

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

Montevideo, abril de 2023

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
9	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
12	III LA ADMINISTRACION
16	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
21	V EL ENTORNO
36	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**Actualización de Calificación Oferta Pública de Certificados de Participación del
Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay.
24 - abril - 2023**

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 grado inversor mínimo
Vigencia de la calificación:	30 de noviembre de 2023
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 con la calificación BBB.uy de grado inversor.

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 contratos respectivos¹. 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 demostrado buenos niveles de aceptación, logrando viabilizar la tenencia de vivienda y ha demostrado resistir adecuadamente ante coyunturas económicas desfavorables. El lanzamiento comercial del proyecto se realizó en marzo de 2022.
- Se agrega un nuevo Producto llamado M2 que permite al inversor (Fideicomitente M2) invertir en una unidad de referencia 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 obtener liquidez para llevar adelante sus cometidos. Este producto también fue lanzado al mercado y constituye una innovación en el mercado inmobiliario.
- El Plan de Negocios prevé 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 de 2022 las obras del primer proyecto no habían comenzado aún.

¹. 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 constituye una alternativa para los hogares que quieran adquirir una vivienda respecto a un crédito hipotecario (aunque la coyuntura actual es menos favorable), permitiendo que sujetos que no son pasibles de crédito o no cuentan con ahorro previo, puedan acceder a una vivienda. En contrapartida, ofrece una vivienda preestablecida, de las condiciones pactadas en contratos.
- El Producto M2 (para el Fideicomitente M2) facilita el acceso a un activo con adecuada rentabilidad, con montos mínimos reducidos y es convertible en una unidad habitacional bajo determinados procesos. 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.
- El proyecto se orienta, hacia el segmento de un ambiente, con relativamente menos unidades dedicadas a opciones de uno y dos dormitorios. Si bien el segmento de monoambiente incrementa de forma significativa el público que podría acceder al FF, este segmento aún no ha sido testeado con un instrumento de este estilo. Esto podría constituir 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 se ha reactivado significativamente luego de la crisis sanitaria y económica de 2020-2021. Si bien los ingresos de los hogares aún no han recuperado niveles pre-pandemia, el abaratamiento relativo del dólar resulta favorable para aumentar la transaccionalidad en el mercado. Esto se recoge con mayor detalle en el capítulo V de este informe.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, se confirma la consolidación de estímulos tanto a la oferta como a la demanda en este segmento. En particular, cambios al régimen de vivienda promovida (topes de alquiler y precios), junto a nuevos anuncios recientes sobre normas técnicas y planes de vivienda apuntalan los estímulos a la oferta inmobiliaria.

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 incorporan varios 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 el Ec. Santiago Rego, el Cr. Martín Durán Martínez y por el Ing. Julio Preve.

La vigencia de la calificación es 30/11/2023².

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 Tenencia³, las cuales son ajustadas por el Índice

². La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE

³. 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 doscientas cuarenta (240) cuotas a pagar por el fideicomitente.

de Costo de la Construcción (ICC)⁴ 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 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 cierta rentabilidad sobre 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 2019 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 permite extender el público potencial del Fideicomiso, tanto en sus opciones Ladrillo cómo M2, siendo este un segmento que aún no ha sido testeado por instrumentos de estas características. Esta forma de acceso a la vivienda surge como una alternativa competitiva respecto al préstamo hipotecario en la calificación original y su antecedente directo, aunque la coyuntura actual genera un escenario también propicio para el desarrollo del crédito hipotecario. Más allá de esto, el producto tiene menores requisitos de acceso, lo que es ventajoso para algunos segmentos.
- 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.

⁴. 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

- El Fideicomiso ya cuenta con un año de comercialización de los distintos productos. El Producto Ladrillo a noviembre de 2022 cuenta con poco más de 230 Fideicomitentes B activos y casi 250 contratos según el informe PAPA realizado por Auren. En el caso de los Fideicomitentes M2, existen 70 contratos activos. La información prospectiva, que evalúa las bases del cumplimiento de las obligaciones previstas en el marco del escenario futuro, también elaborada por Auren, da cuenta de la existencia de 280 contratos de Fideicomitentes B y 75 contratos de Fideicomitentes M2 a diciembre de 2022. La morosidad se mantiene muy baja, en tanto la relación de contratos al día/activos, es mejor que la registrada en su antecedente directo.
- No se registran avances de obra sobre el Proyecto Charrúa en la información auditada a noviembre de 2022, primer proyecto del FF. Del mismo modo, tampoco se han adjudicado unidades dado que los grupos todavía no se han completado, por lo que no se ha generado la obligación de adjudicar unidades a Fideicomitentes B. Igualmente, esto y que la obra aún no ha comenzado, también implica que no se “configuran las condiciones necesarias para que los Fideicomitentes M2 perciban el cobro”.

4. Información analizada

- Informes de gestión de la empresa AUREN sobre el desempeño del fideicomiso al 30/11/2022 (Informe de Procedimientos de Auditoría Previamente Acordados - PAPA).
- Informe sobre proyección financiera prospectiva auditado por AUREN al 31 de diciembre 2022.
- Estados Financieros del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2022
- Estado Financiero de Pilay AFISA al 31 de diciembre de 2022
- Informes del Comité de Vigilancia a setiembre 2022 y marzo 2023.
- Calificación de Riesgo del FF CAMPIGLIA & PILAY I (abril 2022 y abril 2023)
- Encuesta de Demanda Inmobiliaria realizada por Research Uruguay (febrero 2023).
- Informe sectorial del mercado de vivienda a marzo de 2023 elaborado por Ec. Mayid Sader y Ec. Serrana Calvete
- 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. Dicho lo anterior, corresponde que el BCU se expida sobre el Fideicomiso bajo análisis, y en caso de no tener observaciones o ser las mismas subsanadas, inscriba al Fideicomiso en su Registro de Emisiones y Valores de oferta pública, previo a la inscripción del Fideicomiso Financiero en el Registro Público correspondiente.”

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. En el caso de esta última, dada su reconocida trayectoria en plaza y el rol específico asignado en esta operación hacen innecesario tal análisis.

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 10/8/09 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 más de 30 mil clientes distribuidos entre 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.

En los siguientes cuadros se exponen en forma resumida sus estados de situación patrimonial y de resultados al 31/12/2022 y su comparativo con periodos anteriores.

Cuadro 1: Pilay Uruguay AFISA Estado de Situación Patrimonial

En miles de \$	31-Dic-22	31-Dic-21	31-Dic-20
Activo	67.660	110.463	33.457
Activo Corriente	34.705	68.014	9.394
Activo no Corriente	32.955	42.449	24.063
Pasivo	12.973	77.004	1.818
Pasivo Corriente	12.973	75.942	834
Pasivo no Corriente	-	1.062	984
Patrimonio	64.688	33.460	31.639
Total Pasivo y Patrimonio	77.661	110.463	33.457
Razón Corriente	2,68	0,9	11,26

Fuente: EE.CC FF Pilay M2

Su situación patrimonial al término del año 2022 no merece observaciones.

Cuadro 2: Pilay Uruguay AFISA Estado de Resultados

En miles de \$	31-Dic-22	31-Dic-21	31-Dic-20
Ingresos de actividades	53.794	64.344	19.306
Resultado Bruto	53.794	64.344	19.306
Gastos de adm y ventas	-21.110	-37.494	-2.732
Resultados diversos	-987	-20.923	-3.962
Resultados de inv. y financ.	2.443	1.031	2.902
Res. Antes de impuestos	34.139	6.958	15.514
Impuesto a la renta	-12.911	-137	-4.222
Resultado Neto	21.228	6.821	11.292

Fuente: EE.CC FF Pilay M2

Al cierre del ejercicio los resultados son positivos. En función de lo mencionado líneas arriba, particularmente por sus antecedentes en el satisfactorio desarrollo del primer fideicomiso, se concluye que Pilay Afisa está capacitada para administrar ambas operaciones.

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, 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 exitoso, del fideicomiso antecesor del que nos ocupa en esta oportunidad. En conclusión, 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 (firma de auditoría independiente) anualmente al 30 de noviembre 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 anual también elaborado por Auren presentado al 31 de diciembre, 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 31/12/2022 (comprendiendo ambas modalidades B y M2) alcanzaron un valor nominal de \$ 81,7 millones; el ajuste contractual al cierre del período informado fue de \$ 3,3 millones. 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.

En los cuadros siguientes se exponen el estado de situación y resultados del Fideicomiso al cierre de su primer ejercicio.

Cuadro 3: Pilay M2 - Estado de Situación	
En miles de \$	31-Dic-22
Activo	49.411
Activo Corriente	10.260
Activo no Corriente	39.151
Pasivo	36.791
Pasivo Corriente	31.358
Pasivo no Corriente	5.433
Patrimonio	12.620
Total Pasivo y Patrimonio	49.411
Razón Corriente	0,33

Fuente: EE.CC FF Pilay M2

Cuadro 4: Pilay M2 - Estado de Resultados

En miles de \$	31-Dic-22
Ingresos operativos	1.177
Egresos operativos	-72.214
Resultado Bruto	-71.037
Resultados financieros	-618
Resultados antes IRAE	-71.656
Impuesto a la renta	-74
Resultado del periodo	-71.730

Fuente: EE.CC FF Pilay M2

Los resultados negativos son consistentes con la fase inicial de un proyecto de estas características y cuyas operaciones se describen en otra sección de este informe. Los Fideicomitentes B y M2 asumen el pago de los costos constructivos y administrativos, los que fueron considerados a fin de determinar las obligaciones de dichos fideicomitentes. 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.

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 Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

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 Tenencia⁵, las cuales son ajustadas por el Índice de Costo de la Construcción (ICC)⁶ 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.

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 a precio de costo para luego obtener una rentabilidad al momento de enajenación del inmueble. El mínimo de ingreso es el valor de medio metro cuadrado, lo que reduce las barreras de entrada al Producto M2. 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. Es importante notar que estas alternativas se detallan en el Contrato del Fideicomiso.

En cuanto a la evolución comercial de ambos Productos, la información auditada por AUREN a noviembre de 2022 registra la existencia de 230 Fideicomitentes B activos con casi 250 contratos activos, al tiempo que existen 60 Fideicomitentes M2 con 70 contratos activos. Es de notar que el ritmo de adhesión es al momento algo menor al previsto en el plan de negocios y que se estimaba en 35 contratos según la información prospectiva disponible para el caso del Producto Ladrillo. En el caso del producto M2 se trata de un producto novedoso en el mercado local, de acuerdo con las condiciones descritas previamente. Es importante notar que la información prospectiva sobre la marcha del fideicomiso que incluye ingresos y egresos por los productos y las obras, ventas y compromisos asumidos entre 2023 y 2052 analizada por AUREN no merece objeciones y *“proporcionan una base razonable para las proyecciones del negocio”*. En este sentido se asume que se recibirán ingresos por el producto M2 por 8 años, lo que podría ser conservador en línea con la innovación que representa este producto.

⁵. 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.

⁶. Índice que presenta una periodicidad mensual y es calculado mensualmente por el Instituto Nacional de Estadística desde enero de 1976.

Como fue comentado en ocasiones anteriores, el Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay tiene como objetivo principal proveer una vivienda de determinadas características o generar una rentabilidad a los Fideicomitentes M2 que será variable dependiendo las condiciones del mercado. Por lo tanto, con el objetivo de analizar el producto ofrecido por el Fideicomiso, CARE realizó dos análisis complementarios que abordan el resultado del FF desde diferentes perspectivas para comparar los productos ofrecidos por el Fideicomiso con otras alternativas relevantes (motivo consumo para los Fideicomitentes B o inversión para los Fideicomitentes M2).

De esta forma, para los primeros se estima y compara 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 (Producto 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 de estos análisis se presentan más adelante.

Previo al análisis de las alternativas bajo los distintos enfoques, es relevante destacar algunos elementos vinculados al Producto bajo análisis. Por un lado, este tiene una naturaleza diferente a otros Fideicomisos inmobiliarios, en tanto, los Fideicomitentes B adhieren con el objetivo de obtener una vivienda cumpliendo con los procesos estipulados y abonando las cuotas correspondientes. En este sentido, está previsto que los Fideicomitentes B puedan vender sus participaciones, mitigando potenciales riesgos de mora o impago de cara al Fideicomiso Financiero y permitiendo una salida al Fideicomitente ante situaciones inesperadas. Del lado del Producto M2, si bien la rentabilidad estaría sujeta a la adjudicación de las unidades a Fideicomitentes B (u otros M2), en caso de no concretarse esta posibilidad existen algunos otros procesos alternativos como la propia compra por parte del Fideicomitente M2, o la posibilidad de enajenar o arrendar la unidad a un tercero sin previa participación en el Fideicomiso. Por tanto, los escenarios de salida posibles para el Fideicomitente M2 son diversos.

Por último, antes de ingresar en la actualización de la evaluación de los productos ofrecidos, es necesario señalar algunos elementos. Por un lado, el objetivo y estructuras aquí analizadas para el Fideicomitente B tienen como antecedente directo al Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay, que viene cumpliendo con su cometido, ha sido validado por el mercado y es evaluado con grado inversor por parte de CARE. El producto aquí propuesto está orientado a un público más amplio, con más del 70% de las unidades a construir previstas como monoambientes. De hecho, el primer proyecto (Charrúa)⁷ consta de casi 70 unidades, todas estas de un ambiente.

2. Demanda por consumo: comparación con crédito hipotecario

Para el caso del individuo que busca adquirir una participación en el Fideicomiso para hacerse de una vivienda (Fideicomitente B), se estima el Valor Presente Neto de los pagos a realizarse por el suscriptor -considerando las diferencias existentes para la opción de uno o dos dormitorios, así como la de un ambiente- 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, pudiendo estar influenciada por aspectos temporales. En este sentido, en ambas opciones el individuo hace entregas

⁷ Se ha lanzado el Proyecto Pilay I (Proyecto Charrúa), firmando un contrato con la constructora Norte. El costo del terreno ascendió a USD 650 mil. El Informe de Procedimientos de Auditoría Previamente Acordado (PAPA) a noviembre 2022 no registraba avances de obra.

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, al momento de la calificación original y actualizaciones.

El Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay implica que el fideicomitente pueda obtener la tenencia del inmueble en distintos momentos del tiempo. Para simplificar el análisis, se calcula el Valor Presente Neto esperado asumiendo que el individuo tiene la misma probabilidad de recibir la tenencia del inmueble a los 5, 10, 15 y 20 años. Sobre la opción del crédito hipotecario, se debe considerar que existen restricciones de acceso, en especial relacionadas al ingreso líquido requerido que muchas veces no permite a esta opción ser competitiva, dejando por fuera una masa muy importante de hogares. Este requerimiento se vuelve cada vez más importante cuanto menor sea el plazo solicitado para el financiamiento y cuanto mayor sea el valor a financiar. De esta forma, no se consideran plazos de crédito menores a 10 años por ser una opción poco realista para el público objetivo⁸.

Al comparar estos resultados desde esta óptica, el producto Ladrillo resulta menos ventajosa que solicitar un crédito bancario con un plazo de 15 o 20 años⁹, en esta actualización. No obstante, es importante señalar que la coyuntura actual tiene algunas particularidades en tanto las tasas de interés se han venido reduciendo (se ubican en 5,25% para plazos de 15 y 20 años, lo que constituye una baja de entre 25 pbs y 50 pbs respecto a un año atrás) y la apreciación real del peso favorece la transaccionalidad en tanto reduce el precio en pesos a financiar. Esto se recoge con mayor detalle en el capítulo V, pero se juzga transitorio.

A futuro, la potencial reversión en la trayectoria de la situación macroeconómica (en especial de variables como el tipo de cambio) podría modificar lo anterior, en favor del desarrollo del modelo de negocios del FF. En este sentido, como se discute en el capítulo 5, la actual configuración del escenario internacional podría no ser sostenible, en tanto Uruguay es uno de los pocos países que no ha acompañado la fortaleza del dólar a nivel global producto de factores principalmente internos. En la misma línea, debe tenerse presente que el cálculo del Valor Presente Neto dependerá del costo de las cuotas a pagar en cada alternativa y su evolución en el futuro: mientras que la cuota del FF dependerá de cómo evolucione el Índice de Costos de la Construcción o la paramétrica definida en el prospecto de emisión, para el crédito hipotecario ésta dependerá de la evolución del Índice de Precios al Consumidor, lo cual está implícito en los resultados anteriores.

Por último, se debe mencionar que más allá de la comparación planteada anteriormente, ambas alternativas tienen elementos relevantes a considerar y que deben ser considerados a la hora de evaluar eventuales riesgos. Por una parte, por medio del financiamiento bancario, el individuo tiene la libertad de adquirir cualquier vivienda en el entorno del precio supuesto, al tiempo que recibe la unidad adquirida en el momento de la compraventa. En oposición, a través del Fideicomiso adquiere una unidad de determinadas características y la adquisición de la tenencia del inmueble dependerá de las modalidades y plazos de adjudicación preestablecidos en el prospecto de emisión. Es de notar que el producto ha sido validado en experiencias previas. También pondera de forma relevante que el individuo que accede al Fideicomiso no tiene que ser sujeto de crédito y no deberá afrontar los costos asociados a la financiación de un crédito (hipoteca, seguro de vida, cuenta bancaria, etc.), pudiendo acceder a una vivienda sin contar con ahorros previos. Esto último constituye una restricción relevante para los

⁸. Los ingresos líquidos mínimos requeridos para un crédito a 10 años en un inmueble de similares características a los ofrecidos por el FF oscilan entre \$108 mil y \$186 mil para las opciones de monoambiente y dos dormitorios respectivamente. A modo de referencia, de acuerdo con información de la Encuesta Continua de Hogares, durante 2022 poco más del 20% de los hogares# contaba con ingresos líquidos superiores a \$110.000 a precios de noviembre de 2022.

⁹. 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 2023 se encuentran en \$70 mil, \$86 mil y \$121 mil, para la opción de un ambiente, un dormitorio y dos dormitorios, respectivamente.

hogares en tanto una porción menor podría acceder a un crédito hipotecario de acuerdo a su perfil de ingreso (ver gráfico 15 de la sección V).

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.

a. Tasa Interna de Retorno esperada

Previo al cálculo de la Tasa Interna de Retorno se deben realizar algunas consideraciones respecto al Producto M² 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 enumera 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 enajenar el inmueble bajo la primera opción.

Por un lado, 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 Construcción¹⁰. Bajo este método de enajenación, la rentabilidad anual en pesos del Fideicomitente M2 alcanzaría 8,6% según la evolución del ICC que se supone en el largo plazo y es consistente con lo calculado en la sección anterior¹¹. Esto asume implícitamente que el ICC no crece al mismo ritmo que en los últimos 10 años, dado el enlentecimiento en el crecimiento de los salarios (ver gráficos 1 y 2). Por esto, podría ser evaluado como conservador a la luz del desempeño histórico. En el caso que el ICC creciera al promedio de los últimos 10 años, la TIR anual en pesos estimada alcanzaría aproximadamente 10,4%.

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.)



¹⁰. O la correspondiente paramétrica definida en el prospecto de emisión.

¹¹. 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.

Fuente: CARE

Por otro lado, 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 referencia¹². En lo que sigue se presentan estimaciones que asumen que la venta de la unidad habitacional se produce al momento de finalizar la construcción del inmueble, es decir, aproximadamente unos tres años después del inicio de obras. Con esto, se estima que la Tasa Interna de Retorno anual en pesos oscilaría entre 7,9% y 9,5% para las distintas opciones constructivas¹³.

La evolución del Índice de Costo de Construcción utilizada para las estimaciones precedentes se construye en línea con el comportamiento previsto en un horizonte de largo plazo para distintas variables macroeconómicas. Como fue comentado, debe considerarse que la evolución del ICC utilizado para las estimaciones es menor al evidenciado en el promedio de los últimos 10 años. Por lo anterior, debe considerarse como un escenario posible y que estos resultados podrían verse modificados de no cumplirse los supuestos definidos.

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. Al momento de esta actualización, la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,4% y en 2,7% a 3 años; en tanto la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 4,6% en esa moneda.

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo expuesto anteriormente, en este punto se trata de señalar la capacidad de generar las viviendas de acuerdo con lo previsto. Se pondera de forma positiva la aceptación del producto anterior, los plazos y las características de este Fideicomiso. Del mismo modo pondera positivamente la evaluación del desarrollo prospectivo y la evaluación externa sobre estas proyecciones¹⁴. *Riesgo medio.*

Riesgo de descalce de monedas. Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en pesos, mientras que las cuotas se ajustan de acuerdo al costo de la construcción o paramétrica establecida en los contratos. Del mismo modo, la rentabilidad del Producto M2 también está prevista en pesos, evolucionando en línea con el ICC. Esto genera que los cambios en el costo constructivo se reflejen en ingresos y egresos del FF. Por lo anterior, este riesgo se encuentra muy acotado. *Riesgo bajo.*

¹². Estas condiciones estarán parcialmente determinadas por la interacción entre 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. En última instancia, es posible conjeturar que la imposibilidad de desprenderse del inmueble limite la ganancia asociada a la valorización del inmueble en el largo plazo.

¹³. 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, 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.

¹⁴. No obstante la coyuntura actual plantea un desafío en tanto surgen opciones competitivas producto del escenario económico para la venta del producto Ladrillo

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 FF M2 Pilay Uruguay, 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 pueden incidir directamente 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.

No obstante, lo anterior, se debe señalar que la particularidad del negocio de FF M2 Pilay Uruguay reduce la relevancia del desempeño del mercado inmobiliario de vivienda como determinante del cumplimiento de las obligaciones del Fideicomiso Financiero debido a que estas suponen la entrega de una unidad habitacional de las características establecidas en el correspondiente contrato a cada inversor para su tenencia y ulterior propiedad.

En cuanto a las fuentes de información para la elaboración de esta calificación, CARE utilizó documentos especialmente elaborados para la calificadoradora con base en el mercado inmobiliario. Estos informes listados al comienzo de esta actualización son la base de la información utilizada en este análisis, la cual se complementa con información relevante de carácter público.

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 para FF M2 Pilay Uruguay. Luego, se desarrolla el contexto y perspectivas para el mercado inmobiliario de vivienda.

1. Entorno macroeconómico nacional e internacional

Luego del shock inédito de la crisis sanitaria 2020-21, la economía global viene transitando una fase de crecimiento moderado que se mantendría en 2023. En este sentido, de acuerdo a estimaciones del Fondo Monetario Internacional la economía mundial habría registrado un crecimiento de 3,4% durante el último año, al tiempo que se espera que consolide una expansión de 2,9% en 2023. A pesar de ello, esta recuperación es heterogénea, no sólo entre los distintos países -o regiones- sino también en su configuración productiva, en tanto la pandemia impactó de forma desigual a los distintos sectores de actividad y aún mantiene algunas economías en "*fase de apertura*", como es el caso de China.

La recuperación global post pandemia estuvo asociada a la apertura de actividades y al despliegue de significativos estímulos fiscales y monetarios. Estos lograron paliar parcialmente los efectos negativos sobre la actividad económica del shock, y a su vez lograron configurar un escenario internacional benigno desde el punto de vista financiero¹⁵. No obstante, ello, la magnitud de estas políticas y la rápida recuperación de algunas economías sentaron las bases para un incremento generalizado del nivel de precios durante el último año, el cual derivó en una importante reconfiguración de las políticas monetarias a nivel global que se espera persista en 2023.

¹⁵. Al respecto, los elevados niveles de liquidez internacionales derivaron en condiciones internacionales de financiamiento laxas con tasas de interés históricamente bajas -cerca de cero o incluso negativas-, un dólar que tendió a debilitarse a nivel mundial y el fortalecimiento de los precios de commodities impulsados por la rápida recuperación de los gigantes asiáticos, particularmente China e India. Este conjunto de factores apuntaló la recuperación de las economías emergentes, especialmente en el corto plazo.

Esto, sumado al shock de oferta producto de la guerra entre Rusia y Ucrania derivaron en altos niveles de inflación durante el último año, los cuales alcanzaron los guarismos más altos de los últimos 30 años. Esta situación implicó una reversión de las políticas desplegadas desde la órbita del sector público: se aceleró el proceso de desmantelamiento de las políticas expansivas y se aumentó sustancialmente las tasas de interés, al tiempo que se reforzó el mensaje contractivo para la política monetaria. Esto trajo aparejado un incremento importante de las tasas de interés internacionales (especialmente de renta fija) y una revaluación de los activos de renta variable, al tiempo que el dólar estadounidense presentó una fuerte apreciación frente a monedas de países desarrollados y emergentes. Esto último no ocurrió en Uruguay, como se ve más adelante

A este respecto, es importante notar que el dólar se debilitó en el último trimestre (luego de un fuerte incremento durante los primeros 8 meses de 2022) producto de un ajuste de expectativas del mercado sobre la intensidad de la política monetaria desplegada por la FED. Más allá de esto, es importante notar que la inflación aún se ha mantenido en niveles elevados en Estados Unidos, lo que sugiere que la política monetaria contractiva se mantendrá por más tiempo del previsto inicialmente, en especial teniendo presente la fortaleza que exhibe su mercado laboral al momento de escribir este informe. De esta forma, **se consolida un escenario de tasas elevadas en términos históricos, con un dólar relativamente fuerte y precios de las materias primas menos tonificados que los vistos durante los últimos dos años**, aunque aún relativamente elevados con respecto a los años anteriores.

Gráficos 3 y 4 – Dollar index y rendimientos de renta fija en economías avanzadas



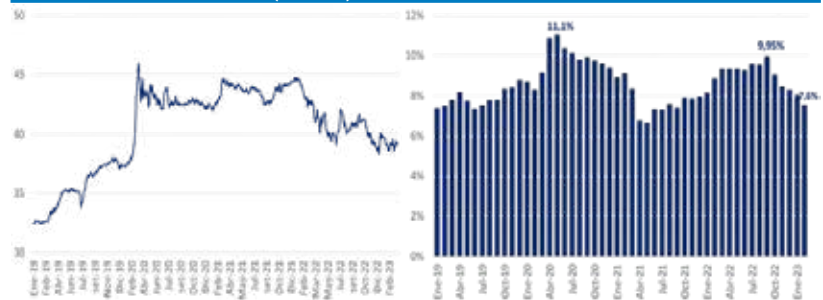
Fuente: EconUy

Más allá de este cambio en el ciclo global, el mercado local uruguayo se ha visto sólo parcialmente afectado. En este sentido, las tasas de interés locales han evidenciado una evolución al alza, en línea con la política monetaria contractiva desplegada por el BCU durante el último año para controlar la inflación. Por otra parte, en contraste con la situación global, el peso uruguayo se ha mantenido estable en relación al dólar, e incluso ha evidenciado una tendencia a la baja durante el último año, lo que implica una apreciación real significativa¹⁶. Este comportamiento de la moneda local podría ser explicado en parte por la política monetaria que el BCU ha desplegado con el objetivo de lograr la convergencia de la inflación al rango meta y por la entrada de divisas asociada al sector externo y la IED producto de grandes obras. No obstante lo anterior, la inflación se mantiene por encima del objetivo fijado por las autoridades y es probable que esta tónica se mantenga en el horizonte de política.

¹⁶ En su último Informe de Política Monetaria, el BCU indica que el TCR se encuentra más de 10% por debajo de sus fundamentos, lo que implica un escenario de encarecimiento relativo para la economía uruguayo.

Es importante notar que este particular contexto local trae aparejado distintas derivadas para los diferentes sectores de la economía, entre ellos el inmobiliario. **En este sentido, el sector de desarrollos inmobiliarios¹⁷ (oferta inmobiliaria) ha sido afectado por esta situación en tanto ha visto erosionados sus márgenes. En contraposición, el debilitamiento real del dólar constituye un escenario favorable para la compra de inmuebles¹⁸**, lo que habría apuntalado la transaccionalidad del mercado inmobiliario durante el último año.

Gráficos 5 y 6 – Tipo de Cambio Nominal (USD/UYU) e Inflación (Anual)



Fuente: INE

Con respecto a la actividad económica, la economía uruguaya estaría experimentando una evolución similar a la de la economía global en tanto se empiezan a apreciar signos de desaceleración luego del rebote posterior a la pandemia. En concreto, si bien la economía uruguaya mostró un crecimiento del 4,9% durante el 2022, la evolución en los últimos dos trimestres del año evidencia un deterioro en el margen: en términos desestacionalizados el PIB cayó levemente durante los últimos dos trimestres de 2022.

Gráficos 7 y 8 – Nivel de Actividad (Desestacionalizado Trimestral) y Expectativas del Nivel de Actividad (Anual)



Fuente: BCU

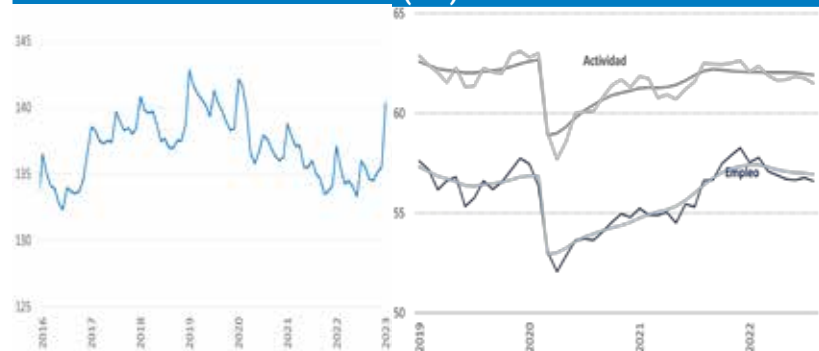
Para entender esta dinámica es importante hacer algunas consideraciones. En primer lugar, la recuperación económica de los últimos años ha sido asimétrica entre sectores. En este sentido, el resultado de los últimos dos años estuvo fuertemente impulsado por el sector de la construcción y el sector agropecuario: el primero gracias a la construcción de la tercera planta de celulosa en el centro del país y las grandes obras de infraestructura, mientras que el segundo apuntalado por su buen desempeño productivo y los elevados precios internacionales. No obstante, este escenario se habría ralentizado en los últimos trimestres, y el final de las grandes obras conjugado con la moderación de los precios internacionales y la sequía local tendrían efectos negativos sobre la actividad durante el corriente año, con algunos efectos que podrían perdurar incluso hacia el próximo año.

¹⁷. Los cuales tienen ingresos denominados en dólares y costos mayoritariamente en pesos uruguayos. Esta es la situación también de las empresas exportadoras de servicios y bienes.

¹⁸. Al abaratar los precios de estos en términos relativos y estimular la demanda.

En este contexto, la mediana de analistas consultados por el Banco Central del Uruguay estima que la actividad económica continúe creciendo en 2023 y 2024, aunque a un ritmo más moderado. En concreto, estos esperan que la actividad económica crezca 1,8% y 2,5% durante el corriente año y el siguiente. De esta forma, estas expectativas recogen la desaceleración reciente de la actividad, la cual se ve reflejada en otros indicadores adelantados de la actividad económica tales como el desempeño industrial, las exportaciones de bienes, el mercado laboral, la recaudación de impuestos, entre otros. La evolución de estos últimos indicadores durante los últimos meses sugiere un comportamiento menos dinámico de la economía uruguaya para este año.

Gráficos 9 y 10 – Índice Medio de Salarios Reales (izq) y Evolución del mercado laboral (der)



Fuente: EconUy

En relación al mercado laboral, se mantienen las señales mixtas con una recuperación inicial del empleo que recientemente evidenció cierto entretimiento, en línea con la evolución de la actividad económica. Esta evolución del empleo permitió una recuperación parcial del ingreso de los hogares respecto a la situación anterior a la pandemia, a pesar de que los salarios tampoco han recuperado totalmente los efectos negativos de la crisis sanitaria.

A los efectos del mercado inmobiliario, a pesar de la recuperación parcial de los ingresos de los trabajadores, la apreciación real del peso afectó positivamente el poder adquisitivo de estos medido en moneda extranjera. Esto trae aparejado un impacto positivo sobre las operaciones de compraventa de vivienda al abaratare su costo en términos relativos.

2. 2. Mercado inmobiliario de vivienda

2.a. Evolución reciente y perspectivas

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

medio alto de la población, apalancado en un moderado incremento del crédito y estímulos fiscales.

Posteriormente, se registró una segunda fase (2015 – 2019), más moderada, en la que se aprecia un ciclo de crecimiento tendencial marcado por cierta volatilidad. El 2017 fue un año bisagra en el que se revitalizó la inversión inmobiliaria de vivienda, con una clara concentración en proyectos en las zonas más valorizadas de la ciudad de Montevideo y Punta del Este. Este proceso se enlentece en 2018 producto de una coyuntura regional adversa, en la que el mercado inmobiliario en Uruguay recibe el shock negativo de la devaluación en Argentina. A partir de 2020, la pandemia y sus efectos globales generaron amplia incertidumbre a nivel global y local. Sin embargo, una vez superada la crisis sanitaria esta situación se revirtió, y el sector evidenció una mejoría que se mantiene hasta la fecha. Sin embargo, emergen otros desafíos vinculados a la reciente apreciación real del peso y su dispar impacto sobre los desarrollos inmobiliarios. En lo que sigue de esta sección se aborda el análisis del mercado inmobiliario, con especial foco en el mercado de vivienda.

i. Oferta de vivienda

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

El sector ha alternado períodos de crecimiento con ciertos enlentecimientos desde 2003. Este escenario 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. Esto ha llevado a redensificar zonas de relativamente menor atractivo como el Centro, La Blanqueada, Palermo y Barrio Sur, entre otras.

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 habrían dado un nuevo impulso a algunos proyectos. Más recientemente, cambios en la Ley de Vivienda Promovida habrían apuntalado el desarrollo de inmuebles, reimpulsando la construcción de vivienda.

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 Uruguay XXI, en 2021 se registró el guarismo récord de proyectos promovidos por esta Ley: se aprobaron 182 proyectos que comprenden la construcción de 5.700 viviendas en todo el país. En lo que respecta al último año, la cantidad de proyectos promovidos hasta noviembre alcanzó los 173, los cuales se corresponden con unas 4.179 viviendas nuevas. Estos elementos han permitido dinamizar el mercado de vivienda desde el enfoque de la oferta.

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, lo que a su vez implica potencialmente dos tipos de demandantes. En este sentido, los primeros se refieren principalmente al crecimiento de la población -y otros cambios de paradigma de carácter social-, los ingresos de los hogares y el crédito inmobiliario, mientras que los segundos hacen lo propio a la tasa de interés real y los flujos de capital. Si bien algunos de estos elementos han sido comentados previamente, en lo que sigue se profundiza en cada tipo de demanda.

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

ii.i.i. Factores Sociales

En Uruguay, el crecimiento de la población ha sido muy reducido en los últimos 50 años y no es de esperar que esto se modifique en los próximos años según las estimaciones de población del INE. Sin embargo, es destacable la tendencia decreciente que muestra las tasas de natalidad y la leve tendencia ascendente de la mortalidad en tanto la población total tiende a envejecer. Esto determina que hacia fines de la década del 2040 la población tenderá a reducirse de no ocurrir cambios a esta dinámica. Si bien en los últimos años Uruguay ha recibido cierto flujo migratorio, cambiando la tónica de los primeros años del siglo XXI¹⁹, este fenómeno es de escasa magnitud para revertir lo anterior. De todas formas, este proceso podría presionar la demanda de cierto tipo de inmuebles, en especial en el mercado de arrendamientos, aunque no es necesariamente un fenómeno que se observe a nivel agregado.

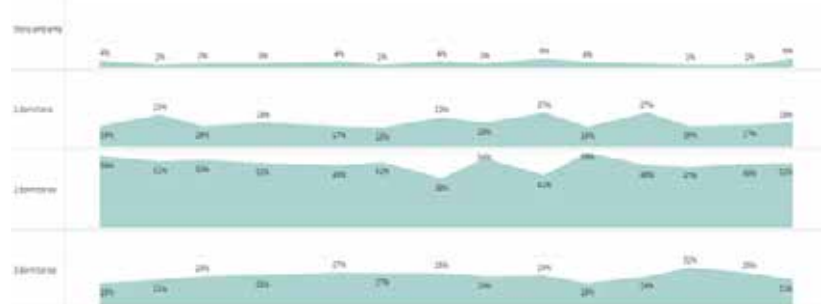
¹⁹. Según los últimos datos publicados por la ONU en Uruguay, casi un 2,4% de la población es inmigrante

A su vez, existen otras dinámicas estructurales propias de nuestro país que tienen incidencia positiva sobre la demanda de vivienda. Estos son:

- i)** el avance en la esperanza de vida;
- ii)** la creciente fragmentación del hogar;
- iii)** la disminución de la tasa de matrimonios;
- iv)** el progresivo aumento de jóvenes con estudios terciarios en el mercado laboral y;
- v)** la inseguridad. Todos estos elementos han impactado directamente en el mercado de la vivienda, vía la preferencias de los hogares. Por estos motivos, el mercado demanda tipologías constructivas reducidas y en la franja costera, al tiempo que el tamaño de los hogares se acerca a una relación de dos habitantes por vivienda.

Para comprender el perfil de la demanda de vivienda, se contrató los servicios de Research Uruguay, a través de una encuesta semestral recurrente, que ya acumula más de 15 ediciones entre 2015 y 2023. Según concluye la investigación realizada la demanda concuerda con lo descrito sobre la oferta: aproximadamente el 20% y 50% de los entrevistados en la encuesta realizada prefieren unidades que cuenten con 1 y 2 dormitorios, respectivamente. Al tiempo que el 20% de la población busca viviendas de 3 dormitorios. Por otra parte, es importante notar que en la última edición de esta encuesta se aprecia un repunte de la búsqueda de monoambientes que se mantenía baja en las últimas ediciones. Como se señaló previamente, el FF Pilay M2 apunta en mayor medida a unidades de un ambiente, con menor participación relativa de unidades de uno y dos dormitorios.

Gráfico 11 – 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 en un lugar céntrico, la existencia de buena locomoción, que se trate de un entorno seguro y cercano al lugar de trabajo. Todos estos son amenities vinculados al entorno geográfico de la vivienda y se mantienen en relación a las últimas olas de esta encuesta, también alineados con la propuesta del FF Pilay M2.

Gráfico 12 - Principales requisitos de la vivienda buscada en los últimos tres meses



Fuente: Research Uruguay

En cuanto a ubicación geográfica, elemento destacado en las encuestas por afectar directamente los amenities y la locomoción, así como la ubicación cercana al trabajo o centros educativos, no se aprecian cambios sustanciales en la encuesta respecto a ediciones anteriores. Sin embargo, se aprecia un menor interés relativo de los barrios céntricos (Centro, Ciudad Vieja y Cordón) en detrimento de otros barrios más alejados como Malvin, Ciudad de la costa, etc.) lo que podría estar vinculado con las necesidades de espacio que aparecieron posteriores a la crisis sanitaria, las nuevas formas de trabajo híbrido que requieren menor movilidad y la creación de nuevas centralidades a lo largo de la ciudad. Esto también se vincula a la creación de nuevas centralidades en distintas zonas de Montevideo y Canelones, con distintos niveles de consolidación.

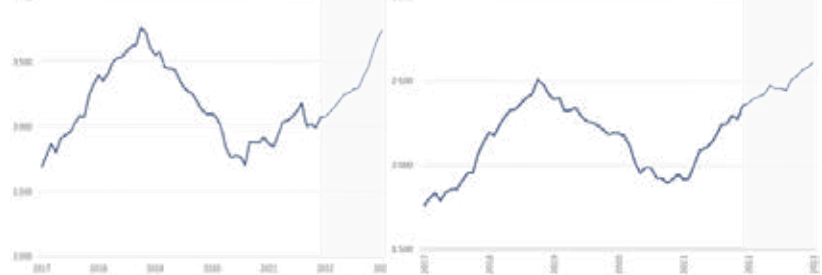
ii.i.ii. Factores Económicos

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 luego de un largo período de crecimiento ininterrumpido, como fue comentado previamente. Esta caída estuvo explicada tanto por sendas caídas en el salario -medido tanto en términos reales como en dólares- y en el empleo debido a la irrupción de la pandemia. Esto determinó un cambio en la realidad y expectativas de los hogares que impactó principalmente en los primeros meses posteriores a la irrupción de la emergencia sanitaria en tanto la incertidumbre era extremadamente elevada. No obstante, este fenómeno se revirtió sobre finales de 2021 y se mantuvo durante el año pasado, ya que si bien los ingresos de los hogares no volvieron a sus niveles previos, la coyuntura macroeconómica y financiera local impactó positivamente sobre la predisposición a comprar bienes durables, lo cual se vio reflejado en un aumento de las transacciones inmobiliarias durante los últimos meses.

En este sentido, la importante apreciación real que el peso uruguayo experimentó durante el último año implicó un crecimiento de los ingresos de los hogares medidos en dólares, más allá del escaso dinamismo exhibido por el mercado laboral y el salario real durante los últimos meses. Esta situación, sumada a la evolución favorable de las condiciones financieras locales y las agresivas campañas llevadas adelante por algunas instituciones financieras, derivó en una importante reducción en el costo de los créditos hipotecarios.

Esto se reflejó en un importante aumento en la cantidad de operaciones realizadas y su monto total. En efecto, la cantidad de nuevas operaciones de crédito hipotecario creció más de 22% durante el último año, al tiempo que el monto total de estas operaciones se incrementó en un 11% con respecto a lo ocurrido un año atrás. Estos guarismos reflejan una reducción en el valor promedio de las operaciones nuevas²⁰. Estos elementos operan como competencia para el producto ofrecido por el Fideicomiso, como fue comentado en el capítulo anterior.

Gráfico 13 y 14 – Créditos hipotecarios en UI
Cantidad de nuevas operaciones (izq.) y Monto (en millones de UI; der)



Fuente: BCU

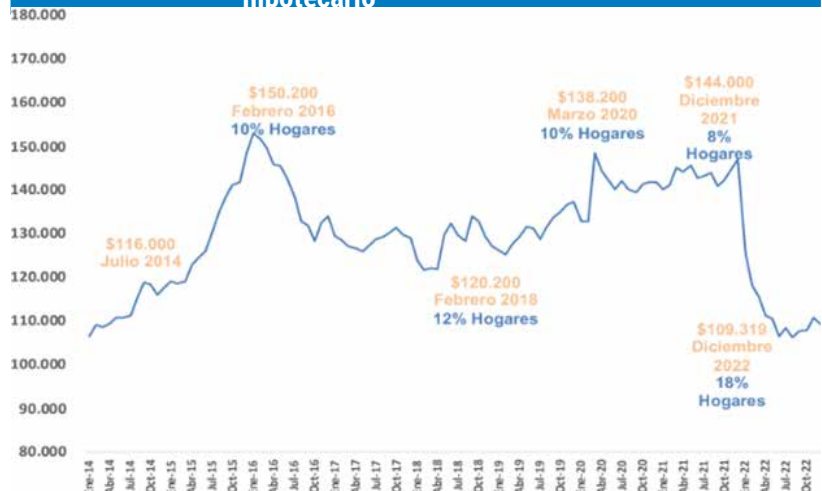
En cuanto al stock de créditos hipotecarios existentes, de acuerdo a información del Banco Central del Uruguay estos ascendían a aproximadamente 3.185 millones de dólares al cierre del último año. En línea con el comportamiento de las nuevas operaciones, este guarismo se sitúa un 30% por encima de su nivel previo a la pandemia y un 11% por encima de su nivel de un año atrás. Los niveles de morosidad, por otra parte, se han mantenido estables alrededor de 1,2% del stock total de créditos.

Cuando se computa el volumen del crédito como porcentaje del Producto Bruto Interno se encuentra que este ascendió aproximadamente a 4,4% para 2022, lo que se considera bajo en perspectiva internacional y aún moderado para satisfacer la demanda potencial de vivienda. Este es reducido en relación con otros países desarrollados y algunos países de la región, en especial con aquellos que exhiben niveles de desarrollo comparable.

Más allá del reciente dinamismo mostrado por el crédito hipotecario y considerando la limitada penetración que este exhibe respecto a países comparables, es relevante analizar algunas restricciones respecto al acceso. En particular, desde la óptica de los hogares (demandantes de crédito), los principales requisitos para el acceso refieren a la necesidad de contar con ahorro previo y unos ingresos mensuales líquidos superiores a los mínimos establecidos. Si bien estas condiciones se han flexibilizado en los últimos tiempos, aún continúan siendo por demás restrictivas para gran parte de la población del país, lo cual también es un elemento considerado a la hora de esta actualización en tanto el Producto Ladrillo ofrecido por el FF PIIay M2 no tiene requisitos mínimos de acceso en cuanto a ingresos. En concreto, de acuerdo a Sader & Calvete en marzo del corriente año solamente el 18% de los hogares cumplían con las condiciones necesarias para poder acceder a un crédito hipotecario.

²⁰. Lo que podría ser explicado por la flexibilización de las condiciones de acceso a los créditos hipotecarios, que a su vez redundan en un incremento de la población que puede acceder a ellos. A su vez, también podría indicar que los inmuebles transados eran de características distintas, pudiendo reflejar nuevas preferencias o nuevos hogares accediendo al mercado

Gráfico 15 - Ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito hipotecario



Fuente: Säder & Calvete (Marzo 2023).

Este guarismo es especialmente bajo cuando se tiene presente que el relevamiento de Research Uruguay indica que casi el 50% de los encuestados esperan financiar más de la mitad de la compra de su vivienda, al tiempo que apenas el 20% dice que no requerirá financiamiento. Adicionalmente, se debe tener presente que actualmente el país atraviesa una coyuntura económica y financiera que es propicia para el desarrollo del crédito hipotecario, lo cual reduce los requisitos para el acceso a este tipo de productos. Por una parte, el peso uruguayo ha registrado una importante apreciación durante el último año, lo que incrementa los ingresos de los hogares en dólares. En tanto los precios de los inmuebles exhiben cierta rigidez, este fenómeno reduce el monto a financiar a los hogares. Por otro lado, las tasas de interés en Unidades Indexadas exhibieron una reducción del 10% durante el último año y a enero del corriente año se situaban en el entorno de 4,7% anual. Esta reducción implica una caída en el costo del crédito, lo que en última instancia redundará en una menor carga de intereses a pagar por los hogares.

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

Como fue señalado, la demanda de inmuebles por motivo de inversión está estrechamente vinculada al costo de oportunidad, determinado por las tasas de interés reales (tanto locales como extranjeras) y los flujos de capital. Durante el último año las tasas de interés internacionales tendieron al alza, elevando el costo de oportunidad de invertir en inmuebles respecto a la inversión en otros activos, particularmente financieros. A pesar de ello, y en contraposición al mundo, en el mercado local el peso uruguayo continuó fortaleciéndose respecto al dólar estadounidense, lo que permitió recuperar parcialmente el poder adquisitivo de las familias en moneda extranjera. Este fenómeno habría sido explicado por dos factores, uno de carácter real y otro financiero. Por una parte, el primero refiere al ingreso de dólares producto del buen desempeño del sector agroexportador y los elevados precios internacionales, así como del incremento de la inversión extranjera asociada a obras de infraestructura y la instalación de una nueva planta de celulosa. Por otra parte, el segundo refiere a la política monetaria local que tomó una instancia contractiva para hacer frente a las incipientes presiones inflacionarias. Si bien esta política habría logrado evitar un incremento más acelerado en el nivel de precios²¹ de la economía, es posible sostener que también habría afectado la cotización del dólar a nivel local.

²¹. Y sus efectos de segunda ronda sobre los salarios debido a la indexación presente en los contratos laborales y acuerdos colectivos.

De esta forma, ambos desarrollos configuran un escenario mixto para la demanda de inmuebles con motivo de inversión en el mercado local. En este sentido, la encuesta realizada por Research Uruguay señala que 8% de los encuestados declaró haber buscado vivienda por motivo inversión, al tiempo que 13% de los encuestados espera hacerlo en un futuro. Estos registros se mantienen estables respecto a ediciones anteriores del mismo relevamiento.

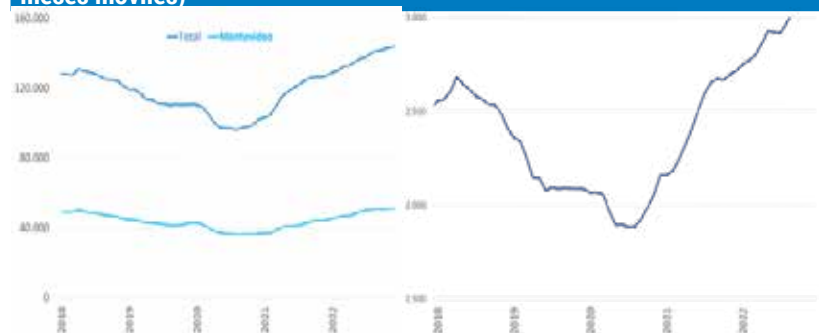
iii. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres

iii.i. Evolución general de las operaciones

La información oficial del mercado de compraventas generalmente es incompleta y carece de la oportunidad adecuada para poder conocer la realidad del mercado inmobiliario de forma conveniente. Es por eso que debe ser complementada con información proveniente de fuentes secundarias o indicadores indirectos para inferir el nivel de actividad del mercado. Por ejemplo, la recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales (ITP) y la Cantidad de Nuevas Operaciones de Créditos Hipotecarios, las Inscripciones de Compraventa, entre otros. En esta oportunidad, el comportamiento de estos indicadores evidencia una mejora del mercado inmobiliario, al menos desde el punto de vista de la transaccionalidad en el sector.

Como fue mencionado, el crédito hipotecario ha tenido un buen desempeño durante el último año. Otros indicadores de transaccionalidad del sector también han evolucionado favorablemente en el último tiempo y reflejan el buen momento que atraviesa el sector a nivel agregado. En este sentido, la información del INE en base a la Dirección Nacional de Registro indica que las inscripciones de compraventa habrían crecido un 13% en el último año para el total del país, y casi un 15% para Montevideo. En ambos casos, las compraventas registradas durante el último año también crecieron respecto a la referencia anterior a la pandemia (2019) y registraron aumentos de 29% y 18% respecto a las inscripciones realizadas en 2019, respectivamente. Es importante agregar que la capital del país se mantiene como un tercio del total de las transacciones realizadas. Este guarismo estuvo estable durante el último año, pero es algo menor al de años anteriores, lo que destaca el dinamismo de otros departamentos del país como Maldonado. En particular, Montevideo y Maldonado representan aproximadamente la mitad de las inscripciones de compraventas registradas en el país.

Gráfico 16 y 17 – Inscripciones de inmuebles en Compraventa (Cantidad de operaciones - 12 meses móviles) y Recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales (Millones de pesos constantes - 12 meses móviles)



Fuente: INE en base a DNR y MEF

Por su parte, la recaudación del Impuesto a las Transmisiones Patrimoniales también mantiene un crecimiento sostenido. En concreto, la recaudación del ITP registró un incremento de casi 12% en términos anuales durante el último año. Si bien el comportamiento de este indicador se encuentra en línea con el resto de los indicadores analizados, es importante notar que este indicador captura la transaccionalidad del mercado inmobiliario en su totalidad en tanto abarca transacciones por fuera del rubro de la vivienda.

Por lo anterior, el análisis conjunto de los indicadores indirectos confirma que el mercado inmobiliario continuó evolucionando favorablemente luego de la crisis sanitaria. En este sentido, se trata de un fenómeno prolongado de desempeño favorable apuntalado por la parcial recuperación de los ingresos de los hogares, la debilidad del dólar en el mercado financiero local y el buen desempeño económico general. No obstante, es dable pensar que este buen desempeño agregado esconde heterogeneidades en tanto el mercado se encuentra segmentado en diversos niveles.

Más allá de lo anterior es importante notar algunos elementos que podrían constituir un riesgo para el desempeño del sector de cara al futuro. En concreto, la evolución de la actividad económica muestra signos de enlentecimiento y las perspectivas del mercado no auguran un mayor dinamismo en el corto plazo. Por lo contrario, es esperable un enlentecimiento adicional de la actividad económica producto de la sequía que afecta al sector agropecuario. En este contexto, el reciente estancamiento de la recuperación del mercado laboral podría tener implicancias negativas sobre las expectativas de los hogares durante el corriente año.

En contraposición, el Gobierno se ha comprometido a recomponer el poder adquisitivo de los salarios para el siguiente año, lo que podría implicar pautas salariales algo más favorables para los hogares en las próximas negociaciones colectivas – lo que supone un impacto positivo pero marginal sobre la demanda inmobiliaria. En esta línea, la apreciación del peso uruguayo podría ser un factor que ayude a compensar los riesgos anteriores y evitar un mayor enlentecimiento del mercado inmobiliario al apuntalar los ingresos de los hogares en moneda extranjera.

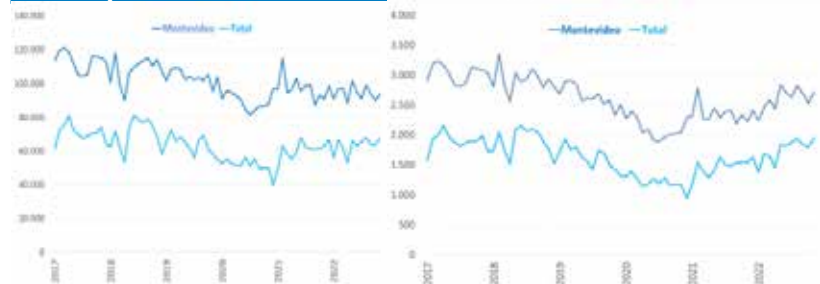
No obstante lo anterior, es importante considerar que este fenómeno también podría verse limitado en el corto plazo. Por una parte, la imposibilidad de contener el aumento de nivel de precios en las economías avanzadas podría derivar en un mayor endurecimiento de las condiciones financieras internacionales. Esto no sólo podría traer aparejado consecuencias sobre la dinámica del dólar en el país, sino que también podría significar una reducción de la demanda de inmuebles por motivo inversión, en tanto estos se encarecen en términos relativos frente a otras alternativas de inversión. Por otra parte, en el plano local podría existir la necesidad de recomponer la actividad económica y la rentabilidad del sector exportador, en particular considerando la sequía de los últimos meses y la moderación de los precios internacionales desde la esfera pública, lo cual podría generar tensiones entre los diferentes objetivos de política.

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 da cuenta de una tendencia creciente y decreciente en la mediana de precios de compraventa en Montevideo medido en dólares estadounidenses y pesos constantes, respectivamente.

Gráfico 18 y 19 – Mediana del Precio de Transacciones de Compraventa en Pesos Constantes (izq) y Dólares (der.)



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 en base a Research de Portfolio: el precio de oferta por metro cuadrado de vivienda expresado en dólares habría registrado un aumento durante el último año, al tiempo que el precio en UI tendió a reducirse. De cualquier manera, de acuerdo a información provista por otros informantes calificados del sector es dable pensar que los precios transados se ubican por debajo de los precios de oferta.

Respecto a los contratos de alquiler, se evidencia un aumento en pesos nominales que se ubica por debajo de la inflación, tanto para contratos vigentes como para aquellos iniciados en el último año móvil a la fecha de la medición. Considerando los contratos vigentes totales, los precios de alquiler crecieron 5,6% a diciembre de 2022, mientras que los contratos iniciados en el último año móvil habrían ajustado aproximadamente por 4,0% en el último año. Esta dinámica podría reflejar el incremento de la oferta de los últimos años, aunque es posible afirmar que existe amplia heterogeneidad por zonas.

En relación a lo anterior, la ligera alza de los precios en dólares habría llevado a una reducción del precio medido en pesos constantes (UI). Los agentes transan y valoran los inmuebles en dólares (cálculo patrimonial, basado en la idea de un activo financiero), pero el precio de este activo se correlaciona de forma más directa con la unidad indexada que con el valor del dólar. Esto se debe a que, **(i)** la vivienda es un bien no transable y por lo tanto se determina en el mercado doméstico y, **(ii)** aproximadamente el 80% del costo de producción de la vivienda también son bienes no transables, denominados en moneda local. En última instancia, se debe notar que la reducción de la brecha entre la evolución del precio de venta y alquiler de viviendas en unidades indexadas potencia el mercado de compraventas.

Esta situación se encuentra en las antípodas de lo que habría ocurrido en los últimos años, donde el alquiler funcionó como válvula de escape del sector inmobiliario ante el encarecimiento relativo que han mostrado los precios de venta de la vivienda respecto a los de alquiler. Este podría ser uno de los factores que expliquen el significativo incremento del stock de viviendas para alquiler en Montevideo en los últimos años, y el consecuente aumento de la cantidad de hogares inquilinos desde 2016.

Gráfico 20 – Precio Promedio de Contratos de Alquiler (Pesos Constantes, Montevideo)



Fuente: INE en base a DNR

En el corto plazo se espera que el mercado inmobiliario mantenga cierto dinamismo, en especial en lo que respecta al mercado de compraventa gracias a la estabilidad del dólar y las bajas tasas de intereses de los créditos hipotecarios.

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. 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 constructoras²².

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. Sobre este punto, es importante resaltar que el mercado inmobiliario mejoró sustancialmente durante 2022 en relación a indicadores indirectos sobre la actividad (registros de compraventa, recaudación de ITP, créditos hipotecarios, entre otros). Esta mayor transaccionalidad recoge necesidades atrasadas y un entorno relativamente favorable, producto de la apreciación del dólar desde la perspectiva del comprador, situación que tensiona financieramente a los desarrolladores. A nivel local, el entecimiento de la actividad opera en detrimento del clima general, aunque la apreciación del peso favorece la demanda inmobiliaria. Estos elementos impactan en el FF Pilay M2 en tanto facilitan el acceso a la vivienda en hogares que forman parte del público objetivo. *Se considera un nivel de Riesgo medio/bajo.*

El riesgo de políticas públicas. Se encuentra acotado ya que la política hacia el sector ha sido apoyada por todos los sectores políticos y tienden a flexibilizar las condiciones de acceso, ya sea a través de subsidios a la oferta como a las recientes facilidades para concretar el arrendamiento. La aprobación de estímulos, la flexibilización de garantías de arrendamiento y la eliminación de topes asociados a los proyectos de Vivienda Promovida van en este sentido y han tenido un impacto positivo en el desarrollo de nuevos proyectos inmobiliarios. *Riesgo bajo.*

²² 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>)

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**²³ de la escala de nuestra metodología.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ec. Santiago Rego

²³. **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.**