

**ACTUALIZACIÓN DE
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
DE CERTIFICADOS DE
PARTICIPACIÓN EN EL DOMINIO
FIDUCIARIO DEL
FIDEICOMISO FINANCIERO PILAY
M2**

Montevideo, abril de 2025

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
9	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
12	III LA ADMINISTRACION
17	IV EL ACTIVO SUBYACENTE
22	V EL ENTORNO
38	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**Actualización de Calificación Oferta Pública de Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay.
22 - abril - 2025**

Fecha de inicio:	Julio 2021
Denominación:	Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay
Fiduciario:	Pilay Administradora de Fondos de Inversión S.A
Agente de Registro y Pago:	Pilay Administradora de Fondos de Inversión S.A
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Importe de la emisión:	Certificados de Participación Fideicomitentes B por hasta \$ 35.494.124.714 (pesos uruguayos) Certificados de Participación Fideicomitentes M2 por hasta \$ 33.365.455.200
Plazo:	30 años
Activos del Fideicomiso:	Aportes realizados por los Fideicomitentes M2 y aportes realizados por los Fideicomitentes B, los inmuebles adquiridos, construcciones y todo otro activo adquirido por o producido por el FF.
Análisis jurídico de la calificación:	Olivera Asociados
Comité de Calificación:	Julio Preve Folle, Martín Durán Martínez y Santiago Rego
Calificación de Riesgo:	BBB.uy
Vigencia de la calificación:	30 de noviembre de 2025
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.

Resumen General

CARE actualizó la calificación de riesgo de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero M² PILAY URUGUAY manteniendo la calificación BBB.uy de grado inversor¹.

Esta actualización analiza nuevamente el riesgo de los beneficiarios de lograr satisfacer, con los recursos del Fideicomiso, su derecho a obtener la tenencia y ulterior propiedad de una unidad habitacional de las características establecidas en los respectivos contratos². También, califica la posibilidad de obtener cierta rentabilidad para los inversores del Producto M2. La nota obtenida no representa una recomendación 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.

A modo de resumen, los aspectos salientes de la presente actualización son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se consigna en el informe jurídico cuyas principales conclusiones se recogen en el capítulo II y se adjuntó en la calificación original. En particular, al replicar la estructura jurídica de un instrumento ya validado por Banco Central del Uruguay y Tribunal de los Contencioso Administrativo no se advierten objeciones del punto de vista de la estructura jurídica elegida. Incluso, es importante destacar que en este FF se refuerza la gobernanza, agregando elementos de control adicionales a las funciones del Fiduciario.
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero soporta una serie de comparaciones y escenarios, a los que razonablemente la calificadora sometió al proyecto. A su vez, al igual que para la estructura jurídica, el "Producto Ladrillo" ya ha sido validado por el mercado en su antecedente directo. Este ha logrado viabilizar la tenencia de vivienda a los fideicomitentes en su antecesor, incluso ante coyunturas económicas desfavorables como el período de crisis del Covid-19. El lanzamiento comercial de este producto se realizó en marzo de 2022.
- Se agrega un nuevo Producto llamado M2 que permite al inversor (Fideicomitente M2) invertir en una unidad previamente establecida y obtener una renta variable que dependerá del método de enajenación de dicha Unidad. Esto abre el abanico de opciones de inversión y permite al Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay financiar las obras. Este producto también fue lanzado al mercado y constituye una innovación en el mercado inmobiliario. El ritmo de adhesión se ha acelerado desde 2023.
- El Plan de Negocios original preveía la construcción de hasta 14 mil apartamentos en un plazo de 30 años, en línea con el volumen de adhesiones que se estima en el Plan de Negocios y que recoge la evolución reciente de su antecedente directo (Campiglia & Pilay) en el "Producto Ladrillo". Cada edificio a construir será licitado en procesos competitivos. A su vez, se mantiene el mismo arquitecto proyectista, Arq. Alvaro Piña, quien trabajó en el FF que sirve de antecedente directo a este Fideicomiso. Según información auditada por Auren, a noviembre 2024, las obras del primer proyecto (Charrúa) tienen un avance de más del 70%.

¹. Esta calificación comprende los dos tipos de productos ofrecidos por el FF.

². Esta actualización debe analizarse en conjunto con la calificación original.

- Se trata de un negocio que desde el punto de vista económico ofrece adecuadas perspectivas de lograr su propósito de ofrecer a los Fideicomitentes B la tenencia y ulterior propiedad de una unidad habitacional de las características descritas en los contratos. En concreto, el Producto Ladrillo permite que los fideicomitentes adquieran una vivienda, en línea con su antecedente directo. Comparada ésta con el crédito hipotecario, y más allá de la coyuntura económica, el Producto Ladrillo viabiliza la adquisición de una vivienda a personas que no son pasibles de acceder al crédito hipotecario o no cuentan con ahorro previo. El tipo de vivienda y condiciones se encuentran estipulados en los contratos correspondientes.
- El Producto M2 (para el Fideicomitente M2) facilita el acceso a un activo, con montos mínimos reducidos y es convertible, bajo determinados procesos, en una unidad habitacional. Desde la óptica de la Administración, este Producto permite adelantar la obra constructiva, ofreciendo un retorno al inversor variable que dependerá de la evolución del ICC y del mecanismo de enajenación de la Unidad. Todo esto está denominado en pesos, mitigando el riesgo de descalce.
- El proyecto general se orienta, hacia el segmento de un ambiente, con relativamente menos unidades dedicadas a uno y dos dormitorios. Si bien el segmento de monoambiente incrementa de forma significativa el público que podría acceder al FF, esto constituye una innovación para un producto de este tipo. Esto constituye un desafío aunque otras orientaciones generales de la demanda coinciden con las previstas en este Fideicomiso Financiero, de acuerdo a los informes del mercado inmobiliario contratados por CARE.
- A la fecha de esta actualización, el mercado inmobiliario mantiene buenos niveles de actividad, medida a través de la transaccionalidad y el desarrollo de nuevos proyectos en el sector vivienda, en segmentos similares a los que atiende este Fideicomiso. 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. Esto se recoge con mayor detalle en el capítulo V de este informe.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, se han consolidado los estímulos tanto a la oferta como a la demanda en este segmento. En particular, cambios al régimen de vivienda promovida podrían impactar en el sector, en especial producto de la revisión de los esquemas de incentivos que implican Gasto Tributario.

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 M² PILAY URUGUAY".

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. No obstante, la nota obtenida no representa 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 juicio.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, en su capacidad de satisfacer en el tiempo, conforme al plan de negocios que la administración está mandatada a realizar, el derecho de los fideicomitentes B a obtener la tenencia y ulterior propiedad de una unidad habitacional pre-acordada y de los Fideicomitentes M2 de obtener una rentabilidad adecuada por sus aportes, eventualmente pudiendo acceder a una propiedad bajo determinados procedimientos. En definitiva, la nota sigue, entre otros criterios, las características del producto ofrecido y el cumplimiento de los objetivos de los tenedores de certificados de participación. Para esto, se realizan distintos análisis comparativos que permiten analizar en qué medida el plan de negocios previsto cumple los objetivos de ambos tipos de Fideicomitentes.

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 por Santiago Rego, Martín Durán Martínez y Julio Preve.

La vigencia de la calificación es 30/11/2025³.

2. Antecedentes generales y características del negocio

- El objetivo del Fideicomiso Financiero M² PILAY URUGUAY es dual, en tanto existen dos tipos de Fideicomitentes que adquieren certificados de participación. Por un lado, los Fideicomitentes B buscan obtener la tenencia y ulterior propiedad de una unidad habitacional pre-acordada, se trata de un perfil de demanda por consumo del bien vivienda. El Fideicomitente B accede a una unidad luego del pago de una (1) cuota suscripción y doscientos cuarenta (240) cuotas mensuales llamadas Cuotas Espera o Cuotas Tenencia⁴, las

³. La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE

⁴. La obligación de abonar la Cuota Espera o Cuota Tenencia depende de la tenencia o no de una unidad habitacional por parte del individuo de acuerdo a las condiciones estipuladas en el contrato. Adicionalmente se puede optar por un paquete de mejoras de equipamiento para el inmueble que es abonado a través de un incremento marginal sobre las doscientos cuarenta (240) cuotas a pagar por el fideicomitente.

cuales son ajustadas por el Índice de Costo de la Construcción (ICC)⁵ o una paramétrica que también aproxima la evolución del costo de la construcción. Entre estos se distinguen cuatro tipos: el Fideicomitente B que integra cuotas al fideicomiso y adquiere los certificados de participación; el Fideicomitente B Beneficiado, que es el que ha resultado ganador en los actos de asignación de unidades y aún no tiene la tenencia del bien; Fideicomitente B Simple Tenedor, que ha recibido la tenencia del bien asignado y construido; y el Fideicomitente B Adjudicado, a quién se le ha transmitido el dominio del bien que mantenía en tenencia.

- Por otro lado, los llamados Fideicomitentes M2 integrarán dinero al fideicomiso adquiriendo Certificados de Participación que dan derecho a obtener una rentabilidad sobre una cantidad determinada de metros cuadrados de una Unidad de Referencia. El mínimo a invertir es el equivalente a medio metro cuadrado del costo de la unidad, ampliando la base de potenciales inversores con mínimos de inversión reducidos. Su retorno dependerá del resultado final de la enajenación de la unidad elegida, pudiendo, bajo algunas circunstancias, volverse propietarios de la unidad de referencia. Este tipo de Fideicomitente tiene un perfil inversor, buscando rentabilizar sus aportes.
- La Administración está a cargo de Pilay Administradora de Fondos de Inversión S.A, una compañía con amplia experiencia en este tipo de operaciones en el mercado local, contando con un antecedente directo en el Fideicomiso Campiglia & Pilay I. Es importante destacar que tanto la estructura jurídica como el modelo de negocios han funcionado correctamente, cumpliendo con los objetivos previstos y siendo calificados con grado inversor por parte de CARE. A su vez, el modelo de negocios ha sorteado con éxito el contexto de crisis sanitaria, manteniendo altos niveles de adhesión y morosidad reducida. También es de orden señalar que el Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I ha dejado de comercializar contratos nuevos en 2020 en vistas de la creación de este nuevo Fideicomiso.
- El instrumento ofrecido por M2 Pilay Uruguay, incorpora, a diferencia de su antecedente directo, una porción sustancial de unidades de un ambiente. Esto extiende el público potencial del Fideicomiso, tanto en sus opciones Ladrillo cómo M2. Esto constituye una forma de acceso alternativa a una vivienda, siguiendo los antecedentes recogidos en experiencias anteriores.
- En 2022, se lanzó el Proyecto Pilay I (Proyecto Charrúa), firmando un contrato con la constructora Norte. Este proyecto prevé la construcción de 69 monoambientes en el Centro de Montevideo. El costo del terreno ascendió a USD 650 mil.
- El Producto M2 ha ganado el Premio Nova de la ANII y el Premio Latinoamericano al Desarrollo Inmobiliario (LADI).
- Se completó la primera serie de Fideicomitentes (primer subgrupo en alcanzar 500 contratos) en marzo 2024. Esto genera la obligación por parte del Fideicomiso de adjudicar unidades de acuerdo al cronograma establecido.

⁵. Índice que presenta una periodicidad mensual y es calculado mensualmente por el Instituto Nacional de Estadística desde enero de 1976.

3. Hechos Salientes del período

- A noviembre 2024, continúa el crecimiento de los Fideicomitentes y contratos. El Fideicomiso tiene más de 1200 contratos activos, de los cuales más del 60% son del Producto Ladrillo. Se mantienen niveles razonables de actividad y morosidad. Este último punto es relevante en tanto un Fideicomitente B debe estar al día con sus obligaciones para poder participar de la adjudicación de una vivienda.
- El Fideicomiso ha adjudicado 11 unidades entre junio y noviembre de 2024, superando las obligaciones previstas para con este grupo de fideicomitentes dado que solo una serie de certificados se encuentra íntegramente constituida (alcanzando 500 contratos). Las adjudicaciones de unidades comenzaron anteriormente a que se complete la primera serie de fideicomitentes.
- La obra del Proyecto Pilay I, primer proyecto del FF se encuentra avanzada, superando el 70% de avance global, según consigna Auren en su informe PAPA de noviembre 2024.

4. Información analizada

- Informes de gestión de la empresa AUREN sobre el desempeño del fideicomiso al 30/11/2024 (Informe de Procedimientos de Auditoría Previamente Acordados - PAPA).
- Informe sobre proyección financiera prospectiva auditado por AUREN al 31/12/2024 (Marzo 2025)
- Estados contables del Fideicomiso al 31 de diciembre 2024
- Estados contables de Pilay AFISA al 31 de diciembre 2024
- Calificaciones de Riesgo del FF CAMPIGLIA & PILAY I y actualizaciones
- Encuesta de Demanda Inmobiliaria realizada por Research Uruguay (diciembre 2024).
- Informe sectorial del mercado de vivienda - Ec. Mayid Sader y Ec. Serrana Calvete - marzo 2025
- Calificación original y actualizaciones realizadas por CARE

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecen en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero M² PILAY URUGUAY, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero M² PILAY URUGUAY

Fiduciario: Pilay Administradora de Fondos de Inversión S.A

Entidad

Representante: Bolsa Electrónica de Valores - BEVSA

Títulos emitidos

y a emitirse: Certificados de participación.

Activos del

Fideicomiso: Son activos del Fideicomiso: los aportes realizados por los denominados Fideicomitentes M²; los aportes realizados por los Fideicomitentes B; los inmuebles adquiridos con dichos fondos; los edificios y/o casas construidas y todo bien adquirido o producido con los fondos mencionados.

Moneda de

los CP: Pesos uruguayos.

Importe de

la Emisión: Certificados de Participación para los Fideicomitentes M² por hasta \$33.365.455.200 y hasta \$ 35.494.124.714 reajustables los Certificados de Participación Fideicomitentes B.

Calificación

de Riesgo BBB (uy), Grado inversor mínimo (de los certificados de participación):

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico que compone esta calificación recorre varios elementos que hacen a la estructura legal y su adecuación regulatoria, reflejando los derechos y obligaciones de las partes en el marco del Fideicomiso Financiero M² PILAY URUGUAY. Este documento jurídico se incluye como anexo a esta calificación. Sin embargo, a continuación, se destacan las principales conclusiones.

En primer lugar, y luego de haber analizado el Proyecto de Prospecto de Emisión del Fideicomiso Financiero M² Pilay Uruguay y sus Anexos, el Proyecto de Contrato de Fideicomiso Financiero y el Memorandum de entendimiento entre Pilay AFISA y Banco Santander S.A., el análisis jurídico señala que el Fideicomiso Financiero M² PILAY URUGUAY replica la estructuración jurídica

del Fideicomiso Financiero Campiglia Pilay I y, por tanto, se encuentra validada tanto por el Banco Central del Uruguay como por el Tribunal de lo Contencioso Administrativo. En este sentido, no existen objeciones del punto de vista de la estructura jurídica elegida, tanto en sede administrativa (regulador) como en el ámbito jurisdiccional.

Asimismo, si bien los documentos revisados contemplan de forma adecuada los derechos y obligaciones que el inversor tendrá con el Fideicomiso, así como los roles y actividades que el Fiduciario deberá desarrollar en cada caso para la ejecución del mandato fiduciario, estableciendo el régimen de responsabilidad que como tal tendrá en el cumplimiento de la finalidad del Fideicomiso, es relevante destacar algunos elementos que se introducen en este FF.

En particular, el Fideicomiso Financiero M² PILAY URUGUAY refuerza la gobernanza del Fideicomiso al introducir la figura del Comité de Vigilancia, en línea con las actuales prácticas en materia de gobernanza de fideicomisos financieros de oferta pública. Este Comité de Vigilancia busca servir de control a las actividades que desarrolla el Fiduciario, en especial las actividades previstas en el artículo 184.4 de la Recopilación de Normas del Mercado de Valores. Además de estas, en este caso se agrega la potestad de “evaluar y considerar aquellas operaciones que impliquen un endeudamiento que utilice como respaldo el Patrimonio Fiduciario.” El informe jurídico resalta este elemento en tanto, **“este agregado es relevante considerando que el Fiduciario tiene la potestad de invertir los fondos aportados por los Fideicomitentes a efectos de rentabilizar y mantener actualizados los Fondos Líquidos, lo que incluye la facultad de invertir en cualquier otro fideicomiso administrado por el Fiduciario.”**

En otro orden, el Fideicomiso Financiero M² PILAY URUGUAY introduce un nuevo Fideicomitente denominado M2, que adquiere Certificados de Participación (CPM2) que equivalgan al valor de los metros cuadrados sobre los cuales desee invertir en una Unidad de Referencia, con un mínimo del valor de ½ metro cuadrado. Por estos, espera recibir un retorno que dependerá del destino de la Unidad de Referencia. En relación a esta nueva figura en la estructura del Fideicomiso, el análisis jurídico concluye:

“Este Fideicomitente, sin perjuicio de que en determinadas circunstancias puede optar por hacerse de un inmueble mediante los mecanismos previstos en el contrato de Fideicomiso, tiene una participación de tipo inversión inmobiliaria, buscando en consecuencia, obtener un retorno por su integración de fondos al fideicomiso. La forma en la que está estructurada la percepción por los Fideicomitentes M2 del retorno por su inversión, permite entender que tal percepción está asociada en definitiva a la suerte de la Unidad de Referencia, en tanto dependiendo de a quién se le traslade el dominio, determina la oportunidad y forma de cobro del Fideicomitente M2, tratándose entonces de un instrumento de renta variable. Siempre que el retorno de la inversión al Fideicomitente M2 se produzca bajo tales parámetros, no existen apartamientos a la normativa jurídica en materia de actividad financiera.”

Por todo lo anterior, el informe jurídico concluye que:

“Puede afirmarse que la estructura jurídica confeccionada contiene razonables previsiones a fin de evitar cuestionamientos en cuanto a la actividad que el Fideicomiso Financiero se propone realizar. ”

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. Dado que este FF replica un instrumento ya validado por el BCU y ratificado por el TCA, se concluye que el riesgo jurídico de estructura es considerado bajo. *Riesgo bajo.*

Riesgo por iliquidez. La posibilidad de salir de los títulos ante eventuales situaciones de estrés constituye un atributo favorable del instrumento. Los certificados se han diseñado para ser líquidos, dentro de lo relativo al mercado uruguayo. Adicionalmente existe un procedimiento en el que se involucra la fiduciaria para poder salir de los mismos. *Riesgo medio.*

III. LA ADMINISTRACIÓN.

Las características de la emisión hacen necesario analizar los signatarios del contrato del fideicomiso denominado **"Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay"**.

Estos son: Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión SA (Pilay AFISA) en calidad de administradora fiduciaria y emisora; Álvaro Héctor Piña (Proyectista) y la Bolsa Electrónica de Valores SA (BEVSA) como Entidad Representante.

1. Pilay Uruguay AFISA Administradora de Fondos de Inversión (Fiduciaria)

Es la fiduciaria y entidad registrante. Se trata en este caso de evaluar la capacidad de gestionar y de administrar un patrimonio para lograr el cumplimiento de las obligaciones de administración que se establecen en el contrato de fideicomiso. Integra este análisis el ajuste de Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A. a las disposiciones jurídicas vigentes.

La Fiduciaria es persona jurídica hábil y vigente, con estatutos aprobados por Auditoría Interna de la Nación el 3/5/2007, protocolizados el 10/5/2007 con el N° 11924. Por Acta de Asamblea de fecha 10/8/2009 se resolvió la modificación del estatuto de la referida sociedad, reformando su razón social a la actual, lo que aprobara la Auditoría Interna de la Nación el 23/2/2010.

Según surge de sus estatutos la representación de la sociedad la ejerce el Presidente o Vicepresidente indistintamente o dos directores actuando conjuntamente. Según acta de fecha 2/3/2020 se designó a Javier Agustín Vigo Gasparotti como Presidente del Directorio, cuyo cargo se encuentra actualmente vigente.

Antecedentes

Pilay Uruguay AFISA comercializa en Uruguay el denominado Sistema Pilay creado por la empresa Pilay S.A en la ciudad de Santa Fe, Argentina, en 1985. En Argentina, el Sistema Pilay ha dado satisfacción a decenas de miles de clientes distribuidos entre varias ciudades, destacando Rosario, Santa Fe, Córdoba y Paraná.

En setiembre de 2009 los accionistas de Pilay S.A. deciden exportar su sistema a Uruguay realizando, tal cual su modo de operar fuera de su lugar de origen, una alianza estratégica con Campiglia Construcciones, grupo constructor de larga trayectoria y sólida reputación en el país. En este caso se utiliza como vehículo para el desarrollo de la operatoria un fideicomiso financiero denominado Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay y para administrarlo se constituye la firma Pilay Uruguay AFISA. Vale decir que la fiduciaria se crea con el objeto de desarrollar aquel fideicomiso al cual, a partir del año 2022, se le agrega una segunda operación denominada Fideicomiso Financiero M2 Pilay el cual, más allá de incorporar un producto innovador, repite en buena medida el sistema de la primera operación.

En los siguientes cuadros se exponen en forma resumida sus estados de situación patrimonial y de resultados al 31/12/2024 y su comparativo con periodos anteriores. Su situación patrimonial al término del periodo señalado no merece observaciones.

Cuadro 1: Pilay Uruguay AFISA Estado de Situación Patrimonial			
En miles de \$	31-dic.-24	31-dic.-23	31-dic.-22
Activo	99.326	89.042	67.660
Activo Corriente	57.196	51.262	34.705
Activo no Corriente	42.130	37.780	32.955
Pasivo	12.055	16.035	12.973
Pasivo Corriente	12.055	16.035	12.973
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	87.272	73.008	54.688
Total Pasivo y Patrimonio	99.326	89.042	67.660
Razón Corriente	4,74	3,20	2,68

Fuente: EE.CC FF Pilay AFISA

Cuadro 2: Pilay Uruguay AFISA Estado de Resultados			
En miles de \$	31-dic.-24	31-dic.-23	31-dic.-22
Ingresos de actividades	82.444	58.222	53.794
Resultado Bruto	82.444	58.222	53.794
Gastos de adm y ventas	(25.828)	(20.898)	(21.110)
Resultados diversos	(775)	(834)	(987)
Resultados de inv. y financ.	3.972	1.487	2.443
Res. Antes de impuestos	59.813	37.977	34.139
Impuesto a la renta	(15.499)	(9.657)	(12.911)
Resultado Neto	44.314	28.320	21.228

Fuente: EE.CC FF Pilay AFISA

Al cierre del ejercicio 2024 los resultados siguen siendo positivos. En función de lo mencionado líneas arriba, particularmente por sus antecedentes en el satisfactorio desarrollo de ambos fideicomisos, se concluye que la idoneidad de Pilay Afisa para administrar estas operaciones no merece reparos.

2. El Proyectista

Álvaro Héctor Piña es el profesional encargado de elaborar los anteproyectos y proyectos de las Obras a construirse y/o refaccionarse. Tal rol podrá desempeñarlo a título personal o a través del estudio Arquitecto Piña y/o en su caso la sociedad que pueda constituir el precitado arquitecto.

El Arquitecto Piña integra el Directorio de Tecnorel SA (forma parte del grupo Campiglia de reconocida trayectoria en el medio en el sector de la construcción), empresa signataria del Contrato de Fideicomiso Financiero Campiglia Pilay I y responsable de la construcción de las unidades ofrecidas en dicha operación. Vale decir que está totalmente familiarizado con el sistema Pilay y acredita una amplia experiencia en el sector de la construcción de viviendas. Fue, además, fideicomitente en el fideicomiso de referencia demostrando su compromiso con el mismo (al igual que en este caso como fideicomitente inicial). Es decir, sus antecedentes relevantes están totalmente asociados al desempeño, hasta ahora satisfactorio, del fideicomiso antecesor del que nos ocupa en esta oportunidad.

En conclusión, CARE no ha tenido conocimiento de nada que amerite cambiar dicha opinión por lo que no se advierten riesgos en el rol asignado al proyectista.

3. El Fideicomiso

El Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay fue constituido bajo el régimen de fideicomiso financiero e inició actividades el 1ero de enero de 2022. Fue aprobado por el BCU el 24/11/2021 e inscripto en el Registro Nacional de Actos Personales el 8/12/2021 con el No. 47.150.

El Fideicomiso cuenta con una serie de instrumentos de control que fortalecen la confianza en la marcha de sus negocios, destacamos:

- Comité de Vigilancia creado el 5/4/2022 y que asumió funciones a partir del 1/5/2022.
- Procedimientos de Auditoría Previamente Acordados (PAPA); informe elaborado por Auren semestralmente (mayo y noviembre de cada año) en que se analiza en forma pormenorizada los avances del proyecto en todas las áreas (venta de CP's, contratos firmados, obras en marcha, etc.)
- Información Financiera Prospectiva; informe semestral también elaborado por Auren, que analiza la razonabilidad de las proyecciones elaboradas por la Fiduciaria.

Estos informes constituyen un insumo importante en el análisis que se realiza en otras secciones de esta actualización.

Los CP's emitidos al 30/12/2024 (comprendiendo ambas modalidades B y M2) alcanzaron un valor nominal de \$ 506,7 millones (eran \$ 252,9 millones al 31/12/23). Los reajustes a los CP's surgen como consecuencia de la diferencia entre el valor de las cuotas al momento de la emisión y el valor nominal del CP correspondiente de acuerdo al Contrato de Fideicomiso, Sección VI, cláusula 6.1. Al final del ejercicio informado el ajuste fue de \$ 42,7 millones.

En los cuadros siguientes se exponen el estado de situación y resultados del Fideicomiso al cierre del año 2024.

Cuadro 3: Pilay M2 - Estado de Situación del Fideicomiso

En miles de \$	31-dic.-24	31-dic.-23	31-dic.-22
Activo	329.788	150.353	49.411
Activo Corriente	79.654	46.837	10.260
Activo no Corriente	250.133	103.515	39.151
Pasivo	83.597	54.297	36.791
Pasivo Corriente	52.122	49.366	31.358
Pasivo no Corriente	31.475	4.931	5.433
Patrimonio	246.190	96.055	12.620
Total Pasivo y Patrimonio	329.788	150.353	49.411
Razón Corriente	1,53	0,95	0,33

Fuente: EE.CC FF Pilay M2

Cuadro 4: Pilay M2 - Estado de Resultados del Fideicomiso

En miles de \$	31-dic.-24	31-dic.-23	31-dic.-22
Ingresos operativos	1.817	1.501	1.177
Egresos operativos	(119.988)	(94.298)	(72.214)
Resultado Bruto	(118.171)	(92.797)	(71.037)
Otros resultados	199	706	-
Resultados financieros	(4.288)	(3.197)	(618)
Resultados antes IRAE	(122.260)	(95.288)	(71.656)
Impuesto a la renta	(75)	(73)	(74)
Resultado del periodo	(122.334)	(95.361)	(71.730)

Fuente: EE.CC FF Pilay M2

Los resultados negativos son consistentes con la fase inicial de un proyecto de estas características; los Fideicomitentes B y M2 asumen el pago de los costos constructivos y administrativos, los que fueron considerados a fin de determinar sus obligaciones. Debido a ello, el Fideicomiso registra circunstancialmente resultados negativos que se irán revirtiendo a medida que los fideicomitentes vayan cancelando los aportes que se obligan a realizar en el contrato. Dichos aportes contemplan los costos de construcción y los gastos de administración y de esa forma el Fideicomiso cumple con los compromisos constructivos.

En otra sección de este informe se analiza el estado de las obras; en el balance y bajo el rubro Inventario se registra al 31/12/2024 un valor de \$ 243 millones de los cuales \$ 28,3 millones corresponden al valor del terreno y \$ 217,7 millones al valor de la obra hasta esa fecha.

Riesgos considerados:

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario. La empresa fiduciaria está autorizada desde el año 2011 por el Banco Central de Uruguay para desarrollar actividades como fiduciario en fideicomisos financieros en el Uruguay. Este riesgo fue despejado por el propio regulador al validar su legalidad. *Riesgo bajo.*

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de Pilay Uruguay Afisa y del Proyectista. En virtud de todos los análisis practicados; teniendo presente su reputación y antecedentes en los medios en los que ambos actúan, considerando de modo especial su compromiso con el proyecto; teniendo presente el seguimiento que hace el fiduciario de aspectos centrales para su desempeño, así como de la entidad representante con amplias atribuciones; *se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora con las responsabilidades del proyecto es muy bajo.*

Riesgo constructivo, que supone la falta de idoneidad para realizar el tipo de proyectos que se plantea, en las condiciones necesarias para su comercialización. La cobertura de este riesgo se encuentra satisfecha por los antecedentes del Proyectista, así como por el procedimiento de realización de obras recogido en el prospecto. *Riesgo muy bajo.*

Riesgo de terminación (completion), que implica analizar la posibilidad de que cuando una obra es lanzada, la misma se termine en tiempo y forma, con independencia de factores comerciales, o de costos, o financieros vinculados a créditos a cobrar por unidades vendidas. El mismo se encuentra acotado por la forma en la que se van construyendo unidades a partir de la disposición de recursos. Estas disposiciones dan moderada satisfacción a la cobertura de este riesgo. *Riesgo bajo.*

Riesgo por cambio de fiduciario está previsto en los casos correspondientes que dejan esta posibilidad a los inversores adecuadamente representados. *Este riesgo se considera casi nulo.*

IV EL ACTIVO SUBYACENTE

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del retorno del proyecto

De acuerdo con el contrato de Fideicomiso Financiero el objeto principal del "Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay" es la inversión, compra y/o construcción y/o refacción y/o alquiler de inmuebles. Para ello, se emiten Certificados de Participación para los Fideicomitentes que nutren el Patrimonio Fiduciario y permiten al Fideicomiso desarrollar su actividad objetivo. Desde el punto de vista de los Fideicomitentes, el Fideicomiso ofrece dos tipos de productos: Fideicomitentes B (producto Ladrillo) y Fideicomitentes M2, citados previamente y cuyas características se detallan en esta sección.

Tal como se describió en la calificación original, el Producto Ladrillo (Fideicomitentes B) permite acceder a un apartamento luego del pago de una (1) cuota suscripción y doscientos cuarenta (240) cuotas mensuales llamadas Cuotas Espera o Cuotas Tenencia⁶, las cuales son ajustadas por el Índice de Costo de la Construcción (ICC)⁷ o una paramétrica incluida en el prospecto que también reproduce la evolución del costo de la construcción. Las unidades serán otorgadas de acuerdo con un sistema de puntaje o de adelantos dinerarios realizados por cada uno de ellos, ambos mecanismos exhaustivamente descritos en el Prospecto de Emisión.

A noviembre de 2024, existe una serie de Fideicomitentes que ha quedado completamente integrada (desde marzo). Esto implica que el Fideicomiso tiene la obligación de adjudicar unidades de acuerdo al cronograma establecido, el cual se ha sobrecumplido dado las fechas y el nivel de adjudicaciones. Entre junio y noviembre de este año el Fideicomiso ha adjudicado 11 unidades. A noviembre de 2024 se adjudicaron más de 40 unidades, cuando las obligaciones prorrateadas para la serie integrada implicaba que debían adjudicarse al menos 5. Por lo anterior, esta obligación se ha sobrecumplido. Esto se juzga favorablemente para el cometido del FF, y es un elemento que se mantiene.

Por otra parte, el Producto M2 permite invertir en el Fideicomiso para obtener una rentabilidad que será variable dependiendo del destino de los inmuebles. Para ello, a través de Certificados de Participación, el inversor adquiere una determinada cantidad de metros cuadrados de una unidad de referencia para luego obtener una rentabilidad al momento de enajenación del inmueble. El mínimo de ingreso es el costo de medio metro cuadrado, lo que reduce las barreras de entrada y amplía el público que puede acceder a este tipo de producto. Adicionalmente, el Fideicomitente que adquiera este tipo de participación (Producto M2) cuenta con la opción de solicitar el inmueble para uso propio bajo determinadas condiciones, que se detallan en el Contrato del Fideicomiso. Desde la perspectiva del FF, la alternativa del Producto M2 permite ofrecer un vehículo de inversión al público y con este financiar las obras de los distintos inmuebles. Se trata de un producto innovador en el mercado uruguayo y que ha acelerado su curva de adhesión a partir de 2023.

Según información del Fideicomiso, auditada por Auren, existen aproximadamente 900 contratos de Fideicomitentes B, de los cuales aprox 90% se encuentran activos. La adhesión se mantiene firme, y como se recoge en informes anteriores, la Fiduciaria no comercializa nuevos contratos del

⁶. La obligación de abonar la Cuota Espera o Cuota Tenencia depende de la tenencia o no de una unidad habitacional por parte del individuo de acuerdo a las condiciones estipuladas en el contrato. Adicionalmente se puede optar por un paquete de mejoras de equipamiento para el inmueble que es abonado a través de un incremento marginal en el costo de las doscientas cuarenta (240) cuotas a pagar por el fideicomitente.

⁷. Índice que presenta una periodicidad mensual y es calculado mensualmente por el Instituto Nacional de Estadística desde enero de 1976.

Fideicomiso Campiglia & Pilay (antecedente directo del que aquí se califica, en especial para el Producto Ladrillo). En cuanto a los Fideicomitentes M2, estos han aumentado significativamente desde la última actualización, incrementándose en 40% en 6 meses. Los niveles globales de actividad y morosidad se mantienen adecuados. En total el FF ha superado los mil Fideicomitentes, de los cuales una parte participa de los dos productos ofrecidos.

Como es habitual, AUREN ha auditado la información prospectiva sobre la marcha del fideicomiso que incluye ingresos y egresos por los productos y las obras, ventas y compromisos asumidos entre 2025 y 2051. A su juicio, las proyecciones no merecen objeciones y los supuestos *“proporcionan una base razonable para las proyecciones antes identificadas”*. Los principales supuestos sobre ventas de contratos y adjudicaciones no han tenido variaciones sustanciales. En este sentido, se estima colocar aproximadamente 30 contratos del Producto Ladrillo por mes, lo cual está en línea con el desempeño reciente. De estos, 70% corresponden a monoambientes. En cuanto a la construcción, se estima construir más de 290 unidades en los próximos cinco años, prorrateadas en distintos edificios y tipologías, siempre con el Monoambiente con mayor incidencia. A nivel de entregas, se estiman entregar 170 unidades hasta 2029. En este sentido el ritmo de construcción se ajusta a los ingresos provenientes de los distintos Fideicomitentes.

Al tener dos productos diferenciados, el Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay tiene también dos cometidos. Por un lado, proveer una vivienda de determinadas características a los Fideicomitentes B, por otro generar una rentabilidad a los Fideicomitentes M2 que será variable dependiendo del modo de enajenación y las condiciones del mercado. Por lo tanto, con el objetivo de analizar el producto ofrecido por el Fideicomiso, se realizan dos análisis para comparar los productos ofrecidos por el Fideicomiso con otras alternativas relevantes. De esta forma, para los primeros (producto Ladrillo) se estima y compara, en un sentido amplio, el costo de acceso a la unidad habitacional a través del sistema con la alternativa de hacerlo a través de un crédito hipotecario. En cuanto a los segundos (M2), se estima y compara la Tasa Interna de Retorno esperada de la inversión en el FF con respecto a algunas referencias en el mercado local. Los resultados se comentan a continuación.

Previo al análisis, es relevante destacar algunos elementos vinculados a los productos bajo análisis. Por un lado, este tiene una naturaleza diferente a otros Fideicomisos inmobiliarios, en tanto, **los Fideicomitentes B buscan obtener la propiedad de una vivienda, cumpliendo con las obligaciones estipuladas en contratos**. Esto implica que los Fideicomitentes B puedan ceder sus participaciones, mitigando potenciales riesgos de mora o impago de cara al Fideicomiso Financiero y permitiendo una salida al Fideicomitente. Del lado del Producto M2, si bien la rentabilidad está sujeta a la adjudicación de las unidades a Fideicomitentes B (u otros M2), en caso de no concretarse existen caminos alternativos como la propia compra por parte del Fideicomitente M2, o la posibilidad de enajenar o arrendar la unidad a un tercero. Por tanto, los escenarios de salida posibles para el Fideicomitente M2 son diversos.

El producto asociado a los Fideicomitentes B tiene como antecedente directo el desarrollo del Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay, que viene cumpliendo con sus obligaciones y es evaluado con grado inversor por parte de CARE. A diferencia de su antecesor, el producto propuesto por este FF ha ampliado su mercado potencial, centrándose en unidades de un ambiente. En esta línea, el edificio Charrúa, actualmente en obra, consta de monoambientes.

2. Demanda por consumo: comparación con crédito hipotecario

El Producto Ladrillo tiene como cometido el acceso a una vivienda a los Fideicomitentes B que adhieren al FF. Por lo tanto, a la hora de evaluar esto se debe analizar el cumplimiento de las entregas y analizar la demanda por parte de los fideicomitentes.

Para esto, por un lado, se estima el Valor Presente Neto de los pagos a realizarse por el suscriptor de acuerdo a las tipologías y este se compara con el Valor Presente Neto de los pagos asociados a la alternativa de solicitar un préstamo hipotecario para obtener una vivienda. Esta comparación permite evaluar coyunturalmente las opciones desde una óptica financiera, la cual puede estar influenciada por elementos temporales. En este sentido, el individuo hace entregas periódicas previamente establecidas con una tasa de interés implícita en el caso del FF M2 Pilay Uruguay o explícita para el préstamo bancario. Este ejercicio se ha realizado tanto al momento de la calificación original como en las posteriores actualizaciones.

El Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay implica que el fideicomitente pueda obtener la tenencia del inmueble en distintos momentos del tiempo. Sobre la opción del crédito hipotecario, cuanto menor es el plazo solicitado, mayor es el ingreso mínimo requerido lo cual excluye una porción muy relevante de los hogares y por tanto no se consideran plazos menores a 15 años. Además, se deben considerar que existen, de base, restricciones de acceso, relacionadas al ingreso mínimo (ver capítulo V para un abordaje sobre esto). Al comparar estos resultados desde esta óptica, el producto Ladrillo resulta menos favorable que solicitar un crédito bancario con un plazo de 15 años, y se equipara con un préstamo a 20 años⁸. Esto denota una mejora para el producto Ladrillo en esta comparación. Es de notar que las tasas de interés se mantienen en niveles muy bajos, pero la depreciación del peso del segundo semestre de 2024 aumenta el monto a financiar en pesos. Sin embargo, la coyuntura actual tiene algunas particularidades en tanto las tasas de interés del crédito se mantienen en niveles muy bajos pero la apreciación real del peso aumenta el monto total a financiar medido en moneda nacional. En línea con lo anterior, es relevante señalar que el Producto Ladrillo continúa creciendo en línea con lo previsto, lo cual se mantiene respecto a actualizaciones anteriores.

Lo anterior debe ser complementado con otros elementos. En particular, el individuo que accede al Fideicomiso no tiene que ser sujeto de crédito, por lo que no deberá afrontar los costos asociados a la financiación y puede acceder a una vivienda sin contar con ahorros previos. Como fue anteriormente señalado, esto último constituye una restricción relevante para los hogares. Por otro lado, y como fue recogido previamente, se trata de un producto que ya se encuentra validado y que ha viabilizado la tenencia de vivienda en otro Fideicomiso con condiciones similares a este, el cual es evaluado con grado inversor por parte de CARE.

En suma, recogiendo el desempeño reciente del Producto Ladrillo, el nivel de adhesiones se mantiene estable en esta coyuntura, lo que resalta el interés del producto y su validación por parte del público objetivo en este FF.

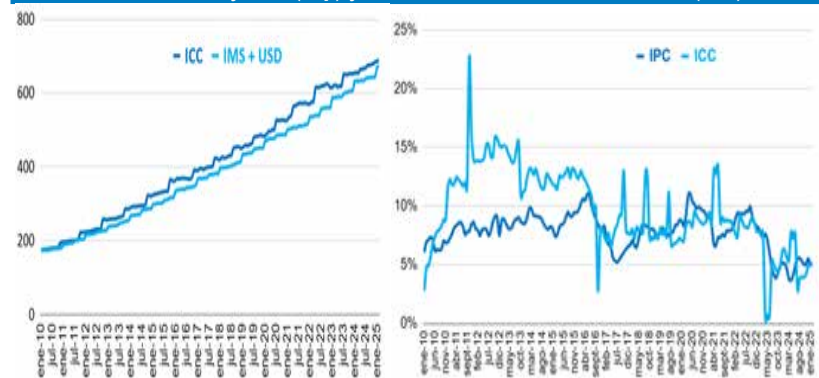
⁸. Lo cual pretende ser una comparación más equitativa con respecto al producto ofrecido por el Fideicomiso, en tanto amplía la población que podría llegar a acceder a un préstamo hipotecario. Igualmente, los requisitos de ingreso mínimo para un crédito a 20 años actualizadas a marzo de 2025 se encuentran en \$93 mil, \$114 mil y \$156 mil, para la opción de un ambiente, un dormitorio y dos dormitorios, respectivamente.

3. Demanda por inversión: Tasa Interna de Retorno, Costo de Oportunidad del Capital e inversiones alternativas

Para el caso del individuo que busca adquirir una participación en el Fideicomiso como alternativa de inversión (Fideicomitente M2) se estima una Tasa Interna de Retorno para el producto ofrecido por el FF. En primer lugar, el retorno del inversor dependerá del método de enajenación de la unidad habitacional en la cual invirtió. En concreto, el prospecto de emisión detalla dos métodos de enajenación: uno donde la unidad habitacional es adquirida por un Fideicomitente B u otro Fideicomitente M2 y otro donde la unidad es adquirida por un tercero que previamente no contaba con participación en el FF (venta o alquiler). La ocurrencia del segundo método estará sujeto a la imposibilidad de colocar el inmueble bajo la primera opción.

En la primera de estas alternativas el Fideicomitente M2 recibirá el monto invertido en la correspondiente unidad habitacional ajustado por la suma de la evolución del Índice de Costos de la Construcción. Bajo este método de enajenación, la rentabilidad anual en pesos del Fideicomitente M2 se ubicaría en torno 8,6% según la evolución del ICC que se supone en el largo plazo y es consistente con lo calculado en la sección anterior⁹. Esto asume implícitamente que el ICC se modera consistente con la moderación del crecimiento de los salarios, y las menores tasas de inflación recientes. Esta rentabilidad anual está en línea con el desempeño histórico del ICC: en los 10 y 20 años a febrero de 2025, el ICC creció anualmente 7,8% y 9,4% respectivamente.

Gráficos 1 y 2 – Evolución ICC observado e ICC construido a través de una combinación de IMS y USD (izq.) y Variación Interanual del IPC e ICC (der.)



Fuente: CARE

En la segunda alternativa de enajenación el Fideicomitente M2 original recibirá una rentabilidad que será sensible a las condiciones de venta que el FF pacte con el correspondiente tercero por la unidad habitacional de referencia¹⁰. Bajo el supuesto de que la venta de la unidad se produce al momento de finalizar la construcción del inmueble (a los tres años del inicio de obras), la Tasa Interna de Retorno Anual se ubicaría en el eje de 10% para las distintas opciones constructivas¹¹. Este resultado asume una evolución de las variables macroeconómicas, que puede no cumplirse anualmente pero permite generar una comparación en base a resultados de largo plazo.

⁹. Las características contractuales del Producto M2 hacen que su rentabilidad deba ser evaluada en un horizonte temporal de tres años, en tanto los pagos se realizan posteriores a la finalización de la obra.

¹⁰. Estas condiciones están determinadas por dos factores cuya incidencia sobre el valor del inmueble es contrapuesta: la apreciación asociada a la evolución de largo plazo de los inmuebles en línea con el PIB tendencial de la economía y la depreciación asociada a la eventual dificultad para desprenderse del inmueble.

¹¹. Debe notarse que todas las estimaciones realizadas en el apartado asumen que el Índice de Costo de la Construcción evoluciona en línea con una combinación de salarios y dólar. Para los salarios se asume una evolución similar al PIB tendencial (2,5%), en tanto el dólar nominal evoluciona en línea con el equilibrio externo (manteniendo el TCR constante, en un escenario de inflación internacional de 2% y local de 7%). Se trata de un supuesto de largo plazo, que podría diferir en el corto plazo. Análogamente, se supone que los inmuebles tienen una valorización anual en pesos constantes de 2,5%, en línea con la evolución de largo plazo del PIB tendencial. Se trata de un ejercicio de largo plazo.

A modo de benchmark, los resultados anteriores podrían ser comparados con las curvas de rendimiento de Uruguay, aunque se trata de productos distintos en cuanto a alcance, riesgo y características. A abril de este año, la curva en UI (CUI) se ubica en 2,8% a 3 años; en tanto la curva Pesos (ITLUP) se ubica en 9,7%.

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. Se trata de señalar la capacidad de generar las viviendas de acuerdo con lo previsto. Pondera positivamente la aceptación del producto que antecede al ofrecido por este Fideicomiso, las adhesiones de Fideicomitentes B y el sobrecumplimiento de las adjudicaciones hasta el momento. El producto M2 también ha acelerado sus adhesiones en el último año. *Se considera que existe un riesgo medio/bajo.*

Riesgo de descalce de monedas. Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en pesos, y los mecanismos de ajuste están todos vinculados al ICC (o paramétrica). Del mismo modo, la rentabilidad del Producto M2 también está prevista en pesos, evolucionando en línea con lo anterior. Esto genera que los cambios en el costo constructivo se reflejan en ingresos y egresos del FF. Por lo anterior, este riesgo se encuentra acotado. *Riesgo bajo.*

V. EL ENTORNO

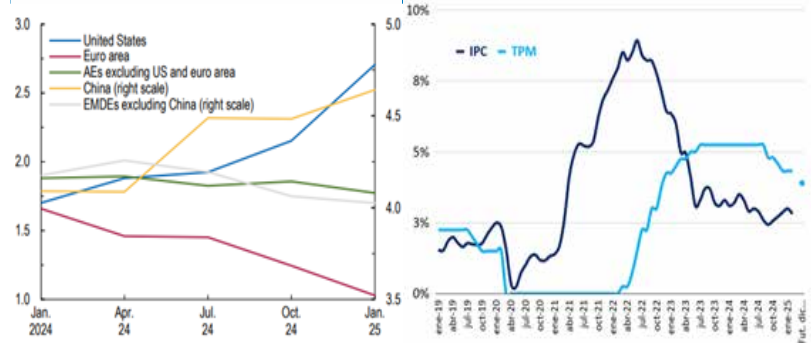
Luego de la pandemia de 2020-2021 y sus efectos económicos y financieros, la economía global rebotó y emergieron brotes inflacionarios producto de las políticas fiscales y monetarias expansivas desplegadas en respuesta a la crisis sanitaria global. En 2024, la economía mundial habría crecido levemente 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 3 y 4– Evolución de Proyecciones del PIB 2025 y Tasa de Política Monetaria e Inflación en EEUU (der.)



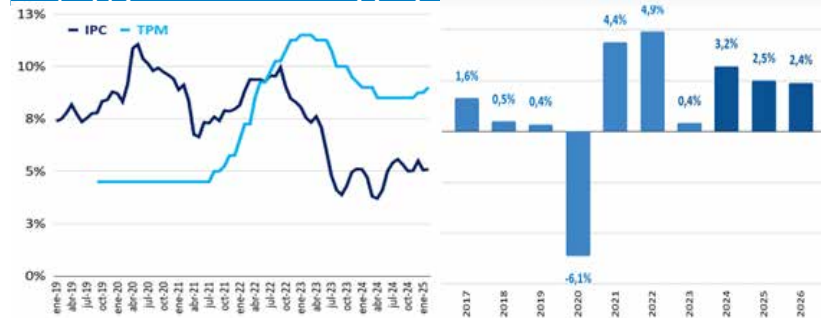
Fuente: FMI World Economic Outlook (enero 2025) y Fred St Louis.

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.

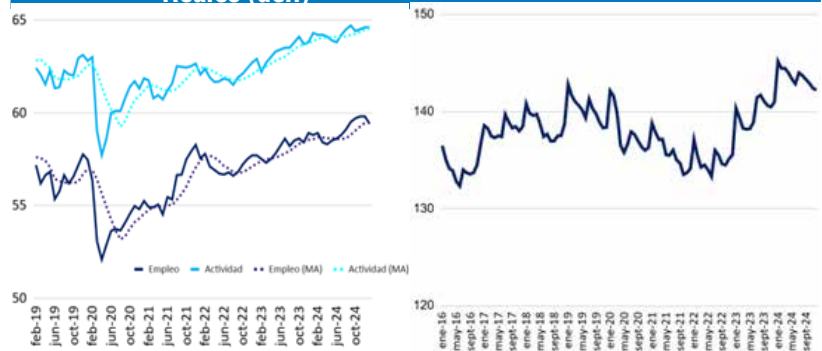
Gráfico 5 y 6 – Tasa de Política Monetaria e Inflación en Uruguay (izq.) y Evolución del PIB y proyecciones (der.)



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 7 y 8 – Mercado laboral (izq) e Índice Medio de Salarios Reales (der.)



Fuente: INE

2. 2. Mercado inmobiliario de vivienda

2.2.1. Breve contexto

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 el análisis de los fundamentos del mercado inmobiliario, es importante analizar algunas tendencias del sector, resumidas en indicadores relevantes 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 como la segunda planta de celulosa de UPM, el Ferrocarril Central u obras de infraestructura vial; 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 y el sector de la vivienda es uno de los principales demandantes de mano de obra en el sector. 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 9 – 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, en particular en el mercado de vivienda.

i. Oferta de vivienda

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.

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

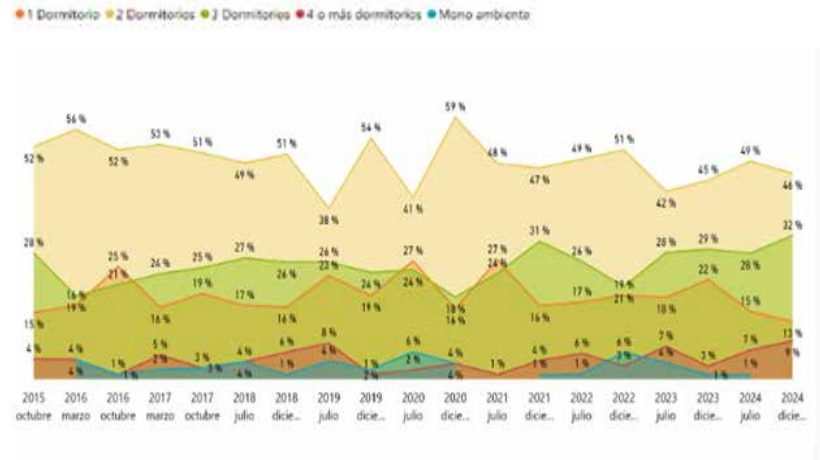
En Uruguay, el crecimiento de la población ha sido muy reducido en los últimos 50 años. El último Censo de 2023 marcó que la población total asciende a 3,5 millones de personas, confirmando que la población crece a tasas muy reducidas que se vienen reduciendo en los últimos períodos intercensales. Esto 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.

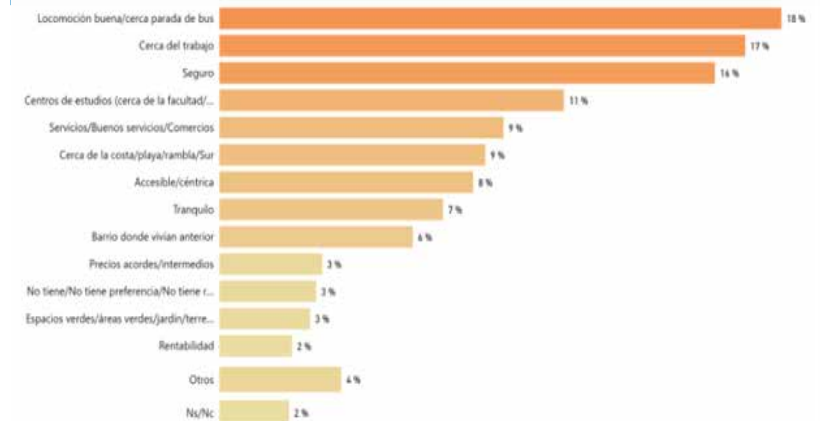
Gráfico 10 - Cantidad de dormitorios buscados por "hogares que buscaron en los últimos tres meses"



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. **Como fue mencionado previamente, el Fideicomiso Pilay M2 se focaliza en unidades de un ambiente, con una porción menor de viviendas de uno y dos dormitorios. La inclusión del monoambiente en la oferta del Fideicomiso permite ampliar el público que puede acceder al producto ofrecido, aunque constituye un desafío en tanto es la primera vez que esta tipología es ofrecida en un producto de estas características.**

Gráfico 11 - 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.

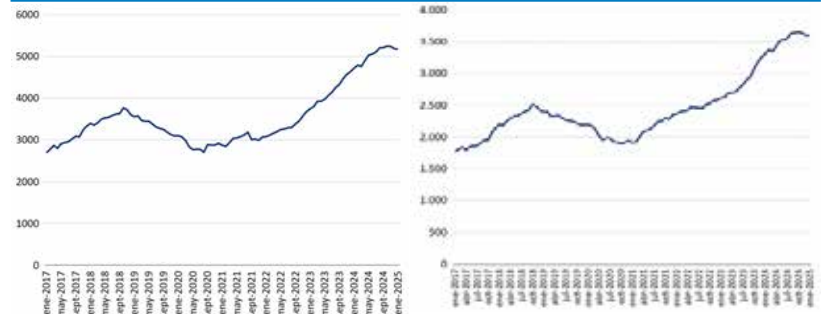
Por último, la encuesta de Research incorpora indicadores de precios a través del Price Sensitivity Model que permite aproximar el precio óptimo de acuerdo a las opiniones de los entrevistados. Este relevamiento, de carácter subjetivo, permite tener una orientación de referencia general de los demandantes 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 enlentecimiento 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%.

Gráfico 12 y 13 – Créditos hipotecarios en UI
Cantidad de nuevas operaciones (izq.) y Monto (en millones de UI; der.)



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 14 - Ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito hipotecario



Fuente: Sader & 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.

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 15- Inscripciones de inmuebles en Compraventa (12 meses móviles)



Fuente: INE en base a DNR y MEF

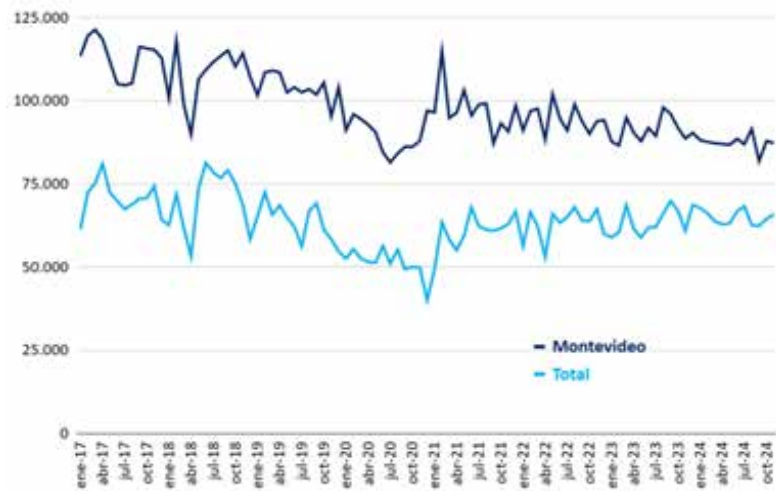
En cuanto a la recaudación del ITP, esta creció por debajo de 5% en pesos, lo que deja una reducción de 1% en términos reales durante 2024. Sin embargo deben notarse dos elementos. Por un lado el ITP recoge la transaccionalidad del mercado inmobiliario en sentido amplio, abarcando transacciones de compraventa 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 16 – 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.

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 17– Precio Promedio de Contratos de Alquiler
(Pesos Constantes, Montevideo)**



Fuente: INE en base a DNR

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 nueva administración de gobierno ha ratificado este rumbo y lo ha dotado de ciertas modificaciones que han mejorado el clima de inversión sectorial. En este sentido, se destaca el decreto que modifica la instrumentación de la Ley 18.795 y las resoluciones del MVOTMA número 539 y 673 del 2020.

Las modificaciones antes mencionadas han configurado un escenario alentador para mejorar el nivel de retorno esperado de los proyectos

inmobiliarios, 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 constructoras¹².

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.

¹² La intendencia presentó el programa “Montevideo más cerca: más altura de la edificación en avenidas”, que estimula el desarrollo urbano sustentable, la inversión y la creación de empleo (<https://montevideo.gub.uy/noticias/urbanismo-y-obras/montevideo-mas-cerca-mas-altura-de-la-edificacion-en-avenidas>)

3. Conclusiones sobre el entorno

El riesgo mercado. Entendido como la posibilidad de que los negocios inmobiliarios se desarrollen con una adecuada trayectoria se encuentran acotados. El mercado inmobiliario ha mostrado un buen desempeño y la situación de empleo, ingresos y acceso al crédito de los hogares es propicia para su desarrollo; 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 generan puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo con el manual de calificación. En la matriz de calificación, las áreas se dividen en factores, y estos en indicadores.

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos-, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB (uy) ¹³ de la escala de nuestra metodología.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Marín Durán Martínez



Ec. Santiago Rego

¹³. **BBB.uy**. Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos, aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo.**