fuente: INE y BCU

En lo que refiere al mercado laboral, este se mantiene sólido en relación a la economía en su conjunto. En este sentido, si bien la economía no creció durante 2023, se crearon 40 mil empleos, lo que equivale a un aumento de 1,7 pp de la tasa de empleo. En 2024, el empleo siguió creciendo aunque a un ritmo algo menor, cerrando el año en niveles muy altos, también con altos niveles de actividad y bajo desempleo. Del lado salarial, las remuneraciones siguieron creciendo 2,6% en términos reales en el promedio del 2024, producto de los incrementos nominales y la moderación inflacionaria. En este sentido, tanto los indicadores del mercado laboral como la evolución salarial pautan una mejora en el ingreso de los hogares que fue fundamental para el desempeño del mercado inmobiliario recientemente.

Gráfico 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 13% del PIB de la economía uruguaya y alcanza a aquellas actividades dedicadas a la intermediación en la venta y alquiler de bienes inmuebles ya sea destinados a vivienda, oficinas, locales comerciales, entre otros, de acuerdo a Uruguay XXI. 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 sectoriales.

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 especial vinculada a la inestabilidad en Argentina. En lo que sigue se aborda la evolución reciente del mercado inmobiliario, sus fundamentos y perspectivas.

2.2.2. Evolución reciente y perspectivas

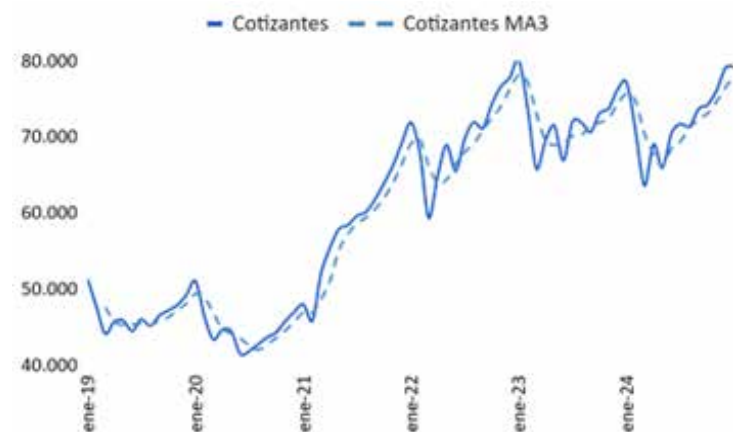
La irrupción de la pandemia y sus efectos globales implicaron un importante incremento de la incertidumbre a nivel internacional y nacional con importantes efectos reales en la economía, las políticas públicas y, por supuesto, el mercado inmobiliario. Desde entonces, el sector evidenció un fuerte impulso reflejado en el aumento de los desarrollos y operaciones inmobiliarias, en especial en el sector vivienda. En este sentido, la demanda privada experimentó un fuerte dinamismo producto de tres factores: el incremento del ingreso de los hogares, el dinamismo del crédito hipotecario en especial en bancos privados, y el fortalecimiento del peso uruguayo. A esto se le agregan cambios normativos en los estímulos fiscales que incentivaron la concreción de nuevos desarrollos,

con un aumento de la demanda por inversión producto además de un entorno regional y local algo más favorable para estas operaciones.

El escenario de precios relativos tuvo un viraje durante el año: mientras en el primer semestre el dólar se debilitó respecto al peso, impulsando la demanda y desafiando los márgenes de los desarrollos nuevos, lo que a su vez implicó revisiones en los precios finales, este fenómeno se revirtió durante el segundo semestre, principalmente por factores externos. En particular, el resultado de las elecciones en Estados Unidos y las perspectivas de política económica que de allí se derivan, implicaron un cambio en la tendencia del dólar a nivel global.

Antes de ingresar en los fundamentos del mercado inmobiliario, es importante analizar algunas tendencias del sector, resumidas en indicadores que hacen a sus perspectivas y posicionamiento en cuanto al ciclo económico. En el marco de crecimiento de la economía y del mercado laboral que fue comentado en la primera sección de este capítulo, el sector de la construcción, y en particular los trabajadores cotizantes a la seguridad social también han tenido un crecimiento relevante en los últimos años. Si bien, parte de esto se debe a grandes obras de infraestructura; una vez disipados estos efectos se aprecia que los cotizantes al sector de construcción se mantienen en niveles muy altos, por encima de 70.000 empleos. Por otro lado, los permisos de construcción también tuvieron un incremento significativo en los últimos años. En particular, según Sader y Calvete, los permisos de la construcción han tenido un incremento significativo desde 2022, pero en particular en 2024 estos superaron 966 mil metros cuadrados, el mayor registro desde principios de 1980. El incremento de los permisos otorgados por la IMM es un indicador adelantado del sector, en este caso positivo, dado que cuando se ingresa un permiso, el desarrollador ya tiene asegurado el suelo, e invirtió en el diseño del proyecto arquitectónico.

Gráfico 7 – Puestos cotizantes a la Seguridad Social en la Construcción.



Fuente: BPS

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 viviendas

En términos generales, existen algo menos de 1,7 millones de viviendas, de las cuales se estima que 19,5% se encuentran desocupadas según los datos del Censo 2023. Esta información recoge, tanto el incremento de la oferta de viviendas de los últimos años, las tendencias demográficas y de formación de los hogares que se abordan a continuación y el uso de las viviendas. Montevideo es el departamento con el menor porcentaje de viviendas desocupadas (menos del 10%), mientras que Maldonado y Rocha son los que tienen un mayor porcentaje de desocupación, principalmente por la existencia de segundas residencias para uso temporal.

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. Del mismo modo el interior del país también ha visto un impulso de este tipo de emprendimientos más recientemente.

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 re-impulsó la construcción de vivienda promovida.**

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. Las viviendas del Fideicomiso por lo general se encuentran alineadas con esta tipología.

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 al cierre de 2024 se habrían promovido más de 200 proyectos durante el año pasado, aumentando respecto a años previos lo que constituye una señal de dinamismo para el sector de la vivienda.** 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 determinantes de los flujos de capital y el balance riesgo/retorno. 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. El último Censo de 2023 marcó que la población total asciende a 3,5 millones de personas, confirmando que la población crece a tasas muy reducidas que se vienen reduciendo en los últimos períodos intercensales. Esto es producto de la baja natalidad que se viene evidenciando desde los 2000s, con una baja marcada en los hijos por mujer que se ubican en 1,7 según el último Censo. A esto se le suma el incremento de las defunciones post 2020, producto de las derivadas del COVID, lo que implicó que entre 2021 y 2023 la población uruguaya decreciera.

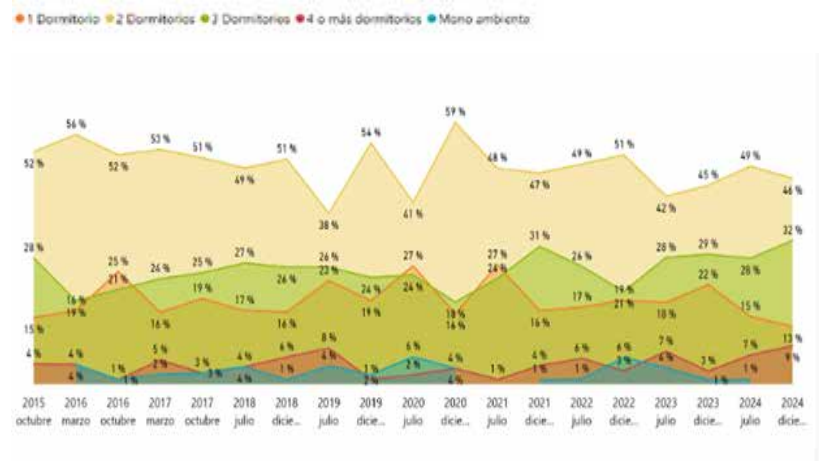
Las tendencias recientes implican que hacia fines de la década del 2040 la población tendería a reducirse según las estimaciones de población. Si bien en los últimos años Uruguay ha recibido cierto flujo migratorio, este es de escasa magnitud y solamente 4% de la población uruguaya ha nacido en el exterior. De lo anterior se desprende que las dinámicas demográficas no presionarán sobre el mercado de vivienda en los próximos años, en tanto la población uruguaya se mantendría relativamente estable.

Por otro lado, otras dinámicas estructurales vinculadas a las preferencias de los uruguayos y las decisiones del hogar han permitido compensar el bajo crecimiento demográfico y presionan el mercado de viviendas desde el lado

de la demanda. 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. A modo de ejemplo, el último Censo indica que el tamaño medio del hogar se ubica en 2,5 personas y continúa la tendencia decreciente desde que se registra esta información. De hecho, en los registros anteriores (2011), la cantidad de personas por hogar se ubicaba en 2,8 personas. Del mismo modo, aproximadamente 29% del total de hogares son ocupados por una sola persona, mientras que 29,4% son ocupados por dos personas. Esta evolución refleja cambios en las dinámicas familiares y sociales, incluyendo la preferencia por hogares más pequeños. Por estos motivos, el mercado demanda tipologías constructivas reducidas.

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 lleva 19 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. Sin embargo, en contraposición a lo comentado previamente, la demanda por unidades de un dormitorio o monoambientes se mantiene reducida entre los encuestados, oscilando en torno al 15% de la muestra. Sin embargo, otras fuentes complementarias vinculadas a la demanda efectiva en portales (como Mercado Libre e Infocasas) señalan la importancia de las tipologías de un ambiente y un dormitorio en la demanda inmobiliaria reciente.

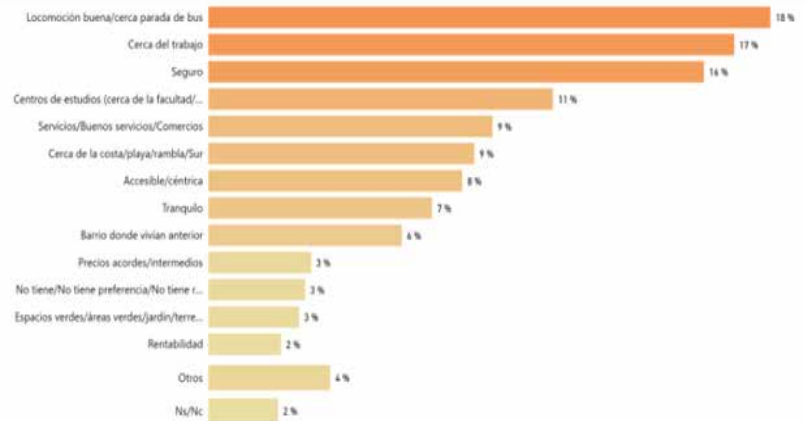
Gráfico 8 - Cantidad de dormitorios buscados por “hogares que buscaron en los últimos tres meses”



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 configuración de barrios más demandados también se mantiene respecto a ediciones previas de la encuesta siendo los ejes de Pocitos y Centro los principales dentro de Montevideo, y confirmando el corrimiento al este de las preferencias hacia Ciudad de la Costa y El Pinar.

Gráfico 9 - Principales requisitos de la vivienda buscada en los últimos tres meses



Fuente: Research Uruguay

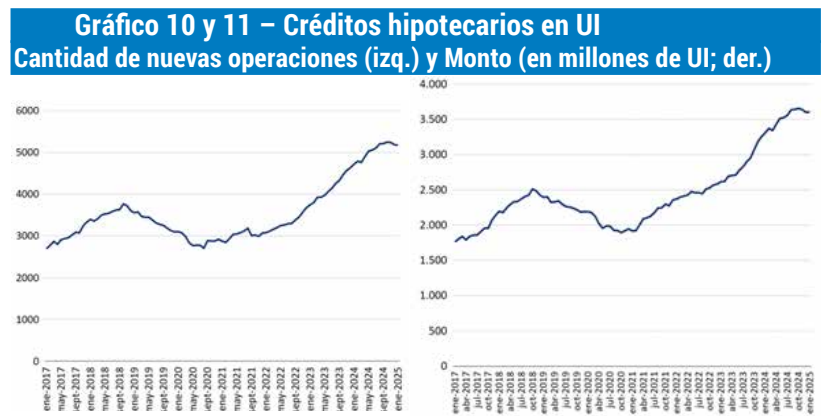
En cuanto al financiamiento, si bien el ahorro previo continúa siendo la principal fuente de fondos para aquellos que buscan comprar una vivienda, el financiamiento bancario ha ganado peso como una alternativa de acceso a la vivienda, entre los encuestados. En este sentido si bien la penetración del 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, como se analiza más adelante.

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 entre 5% y 6% en los relevamientos realizados durante 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 han venido incrementándose, lo que sumado a la apreciación real del peso favorecieron la compra de bienes durables. Sin embargo, en el último trimestre del año este fenómeno se revirtió producto del fortalecimiento global del dólar, que también ocurrió en Uruguay.

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 diciembre creció 12% en términos interanuales. En tanto, el monto total operado ha crecido por encima del 10%. Es de notar que se aprecia cierto entencimiento sobre en el último trimestre del año respecto a los meses anteriores. Esto podría estar vinculado a la corrección del tipo de cambio y su impacto en el monto a financiar del lado de los demandantes de crédito (y vivienda); lo mismo a cierta retracción del mercado producto de los cambios normativos en relación a los deudores en UR. No obstante, el crédito sigue creciendo a tasas de dos dígitos al cierre del año. En cuanto al costo de los créditos nuevos, las tasas de interés en UI se mantuvieron estables, cerrando el año en 4,8%.



Fuente: BCU

En cuanto a la penetración del crédito, esto se mantiene como uno de los desafíos para el acceso a la vivienda. Si bien las operaciones de crédito hipotecario han apuntalado la demanda de vivienda, la penetración del crédito continúa siendo reducida en términos generales aunque las restricciones de acceso se redujeron en los últimos años. 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 12 - Ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito hipotecario



Fuente: Sáder & Calvete (marzo 2025).

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.

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 comenzó a revertirse en 2024, con el abaratamiento del costo del dinero en Estados Unidos. Sin embargo, la reducción de las tasas de interés sería mucho más gradual que lo previsto previamente, producto de que el proceso de desinflación ha sido más lento de lo previsto, que la economía de EE.UU mantiene el dinamismo en términos de empleo y actividad, y por último, que las políticas proteccionistas y de dólar fuerte impulsadas por el nuevo gobierno de EE.UU podrían implicar riesgos inflacionarios adicionales. Todo lo anterior, configura un escenario de tasas de interés relativamente estables, o al menos que no tendrán la reducción prevista hace algunos meses. Esto configura un escenario algo menos favorable, en derivada, para la inversión inmobiliaria en tanto el balance de riesgos/retorno se modificó en el margen. Al mismo tiempo es de notar que la fortaleza del dólar también alcanza al mercado local, lo que constituye un fenómeno diferente al observado durante gran parte de 2024

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. Del mismo modo, la Radiografía del Mercado Inmobiliario publicado por Infocasas resalta que la inversión es un driver de compra, en especial en los proyectos de Vivienda Promovida.

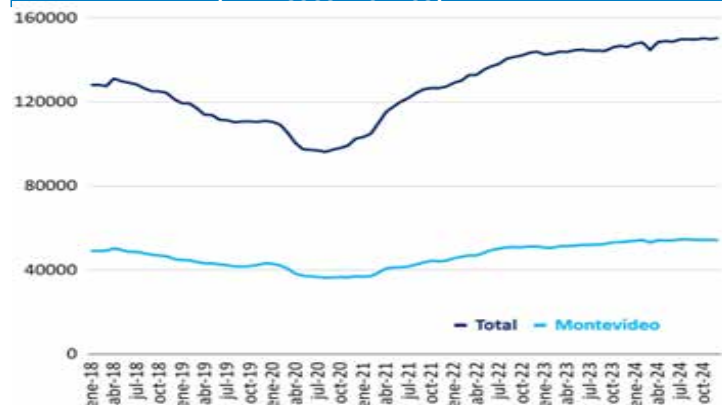
iii. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres

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 completa. 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 es favorable para el mercado inmobiliario, al menos desde el punto de vista de la transaccionalidad en el sector, aunque en los últimos meses el ritmo de crecimiento se ha enlentecido lo que podría constituir una señal de mayor cautela.

De acuerdo con las inscripciones de compraventa, publicadas por el INE en base a la DGR, estas han crecido 1% en Montevideo y 3% para el total del país, durante 2024. Esto implica cierta desaceleración en el crecimiento, que se observa durante los últimos meses de 2024, coincidente con la depreciación del peso uruguayo.

Gráfico 13 – Inscripciones de inmuebles en Compraventa (12 meses móviles)



Fuente: INE en base a DNR y MEF

En cuanto a la recaudación del ITP, esta creció por debajo de 5% en pesos, lo que deja una reducción de 1% en términos reales durante 2024. Sin embargo deben notarse dos elementos. Por un lado 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,

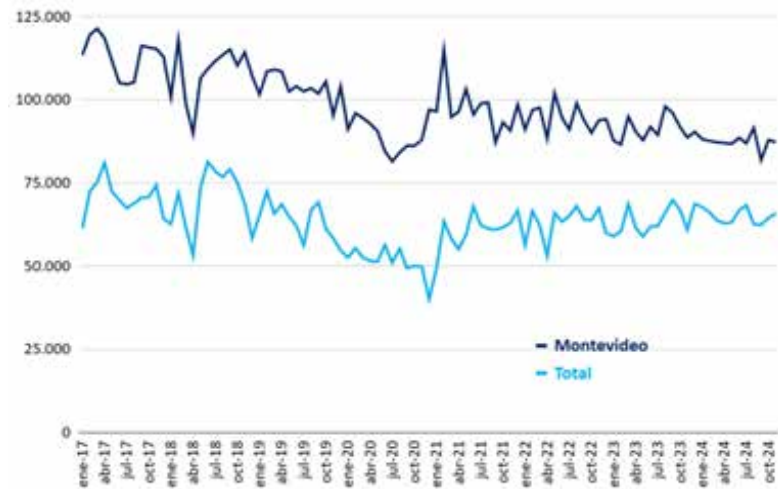
entre otros). Por otro, los inmuebles bajo la Ley de Vivienda Promovida están exentos de este impuesto en su primera operación y justamente este tipo de proyectos han dinamizado el sector inmobiliario en general, no quedando recogidas en la recaudación de este impuesto.

Otros indicadores indirectos también sugieren un mercado inmobiliario firme en los últimos meses con perspectivas optimistas. Tanto los permisos de construcción en Montevideo, como los cotizantes al BPS se mantienen elevados, en particular los primeros con registros muy elevados en la perspectiva histórica.

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 para 2024 muestra una leve baja en los precios promedio 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 14 – Mediana del Precio de Transacciones de Compraventa en Dólares



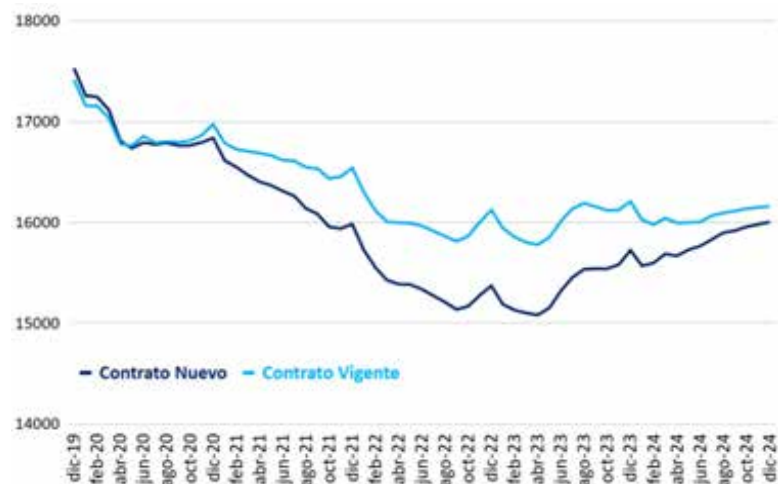
Fuente: INE en base a DNR

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.

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.

En cuanto a los contratos de alquiler, al igual que en ediciones anteriores se observa que la evolución de los precios continúa reflejando el incremento en el stock de viviendas de los últimos años, al menos en Montevideo. En este sentido, el incremento de la cantidad de viviendas implicó un incremento de las viviendas disponibles para arrendamiento, generando además distintos efectos geográficos de corrimiento a lo largo de la ciudad. En términos generales, los contratos de alquiler aumentaron entre 5,2% y 7,4% durante 2024 para contratos vigentes y nuevos, respectivamente según información del INE. Esto implica un crecimiento real de entre -0,3% y 1,8%, 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. 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 15 – Precio Promedio de Contratos de Alquiler (Pesos Constantes, Montevideo)



Fuente: INE en base a DNR

Con este panorama, resulta una opción muy válida para el Fideicomiso dilatar las ventas de los inmuebles y mantenerlos alquilados en la espera de un ajuste de los precios relativos, lo que debería mejorar la rentabilidad de la inversión.

iii.iii. Consideraciones finales sobre el mercado de vivienda

En suma, no es esperable cambios significativos en el contexto macroeconómico y sectorial que modifiquen sustancialmente el desempeño reciente del mercado. La principal novedad en este sentido está vinculada a la debilidad del peso desde octubre asociada principalmente a factores externos, que puede implicar cierto enlentecimiento de la demanda como ya se ha observado en el crédito hipotecario. Mas allá de esto, los fundamentos de la demanda se mantienen sólidos, la cantidad de viviendas en producción viene en aumento y los fundamentos socio-demográficos de la demanda continúan evolucionando de acuerdo a las tendencias recientes.

3. Las políticas públicas

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

La Ley 18.795 de promoción de la vivienda social fue votada por unanimidad en el Parlamento, lo que brinda cierta seguridad del camino optado desde la política pública. La anterior administración de gobierno ratificó este rumbo y la dotó 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, en 2024 se superaron los riesgos vinculados al Plebiscito de Reforma de la Seguridad Social que podría haber sido negativo para la macroeconomía y el clima de negocios en general, y para la inversión inmobiliaria en particular. Por otro lado, las autoridades del Gobierno entrante han señalado la necesidad de obtener recursos para financiar las necesidades de gasto, y para esto plantean la posibilidad de estudiar y revisar los regímenes de promoción y estímulos fiscales en un sentido amplio. Si bien aún no se conocen los detalles ni el alcance de esto, los regímenes COMAP, los estímulos a la Vivienda Promovida u otros esquemas generales o sectoriales podrían verse revisados en el corto y mediano plazo. Es de notar que el Gasto Tributario total ascendió a casi 5,3 MM en 2023, representando 6,8% del PIB, por lo que es esperable una revisión de alguno de los regímenes existentes.

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; sin embargo la depreciación del peso si bien mejora la ecuación de rentabilidad de los desarrolladores, implica un enlentecimiento de la demanda por consumo e inversión, a lo que se suma tasas de interés más altas de lo previsto a nivel global.. *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. Si bien la Vivienda Promovida ha sido un elemento dinamizador del sector, los regímenes que implican Gasto Tributario podrían ser revisados con el Gobierno entrante. *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. Adrián Tambler

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. **Grado de inversión mínimo.**