

# CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

---

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

*Montevideo, abril de 2025*

---

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

---

**ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO DEL FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO  
COMPASS DESARROLLO INMOBILIARIO I  
22 - abril - 2025**

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

<sup>1</sup>. La nota puede cambiar ante la aparición de hechos relevantes

## Resumen General

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

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

### a) Respetto de los títulos

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se informara en la calificación original<sup>2</sup>.

### b) Respetto de la Administración

- De modo especial se evaluó oportunamente la capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto, Compass Group Uruguay. La empresa ha ido modificando su estructura gerencial en el país y si bien ha logrado sortear ciertos problemas en la ejecución del plan de negocios, visto los avances logrados hasta el momento, no parece posible que se logren alcanzar los resultados del planteo original.
- La readecuación de las inversiones y proyectos hacia segmentos socioeconómicos de ingresos más altos fue una medida acertada en su momento, pero la demora en el inicio de las obras atentó en contra de la rentabilidad. El plazo del Fideicomiso fue ampliado en julio de 2020 y estaría prevista su finalización en 2025. Esa modificación se hizo pensando en ampliar el plazo para concretar el proyecto Ava La Caleta (la primer torre) y permitir su comercialización.

### c) Respetto del activo subyacente

- El plan de negocios original desde el punto de vista económico-financiero para el inversor soportó en su momento los stresses ajenos al mismo, a los que razonablemente la emisora y la calificadora sometieron al proyecto en la calificación original; pero que luego variaron dado los cambios ocurridos en la ejecución de los negocios.
- El negocio ofrecía bajo ciertos supuestos una rentabilidad aceptable, tal como para múltiples circunstancias fuera analizado en el momento de la calificación. No obstante y como se señalara en anteriores actualizaciones, existieron una serie de factores que fueron reduciendo los retornos esperados de la mayoría de los proyectos: atraso de las inversiones, ocurrencia de algunos problemas constructivos, desinversión de algunos proyectos, la reducción en algunos, entre otros factores.
- Para esta calificación, el administrador aporta una actualización del flujo financiero con datos reales a diciembre de 2024 y proyectando hasta que se culmine con la venta de todos los activos del Fideicomiso (estimado en diciembre de 2027)<sup>3</sup>. La proyección contempla la culminación y comercialización de la primera torre de La Caleta -que ya lleva un avance muy alto- y la venta posterior del proyecto y la tierra excedente. En base a esas proyecciones se estimó la TIR para los inversores en CP's, que se

<sup>2</sup>. Ver [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy)

<sup>3</sup>. La liquidación del Fideicomiso está prevista para setiembre de 2025, pero el proceso continua hasta la venta de todos los activos.

ubicaría en 5,0% en pesos corrientes (moneda de la emisión), pero negativa en moneda constante (-2,1% en Unidades Indexadas). Estos valores son más bajos a los de un año atrás (6,0%), y notoriamente insatisfactoria, ya que no lograría mantener mínimamente el valor real de la moneda.

- El fortalecimiento del peso frente al dólar, ocurrido en los últimos años, ha tenido un efecto adicional en la reducción de la rentabilidad del, aunque en este caso no es la razón principal. Si se estima la TIR en el equivalente a dólares, la tasa también sería levemente negativa para el inversor (-0,32%). El ratio USD/UI, considerando la cotización interbancaria, muestra una caída de 13% entre el 1 de enero de 2022 y el 31 de diciembre de 2024. Eso implica que, para no rescindir rentabilidad el precio en dólares de los inmuebles debería haberse ajustado al alza en una mayor proporción. Sin embargo, el mercado no se ajusta de manera automática a estas variaciones, por lo que los márgenes del desarrollador se ven adicionalmente afectados.
- Está prevista la entrega de las primeras unidades de Ava La Caleta para los primeros meses del 2025 y se espera la entrega final de la constructora durante el primer semestre de este año. La comercialización exitosa de este emprendimiento es clave para evitar un mayor deterioro de rentabilidad, en ese sentido, la administradora ha venido encarando una serie de promociones destinadas directamente hacia el público objetivo. El resto de los emprendimientos ya se encuentran con un elevado nivel de ocupación aunque algunas unidades del Distrito M y de Torre Centra se han alquilado y otras se han colocado a través del sistema de alquiler con opción a compra. Estos tres desarrollos representan el 76% de los apartamentos que terminará construyendo el Fideicomiso y son también los que se espera que expliquen los mayores retornos.

### **d) Respecto del entorno**

- El mercado inmobiliario ha evolucionado favorablemente luego de la pandemia y de sus efectos negativos sobre el desarrollo del sector. Una vez controlada la crisis sanitaria, el sector ha mostrado una importante mejoría evidenciada con un relanzamiento del sector, el aumento de la transaccionalidad y aumentos de la demanda apalancados en la recuperación de los ingresos de los hogares, el aumento del crédito, el fortalecimiento del peso uruguayo y algunos cambios normativos. Esto implica un abaratamiento relativo de la vivienda en dólares. Esto implica un abaratamiento relativo de la vivienda en dólares.
- Este escenario de mejora del lado de la demanda, trajo aparejado una reducción de los márgenes del lado de la oferta de los nuevos emprendimientos inmobiliarios y la necesidad de moderar el impacto de la inflación en dólares en los esquemas de costos de los nuevos desarrollos inmobiliarios.
- No es esperable cambios significativos en el contexto macroeconómico y sectorial que modifiquen sustancialmente el desempeño reciente del mercado. La principal novedad en este sentido está vinculada a la debilidad del peso desde octubre 2024, asociada principalmente a factores externos, que puede implicar cierto enlentecimiento de la demanda como ya se ha observado en el crédito hipotecario. Mas allá de esto, los fundamentos

de la demanda se mantienen sólidos, la cantidad de viviendas en producción viene en aumento y los fundamentos socio-demográficos de la demanda continúan evolucionando de acuerdo a las tendencias recientes. Esto ocurre particularmente en algunos segmentos de la población y zonas que han mostrado elevado dinamismo en los últimos años y que han mostrado elevada resiliencia a los eventos adversos, como es el caso del sector hacia el cual está dirigido el proyecto La Caleta.

- Según se destaca en la sección V de este informe, el mercado viene demandando tipologías constructivas en línea con la mayoría de las unidades de este Fideicomiso. Para el caso del proyecto Ava La Caleta el mismo está destinado a un sector de mayor poder adquisitivo y en una zona en amplio desarrollo.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, existe buena aceptación del espectro político nacional, sobre la consolidación de estímulos tanto a la oferta como a la demanda de vivienda en el segmento socioeconómico que focaliza el negocio en cuestión. Por el momento no cabría esperar signos de intervenciones negativas, en tanto los anuncios recientes vinculadas a las políticas de vivienda indican que el foco estará en segmentos de la población de menores ingresos, en tanto se entiende que es el sector que mayor necesidad de vivienda tiene en la actualidad.

## I. INTRODUCCIÓN

### **Alcance y marco conceptual de la calificación**

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

La calificación de riesgo y sus respectivas actualizaciones, suponen la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (en adelante BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa no obstante una recomendación o una garantía de CARE para futuros inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar, entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio.

El marco conceptual de esta actualización supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo utilidades, conforme al proyecto de ejecución o al plan de negocios que la administración está mandatada a realizar, pudiendo modificarlo solo con arreglo a determinados procedimientos. Admitido en su momento el rango de Tasas Internas de Retorno (en adelante TIR) derivado de múltiples simulaciones realizadas por CARE como razonables para el proyecto en la primera calificación, las siguientes no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no depende estrictamente del alcance de las TIR calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores porque es diferente en cada caso. En definitiva, la nota sigue entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de objetivos constructivos y comerciales que se juzguen aceptables en ocasión de cada recalificación y que obviamente signifiquen un retorno razonable al inversor.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir del 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy). El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Martín Durán Martínez, Julio Preve y Adrián Tamber.

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

### **A. Antecedentes Generales**

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

El sexto proyecto, Ava La Caleta, que aportará 118 unidades más, inició la obra en el último trimestre de 2021 y estaría culminando en este primer semestre de 2024. Como ya fuera informado en anteriores actualizaciones el inicio de la obra se fue demorando y recién en el 2021 se lograron los consensos necesarios con los inversores. Se realizó el primer edificio y se venderá el proyecto con el terreno excedente.

El resto de los proyectos: Tres Cruces, Sky Blue C y Benito Blanco, se han dado de baja, y no se llevarán adelante. En enero de 2024 se vendieron las acciones de la sociedad anónima y el proyecto Benito Blanco quedando totalmente desinvertido por parte del fideicomiso. Para el proyecto Tres Cruces se siguen analizando estrategias para desinvertir.

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

### **B. Estado de los proyectos a diciembre de 2024**

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



- **Proyecto Escollera**

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

Se vendieron al FF Península 56 apartamentos y 36 garajes, habiéndose cobrado el 100% del precio acordado.

El proyecto cuenta con el 100% de las unidades residenciales vendidas, resta aún comercializar parte de los garajes individuales del subsuelo. A diciembre de 2024 quedan por comercializar 3 garajes (10% del total).

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

- **Proyecto Ava La Caleta**

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

Se obtuvo la promoción de la Ley de Inversiones de acuerdo al nuevo régimen por ser de mayor beneficio al proyecto (Decreto 138/020).

Se aprobó por parte de la IC la reformulación de los plazos de pagos, extendiéndolos hasta 2024 y las obras de infraestructura establecidas en el acuerdo de mayor aprovechamiento (Contrato Plan) a ejecutarse hasta la finalización de la obra. Se renegotió con la IC nuevas condiciones para mejorar el impacto económico y se está en condiciones de comenzar con las obras de infraestructura alrededor de la torre

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

Respecto de las actividades comerciales, se realizó oportunamente la construcción de un Showroom, y se trabaja en el acuerdo con 6 inmobiliarias (5 de Carrasco y una de Argentina), y en diversas acciones de promoción.

A diciembre de 2024 el avance de obra es muy significativo, se prevé la entrega de los primeros apartamentos en los primeros meses de 2025 y la entrega final de la constructora en el primer semestre de 2025.

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

Se está trabajando en las estrategias de desinversión en las tierras remanentes.

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

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

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

Al finalizar el 2024, el proyecto cuenta con 235 unidades vendidas un 87,5% del total. Quedan 33 unidades en stock sin vender, de las cuales 14 están ocupadas bajo alquiler común, 12 alquiladas con opción a compra y 3 en proceso de compra. Los ingresos de los alquileres han permitido minimizar los costos operativos del proyecto y costear la totalidad de los gastos comunes de las unidades que aún no se han comercializado.

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

Se vendió el local comercial de Torre 2 y se firmó un boleto de reserva por el basamento comercial de Torre 3, en donde se está construyendo una estructura -a costo del comprador- sobre la cual en un futuro se podría construir la Torre 3, por parte de otro desarrollador. Se arrendaron de los locales de la Torre 1.

- **Proyecto Julio Cesar II.**

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

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

Todas las unidades se han vendido.

- **Proyecto Chana**

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

- **Proyecto Torre Centra**

Es un proyecto para la construcción de 95 unidades destinadas al segmento de clase media, y cuenta también con un basamento comercial.

Se completó la obra en el último trimestre del año 2020, se firmó la Recepción Provisoria con la constructora y se entregaron las unidades comercializadas. Se espera firmar la recepción definitiva en el segundo semestre de 2024.

Se aprobó plano definitivo en Catastro y ya se firmó el reglamento de copropiedad. El proyecto obtuvo el amparo al nuevo régimen de vivienda de interés social. Se espera a firmar la recepción definitiva en el primer semestre de 2025.

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

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

### C. Hechos Salientes del Período

- Con respecto a Ava La Caleta, se avanza en el cronograma de obra y se prevé la entrega de las primeras unidades los primeros meses de 2025. Se sigue trabajando en la promoción comercial, en la reserva de unidades y ya se definió la operativa de entrega de las primeras unidades. Se comenzó a trabajar en la promoción para la venta de la tierra excedente.
- Se sigue avanzando en el proceso de comercialización de las unidades en stock de los proyectos culminados, básicamente del Distrito M, así como también en las estrategias de desinversión del basamento comercial de ese proyecto.

### 3. Información analizada

La información analizada en esta oportunidad fue la siguiente:

- Informes trimestrales del operador, el último al 31 de diciembre de 2024.
- Encuesta periódica de Research Uruguay; "La demanda en el mercado inmobiliario"; marzo de 2025.
- "Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas"; Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette; marzo de 2025.
- Estados Contables del operador al 31 de diciembre de 2023.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/24.
- Estados Contables de la Fiduciaria al 31/12/24.

## II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

### 1. Descripción general

**Denominación:** Fideicomiso Financiero Fondo Compass Desarrollo Inmobiliario.

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

**Administrador:** Compass Group Uruguay Investment Advisors

#### Entidad

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

**Títulos emitidos:** Certificados de participación.

#### Activos del

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

**Moneda:** Pesos uruguayos

#### Importe de

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

**Distribuciones:** Anualmente según Resultados Acumulados Realizados según procedimiento establecido.

#### Calificación

**de Riesgo:** BB.uy

### 2. El análisis jurídico

El análisis jurídico agregado en el Anexo I de la calificación original y de la actualización de abril de 2014, descartaron cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc. ([www.care.com.uy](http://www.care.com.uy)).

### 3. Riesgos considerados

**Riesgo jurídico de estructura.** Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita. *Visto el informe antes mencionado y dado el tiempo transcurrido sin conflictos se concluye que el riesgo jurídico de estructura se considera casi nulo.*

**Riesgo por iliquidez.** Los certificados se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso no es instantáneo y puede llevar un tiempo imposible de determinar. *El riesgo es bajo.*

## III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: REPUBLICA AFISA S.A. ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y COMPASS GROUP URUGUAY en su capacidad de gestionar el proyecto. Ambas componen el contrato de fideicomiso financiero.

### 1. La Fiduciaria

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

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

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

Según EE.CC al cierre del año 2024 la firma alcanza un patrimonio contable de \$ 1.053 millones. Esto supone un nuevo incremento respecto del cierre del ejercicio anterior (en moneda corriente). La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con períodos anteriores se expone en el cuadro siguiente.

<b>Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>31-Dec-24</b>	<b>31-Dec-23</b>	<b>31-Dec-22</b>
<b>Activo</b>	<b>1.184.971</b>	<b>1.042.188</b>	<b>948.196</b>
Activo Corriente	185.025	154.257	134.716
Activo no Corriente	999.946	887.931	813.480
<b>Pasivo</b>	<b>131.997</b>	<b>107.225</b>	<b>94.486</b>
Pasivo Corriente	100.178	76.809	62.770
Pasivo no Corriente	31.818	30.416	31.716
<b>Patrimonio</b>	<b>1.052.974</b>	<b>934.963</b>	<b>853.709</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>1.184.971</b>	<b>1.042.188</b>	<b>948.196</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>1,85</b>	<b>2,01</b>	<b>2,15</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados, al cierre del ejercicio 2024 la firma sigue mostrando resultados positivos (y crecientes) tal como se muestra en el cuadro siguiente.

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

Concepto	31-Dec-24	31-Dec-23
Ingresos Operativos	501.792	428.372
Costo de los servicios	(220.973)	(189.919)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>280.818</b>	<b>238.453</b>
Gastos administrativos	(112.582)	(97.268)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>168.237</b>	<b>141.185</b>
Resultados financieros	18.827	(9.481)
<b>Resultados antes de IRAE</b>	<b>187.064</b>	<b>131.704</b>
IRAE	(29.174)	(30.349)
<b>Resultado del Ejercicio</b>	<b>157.890</b>	<b>101.355</b>
Ajustes integrales	(364)	(5.970)
<b>Resultado integral del periodo</b>	<b>157.526</b>	<b>95.385</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En la oportunidad se presentan los resultados de los dos últimos ejercicios y no de los tres últimos como es habitual. Esto se debe a que la firma cambió la forma de presentación del estado de resultados por lo que se optó por presentar los resultados de los ejercicios que son comparables.. Esto es circunstancial

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

Al 31 de diciembre de 2024, la firma continúa manteniendo la administración de una importante cantidad de fideicomisos en diversas áreas y de distinto tipo lo que garantiza su idoneidad para la función.

## 2. Compass Group Uruguay

El operador es Compass Group Uruguay Investment Advisors S.A<sup>4</sup> (en adelante CGU); se trata de una sociedad anónima cerrada con acciones nominativas constituida en 2006 con el nombre de Dulbren S.A; se dedica básicamente a desarrollar actividades inmobiliarias realizadas por retribución o contrato. Por acta de Asamblea Extraordinaria de Accionistas de fecha 16 de marzo de 2012 se resolvió reformar el Artículo 1 del Estatuto pasando a tener la actual denominación. En consecuencia, al referirnos al operador lo hacemos a CGU.

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

Los CP's suscriptos e integrados por CGU fueron vendidos al único accionista, Compass Group Holding Sa, razón por la cual ya no figuran en el balance de la firma uruguaya.

Por lo tanto, interesa evaluar la capacidad de Compass Group. Así se hizo en oportunidad de la calificación original y sucesivas actualizaciones habiéndose llegado a la conclusión que la firma estaba capacitada para gestionar el proyecto. Sin embargo, su implementación no fue satisfactoria.

<sup>4</sup> Sobre finales del año 2024 se concretó la fusión con la firma brasileña Vinci Partners y el operador pasó a llamarse Vinci Compass.

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

### 3. El Fideicomiso

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

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

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

En cuanto a la nómina de las sociedades, son las mismas respecto a informes anteriores, con la excepción de la denominada Demiluz SA que, como se informara oportunamente, fue baja al venderse el 100 % de las acciones.

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

Algunas de las mencionadas sociedades ya no tienen actividad; una descripción más detallada del estado de desarrollo de cada uno de los proyectos se realiza en otra sección de este informe; corresponde decir que el criterio contable seguido en su registro es el de valor razonable determinado por un perito independiente o, en caso de estar en construcción y no ser posible o confiable la determinación de su valor razonable de mercado se contabiliza por su costo de adquisición y de construcción.

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

Asimismo, el Fideicomiso mantiene Reservas de Construcción por cada proyecto en desarrollo; esta se compone del costo total de construcción, deducidas las inversiones ya realizadas más los créditos a cobrar por preventas. Dicha reserva podrá estar compuesta por fondos líquidos, instrumentos financieros e integraciones pendientes de ser realizadas por los titulares de los certificados de participación.



En los cuadros siguientes se exponen en forma resumida las principales partidas de los estados de situación patrimonial y de resultados del Fideicomiso al 31/12/2024.

<b>Cuadro 3: Estado de Situación del Fideicomiso (miles de \$)</b>			
Concepto	31/12/2024	31/12/2023	31/12/2022
<b>Activo</b>	<b>2.244.720</b>	<b>2.695.230</b>	<b>2.467.764</b>
Activo Corriente	331.661	406.415	538.455
Activo no Corriente	1.913.059	2.288.814	1.929.308
<b>Pasivo</b>	<b>106.735</b>	<b>572.225</b>	<b>360.495</b>
Pasivo Corriente	106.735	572.225	360.495
Pasivo no Corriente	-	-	-
<b>Patrimonio</b>	<b>2.137.985</b>	<b>2.123.005</b>	<b>2.107.269</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>2.244.720</b>	<b>2.695.230</b>	<b>2.467.764</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>3,11</b>	<b>0,71</b>	<b>1,49</b>
Fuente: EE.CC fideicomiso			
<b>Patrimonio en miles de dólares</b>	<b>48.518</b>	<b>54.405</b>	<b>52.588</b>

Como se aclara líneas arriba, estos estados contables no se consolidan con las empresas subsidiarias; en cambio se refleja en estos el patrimonio de cada una de ellas como inversión del Fideicomiso.

El patrimonio contable al 31/12/2024, según cotización de cierre (\$ 44,066), asciende a USD 48.5 millones, valor inferior al del cierre del ejercicio anterior, en buena medida explicado por la apreciación del tipo de cambio<sup>5</sup>.

<b>Cuadro 4: Resultados del Fideicomiso (miles \$)</b>			
Concepto	31/12/2024	31/12/2023	31/12/2022
Cambios de valor de propiedades en subsidiarias	30.506		18.730
Resultados inversiones financieras	15.161	24.772	(195.213)
Resultado por valuación de inmuebles	-	54.123	
Resultado por venta de acciones de subsidiarias	379		
<b>Resultados Operativos</b>	<b>46.046</b>	<b>78.895</b>	<b>(176.483)</b>
Gastos de Administración	(60.421)	(54.650)	(53.955)
Resultados Financieros	33.295	(8.308)	(24.756)
Resultados antes IRAE	18.920	15.938	(255.194)
IRAE	(3.939)	(202)	(185)
<b>Resultado integral del período</b>	<b>14.980</b>	<b>15.736</b>	<b>(255.379)</b>
<b>Resultado por CP</b>	<b>0,14</b>	<b>0,15</b>	<b>(0,002)</b>
Fuente: EE.CC fideicomiso			

Los resultados del periodo informado son positivos con una incidencia importante de los resultados financieros. Se reitera que un análisis más detallado de la marcha de los distintos negocios se puede ver en otra sección.

<sup>5</sup> Se recuerda que la integración recibida fue de \$ 2.100 millones en un periodo entre 2014 y 2019, lo que equivalió, según cotización de la época, aproximadamente a USD 74.2 millones.

#### 4. Riesgos considerados:

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

**Riesgo constructivo**, que supone la falta de idoneidad técnica o de disponibilidad financiera para realizar el tipo de proyectos que se plantea en las condiciones necesarias para su comercialización. Dado el estado actual de realización, así como la disponibilidad financiera para terminar la obra Ava La Caleta, el riesgo está acotado. *Riesgo bajo.*

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

**Riesgo por cambio de Equipo Gestor**, se encuentra también previsto en función de diversas contingencias.

## IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

En el correr de los años se fueron presentando nuevas proyecciones adaptando las estimaciones iniciales a la realidad. En esta oportunidad el operador presenta una actualización del flujo financiero con información a diciembre de 2024, que vuelve a mostrar tasas de retorno para el inversor que no son satisfactorias, ya que de cumplirse esas proyecciones no se estaría recuperando la totalidad del dinero invertido en moneda constante.

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

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

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

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

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

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

**Cuadro 5: Potencial total de Proyectos**

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

(\*) Proyecto en etapa constructiva. Un módulo

(\*\*) Se consideran las dos torres construidas

Fuente: Administrador

Está previsto el plazo del Fideicomiso para setiembre de 2024, pero el flujo financiero contempla ingresos hasta diciembre de 2027, ya que resulta necesario alargar el período de liquidación para vender los apartamentos que no se hayan comercializado a esa fecha.

Sobre la base de ese flujo se estimó la TIR esperada para el inversor en CP's que sería de 5,0% en pesos uruguayos corrientes, que implica una tasa negativa en moneda constante (-2,1% en Unidades Indexadas). Si se calcula la TIR en dólares corrientes la tasa sería apenas negativa ubicándose en -0,3%. Estas Tasas de retorno están calculadas para un inversor que adquirió los CPs al momento de su integración, al valor par, y se mantendría hasta la finalización del fideicomiso.

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

**Cuadro 6. Flujo Financiero del Proyecto a diciembre de 2024 ( millones de pesos corrientes)**

	Años										
En millones de pesos uruguayos	2014-2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
Flujo de caja antes de distribución	-1.450	-205	88	30	-1	-132	-75	1.727	555	618	
Aporte de capital (emisión)	1.540	560									
Distribuciones								2.058	555	618	
Flujo	90	355	88	30	-1	-132	-75	-331	-	-	
<b>Flujo Acumulado</b>	<b>90</b>	<b>445</b>	<b>534</b>	<b>563</b>	<b>563</b>	<b>431</b>	<b>356</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	

Fte. Administrador

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

En millones de pesos uruguayos	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021-24	2025	2026	2027
Aportes de Capital (emisión)	-420	-315	-	-420	-385	-560	-	-	-	-	-
Distribucion de capital y dividendos	-	-	-	-	-	-	-	-	2.058	555	618
Flujo	-420	-315	-	-420	-385	-560	-	-	2.058	555	618
<b>TIR del inversor en \$ corrientes</b>	<b>5,0%</b>										
<b>TIR del inversor en UI</b>	<b>-2,1%</b>										
<b>TIR del inversor en dólares</b>	<b>-0,3%</b>										

Fte. Administrador

Este flujo supone que el fideicomiso comenzaría a distribuir fondos a los beneficiarios en este año 2025. De acuerdo a las fechas de integración del capital y las distribuciones, la Tasa Interna de Retorno de los certificados de participación sería de 5,0% en pesos corrientes o del -2,1% en unidades indexadas.

A modo de sensibilización, si las distribuciones bajaran un 5% la TIR en unidades indexadas sería de -2,7%.

Por otra parte, para obtener una rentabilidad positiva del 3% en unidades indexadas, las distribuciones a partir de 2025 deberían ser al menos un 58% superiores a lo previsto, mientras que para tener una rentabilidad igual a cero, las distribuciones deberían ser un 20% superiores. Todo indica que sería muy improbable que la rentabilidad en moneda constante para el inversor sea positiva.

Entre 2022 y 2024 ha sido notorio el impacto que sobre la TIR estimada ha tenido la reducción del dólar respecto del peso, situación que no se ha corregido totalmente a pesar del aumento del dólar durante el último trimestre

del 2024. El ratio USD/UI, considerando la cotización interbancaria, muestra una caída del 13% entre el 1 de enero de 2022 y el 31 de diciembre de 2024. Eso implica que, para alcanzar los objetivos en materia de rentabilidad del negocio, el precio de los inmuebles debería haberse ajustado más fuertemente al alza. Sin embargo, el mercado no se ajusta de manera automática a estas variaciones.

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

## 2. Estimación del Costo de oportunidad del Capital

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

Para estimar el costo de oportunidad del capital, CARE utiliza el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model)<sup>6</sup>, que relaciona la tasa libre de riesgo, la prima de riesgo del mercado y la prima de riesgo asignado al sistema de producción específico, en este caso la construcción de viviendas. Para evitar variaciones bruscas en la tasa, y tener una visión de mediano plazo, se consideraron valores promedios de los últimos 5 años en todas las variables. Para considerar el riesgo sistémico se utiliza el "beta"<sup>7</sup> promedio de empresas de construcción de viviendas en mercados emergentes, el cual se ubica en 0,9, lo que indica que la inversión en la actividad tiene un menor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Para la tasa libre de riesgo se considera el rendimiento de los Treasury Bonds a 10 años de EEUU (2,78%), para el riesgo país (índice UBI) se consideraron 110 puntos básicos y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró 4,51%.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,44%. En la coyuntura actual, la tasa libre de riesgo es mayor al promedio de los últimos 5 años, pero en contrapartida el riesgo país es menor al período considerado. En consecuencia, si se aplican los valores actuales, el costo de oportunidad del capital sería menor (5,38%).

Esta estimación corresponde a una tasa en dólares americanos y dicho valor suele compararse con la TIR del proyecto, siempre que ambos datos estuvieran estimados en la misma moneda. La TIR estimada en dólares, como ya fuera comentado sería de -0,3%, por lo que estaría muy por debajo del costo de oportunidad.

Otros indicadores con los que podría compararse la TIR esperada del Fideicomiso podrían ser las curvas de rendimiento, que serían opciones posibles de inversión ya que están estimadas para el caso del Uruguay<sup>8</sup>. En la actualidad la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,3%

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

<sup>6</sup>. El modelo de valoración de activos financieros, denominado en inglés Capital Asset Pricing Model (CAPM) es un modelo utilizado para calcular la rentabilidad que un inversor debe exigir al realizar un inversión en un activo financiero, en función del riesgo que está asumiendo.

<sup>7</sup>. Valor proporcionado por Damodaran.

<sup>8</sup>. Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación o en dólares, según sea el caso

Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que –entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca del retorno proyectado de los certificados de participación.

### **Riesgos considerados:**

**Riesgo de generación de flujos.** A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Considerando todo lo desarrollado en esta sección existe incertidumbre sobre la generación de ingresos en una cuantía suficiente como para alcanzar rentabilidades aceptables. *Riesgo medio alto.*

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

## V. EL ENTORNO

El análisis de entorno macro y sectorial tiene como objetivo evaluar los factores futuros que puedan incidir en la generación de los flujos propuestos por el proyecto. Estos factores, por su naturaleza exógena, refieren al marco general de funcionamiento, en el cual se enmarca el Fideicomiso Financiero Compass Desarrollo Inmobiliario I, y no pueden ser controlados por parte de la empresa. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados relevantes para el proyecto, así como con el análisis de las principales políticas públicas que inciden en el cumplimiento de los supuestos y objetivos subyacentes al modelo de negocios. Este último aspecto está vinculado a disposiciones del gobierno que puedan afectar positiva o negativamente al proyecto, incluyendo elementos como la política tributaria general o sectorial, disposiciones referidas al ordenamiento territorial, la existencia de subsidios o créditos a la construcción, a la compra o arrendamiento de inmuebles, entre otros elementos.

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

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

### 1. Entorno macroeconómico nacional e internacional

Luego de la pandemia de 2020-2021 y sus efectos económicos y financieros, la economía global rebotó y emergieron brotes inflacionarios producto de las políticas fiscales y monetarias expansivas desplegadas en respuesta a la crisis sanitaria global. En 2024, la economía mundial habría crecido levemente por encima de 3%, y el crecimiento esperado para 2025-2026 se ubica en 3,3%, según las estimaciones del FMI. Esto consolida un crecimiento relativamente bajo, en comparación con los primeros 20 años de este siglo. Del mismo modo, el escenario geopolítico vinculado a los conflictos en Medio Oriente y Europa y las novedades en el frente comercial con el nuevo gobierno en Estados Unidos, implican riesgos a la baja sobre el crecimiento global e incrementan la incertidumbre sobre la política económica y sus efectos comerciales, fiscales y financieros..

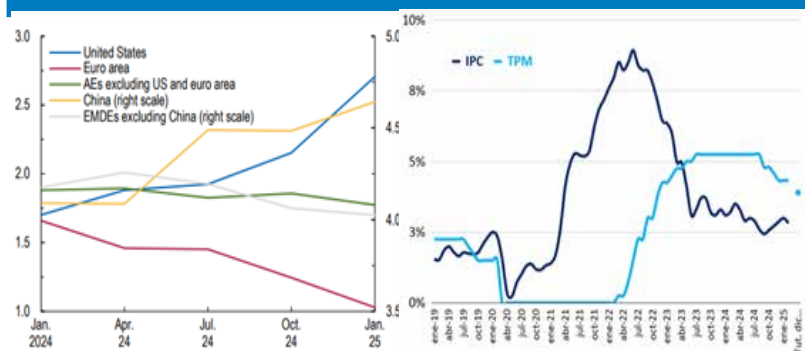
En particular, el desempeño de Estados Unidos ha sido más sólido de lo esperado, en tanto la demanda interna se mantuvo robusta. Si bien el proceso de reducción de tasas de interés comenzó en la segunda mitad de 2024, cerrando el año en el eje de 4,25%-4,5%, la continuación de este fenómeno sería gradual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

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

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

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

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



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

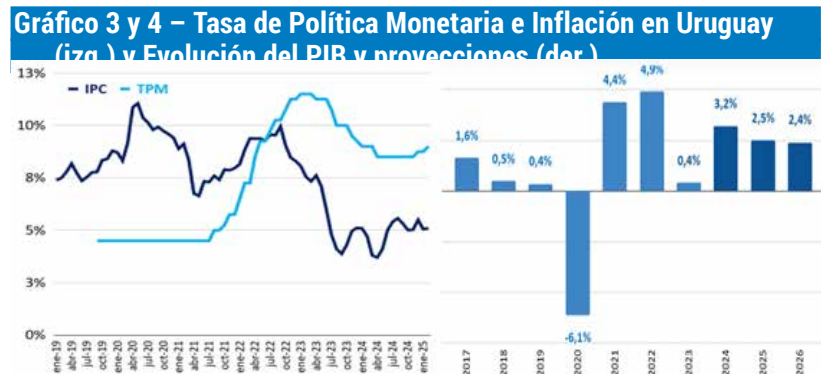
Como se comentó en informes anteriores, durante el segundo semestre de 2024 en Uruguay se consolidó un fortalecimiento del dólar vinculado, por un lado, al escenario global descrito previamente y por otro, a eventos de risk off vinculados a factores de incertidumbre política como el plebiscito de la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



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

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

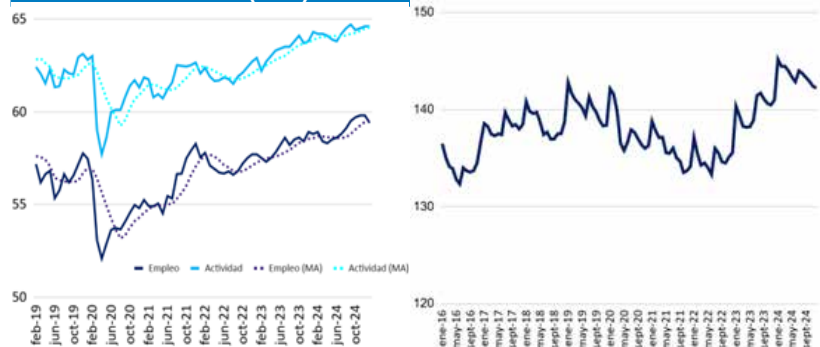
De lo anterior se desprende un escenario de algo menos sostén para la demanda de vivienda, al menos en su efecto de precios relativos sobre los ingresos de los hogares. En este sentido, el fortalecimiento relativo del dólar afecta al consumo de durables, en general. Igualmente, durante 2024 el consumo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



Fuente: INE y BCU

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

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



Fuente: INE

## 2. 2. Mercado inmobiliario de vivienda

### 2.2.1. Breve contexto histórico

El sector inmobiliario representa aproximadamente el 8% 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

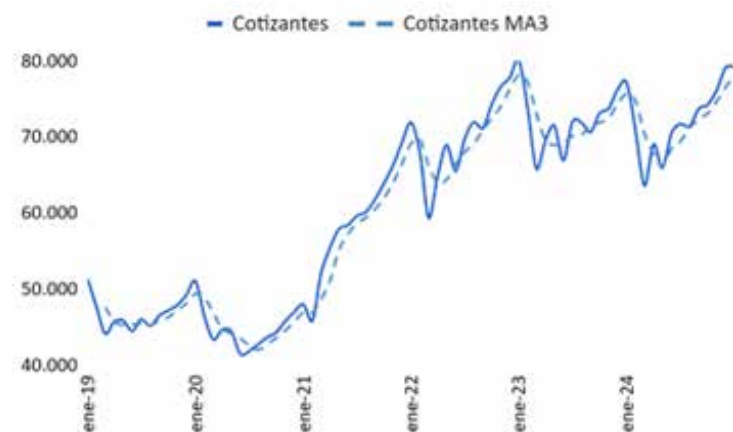
La irrupción de la pandemia y sus efectos globales implicaron un importante incremento de la incertidumbre a nivel internacional y nacional con importantes efectos reales en la economía, las políticas públicas y, por supuesto, el mercado inmobiliario. Desde entonces, el sector evidenció un fuerte impulso 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 7 – Puestos cotizantes a la Seguridad Social en la Construcción.**



Fuente: BPS

En lo que sigue de esta sección se aborda el análisis del mercado inmobiliario, con especial foco en el mercado de vivienda.

## i. Oferta de 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. Con excepción de las viviendas del proyecto Ava La Caleta que está direccionado a una demanda de alto poder adquisitivo, el resto de las viviendas que se construyeron en este Fideicomiso se ajusta a la demanda descripta.

El nuevo escenario de política pública ha tenido un efecto positivo sobre la oferta de vivienda, destacándose el decreto que modifica la instrumentación de la Ley 18.795 y las resoluciones del MVOTMA número 539 y 673 del 2020. Las modificaciones antes mencionadas han permitido reactivar el desarrollo, mejorando el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios y por tanto alentado la creación de nuevos proyectos edilicios. **En efecto, de acuerdo a información de la ANV se aprecia un aumento de proyectos promovidos desde el año 2021, con aproximadamente 180 proyectos nuevos por año hasta 2023. Con información 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.

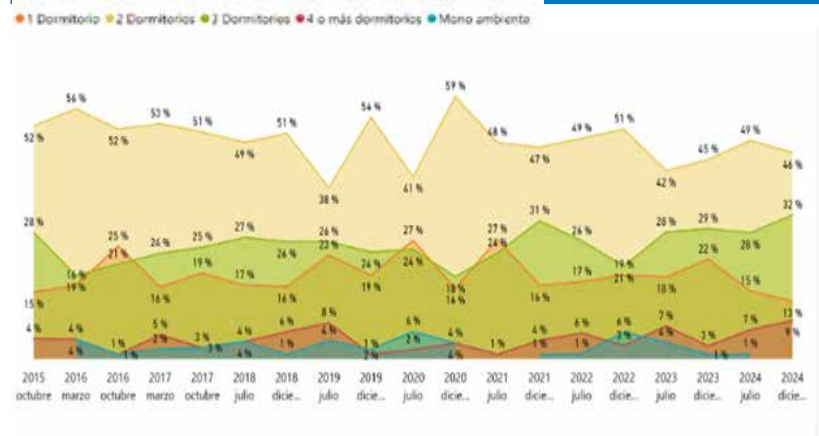
Las tendencias recientes implican que hacia fines de la década del 2040 la población tendería a reducirse según las estimaciones de población. Si bien en los últimos años Uruguay ha recibido cierto flujo migratorio, este es de escasa magnitud y solamente 4% de la población uruguaya ha nacido en el exterior. 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; **v)** la inseguridad. Todos estos elementos han impactado directamente en el mercado de la vivienda. A modo de ejemplo, el último Censo indica que el tamaño medio del hogar se ubica en 2,5 personas y continúa la tendencia decreciente desde que se registra esta información. De hecho, en los registros anteriores (2011), la cantidad de personas por hogar se ubicaba en 2,8 personas. Del mismo modo, aproximadamente 29% del total de hogares son ocupados por una sola persona, mientras que 29,4% son ocupados por dos personas. Esta evolución refleja cambios en las dinámicas familiares y sociales, incluyendo la preferencia por hogares más pequeños. Por estos motivos, el mercado demanda tipologías constructivas reducidas.

Más allá de lo anterior, para entender el perfil de la demanda, CARE contrata a Research Uruguay, que genera una encuesta semestral recurrente que se realiza sistemáticamente desde 2015 y lleva 19 ediciones. De acuerdo a esta encuesta casi 70% de los encuestados buscan viviendas de dos o menos dormitorios manteniéndose relativamente estable respecto a ediciones anteriores. Sin embargo, en contraposición a lo comentado previamente, la demanda por unidades de un dormitorio o monoambientes se mantiene reducida entre los encuestados, oscilando en torno al 15% de la muestra. Sin embargo, otras fuentes complementarias vinculadas a la demanda efectiva en portales (como Mercado Libre e Infocasas) señalan la importancia de las tipologías de un ambiente y un dormitorio en la demanda inmobiliaria reciente.

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



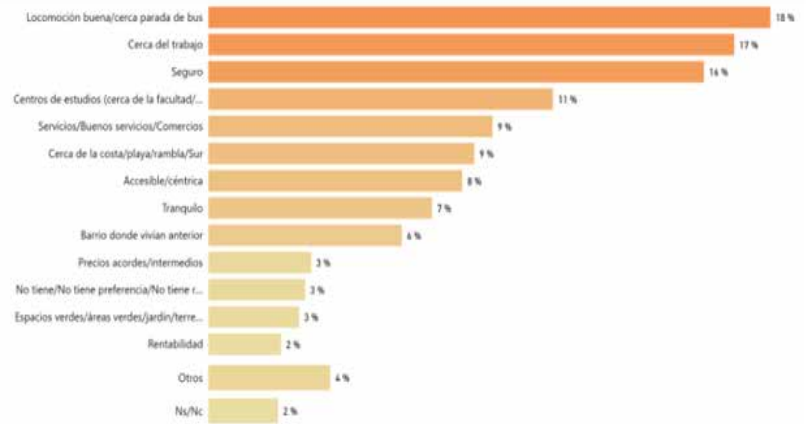
Fuente: Research Uruguay

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

La configuración de barrios más demandados también se mantiene respecto a ediciones previas de la encuesta siendo los ejes de Pocitos y Centro los principales dentro de Montevideo, y confirmando el corrimiento al este de las

preferencias hacia Ciudad de la Costa y El Pinar.

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



Fuente: Research Uruguay

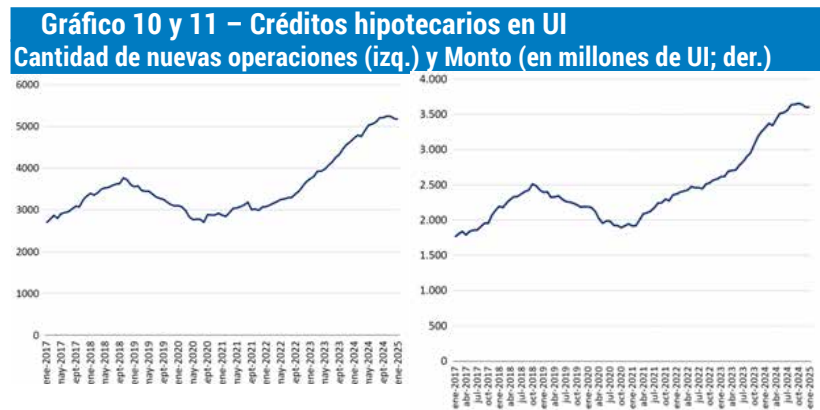
En cuanto al financiamiento, si bien el ahorro previo continúa siendo la principal fuente de fondos para aquellos que buscan comprar una vivienda, el financiamiento bancario ha ganado peso como una alternativa de acceso a la vivienda, entre los encuestados. En este sentido si bien la penetración del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

Por último, la encuesta de Research incorpora indicadores de precios a través del Price 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 entencimiento sobre en el último trimestre del año respecto a los meses anteriores. Esto podría estar vinculado a la corrección del tipo de cambio y su impacto en el monto a financiar del lado de los demandantes de crédito (y vivienda); lo mismo a cierta retracción del mercado producto de los cambios normativos en relación a los deudores en UR. No obstante, el crédito sigue creciendo a tasas de dos dígitos al cierre del año. En cuanto al costo de los créditos nuevos, las tasas de interés en UI se mantuvieron estables, cerrando el año en 4,8%.



Fuente: BCU

En cuanto a la penetración del crédito, esto se mantiene como uno de los desafíos para el acceso a la vivienda. Si bien las operaciones de crédito hipotecario han apuntalado la demanda de vivienda, la penetración del crédito continúa siendo reducida en términos generales aunque las restricciones de acceso se redujeron en los últimos años. En este sentido, los hogares enfrentan restricciones de acceso al crédito que refieren al ahorro previo y al nivel de ingresos mensuales líquidos necesarios. Si bien estas condiciones han mejorado y cada vez más hogares podrían ser sujetos de crédito, de acuerdo a Sader & Calvete, solo un quinto de los hogares uruguayos cumplen con las condiciones de ingresos necesarios para acceder a un crédito hipotecario. Este indicador busca aproximar y medir sistemáticamente cambios en el acceso, y si bien denota una mejora en el acceso desde mediados de 2022, aún existe una porción mayoritaria de los hogares que no tiene posibilidades de acceso al crédito hipotecario.



**Gráfico 12 - Ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito hipotecario**



Fuente: Sáder & Calvete (marzo 2025).

Al comparar este indicador con los resultados de la encuesta de Research, se aprecia un desencuentro de expectativas, en tanto aproximadamente la mitad de los encuestados piensa financiar la compra con un crédito.

## 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

### iii. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres

#### iii.i. Evolución general de las operaciones

La información oficial del mercado de compraventas generalmente es incompleta y carece de la oportunidad adecuada para poder conocer la realidad del mercado inmobiliario de forma completa. Es por eso que debe ser complementada con fuentes secundarias o indicadores indirectos. Por ejemplo, la recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales (ITP) y las operaciones de Créditos Hipotecarios, las Inscripciones de Compraventa, los permisos de construcción, entre otros. Tal como ha ocurrido en las últimas actualizaciones de este informe, el comportamiento de estos indicadores es favorable para el mercado inmobiliario, al menos desde el punto de vista de la transaccionalidad en el sector, aunque en los últimos meses el ritmo de crecimiento se ha enlentecido lo que podría constituir una señal de mayor cautela.

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

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



Fuente: INE en base a DNR y MEF

En cuanto a la recaudación del ITP, esta creció por debajo de 5% en pesos, lo que deja una reducción de 1% en términos reales durante 2024. Sin embargo deben notarse dos elementos. Por un lado el ITP recoge la transaccionalidad del mercado inmobiliario en sentido amplio, abarcando transacciones de compraventa por fuera del rubro de la vivienda (campos, terrenos, herencias, entre otros). Por otro, los inmuebles bajo la Ley de Vivienda Promovida están exentos de este impuesto en su primera operación y justamente este tipo de proyectos han dinamizado el sector inmobiliario en general, no quedando recogidas en la recaudación de este impuesto.

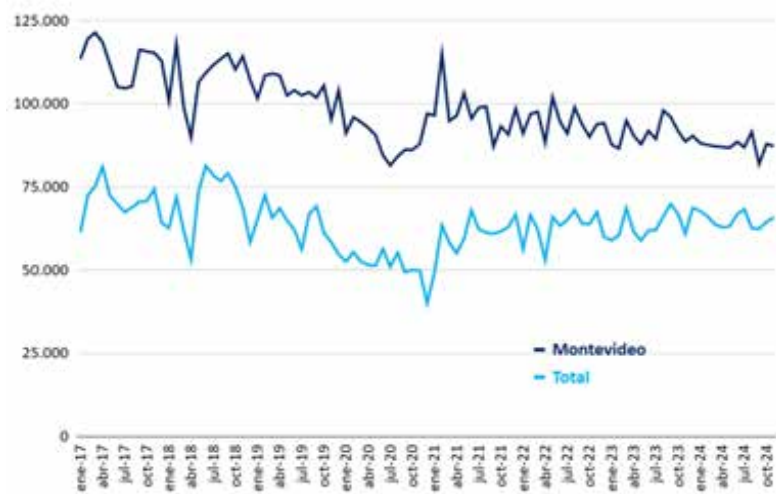
Otros indicadores indirectos también sugieren un mercado inmobiliario firme en los últimos meses con perspectivas optimistas. Tanto los permisos de construcción en Montevideo, como los cotizantes al BPS se mantienen elevados, en particular los primeros con registros muy elevados en la

perspectiva histórica.

### iii.ii. Evolución general de los precios

Recientemente el Instituto Nacional de Estadística comenzó a publicar información sobre precios de transacciones de compraventa y contratos de alquiler en base a información de la Dirección Nacional de Registros. Respecto a las compraventas de inmuebles, la información del INE para 2024 muestra una leve baja en los precios promedio en dólares en Montevideo, y cierta tendencia creciente en el resto del país lo que denota cambios en la composición de las compraventas por zona, siendo Montevideo el departamento que más se ha beneficiado del régimen de Vivienda Promovida, más que cambios en la valorización relativa por geografía.

**Gráfico 14 – Mediana del Precio de Transacciones de Compraventa en Dólares**



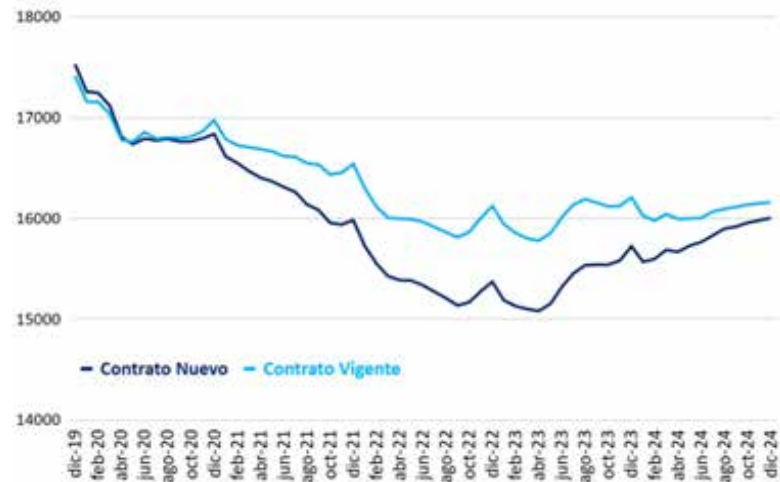
Fuente: INE en base a DNR

Más allá de lo anterior, esta información se encuentra en línea con la información provista por Sader y Calvete: el precio de oferta por metro cuadrado de vivienda expresado en dólares se encuentra estable, mientras que el precio medido en UI tiende a reducirse dado la apreciación del peso.

En cuanto a los contratos de alquiler, al igual que en ediciones anteriores se observa que la evolución de los precios continúa reflejando el incremento en el stock de viviendas de los últimos años, al menos en Montevideo. En este sentido, el incremento de la cantidad de viviendas implicó un incremento de las viviendas disponibles para arrendamiento, generando además distintos efectos geográficos de corrimiento a lo largo de la ciudad. En términos generales, los contratos de alquiler aumentaron entre 5,2% y 7,4% durante 2024 para contratos vigentes y nuevos, respectivamente según información del INE. Esto implica un crecimiento real de entre -0,3% y 1,8%, según el tipo de contrato. Esto confirma la moderación de los precios de los alquileres, y que estos han actuado como un elemento clave del mercado inmobiliario en los últimos años. En este sentido, si bien no existe información sobre un efecto causal de la vivienda Promovida hacia el precio de los alquileres, la mayor oferta en particular en Montevideo y concentrada en algunos barrios, coincide con la moderación de los alquileres tanto a nivel temporal como geográfico, lo que podría indicar un efecto positivo en el acceso a los arrendamientos por parte

de los hogares en los últimos años.

**Gráfico 15 – Precio Promedio de Contratos de Alquiler  
(Pesos Constantes, Montevideo)**



Fuente: INE en base a DNR

### iii.iii. Consideraciones finales sobre el mercado de vivienda

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

### 3. Las políticas públicas

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

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

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

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

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

Por último, a nivel municipal los anuncios de la Intendencia Municipal de Montevideo en pro del desarrollo urbano y en lo que refiere a una mayor flexibilidad en aprobar alturas en algunas de las arterias de la ciudad, aumentan las expectativas a los desarrolladores y constructoras<sup>9</sup>.

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.

<sup>9</sup>. 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 entrantes. *Riesgo bajo.*

## VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

*En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos -, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BB. uy<sup>10</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado especulativo*

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tamber

<sup>10</sup>. **BB.uy.** Se trata de instrumentos que presentan actualmente un riesgo algo mayor para la inversión que la categoría anterior, por dificultades probables en el desempeño capaces de afectar en grado mínimo la capacidad de pago, que sigue siendo adecuada. Alternativamente pueden surgir ligeras dudas en la capacidad de la administradora. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, satisfacen en conjunto aceptablemente los análisis practicados, sin perjuicio de debilidades en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Se incrementa hasta un nivel medio el riesgo del instrumento ante eventuales cambios desfavorables 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 media baja a media, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo. **Grado especulativo medio. Riesgo medio.**