CARE
CALIFICADORA DE RIESGO

CALIFICACIÓN DE RIESGO DE LOS TITULOS MIXTOS EN EL DOMINIO FIDUCIARIO DEL "FIDEICOMISO FINANCIERO TORRES NUEVOCENTRO"

Montevideo, octubre de 2026

Juncal 1437 of 106 / Tel (598) 2914 8866
Montevideo / Uruguay
www.care.com.uy / care@care.com.uy

4		RESUMEN GENERAL
6	I	INTRODUCCIÓN
11	II	EL FIDEICOMISO Y LOS TITULOS MIXTOS
13	III	LA ADMINISTRACION
16	IV	EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
20	V	EL ENTORNO
39	VI	CALIFICACIÓN DE RIESGO

Actualizacion de la Calificación de Riesgo de los Titulos Mixtos del Fideicomiso Financiero Torres Nuevocentro.
28 - octubre - 2026

Títulos Mixtos	tipo A UI 309.690.124,80 y tipo B UI 11.037.822,20[1]
Fecha de sustitución de los valores:	7 de noviembre 2025
Fiduciario:	TRUST AFISA
Plazo del Fideicomiso:	hasta 30 años.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores
Activo Fideicomitido:	Los derechos de sobre elevar y las unidades y espacios conexos de conformidad con lo dispuesto en el Contrato
Calificación de Riesgo	Títulos Mixtos A y B: BBB.uy
Vigencia:	30 de abril de 2027
Análisis de contingencias jurídicas:	Olivera Abogados.
Comité de Calificación:	Julio Preve, Martín Duran y Adrián Tambler.
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por terceros[2]

[1] . El monto corresponde a la emisión de Títulos Mixtos que se realizó en noviembre de 2025 y que sustituyó el saldo de los Certificados de Participación existentes en esa fecha (monto emitido en UI menor 98 millones de UI).

[2]. Disponible en www.care.com.uy

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los Títulos Mixtos del Fideicomiso Financiero "Torres Nuevocentro", manteniendo la calificación BBB.uy de grado inversor.

La calificación analiza la capacidad del proyecto de generar los recursos necesarios para pagar, al menos el interés base prometido, y devolver a los beneficiarios el capital invertido en los títulos mixtos.

El objeto original del Fideicomiso fue la construcción y posterior arrendamiento y/o comercialización de 437 apartamentos y 134 garajes (Torres Nuevocentro); también se incursionó en otros emprendimientos en la zona comprando terrenos para aumentar la oferta de garajes y aprovechar el aumento del precio de la tierra derivado de la realización de las propias torres.

A modo de resumen, los aspectos salientes de la calificación original así como de sus actualizaciones, incluida la modificación que sustituyó los valores, son:

- Un negocio que desde el punto de vista jurídico ofrecía todas las garantías necesarias tal como se informara en la calificación original, aspecto ratificado por el asesor jurídico de CARE frente la sustitución de los certificados de participación por títulos mixtos.

- En agosto de 2025 la Asamblea de Titulares con presencia del 100% de los titulares y por unanimidad aprobó un rescate anticipado (a la par) de los CPs emitidos y en circulación por un monto total de 98 millones de UI. También aprobó la sustitución del saldo luego del rescate de los CPs, por títulos mixtos compuestos por un 90% de derechos de crédito y un 10% de derechos de participación sobre el remanente. Los Títulos Mixtos devengan un interés base del 2% anual lineal y un interés contingente del 3% anual lineal, calculados sobre el capital adeudado. La sustitución de los valores se concretó en noviembre de 2025.

- Un negocio que luego de la modificación del contrato ofrece desde el punto de vista económico-financiero perspectivas adecuadas para el repago de títulos, así como también la posibilidad de remunerar los mismos como mínimo a su interés base, lo que aseguraría una rentabilidad positiva de la inversión. El Fiduciario presentó en noviembre de 2025 una proyección financiera que resulta de la administración de los activos con que cuenta el Fideicomiso del cual surge con claridad que los ingresos esperados cubren holgadamente con el interés base de los Títulos y con el repago de los mismos, luego de cubrir la totalidad de los costos del Fideicomiso.

- El Fideicomiso se encuentra en la etapa de comercialización y financiación de las unidades construidas, y si bien el stock remanente es de pocas unidades, actualmente hay mucha actividad por rescisiones, nuevos contratos de alquiler y cesiones de contratos de AOC. Los ingresos que componen el flujo provienen de la comercialización y financiación de las unidades en stock, la cobranza de los contratos de alquiler con opción a compra (AOC) y de alquileres comunes, la administración de la cartera hipotecaria, y la administración de los otros activos del fideicomiso (terrenos y garajes).

- Al 30 de junio de 2026 se encontraban comercializadas y en proceso de comercialización (firma del boleto de reserva y alquiladas con opción a compra) el 68% de los apartamentos y el 46% de los garajes de la torres. Considerando también los alquileres comunes, los porcentajes se elevan al 92% para los apartamentos y al 93% para los garajes de las torres.

- El mercado inmobiliario ha evolucionado favorablemente luego de la pandemia y de sus efectos negativos sobre el desarrollo del sector. Desde entonces, el sector evidenció un impulso reflejado en el aumento de los desarrollos y operaciones inmobiliarias, en especial en el sector vivienda, aunque con cierta moderación del ritmo de crecimiento en los meses más recientes. En este sentido, la demanda privada creció producto de tres factores generales: el incremento del ingreso de los hogares, el dinamismo del crédito hipotecario, y el fortalecimiento del peso uruguayo. A esto se le agregan modificaciones en políticas públicas que incentivaron la concreción de nuevos desarrollos vía estímulos fiscales, con un aumento de la demanda por inversión producto además de un entorno regional y local algo más favorable para estas operaciones.

- Sin embargo, más recientemente el contexto macroeconómico y sectorial ha presentado algunas modificaciones durante 2026 que inciden sobre las perspectivas del mercado inmobiliario, aunque no necesariamente implican un cambio estructural en su evolución. El mercado inmobiliario mantiene niveles de actividad relevantes, apoyado en el empleo, los ingresos de los hogares y la expansión del crédito hipotecario. Si bien algunos indicadores muestran una moderación de la demanda y persisten riesgos vinculados a los costos de construcción y las condiciones financieras, no se observa una contracción generalizada del sector

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

- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, existe buena aceptación del espectro político nacional, sobre la consolidación de estímulos tanto a la oferta como a la demanda de vivienda en el segmento socioeconómico que focaliza el negocio en cuestión. Si bien durante 2026 se introdujeron modificaciones en los regímenes de promoción e incentivos fiscales, no se observan cambios que comprometan significativamente la continuidad del marco de apoyo al sector.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los Títulos Mixtos en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado "Fideicomiso Financiero Torres Nuevocentro".

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, del mercado de valores, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa no obstante una recomendación o una garantía de CARE para los inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar, entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio[3] .

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo los intereses fijos (interés base del 2%) y devolver el capital en el plazo del Fideicomiso, conforme al proyecto de ejecución del negocio inmobiliario que consiste en esencia la administración de los activos que aún se mantienen en propiedad del Fideicomiso. En efecto, se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo y un eventual retorno variable. En definitiva, la nota seguirá entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el pago, como mínimo del interés base del 2% que establece el contrato de Fideicomiso, así como oportunamente el rescate del capital.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir del 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Martín Durán Martínez, Julio Preve y Adrián Tambler. En oportunidad de la calificacion original se contrató al Estudio Olivera Abogados, que realizó los correspondientes informes jurídicos que se anexaron a la calificación original. La modificación del contrato que sustituye los CPs por títulos míxtos fue analizada en sus aspectos jurídicos por el Dr. Leandro Rama Sienra, asesor de CARE.

2. Antecedentes y hechos salientes del periodo

2.1. Antecedentes generales

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

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

- Entre 2016 y 2021 el número de unidades vendidas alcanzó a 181 apartamentos (la gran mayoría entre 2016 y 2017), cifra que se mantiene hasta la fecha (no incluye los vendidos a través del sistema de arrendamiento con opción a compra). En 2020 y 2021 se registran 183 ventas, aunque se estima que dos operaciones fueron rescindidas, ya que las unidades cambian a categoría de vendido al momento de la firma del boleto y no en compraventa definitiva

- A partir del año 2017 y hasta 2021, la principal modalidad de comercialización del stock de apartamentos pasó a ser la del contrato de "Alquiler con Opción a Compra" (AOC), por el cual se firma un contrato de arrendamiento con opción a compra por un plazo de dos años renovable por dos años más.

- La cantidad de contratos AOC aumentó hasta 2021, alcanzando un máximo de 183 unidades, a partir de 2021 comenzaron a vencer los plazos de cuatro años para el ejercicio de las opciones de compra. Del total de contratos AOC firmados en su punto máximo (183), 94 han realizado la opción de compra, 20 se mantiene activos (a junio 2026) por lo que aproximadamente la mitad no ejerció la opción.

- Entre 2021 y 2026, también se ejercieron 11 opciones de compra de garajes a través de la modalidad de AOC.

- El alquiler común pasó a ser la principal opción en los últimos años y a diciembre de 2026 había 108 apartamentos alquilados frente a solamente 27 en diciembre de 2019.

- El Fideicomiso participa en la comisión directiva de ambas torres en su rol de propietario de las unidades no enajenadas. El fideicomiso a junio de 2026 tenía el 10% de la Torre Herrera (A) y el 63% de la Torre Artigas (B). Como propietario de un número importante de apartamentos participa en las Asambleas de Propietarios.

- Con el objetivo de dotar al Fideicomiso con más oferta de garajes y también para capturar el "upside" de precio en los terrenos de la zona derivados de la construcción del shopping y las torres, el Fideicomiso TNC optó por tomar posición en tierras y derechos de uso de algunos terrenos en las inmediaciones de las torres para incorporar patrimonio del Fideicomiso. Estos fueron:

    - Un predio de 600 m2 en la calle Juan Cruz Varela, a metros de la Plaza de las Esculturas para la construcción de 82 garajes. El proyecto prevé la posibilidad de adaptar el edificio a oficinas en un futuro. La obra ya está finalizada y arrendada en un 100% a una automotora. Se realizó el trámite para pasar la obra a propiedad horizontal para bajar los costos de los impuestos municipales. En 2026 Catastro aprobó la conformación de 5 padrones en vez de los 67 anteriores.

- Un predio de 5.152 m2 con frente a General Flores y a calle Cufré. Se adquirió en 2017 por 3 millones de dólares y la última tasación a diciembre de 2025 fue de 3,8 millones de dólares. Desde la compra en 2017, el terreno de Cufré ha sido destinado al alquiler de plazas de garaje para autos de las Torres Nuevo Centro, en promedio se alquilan unas 75 plazas. El negocio con ese destino por el momento genera pérdidas operativas por los altos costos de Contribución inmobiliaria, impuestos municipales, seguridad, etc., sin tener en cuenta la valorización del predio que el objetivo central de la compra.

- En agosto de 2020, se realizó una reunión con República AFAP para tratar el tema de la distribución de fondos líquidos disponibles. Se decidió no distribuir hasta tanto no se defina el destino del desarrollo en el terreno de Cufré. En 2025 se rescataron CPs por 98 millones de UI, previo a su sustitución por títulos mixtos, por lo que quedaría descartada la participación en nuevos emprendimientos.

- El 13 de setiembre de 2021 se celebró una Asamblea de Titulares del Fideicomiso, en la cual se votó la modificación de los Certificados de Participación B de oferta privada a Certificados de Participación de oferta pública, a los efectos de poder ser colocados en forma indeterminada al igual que ocurren con los Certificados de Participación A.

- El 20 de diciembre de 2021 se ingresó formalmente en la Intendencia de Montevideo el expediente para solicitar el permiso de construcción para el terreno de Cufré, lo que aún no ha ocurrido y no hay mayores avances.

- En octubre de 2024, siguiendo la propuesta del Comité de Vigilancia, se arrendó el 100% de las plazas del garaje de Juan Cruz Varela a una automotora, por un plazo de 2 años. Hay 6 plazas de ese inmueble que estaban vendidas por lo que a esos compradores se les dieron plazas en el garaje de las Torres.

- En la actualización de abril 2025, la calificadora redujo levemente la nota al nivel actual (de los Cps), dado que se mantenían las interrogantes respecto de la probabilidad de concreción de nuevos emprendimientos que contribuyeran a mejorar la rentabilidad esperada, la que se ubicaba por debajo de los costos de oportunidad estimados durante gran parte del período.

- El 8 de Agosto de 2025 la Asamblea de Titulares con presencia del 100% de los titulares y por unanimidad aprobó la modificación del Contrato de Fideicomiso que fue firmado el 26 de Agosto. El motivo de la reforma respondió a consideraciones de eficiencia fiscal al transformar una porción de los títulos en instrumentos de deuda. Los nuevos títulos mixtos están compuestos por un 90% de derechos de crédito y un 10% de derechos de participación sobre el remanente. Los Títulos Mixtos devengan un interés base del 2% anual lineal y un interés contingente del 3% anual lineal, calculados sobre el capital adeudado.

- La asamblea de Titulares también resolvió por unanimidad un rescate anticipado (a la par) de los CPs emitidos y en circulación por un monto total de 98 millones de UI. La suma de 49 millones de UI se pagó antes del 31 de agosto de 2025 y 49 millones de UI antes del 31 de octubre de 2025.

[4]. En adelante El Decreto

[5]. En adelante El Fondo

- El saldo de los CPs (UI 320.727.947), fueron sustituidos por los Títulos Mixtos A y B, lo que fue informado por el Fiduciario a la Superintendencia de Servicios Financieros el 7 de noviembre de 2025.

2.2. Hechos salientes del período

En el cuadro 1 se presenta la situación comercial de las unidades al 30 de junio de 2026.

Cuadro 1: Situación de unidades al 30/06/2026

	Apartamentos	Garajes TNC	Garajes Juan Cruz Varela	Cocheras Cufre
Vendidos	181	46	6	-
Vendidos Alquiler con opción a compra	94	12	-	-
Alquiler con opción a compra	20	3	-	-
Alquiler común	108	60	85	72
Sub Total Comercializado	403	121	91	72
Reservas/precontrato	-	3	-	-
Stock	34	10	-	-
TOTAL	**437**	**134**	**91**	**72**

Fuente: El Administrador

- En el semestre informado, no hay mayores cambios en la situación comercial, manteniéndose la tendencia de los últimos años. Se siguen reduciendo los alquileres con opción a compra, pasando de 28 a 20 (un AOC pasó a venta, el resto desistieron), y se siguen incrementando los alquileres comunes, pasando de 103 a 108.

- Al 30 de junio de 2026 de los 437 apartamentos construidos hay 275 vendidos, 20 alquilados con opción a compra (AOC) y 108 alquileres comunes, por lo que resta concretar la colocación de 34 unidades (dos más que a diciembre de 2025). El número de apartamentos sin colocar a la fecha es del 7,8% sobre el total de las dos torres pero un 21% de los apartamentos que aún son propiedad del Fideicomiso. Respecto de las diferentes torres, la Herrera se encuentra en un 97,6% ocupada, mientras que el porcentaje de ocupación de la Artigas es del 86,9%.

- Con referencia a los 134 garajes construidos bajo las torres, se vendieron 58, hay 60 bajo alquiler común, se alquilaron 3 con opción a compra y hay 3 reservados, por lo que resta colocar 10 (dos menos que a diciembre de 2025). El estacionamiento construido en el terreno de Juan Cruz Varela está arrendado en su totalidad a una automotora. En el terreno de Cufré hay cocheras provisorias y todas alquiladas (72).

- Dado el crecimiento de atrasos en la cartera, se ha establecido un Protocolo de Cobranzas que se ha venido aplicando tanto para inquilinos atrasados en cuotas de alquiler y/o gastos comunes, como para promitentes compradores atrasados.

- Para el caso de los promitentes compradores, el ratio de deuda (montos de atraso/monto total de créditos), viene subiendo desde 2022, pasando de 0,5% a 1,2% a junio de 2026. Por cuotas de promitentes compradores, a junio de 2026 había 33 clientes atrasados, que totalizan 2,5 millones de UI. De este total de deudores 16 de ellos tienen atrasos de menos de 60 días (cartera vigente con atraso), en la otra punta hay 7 deudores con más de 240 días de atrasos (cartera morosa), y explican el 75% de la deuda. Ya se han iniciado los procesos judiciales de aquellos contratos con menor posibilidad de cobranza.
- Por arrendamientos (alquiler y AOC), hay 26 atrasos, pero hay un solo deudor que debe más de tres cuotas. La deuda total es de 654 mil pesos
- Si bien los niveles de deuda han ido creciendo en las últimas actualizaciones, no se observa por el momento una tendencia preocupante en el aumento de la morosidad, ni en el número de deudores, ni en los montos de las deudas.

2.3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Informes trimestrales del Administrador el último a junio de 2026
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2026.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2026.
- Encuesta periódica de Research Uruguay; "La demanda en el mercado inmobiliario"; julio de 2026.
- "Informe Sectorial: Sector Inmobiliario Mercado de Viviendas "; Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette; setiembre de 2026.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS TITULOS MIXTOS

En noviembre de 2025 se sustituyeron los certificados de participación tipo A y tipo B por Titulos MIxtos tipo A y tipo B respectivamente, en el dominio fiduciario del "Fideicomiso Financiero para la Construcción y Comercialización de los Edificios para Vivienda Denominados Torres Nuevocentro".

1. Descripción general

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

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

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

Constructor: Ebital S.A.

Proyecto y Dirección de Obra: Estudio Gómez Platero.

Entidad Representante: Bolsa Electrónica de Valores.

Títulos emitidos: Títulos Mixtos tipo A y B de oferta pública.

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

Moneda de los Titulos Mixtos UI.

Importe de la Emisión: Títulos Mixtos tipo A UI 309.690.124,80 (309,7 millones UI)
Títulos Mixtos tipo B UI 11.037.822,20 (11,0 millones de UI).

Calificación de Riesgo de los Títulos Mixtos A y B: BBB.uy

2. El análisis jurídico

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

En noviembre de 2025, como consecuencia de la sustitución de los CPs por los títulos mixtos, el asesor jurídico de CARE Dr. Leandro Rama Sienra, realizó un nuevo informe jurídico, ratificando la ausencia de riesgos asociados a la operación.

Luego de analizar las modificaciones realizadas el informe jurídico en lo sustancial concluye que: *"no se aprecia objeción jurídica a la sustitución operada en los Valores emitidos y las consecuencias que vienen de comentarse en el objeto del Contrato y el derecho sustantivo del inversor. El imprescindible consentimiento del Titular Beneficiario completa la legalidad de la sustitución, a la vez que refuerza la confianza en el devenir del emprendimiento fiduciario".*

3. Riesgos considerados

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

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

III. LA ADMINISTRACIÓN.

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

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

a) La Fiduciaria

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

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

A continuación se exponen en los cuadros siguientes su Estado de Situación Patrimonial y de Resultados intermedios al 30 de junio de 2026 y su comparativo con periodos anteriores.

Cuadro 2: Estado de Situación de TRUST (miles de $)

Concepto	30/6/2026	31/12/2025	31/12/2024
Activo	**47.360**	**47.724**	**59.777**
Activo Corriente	4.804	6.308	17.985
Activo no Corriente	42.556	41.416	41.793
Pasivo	**29.243**	**28.193**	**38.211**
Pasivo Corriente	1.299	1.266	12.021
Pasivo no Corriente	27.944	26.927	26.190
Patrimonio	**18.117**	**19.530**	**21.567**
Pasivo y Patrimonio	**47.360**	**47.724**	**59.777**
Razón Corriente	**3,70**	**4,98**	**1,50**

Fuente: EE.CC TRUST

Como puede apreciarse, mantiene un patrimonio positivo, aunque inferior al del cierre último como consecuencia de un resultado negativo según se recoge en el cuadro siguiente.

Cuadro 3: Estado de Resultados de TRUST (miles de $)			
Concepto	**30/6/2026**	**30/6/2025**	**31/12/2025**
Ingresos Operativos Netos	3.728	4.639	8.648
Ingresos Diversos	-	-	301
Ingresos Financieros	1.851	2.488	3.325
Total Ganancias	**5.579**	**7.127**	**12.274**
Gastos de Administración	(5.646)	(6.184)	(10.666)
Gastos financieros	(1.345)	(2.818)	(3.644)
Total Egresos	**(6.992)**	**(9.002)**	**(14.310)**
Resultado del periodo	**(1.413)**	**(1.875)**	**(2.036)**
Ajuste integral	,		,
Resultado Integral del Período	**(1.413)**	**(1.875)**	**(2.036)**

Fuente: EE.CC TRUST

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

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

b) El Fideicomiso

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

Posteriormente, en Asamblea de Beneficiarios de fecha 28/07/2016 se resolvió cambiar la moneda, que pasó a ser la unidad indexada (UI). Por lo tanto, las emisiones se re expresaron en dicha unidad a valores del 30/06/2015, es decir a la cotización de $3,0983 por UI. Por lo tanto, a partir de entonces, las emisiones quedaron establecidas en UI 404.317.464 los CP´s de oferta pública y en UI 14.410.483 los CP´s de oferta privada[4] . Sumadas ambas emisiones arroja un total de USD 60.2 millones o UI 418.7 millones.

Tras una serie de modificaciones al contrato, descritas en el capítulo de antecedentes, se llega finalmente a la situación actual en que se produce un rescate de CP´s y luego se sustituye el remanente por Títulos Mixtos según se describió en anterior informe de calificación.

De esta forma, los títulos en circulación actualmente son:

- Serie A: UI 309.690.124,80 (UI 309.7 millones)
- Serie B: UI 11.037.822,20 (UI 11 millones)

En definitiva, un total de UI 320.7 millones, 90 % de los cuales son derechos de crédito y el 10 % restante, derechos de participación. Los Títulos Mixtos, en su componente deuda, devengan un interés base del 2% anual lineal (cuyo pago es obligatorio y de no existir fondos suficientes se capitalizan) y un interés contingente del 3% anual lineal, calculados sobre el capital adeudado siempre y cuando existan fondos suficientes y se hayan pagado antes los intereses obligatorios.

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

Esto cambió el foco del rendimiento esperado de los títulos respecto a la emisión original; ya no se trata de medir la TIR esperada sino la capacidad del Fideicomiso de devolver el capital recibido más, al menos, el 2 % de interés anual sobre el 90 % del valor remanente luego del rescate ya comentado.

A continuación, se presentan resumidamente los estados contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2026 y su comparativo con los dos ejercicios anteriores.

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

Concepto	30/6/2026	31/12/2025	31/12/2024
Activo	**2.632.480**	**2.544.924**	**3.134.732**
Activo Corriente	757.710	748.219	1.379.682
Activo no Corriente	1.874.769	1.796.705	1.755.051
Pasivo	**1.965.297**	**1.885.424**	**58.373**
Pasivo Corriente	9.331	9.897	34.577
Pasivo no Corriente	1.955.966	1.875.527	23.797
Patrimonio	**667.183**	**659.500**	**3.076.359**
Total Pasivo y Patrimonio	**2.632.480**	**2.544.924**	**3.134.732**
Razón Corriente	**81,20**	**75,60**	**39,90**

Fuente: EE.CC FFTNC

Puede observarse en la evolución del patrimonio contable del cuadro precedente los cambios en los títulos mencionados. Al cierre del ejercicio 2025, luego de producido el rescate de CP´s y de cambiar el remanente por títulos mixtos, de los cuales tan sólo un 10 % son CP's, la cuenta Patrimonio se reduce drásticamente respecto al año anterior, así como sube la cuenta Pasivo no Corriente por el componente deuda de los títulos mixtos. Al cierre del semestre estos rubros se estabilizan.

El saldo de CP´s que integra el patrimonio contable es de $ 205 millones (CP A, $ 198 millones y CP B $ 7 millones), el resto hasta completar los $ 667 millones corresponden a resultados acumulados. En cuanto al componente deuda de los TM se contabiliza en el Pasivo no Corriente y su importe al cierre del semestre era de $ 1.905 millones.

Cuadro 5: Estado de Resultados del FFTNC (miles de $)

Concepto	30/6/2026	30/6/2025	31/12/2025
Resultados operativos	28.890	27.308	60.937
Ingresos diversos	2.063	8.464	10.208
Ingresos financieros	154.409	143.846	316.512
Total ganancias	**185.363**	**179.618**	**387.658**
Gastos de administración y ventas	22.530	21.327	40.685
Gastos diversos	12.321	28.868	27.595
Gastos financieros	142.829	226.266	262.158
Total pérdidas	**177.680**	**276.461**	**330.439**
Resultado del periodo	**7.683**	**(96.843)**	**57.219**
Ajuste resultado periodo anterior	-	-	(1.454.523)
Resultado Integral del periodo	**7.683**	**(96.842)**	**(1.397.304)**

Fuente: EE.CC FFTNC

Según se explica en la Nota 2.7 a los EE CC, el interés base (2%) correspondientes a los TM desde la fecha de emisión (7/11/2025) no fueron reconocidos en dicho ejercicio lo que determinó un ajuste del mismo a

posteriori. Como consecuencia del mismo, aumentó el pasivo y disminuyó el patrimonio en $ 5.5 millones por los intereses perdidos y no contabilizados. Esto no afecta el juicio de CARE emitido en esa oportunidad.

El resultado del semestre fue positivo. Se recuerda que el Fideicomiso realizó un cambio estratégico en el año 2024 por el cual, parte de sus activos pasaron a considerarse bienes de inversión (pasaron de activo corriente a no corriente) con el fin de arrendarlos. Por tratarse de un cierre intermedio no corresponde realizar nuevas tasaciones las que se harán a fin del ejercicio. La moneda funcional es el peso uruguayo lo que genera ajustes de valor en activos expresados en dólares o en UI de ahí los diversos ajustes que inciden en el resultado.

El detalle de la marcha de los negocios y su proyección se analiza en otra sección.

Riesgos considerados:

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

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

Como ya fuera comentado, en agosto y en octubre de 2025 se rescataron CPs por un monto total de 98 millones de UI y el saldo (320,7 millones de UI) se sustituyeron por títulos mixtos, compuestos por un 90% de derechos de crédito y un 10% de derechos de participación sobre el remanente. Los Títulos Mixtos devengan un interés base del 2% anual lineal y un interés contingente del 3% anual lineal, calculados sobre el capital adeudado.

Luego de esta última modificación, el flujo financiero esperado como resultado de la administración de los activos del fideicomiso, deberá ser suficiente para el repago de los títulos mixtos en el plazo que resta hasta la finalización del fideicomiso y cubrir como mínimo el interés base (2%) sobre el saldo del componente deuda de los títulos durante el período.

Evaluación de la inversión, riesgos asociados y sensibilizaciones

Las variables clave en el cumplimiento de los objetivos del Fideicomiso y la evaluación del cumplimiento de pago de la rentabilidad base prevista (2%) y la recuperación de los títulos mixtos refieren básicamente a la comercialización y financiación de las unidades en stock, la cobranza de los contratos de alquiler con opción a compra (AOC) y de alquiler común, la administración de la cartera hipotecaria, y la administración de los otros activos del fideicomiso (terrenos). Asimismo, incluye una orientación sobre la valorización de los inmuebles relacionada con el incremento de largo plazo del precio de estos, vinculado no sólo a sus características sino también a eventuales mejoras o deterioro que puedan afectar las propiedades.

Los niveles de ocupación de los inmuebles propiedad del Fideicomiso se mantienen relativemente firmes con un alto nivel de ocupación, en el entorno del 92% para el caso de los apartamentos y el 97% para los garajes y cocheras. Por otra parte, los atrasos en los pagos de cuotas hipotecarias y de arrendamientos, si bien viene creciendo lentamente, se mantiene aun en montos razonables, existiendo un protocolo establecido para la recuperación de las deudas.

Por otro lado, la emisión del Fideicomiso está expresada en Unidades Indexadas al igual que los ingresos por arrendamientos y los valores de inmuebles en venta, lo que minimiza el riesgo cambiario y el de un eventual descalce de monedas.

Generación de Flujos y sensibilización

Luego de la implementación de las modificaciones realizadas al contrato de fideicomiso en 2025, el fiduciario presentó una proyección del flujo de fondos con la información real a octubre de 2025 y proyectando costos e ingresos hasta la finalización del fideicomiso en el año 2043

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

- Para las unidades comercializadas hasta setiembre de 2025 se tomaron los datos de modalidad de venta, valores y forma de pago programado para cada unidad.
- Los AOC consideran 48 meses de alquiler y 18 años de financiación al 6,5% anual, con un pago de garantía de 15 meses en el momento cero. Las opciones de compra se van realizando hasta 2026 en el mes 49
- Los apartamentos que se encuentran con alquileres comunes (109 a esa fecha), se mantienen arrendados y se venden en 2040 al contado. Lo mismo para los garajes. En principio este supuesto parece ser un tanto optimista y la probabilidad de concretarse dependerá mucho de la coyuntura del momento. No obstante esto es una proyección y esa venta podrá realizarce en un período más prolongado.
- Se considera en principio solamente el pago del interés base del 2% sobre el componente deuda de los títulos. Al excedente no se le asigna destino acumulandose como saldos finales disponibles.
- Para CARE la proyección de ingresos parece razonable, especialmente teniendo en cuenta que quedan muy pocos apartamentos y garajes para colocar.

En el siguente cuadro se presenta un resumen de las proyecciones financieras:

Cuadro 6: Proyecciones financieras en miles de UI

	2026	2027	2028	2029	2030-2039	2040	2041	2042	2043
Ingresos Totales	20.460	20.944	20.982	20.765		358.402	9.899	9.358	8.693
Costos Operativos	(537)	(421)	(333)	(265)		-	-	-	-
Gastos de Administración y Ventas	(9.338)	(8.165)	(7.467)	(7.165)		(16.531)	(3.134)	(3.006)	(2.886)
FCF antes de impuestos	10.586	12.357	13.183	13.335		341.871	6.765	6.351	5.807
Impuesto a la renta	-	(417)	(175)	(218)		(137)	(5.478)	-	-
Impuesto al patrimonio	-	-	-	-		-	(5.200)	(4.948)	(4.776)
Free Cash Flow	10.586	11.940	13.008	13.116		341.735	(3.913)	1.404	1.031
Intereses de los Títulos Mixtos (2%)	(5.773)	(5.773)	(5.773)	(5.773)		(5.773)	(5.773)	(5.773)	-
Free Cash Flow to Equity	***4.813***	***6.167***	***7.235***	***7.343***		***335.961***	***(9.686)***	***(4.369)***	***1.031***
Saldo inicial Disponibilidades	4.222	9.035	15.202	22.437		115.490	451.451	441.766	437.396
Saldo Final Disponibilidades	***9.035***	***15.202***	***22.437***	***29.780***		***451.451***	***441.766***	***437.396***	***438.427***

Fuente: CARE en base al Administrador

El saldo de los ingresos luego del pago de los costos operativos, gastos de administración y ventas e impuestos (free cash flow) es suficiente durante todo el periodo para hacer frente al interés base de los títulos mixtos (2%).

Las disponibilidades finales acumuladas (saldo final disponibilidades) al año 2043 una vez que finalice el fideicomiso alcanzaría a casi 440 millones de UI, monto que supera la emisión de los títulos mixtos (320,7 millones de UI). El excedente remuneraría el interés contingente y/o el componente de participación de los títulos mixtos.

A modo de sensibilización, CARE estimó cuanto podrían bajar los ingresos totales sin que se viera afectado el pago del interés base y la recuperación total de los títulos mixtos. Manteniendo el resto de los componentes incambiados (costos, gastos e impuestos), los ingresos totales podrían bajar hasta un 18 % y no habría dificultades para el rescate de la totalidad de los títulos y el pago anual del interés base. De esta manera podría suponerse que existe una alta probabilidad de que se recuperen los títulos mixtos, se pague anualmente el interés base y quedarían excedentes disponibles para cubrir parte del interés contingente o remunerar el componente participación.

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. En cuanto a este punto, teniendo presente los cambios realizados y los análisis comentados líneas arriba existiría un riesgo bajo de generación insuficiente de flujos. Este riesgo se ha mitigado también por el avance de la comercialización de las unidades y la ejecución de cuatro modalidades de comercialización: ventas al contado, ventas a crédito, alquileres comunes y alquileres con opción a compra, aunque con distintas repercusiones sobre la rentabilidad esperada. *Riesgo bajo.*

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

V. EL ENTORNO

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

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

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

1. Entorno macroeconómico nacional e internacional

Luego de la pandemia de 2020-2021 y sus efectos económicos y financieros, la economía global rebotó y emergieron brotes inflacionarios producto de las políticas fiscales y monetarias expansivas desplegadas en respuesta a la crisis sanitaria global. En 2025, la economía mundial habría crecido aproximadamente 3,5%, mientras que las últimas proyecciones del FMI, publicadas en octubre de 2026, prevén un crecimiento de 3,1% para 2026 y 3,4% para 2027. Estas estimaciones reflejan una desaceleración de la actividad mundial durante el presente año y una posterior recuperación, aunque con diferencias significativas entre regiones y sectores. El escenario internacional continúa condicionado por la incertidumbre geopolítica, los efectos del conflicto en Medio Oriente sobre los mercados energéticos, las tensiones comerciales, los niveles de endeudamiento público y el desarrollo de las inversiones vinculadas a inteligencia artificial, que han contribuido a sostener la actividad en determinadas economías.

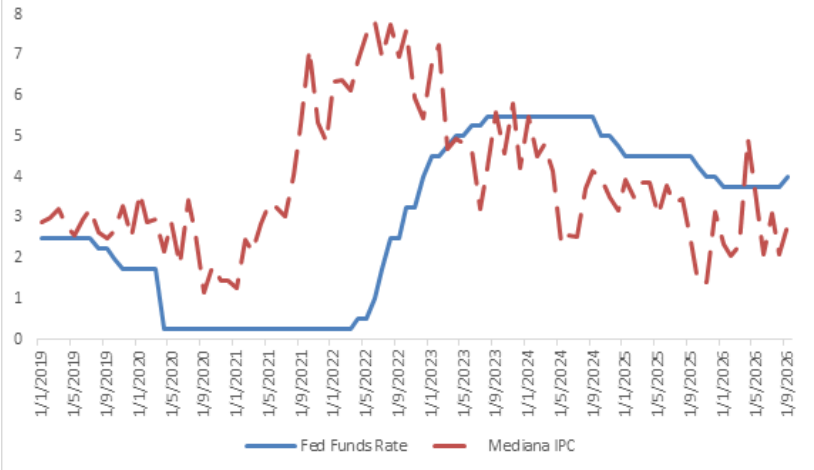
En este marco, las principales economías del mundo continúan mostrando desempeños dispares, con una política monetaria internacional que, si bien ha dejado atrás el tramo más contractivo del ciclo, ha evidenciado un cambio de orientación en los últimos meses. En particular, en su reunión del 16 de setiembre de 2026, la Reserva Federal de Estados Unidos resolvió incrementar su tasa de referencia en 25 puntos básicos, situándola en el rango de 3,75%-4,00%. La decisión respondió a la persistencia de presiones inflacionarias, en un contexto de crecimiento de la actividad económica y relativa estabilidad

del mercado laboral. Las minutas de esta reunión señalaron, además, que la mayoría de los participantes consideraba probable un aumento adicional de tasas antes de finalizar el año, aunque condicionado a la evolución de los indicadores económicos.

El conflicto en Medio Oriente continúa representando uno de los principales factores de riesgo para las perspectivas internacionales. Sus efectos sobre los precios del petróleo y otros insumos energéticos, los costos de transporte y las cadenas de suministro han introducido presiones adicionales sobre la inflación mundial. En este sentido, el FMI proyecta que la inflación global alcance 4,7% en 2026, para posteriormente moderarse a 4,1% en 2027. Una eventual intensificación o prolongación del conflicto podría modificar estas proyecciones, afectando negativamente el crecimiento y generando mayores presiones inflacionarias, especialmente en las economías importadoras de energía.

Además de esto, en Estados Unidos conviven otros elementos de incertidumbre institucional y política que podrían incidir sobre las expectativas económicas durante 2026. Por un lado, las elecciones de medio término previstas para el 3 de noviembre de 2026 definirán la composición del Congreso para la segunda mitad del mandato presidencial, lo que podría alterar el margen de maniobra para la implementación de políticas fiscales, regulatorias y presupuestarias. Por otro lado, el 22 de mayo de 2026 Kevin Warsh asumió la presidencia de la Reserva Federal, sucediendo a Jerome Powell. El cambio de conducción se produjo en un contexto de discusión sobre la orientación futura de la política monetaria y el papel de las comunicaciones del banco central en la formación de expectativas. Tanto la evolución del proceso electoral como las decisiones de política monetaria bajo la nueva conducción constituyen factores relevantes a monitorear, en la medida en que podrían modificar las expectativas del mercado con respecto a la orientación futura de la política económica y monetaria en la principal economía del mundo.

Gráfico 1 – Evolución de Tasa de Política Monetaria e Inflación en EEUU



Fuente: Fred St Louis. Se toma como referencia el límite superior de la Fed Funds Rate.

En contextos de mayor incertidumbre geopolítica, tensiones bélicas y expectativas de tasas de interés elevadas durante períodos más prolongados, el dólar tiende a fortalecerse encareciendo el financiamiento global y generando mayores presiones sobre economías emergentes.

Durante 2026, el comportamiento de la moneda estadounidense estuvo condicionado por la evolución del conflicto en Medio Oriente, las modificaciones en las expectativas de política monetaria y los diferenciales de tasas de interés entre las principales economías. La evolución del petróleo y la persistencia de presiones inflacionarias han reducido el margen para nuevas bajas de tasas por parte de la Fed, mientras que la incertidumbre política asociada a las elecciones de noviembre constituye un factor adicional para los mercados financieros.

En conjunto, estos factores configuran un escenario internacional de crecimiento moderado, con riesgos asociados a una mayor persistencia de la inflación, tasas de interés internacionales más elevadas y eventuales episodios de volatilidad cambiaria y financiera. La materialización de estos riesgos podría afectar las condiciones de financiamiento y los flujos de capital hacia economías emergentes, incluyendo Uruguay.

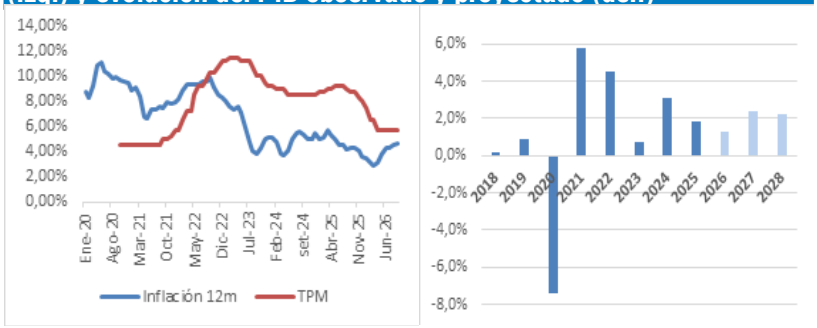
Luego de un 2024 en el cual el dólar se apreció en Uruguay, siguiendo la tendencia global y algunos eventos de risk off como la incertidumbre política por el plebiscito de la Reforma de Seguridad Social, este fenómeno se revirtió completamente en 2025. Esto implicó que, luego de la corrección de precios relativos de 2024, el dólar se depreció más de 11% en 2025. Esta reversión respondió en buena medida a la caída global del dólar a nivel internacional, a expectativas sobre la economía estadounidense y al fortalecimiento relativo de monedas emergentes y regionales. Durante 2026, el tipo de cambio mostró oscilaciones y hacia mediados de octubre se ubicaba en el entorno de $40 por dólar, manteniéndose por debajo de los niveles de cierre de 2024.

Desde el punto de vista macroeconómico local, la apreciación del peso contribuyó a moderar la inflación transable y a reforzar el proceso de desinflación, aunque al mismo tiempo volvió a instalar la discusión sobre competitividad, atraso cambiario y márgenes del sector exportador y transable. No obstante, durante 2026 la inflación interanual registró un aumento respecto de los niveles observados a comienzos del año, pasando de 3,11% en febrero a 4,68% en setiembre. Esta evolución estuvo asociada, entre otros factores, a incrementos de precios en bienes importados, combustibles y algunos productos alimenticios, según lo señalado por el BCU.

En este contexto, Uruguay inició 2026 con una Tasa de Política Monetaria de 7,5%, nivel resultante de la decisión adoptada por el Banco Central del Uruguay en diciembre de 2025. El 26 de enero de 2026, la autoridad monetaria convocó a una reunión extraordinaria y en ella dispuso una reducción de 100 puntos básicos, llevando la tasa a 6,5%. Más adelante en el Copom del 3 de marzo de 2026 resolvió una nueva baja de 75 puntos básicos hasta el nivel actual de 5,75%. Este nivel se mantuvo durante las reuniones de abril, mayo, julio y agosto. Sin embargo, en el Copom del 8 de octubre, el BCU resolvió incrementar la TPM en 25 puntos básicos hasta 6%, señalando como objetivo preservar el anclaje de las expectativas de inflación y contribuir a su convergencia hacia la meta de 4,5% en el horizonte de política monetaria (24 meses). En esa instancia, las expectativas promedio relevadas por el organismo se ubicaban en 4,71%, mientras que la inflación efectiva había alcanzado 4,68% interanual en setiembre.

En cuanto al nivel de actividad, las últimas cifras de Cuentas Nacionales publicadas por el BCU muestran una contracción interanual del PIB de 0,5% en el segundo trimestre de 2026, junto con una caída desestacionalizada de 0,8% respecto del trimestre anterior. Desde el enfoque de la producción, este resultado estuvo explicado principalmente por la retracción del sector agropecuario, parcialmente compensada por el crecimiento de la industria manufacturera y de algunas actividades comerciales y de servicios. Desde la demanda, se registró un incremento del consumo y de la formación bruta de capital fijo, mientras que la demanda externa presentó una reducción

Gráficos 2 y 3 – Tasa de Política Monetaria e Inflación en Uruguay (izq.) y evolución del PIB observado y proyectado (der.)

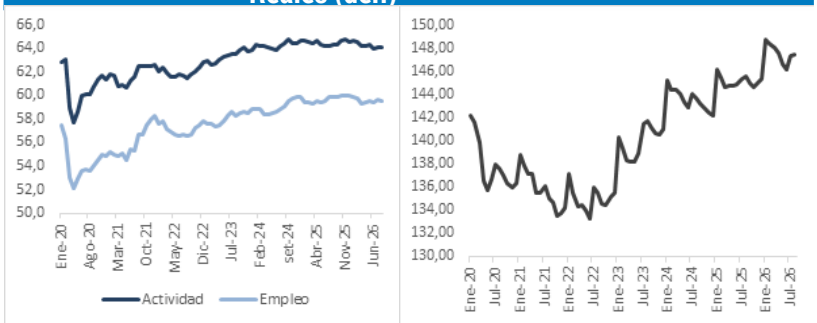


Fuente: INE, BCU, BM y IMF

En lo que refiere al mercado laboral, durante 2025 se observó una continuidad en los niveles de actividad y empleo. De acuerdo con estimaciones oficiales recogidas por el Ministerio de Economía y Finanzas sobre la base de datos del INE, en el promedio del año se generaron aproximadamente 26.000 puestos de trabajo respecto de 2024, en un contexto en el que se alcanzaron las mayores tasas de actividad y empleo de la última década. Los datos correspondientes a agosto de 2026 muestran una tasa de actividad de 64,1%, una tasa de empleo de 59,5% y una tasa de desempleo de 7,2%. En comparación con agosto de 2025, la tasa de actividad disminuyó 0,3 puntos porcentuales y la tasa de empleo 0,4 puntos porcentuales, mientras que el desempleo se mantuvo en el mismo nivel.

Por su parte, el Índice Medio de Salarios (IMS) registró en agosto de 2026 una variación acumulada de 5,14% y un incremento interanual de 5,89%. Considerando la inflación interanual de 4,55% registrada en agosto, esto representa un aumento aproximado de 1,28% del salario real respecto de igual mes del año anterior.

Gráficos 4 y 5 – Mercado laboral (izq) e Índice Medio de Salarios Reales (der.)



2. Mercado inmobiliario de vivienda

2.1. Breve contexto histórico

El sector inmobiliario representa una porción relevante de la actividad económica uruguaya, equivalente aproximadamente al 11% del PIB en 2023, según Uruguay XXI, considerando el conjunto de actividades inmobiliarias, 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 sectoriales.

Posteriormente, se registró una segunda fase (2015 – 2019), más moderada, en la que se aprecia un ciclo de crecimiento tendencial marcado por cierta volatilidad. El 2017 fue un año bisagra en el que se revitalizó la inversión inmobiliaria de vivienda, con una clara concentración en proyectos en las zonas más valorizadas de la ciudad de Montevideo y Punta del Este. Este proceso se enlentece en 2018 producto de una coyuntura regional adversa, en especial vinculada a la inestabilidad en Argentina.

A partir de 2020, el mercado ingresó en una nueva etapa, inicialmente marcada por la disrupción de la pandemia y posteriormente por una recuperación de la actividad, mayor dinamismo en desarrollos y operaciones de vivienda, y cambios en los precios relativos, en la demanda por inversión y en las condiciones de financiamiento. En los años más recientes, esta etapa comenzó a mostrar una moderación en algunos indicadores de demanda y transaccionalidad, junto con diferencias en el desempeño de los distintos segmentos del mercado

En lo que sigue se aborda la evolución reciente del mercado inmobiliario, sus fundamentos y perspectivas.

2.2. Evolución reciente y perspectivas

La irrupción de la pandemia y sus efectos globales implicaron un importante incremento de la incertidumbre a nivel internacional y nacional con efectos reales significativos sobre la economía, las políticas públicas y, por supuesto, el mercado inmobiliario. Desde entonces, el sector mostró una recuperación y posterior dinamismo en desarrollos y operaciones inmobiliarias, especialmente en vivienda, aunque con cierta moderación del ritmo de crecimiento en los meses más recientes. En este sentido, la demanda privada creció producto de tres factores generales: el incremento del ingreso de los hogares, el dinamismo del crédito hipotecario, y el fortalecimiento del peso uruguayo. A esto se le agregan modificaciones en políticas públicas que incentivaron la concreción de nuevos desarrollos vía estímulos fiscales, con un aumento de la demanda por inversión producto además de un entorno regional y local algo más favorable para estas operaciones. No obstante, la información correspondiente a 2026 muestra una mayor diferenciación entre los componentes de la demanda. En particular, hay una menor incidencia de hogares en búsqueda

activa de vivienda dentro de la población contactada, al tiempo que el motivo de inversión alcanza el mayor registro de la serie. Estas tendencias no necesariamente implican una contracción generalizada de las operaciones, pero introducen elementos de cautela respecto de la evolución de la demanda.

Antes de ingresar en el análisis de los fundamentos del mercado inmobiliario, es importante analizar algunas tendencias del sector, resumidas en indicadores relevantes que hacen a sus perspectivas y posicionamiento en cuanto al ciclo económico. En el marco de crecimiento de la economía y del mercado laboral que fue comentado en la primera sección de este capítulo, el sector de la construcción, y en particular los trabajadores cotizantes a la seguridad social también han tenido un crecimiento relevante en los últimos años. Si bien, parte de esto se debe a grandes obras de infraestructura; una vez disipados estos efectos se aprecia que los cotizantes al sector de construcción se mantienen en niveles elevados respecto de los registros anteriores a 2022, y el sector de la vivienda es uno de los principales demandantes de mano de obra en el sector. Sin embargo, el comportamiento reciente de los puestos cotizantes presenta oscilaciones que deben considerarse al evaluar la evolución de la actividad, particularmente al comparar los registros mensuales con la tendencia suavizada. Por otro lado, los permisos de construcción también tuvieron un incremento significativo en los últimos años. En particular, según Sader y Calvete, los permisos de la construcción han tenido un incremento significativo, señalando en su informe de setiembre de 2026 que la superficie autorizada en Montevideo alcanzó aproximadamente 1.187.000 metros cuadrados durante 2025. Esta cifra supone un aumento respecto de los registros utilizados en versiones anteriores del informe.

Gráfico 6 – Personas cotizantes a la Seguridad Social en la Construcción



Fuente: BPS

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

i. Oferta de vivienda

En términos generales, Uruguay cuenta con aproximadamente 1,6 millones de viviendas para 1,4 millones de hogares. Sin embargo, esta aparente suficiencia convive con descalces cualitativos y geográficos relevantes. En particular, según el Censo 2023, unas 323.000 viviendas se encuentran desocupadas, equivalentes a aproximadamente 19,5% del stock habitacional, categoría que incluye viviendas destinadas a uso temporal, entre otras situaciones de

desocupación. En este marco, Montevideo presenta una menor proporción de viviendas vacías, mientras que departamentos como Maldonado y Rocha concentran una parte significativa de este fenómeno, asociado al uso temporal de las unidades.

A su vez, el sector presenta un stock antiguo: más del 60% del stock edilicio tiene más de 40 años, lo que implica necesidades de reparación, adecuación funcional y mejoras constructivas. A esto se suma que se trata de un mercado fuertemente segmentado, con productos diferenciados por localización, tipología y poder adquisitivo, por lo que las características promedio del stock no necesariamente representan la realidad de todos los submercados. En consecuencia, las condiciones generales de la oferta constituyen un marco de referencia, pero deben complementarse con el análisis de las particularidades de cada zona y segmento.

El desarrollo de la oferta reciente ha estado fuertemente condicionado por el marco de política pública. La aprobación de la Ley 18.795 de Vivienda Promovida en 2011 introdujo instrumentos de incentivo que reorientaron la construcción hacia zonas céntricas y áreas de menor dinamismo relativo, contribuyendo al desarrollo de barrios como Centro, La Blanqueada, Palermo y Barrio Sur, así como al avance de proyectos fuera de Montevideo, particularmente en Canelones y, más recientemente, en otras zonas del interior. En la misma línea, las modificaciones normativas al decreto 329 introducidas desde 2020-22 junto con el régimen de promoción para proyectos de gran dimensión económica, contribuyeron a ampliar el universo de desarrollos y a sostener la expansión de la oferta en distintos segmentos del mercado.

En lo que refiere a la nueva oferta edilicia, continúan observándose cambios estructurales en las tipologías construidas. En particular, se consolida una tendencia hacia viviendas de menor tamaño y con menos dormitorios, en línea con los cambios demográficos y la menor cantidad de personas por hogar. En este sentido, la información más reciente confirma que la fragmentación de los hogares sigue avanzando - con un 29% de hogares unipersonales según el Censo 2023, lo que ha venido ajustando la oferta hacia unidades más compactas. A su vez, la Vivienda Promovida sigue concentrándose en el área metropolitana, aunque con una descentralización incipiente hacia otras localizaciones. De acuerdo con la ANV, al primer cuatrimestre de 2026 Montevideo concentraba el 79,7% de las declaraciones juradas acumuladas de ventas de viviendas promovidas, seguido por Canelones con 9,7% y Maldonado con 6,6%.

En este contexto, según información publicada por la ANV en su portal de Vivienda Promovida, el régimen acumula 1.858 proyectos promovidos, que comprenden 53.526 viviendas. De ese total, 194 proyectos promovidos no se llevaron a cabo por desistimiento del inversor o revocación. Por su parte, durante el primer cuatrimestre de 2026 se registraron 1.073 nuevas declaraciones juradas de ventas, un incremento de 4,2% respecto del cuatrimestre anterior. Si bien se mantiene el crecimiento en las ventas declaradas, el propio organismo señala que este se produce a un ritmo inferior al de períodos anteriores.

En suma, la oferta de vivienda en Uruguay muestra una combinación de expansión reciente, fuerte incidencia de los incentivos públicos y adaptación progresiva a los cambios en la estructura de los hogares. No obstante,

persisten desafíos vinculados a la antigüedad del stock, a la localización de parte de las viviendas vacías y a la heterogeneidad del mercado, elementos que condicionan tanto el acceso como la velocidad de ajuste entre oferta y demanda. A estos factores se agregan las diferencias entre la evolución de los proyectos promovidos, su grado de ejecución y la comercialización efectiva de las unidades, aspectos relevantes para evaluar la oferta disponible y su evolución futura.

ii. Demanda por consumo e inversión

Los activos inmobiliarios cumplen con un rol dual: por un lado, constituyen un bien de uso que permite obtener "servicios de vivienda"; por otro, un activo patrimonial que actúa como reserva de valor sobre el cual percibir una renta. Por tanto, es posible descomponer los determinantes de la demanda de inmuebles en aquellos vinculados al mercado para uso y el mercado de inversión. Los primeros se refieren principalmente al crecimiento de la población, las preferencias familiares y otros elementos de decisión social, los ingresos de los hogares y el crédito inmobiliario, mientras que los segundos hacen lo propio a la tasa de interés real y los determinantes de los flujos de capital y el balance riesgo/retorno. Como es habitual, en lo que sigue se profundiza en cada tipo de demanda.

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

ii.i.i. Factores Sociales

En Uruguay, el crecimiento de la población ha sido muy reducido en los últimos 50 años. El último Censo de 2023 marcó que la población total asciende a 3,5 millones de personas, confirmando que la población crece a tasas muy reducidas que se vienen reduciendo en los últimos períodos intercensales. Esto es producto de la baja natalidad que se viene evidenciando desde los 2000s, con una baja marcada en los hijos por mujer que se ubican en 1,7 según el último Censo. A esto se le suma el incremento de las defunciones post 2020, producto de las derivadas del COVID, lo que implicó que entre 2021 y 2023 la población uruguaya decreciera.

Según las últimas estimaciones y proyecciones de población del INE, correspondientes a la revisión de 2025, Uruguay continuaría registrando una reducción gradual de su población durante las próximas décadas, pasando de aproximadamente 3,5 millones de habitantes en 2024 a 3,4 millones en 2045 y 3 millones en 2070. Si bien en los últimos años Uruguay ha recibido cierto flujo migratorio, este es de escasa magnitud y aproximadamente el 4% de la población uruguaya ha nacido en el exterior. De lo anterior se desprende que las dinámicas demográficas vinculadas a la cantidad de personas no presionarán al alza sobre el mercado de vivienda en los próximos años, en tanto la población uruguaya se mantendría relativamente estable, aunque la inmigración y la redistribución territorial sí podrían tener cierta incidencia en determinados submercados.

Por otro lado, otras dinámicas de carácter sociales vinculadas a las preferencias de los uruguayos y las decisiones del hogar han permitido compensar el bajo crecimiento demográfico y presionan el mercado de viviendas desde el lado de la demanda. Estos son: **i)** el avance en la esperanza de vida; **ii)** la creciente fragmentación del hogar; **iii)** la disminución de la tasa de matrimonios; **iv)** el progresivo aumento de jóvenes con estudios terciarios

en el mercado laboral y; **v)** la inseguridad. Todos estos elementos han impactado directamente en el mercado de la vivienda. A modo de ejemplo, el último Censo indica que el tamaño medio del hogar se ubica en 2,5 personas y continúa la tendencia decreciente desde que se registra esta información. De hecho, en los registros anteriores (2011), la cantidad de personas por hogar se ubicaba en 2,8 personas. Del mismo modo, aproximadamente 29% del total de hogares son ocupados por una sola persona, mientras que 29,4% son ocupados por dos personas. Esta evolución refleja cambios en las dinámicas familiares y sociales, incluyendo la preferencia por hogares más pequeños. Por estos motivos, el mercado demanda tipologías constructivas reducidas. No obstante, esta tendencia demográfica no necesariamente se traduce en una preferencia generalizada por viviendas de un dormitorio o monoambientes, ya que la demanda declarada continúa mostrando una participación importante de las unidades de dos dormitorios.

Más allá de lo anterior, para entender el perfil de la demanda, CARE contrata a Research Uruguay, que genera una encuesta semestral recurrente que se realiza sistemáticamente desde 2015. De acuerdo con esta encuesta el 49% de quienes buscaron vivienda en los últimos tres meses manifestaron preferencia por unidades de dos dormitorios, manteniéndose esta tipología como la más demandada entre los encuestados.

Es de notar que la preferencia por viviendas de dos dormitorios continúa predominando frente a las tipologías de mayor capacidad, en un contexto en el que el 55% de quienes buscaron vivienda manifestó interés por apartamentos. Sin embargo, en contraposición a lo comentado previamente, la demanda por unidades de un dormitorio o monoambientes continúa representando una proporción minoritaria dentro de la encuesta, aunque otras fuentes de demanda inmobiliaria, como los portales de búsqueda, muestran una mayor incidencia de estas tipologías, particularmente en el segmento de inversión.

Gráfico 7 - Tipo de vivienda buscada por "hogares que buscaron en los últimos tres meses"

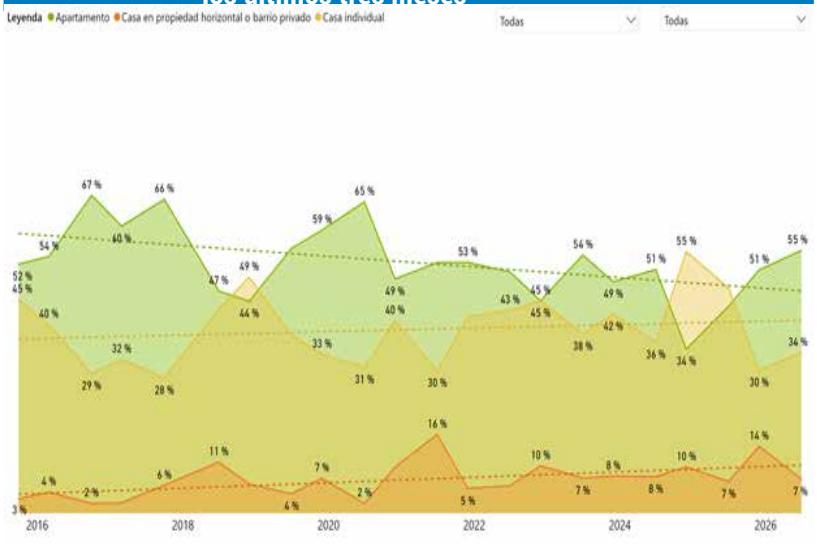
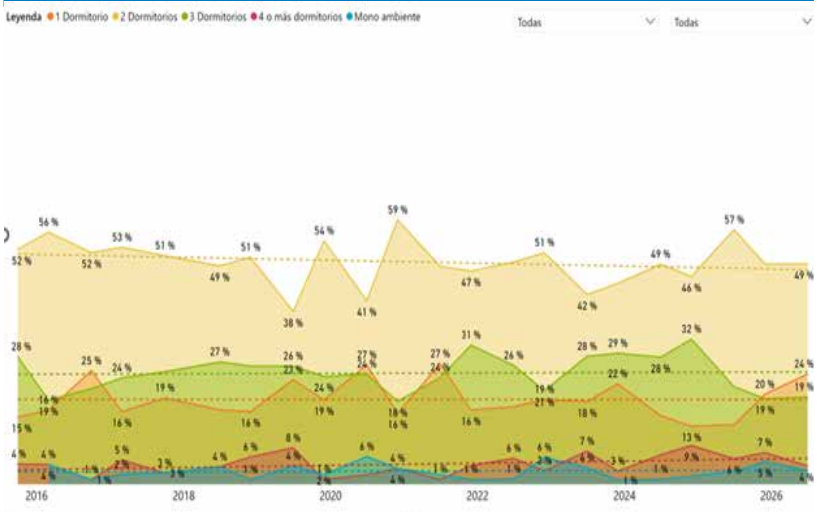


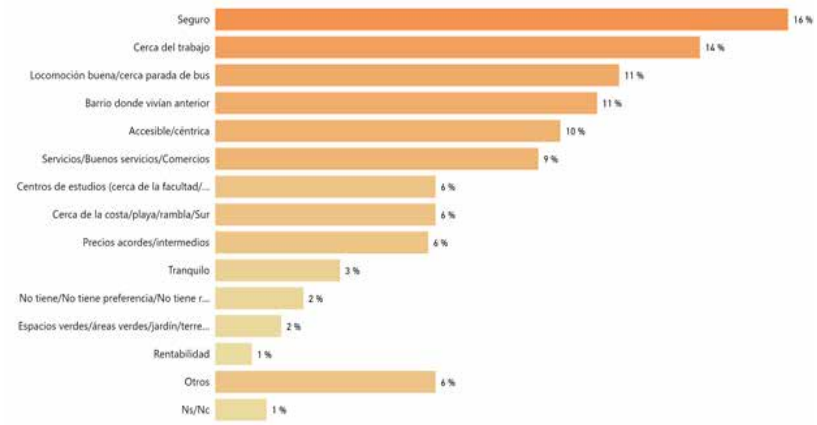
Gráfico 8 - Cantidad de dormitorios buscados por "hogares que buscaron en los últimos tres meses"



Fuente: Research Uruguay

Los principales atributos a la hora de elegir una vivienda refieren a la ubicación y el entorno: con buena seguridad y transporte, próximo del trabajo y en una zona céntrica o accesible. Estos atributos vinculados al entorno geográfico de la vivienda continúan siendo determinantes en las preferencias declaradas de los encuestados. La seguridad se mantuvo como el primer atributo, aunque desde hace varias ediciones que se mantiene en el podio en cuanto a características preferidas. En particular, en la encuesta de julio de 2026, la seguridad incrementa su importancia entre quienes proyectan buscar vivienda en los próximos dos años, alcanzando el 24% de las menciones, frente al 16% entre quienes buscaron recientemente. La configuración de barrios más demandados también se mantiene en términos generales respecto a ediciones previas de la encuesta, siendo los ejes de Pocitos y Centro los principales dentro de Montevideo, junto con la demanda por Ciudad de la Costa y El Pinar. Sin embargo, en las preferencias de búsqueda futura se observa un mayor interés relativo por Malvín y una moderación de la participación de Ciudad de la Costa respecto de los barrios costeros de Montevideo.

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



En cuanto al financiamiento, si bien el ahorro previo continúa siendo la principal fuente de fondos para aquellos que buscan comprar una vivienda, el financiamiento bancario ha ganado peso como una alternativa de acceso a la vivienda, entre los encuestados. En este sentido si bien la penetración del crédito hipotecario es reducida en Uruguay, este ha venido incrementándose en los últimos años y los bancos se muestran más activos en este segmento de financiamiento, como se analizará más adelante. De acuerdo con el informe sectorial de Sáder y Calvete de setiembre de 2026, en el último año se realizaron aproximadamente 5.720 operaciones de crédito hipotecario, con un ticket promedio cercano a US$ 108.500. A su vez, según información del BCU, el crédito hipotecario registró un crecimiento real interanual de 10,9% en agosto de 2026. No obstante, su incidencia sobre el total de compraventas continúa siendo acotada, por lo que su peso en la formación general de la demanda habitacional sigue siendo relativamente bajo.

Por último, la encuesta de Research incorpora indicadores de precios a través del Price Sensitivity Model que permite aproximar el precio óptimo de acuerdo a las opiniones de los entrevistados. Este relevamiento, de carácter subjetivo, permite tener una orientación de referencia general de los demandantes y generar una referencia de precios sobre las preferencias de los hogares. En este sentido, el ejercicio releva tanto precios de compraventa como de alquileres, identificando distintos umbrales de acuerdo con las preferencias individuales.

Más allá de los valores individuales de compraventa y alquileres, es importante señalar que las referencias de Cap Rate entre estos se ubican entre 5% y 6% en los relevamientos realizados a lo largo de los años, aunque en las mediciones de julio y diciembre de 2025 se ubicaron por encima de ese rango, alcanzando 7,3% y 7,1%, respectivamente. Sin embargo, en julio de 2026 el indicador descendió a 4,8%, ubicándose por debajo del promedio histórico de aproximadamente 5,5%. Este resultado representa una reducción de 2,3 puntos porcentuales respecto de diciembre de 2025 y refleja una menor rentabilidad bruta implícita en los precios declarados por los encuestados.

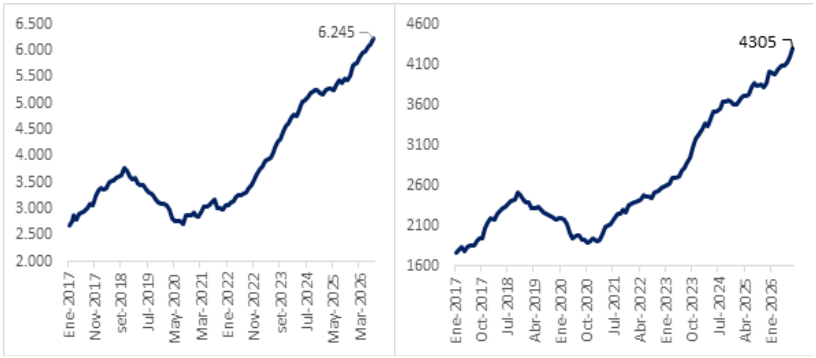
ii.i.ii. Factores Económicos

Por una parte, el ingreso de los hogares, uno de los determinantes más importantes de la demanda de vivienda por motivo de consumo, presentó una caída en 2020 y 2021 producto de la crisis sanitaria y económica, como fue comentado previamente. Esta caída fue dual, vinculada a menores salarios y el deterioro del mercado laboral durante la pandemia. Este fenómeno se revirtió sobre finales de 2021 y se evidencia una mejora sostenida en los últimos años como se comentó en la primera sección de este capítulo. En este sentido, los ingresos de los hogares han venido incrementándose, lo que sumado a la apreciación real del peso favorecieron la compra de bienes durables. Este fenómeno tuvo una interrupción transitoria hacia fines de 2024, asociada al fortalecimiento global del dólar, pero volvió a observarse durante 2025 en un contexto de nueva depreciación de la moneda estadounidense a nivel internacional y de fortalecimiento relativo del peso uruguayo. Durante 2026, la evolución del tipo de cambio presentó mayor estabilidad, por lo que el efecto cambiario sobre la capacidad de compra de inmuebles expresados en dólares habría sido menos pronunciado que durante 2025. En paralelo, el comportamiento del ingreso real de los hogares continuó constituyendo una variable relevante para la demanda de vivienda, particularmente en los segmentos que requieren financiamiento.

El aumento de los ingresos de los hogares, sumado a la apreciación real del peso, conjugaron un escenario interno favorable para la demanda de inmuebles. Del mismo modo, las condiciones financieras favorables y las campañas impulsadas por algunas instituciones financieras, que buscan incrementar su share en el mercado de operaciones hipotecarias, implicaron una reducción en el costo de los créditos hipotecarios, lo que a su vez impulsó la demanda por estos instrumentos.

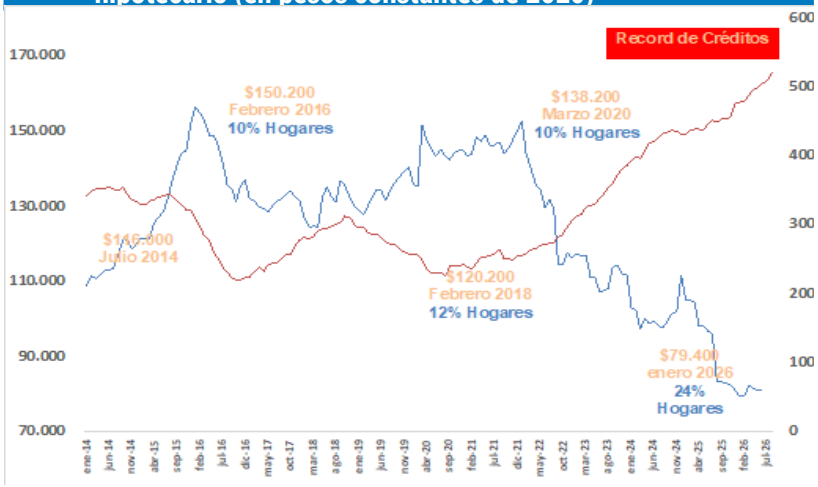
En el año móvil considerado a setiembre de 2026 se realizaron aproximadamente 5.720 operaciones de crédito hipotecario, mientras que los nuevos créditos a la vivienda alcanzaron unos 4.305 millones de UI, equivalentes a aproximadamente US$ 650 millones anuales. El ticket promedio se ubicó en torno a US$ 108.500 y el stock de crédito hipotecario a las familias se situó en aproximadamente US$ 3.660 millones. De todas formas, si bien el crédito hipotecario continuó expandiéndose, se aprecia cierto enlentecimiento en el ritmo de crecimiento de las operaciones respecto a revisiones anteriores. Por su parte, las tasas de interés de los préstamos hipotecarios en UI se mantienen en términos generales en el entorno de 4% a 5%, con diferencias según institución, condiciones de acceso y perfil del deudor.

Gráficos 10 y 11 – Créditos hipotecarios en UI
Cantidad de nuevas operaciones (izq.) y Monto (en millones de UI;



En cuanto a la penetración del crédito, esto se mantiene como uno de los desafíos para el acceso a la vivienda. Si bien las operaciones de crédito hipotecario han continuado creciendo, persisten restricciones de acceso que podrían limitar la expansión de la demanda financiada. Aunque ha apuntalado la demanda de vivienda, la penetración del crédito continúa siendo reducida en términos generales, aun siendo que las condiciones de financiamiento han presentado modificaciones en los últimos años. En este sentido, los hogares enfrentan restricciones de acceso al crédito que refieren al ahorro previo y al nivel de ingresos mensuales líquidos necesarios. De acuerdo con la simulación presentada por Research Uruguay en julio de 2026, solamente el 24,1% de los hogares de Montevideo tendría ingresos suficientes para acceder a un crédito hipotecario destinado a financiar el 80% de una vivienda de aproximadamente US$ 180.000, a 25 años de plazo. Para ello, se estima necesario un ingreso líquido mensual del hogar de aproximadamente $ 139.700, considerando una cuota cercana a $ 41.900. Este indicador busca aproximar y medir sistemáticamente cambios en el acceso, y si bien las condiciones financieras se han modificado respecto de años anteriores, el resultado continúa mostrando que una proporción mayoritaria de los hogares no alcanzaría los ingresos requeridos para acceder a un crédito bajo los supuestos considerados.

Gráfico 12 - Ingreso mínimo del hogar para acceder a un crédito hipotecario (en pesos constantes de 2020)



Fuente: Sáder & Calvete (Septiembre 2026).

Al comparar este indicador con los resultados de la encuesta de Research, se aprecia un desencuentro de expectativas, en tanto una proporción relevante de los encuestados prevé recurrir al financiamiento bancario para concretar la compra. De acuerdo con el relevamiento de julio de 2026, el 30% de los encuestados manifestó que financiaría la operación mediante un préstamo de una institución financiera, mientras que el 48% recurriría al ahorro propio. Estas preferencias contrastan con las restricciones de acceso que enfrenta una parte importante de los hogares y con la reducida penetración efectiva del crédito hipotecario en las compraventas.

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

La demanda de inmuebles por motivo de inversión está estrechamente vinculada al costo de oportunidad del capital, es decir el rendimiento de usos alternativos determinado por las tasas de interés reales (tanto locales como extranjeras) y los flujos de capital. Desde la crisis del Covid las tasas de interés se incrementaron producto del combate a la inflación a nivel global, elevando el costo de oportunidad de invertir en inmuebles respecto a la inversión en otros activos, particularmente financieros. Sin embargo, como fue comentado al inicio de esta sección este fenómeno comenzó a revertirse en 2024, aunque la trayectoria posterior fue menos lineal que la prevista inicialmente.

Durante 2026, la política monetaria internacional presentó nuevas modificaciones, destacándose la decisión de la Reserva Federal de Estados Unidos de incrementar su tasa de referencia en 25 puntos básicos en setiembre, hasta el rango de 3,75%-4,00%, en un contexto de persistencia de presiones inflacionarias. Esto implica que el costo de oportunidad de la inversión inmobiliaria continúa condicionado por la evolución de las tasas de interés internacionales y los rendimientos disponibles en otros activos financieros, sin que pueda identificarse una trayectoria sostenida de reducción del costo del capital.

Del mismo modo, a nivel local la tasa de interés de política monetaria también entró en una fase de recorte producto de la reducción de las presiones inflacionarias y la debilidad del dólar. No obstante, luego de los recortes

observados a comienzos de 2026, el BCU resolvió incrementar la Tasa de Política Monetaria a 6% en octubre. En este contexto, los efectos de la política monetaria sobre la inversión inmobiliaria dependerán, entre otros factores, de la evolución de las tasas reales, las condiciones de financiamiento y la rentabilidad esperada de los inmuebles.

La encuesta realizada por Research Uruguay indaga sobre la demanda para inversión y se aprecia una tendencia creciente entre los encuestados en la búsqueda de inmuebles para invertir, tanto entre quienes buscaron como entre quienes piensan hacerlo en el futuro. En particular, el relevamiento de julio de 2026 muestra que el motivo inversión alcanzó el 15% de las búsquedas realizadas en los últimos tres meses, el mayor registro de la serie. Del mismo modo, se aprecia una mayor preferencia por los activos inmobiliarios en el portafolio de los encuestados. A su vez, la Radiografía del Mercado Inmobiliario publicado por Infocasas resalta que la inversión es un driver de compra, en especial en los proyectos de Vivienda Promovida. Sin embargo, el mayor interés declarado por la inversión coincide con una reducción de la rentabilidad bruta implícita estimada por Research Uruguay, que pasó de 7,1% en diciembre de 2025 a 4,8% en julio de 2026. Por tanto, si bien la inversión continúa siendo uno de los determinantes de la demanda de vivienda, su evolución debe analizarse considerando tanto las preferencias declaradas como los precios de adquisición, las rentas esperadas y el rendimiento de las alternativas financieras.

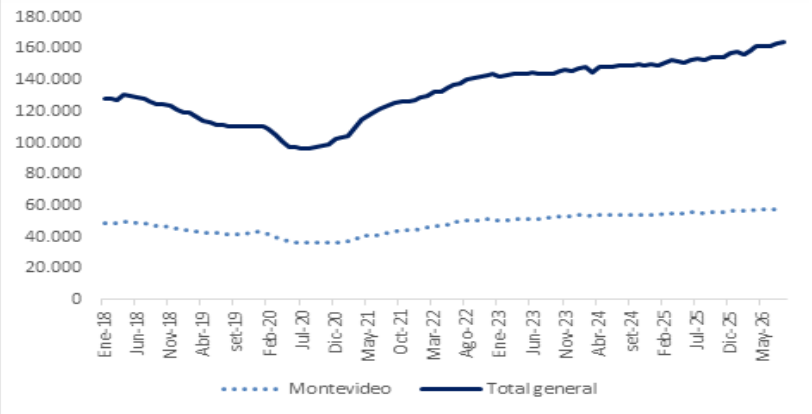
iii. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres

iii.i. Evolución general de las operaciones

La información oficial del mercado de compraventas generalmente es incompleta y tiene rezagos para poder conocer la realidad del mercado inmobiliario de forma completa. Es por eso que debe ser complementada con fuentes secundarias o indicadores indirectos. Por ejemplo, la recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales (ITP) y las operaciones de Créditos Hipotecarios, las Inscripciones de Compraventa, los permisos de construcción, entre otros. Tal como ha ocurrido en las últimas actualizaciones de este informe, el comportamiento de estos indicadores es favorable para el mercado inmobiliario, al menos desde el punto de vista de la transaccionalidad en el sector.

De acuerdo con las inscripciones de compraventa, publicadas por el INE en base a la Dirección General de Registros (DGR), en agosto de 2026 se registraron 4.838 altas de compraventa de propiedades inmuebles en el total del país, lo que representa un crecimiento de 9,85% respecto del mismo mes del año anterior. De estas operaciones, el 33,59% correspondió a Montevideo, el 17,14% a Canelones y el 17,01% a Maldonado.

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



En cuanto a la recaudación del ITP, según la DGI, durante los primeros siete meses de 2026 la recaudación del Impuesto a las Transmisiones Patrimoniales se ubicó en torno a $ 2.360 millones, aproximadamente 6% por encima del mismo período de 2025 en términos nominales. Este registro indicaría una variación positiva de la recaudación, aunque más moderada que la observada durante 2025, cuando el impuesto acumuló un crecimiento nominal de 10,7% y real de 5,8%. Sin embargo, deben notarse dos elementos. Por un lado el ITP recoge la transaccionalidad del mercado inmobiliario en sentido amplio, abarcando transacciones de compraventa por fuera del rubro de la vivienda (campos, terrenos, herencias, entre otros). Por otro, los inmuebles bajo la Ley de Vivienda Promovida están exentos de este impuesto en su primera operación y justamente este tipo de proyectos han dinamizado el sector inmobiliario en general, no quedando recogidas en la recaudación del ITP.

Otros indicadores indirectos también sugieren un mercado inmobiliario con niveles de actividad relevantes, aunque con comportamientos diferenciados entre los indicadores disponibles. Tanto los permisos de construcción en Montevideo, como los cotizantes al BPS se mantienen elevados en comparación con los niveles anteriores a la expansión del sector registrada desde 2021. Sin embargo, la evolución de las compraventas y de otros indicadores de demanda señala la conveniencia de distinguir entre los niveles de actividad de la construcción y la comercialización efectiva de inmuebles.

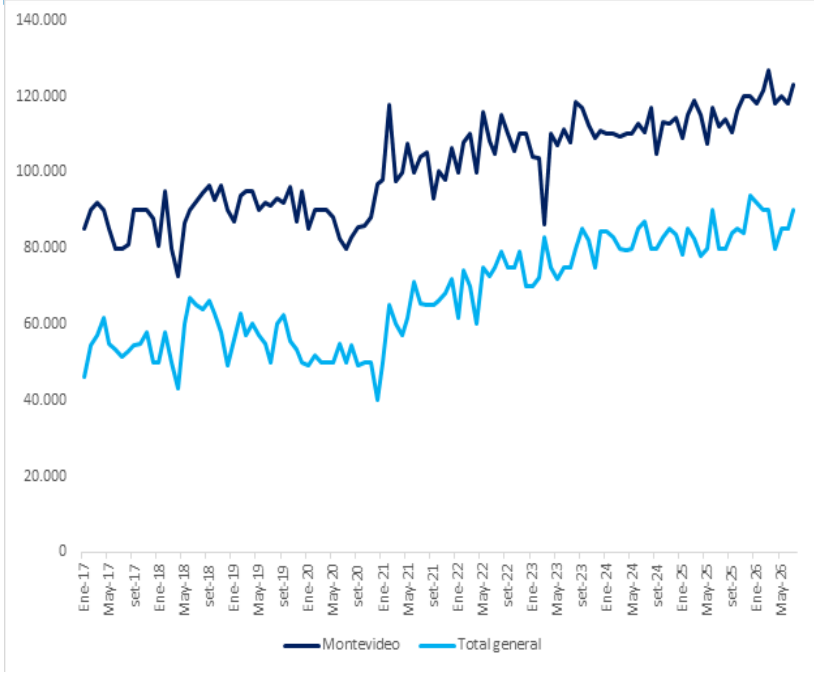
iii.ii. Evolución general de los precios

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 General de Registros. Respecto a las compraventas de inmuebles, la información más reciente del INE muestra que en julio de 2026 la mediana de los precios de las transacciones de propiedades inmuebles se ubicó en US$ 90.000 para el total del país, registrando una variación mensual de 5,88% y un incremento interanual de 12,50%. Estos resultados contrastan con la estabilidad y las correcciones observadas en algunas mediciones anteriores, aunque deben interpretarse considerando que la mediana refleja tanto la evolución de los precios como los cambios en las características y composición de los inmuebles efectivamente transados. Más allá de lo anterior, esta información puede complementarse con la provista por Sáder y Calvete, quienes en su informe de setiembre de

[5]. 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)

2026 señalan que los precios de la Vivienda Promovida expresados en dólares registraron variaciones diferenciadas según tipología y localización, por lo que no se aprecia una evolución uniforme de los precios en los distintos segmentos del mercado.

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



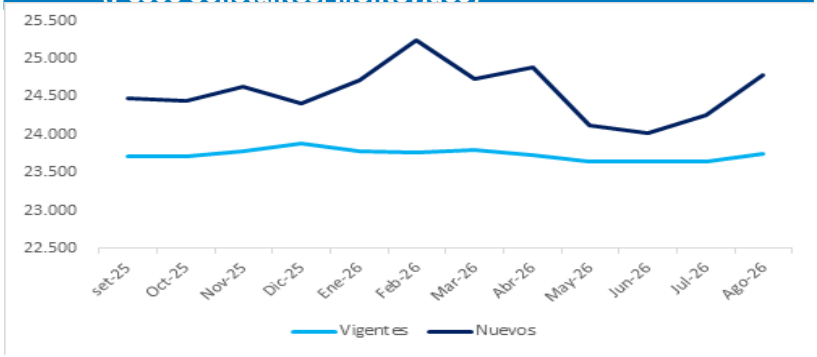
En cuanto a los contratos de alquiler, al igual que en ediciones anteriores se observa que la evolución de los precios debe analizarse en un contexto de incremento del stock de viviendas de los últimos años, al menos en Montevideo, aunque no es posible atribuir directamente a este factor la evolución de los arrendamientos. En este sentido, el incremento de la cantidad de viviendas habría contribuido a ampliar la oferta disponible para arrendamiento, generando además distintos efectos geográficos de corrimiento a lo largo de la ciudad. En términos generales, de acuerdo con la información más reciente del INE, correspondiente a agosto de 2026, el precio promedio de los contratos de alquiler vigentes se ubicó en $22.413 mensuales para el total del país, registrando una variación mensual de 0,61%. Por su parte, la cantidad de contratos vigentes relevados ascendió a 150.909, con una variación mensual de -1,33%.

Cabe señalar que durante 2026 el INE amplió las fuentes utilizadas para elaborar estos indicadores, incorporando registros de aseguradoras privadas a los provenientes de ANDA y el Servicio de Garantía de Alquileres. Esta modificación introduce una discontinuidad metodológica respecto de los relevamientos anteriores, por lo que corresponde extremar los cuidados al realizar comparaciones interanuales.

Los datos disponibles muestran una evolución moderada de los precios nominales de alquiler, aunque no permiten por sí solos determinar la incidencia de la ampliación del parque habitacional sobre dicha trayectoria. En este sentido, si bien no existe información sobre un efecto causal de la Vivienda

Promovida hacia el precio de los alquileres, la mayor oferta, en particular en Montevideo y concentrada en algunos barrios, constituye un factor potencialmente relevante para la evolución de los precios y las condiciones de acceso al arrendamiento, cuyo impacto debe evaluarse considerando también la demanda, la localización y las características de las viviendas.

Gráfico 15 – Precio Promedio de Contratos de Alquiler (Pesos Constantes, Montevideo)[5]



iii.iii. Consideraciones finales sobre el mercado de vivienda

En suma, el contexto macroeconómico y sectorial ha presentado algunas modificaciones durante 2026 que inciden sobre las perspectivas del mercado inmobiliario, aunque no necesariamente implican un cambio estructural en su evolución. La principal novedad en este sentido sigue siendo la apreciación real del peso, que ya ha mostrado alguna señal de reversión, junto con la evolución de las tasas de interés, las condiciones de financiamiento y los costos de construcción. Más allá de esto, los fundamentos estructurales de la demanda continúan vinculados al ingreso de los hogares, las condiciones de acceso al crédito y la demanda por inversión, la cantidad de viviendas en producción se mantiene en niveles relevantes y los fundamentos sociodemográficos del mercado siguen evolucionando en línea con las tendencias recientes.

No obstante, algunos indicadores sugieren una moderación en el ritmo de crecimiento de la demanda, reflejada en una menor intensidad de búsqueda y mayores dificultades para concretar operaciones, mientras que la rentabilidad implícita de la inversión inmobiliaria también ha registrado una reducción. Por otra parte, los indicadores de construcción, crédito hipotecario y compraventas mantienen niveles de actividad significativos. En conjunto, esta evidencia resulta consistente con una fase de moderación y mayor heterogeneidad entre los distintos segmentos del mercado, sin que pueda identificarse, por el momento, una contracción generalizada de la actividad inmobiliaria.

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.

[5]. A partir de abril de 2026, el INE amplió la cobertura de contratos de alquiler de 33,5% a 55,4% e introdujo una media recortada al 95% para calcular los precios promedio, afectando la comparabilidad con las series anteriores.

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. En el período de gobierno anterior 2020-2025, se realizaron ciertas modificaciones que dinamizaron estos proyectos, en particular con la eliminación del tope de precios, entre otros. Más recientemente, en 2025 el Poder Ejecutivo anunció nuevas modificaciones con el objetivo de reorientar los incentivos hacia localizaciones consistentes con la planificación territorial, proyectos con mayor impacto social y una mayor articulación con el Sistema Público de Vivienda.

Durante 2026, parte de estas modificaciones se concretaron mediante nuevas disposiciones normativas, especialmente en el programa habitacional Entre Todos. El Decreto 130/026, promulgado el 12 de junio de 2026, modificó las condiciones de funcionamiento de este programa, incorporando criterios vinculados a la escala de los proyectos, su localización y la disponibilidad de infraestructura urbana. En particular, estableció un límite de 100 viviendas para proyectos ubicados en zonas que no cuenten con adecuada conexión a infraestructura, equipamientos y servicios, admitiendo excepciones debidamente fundamentadas. A su vez, la normativa procuró unificar los criterios de subsidios habitacionales y fortalecer la intervención del MVOT en la evaluación de los proyectos.

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. Este régimen fue nuevamente ajustado en 2025 mediante el Decreto 85/025, que modificó el Decreto 138/020 y extendió su vigencia para proyectos presentados antes del 1° de enero de 2026.

Posteriormente, el Decreto 353/025, promulgado el 30 de diciembre de 2025 y vigente para proyectos presentados a partir del 1.º de enero de 2026, estableció un nuevo régimen de promoción de proyectos de Gran Dimensión Económica. Este instrumento mantiene la promoción de inversiones privadas en construcción, aunque introduce nuevas condiciones de elegibilidad, beneficios tributarios y mecanismos de seguimiento. Durante 2026, el MEF y la COMAP avanzaron en la implementación del nuevo régimen mediante la habilitación de procedimientos de presentación y adecuación de proyectos.

En lo que respecta a otras políticas públicas, ya se encuentra definido el Plan Quinquenal de Vivienda y Hábitat 2025-2029, en el que el foco de la política habitacional se orienta en buena medida a segmentos de la población de menores ingresos y a situaciones de vulnerabilidad habitacional. En este sentido, la política de vivienda tendría un enfoque transversal para abordar el déficit habitacional a través de cinco lineamientos estratégicos para guiar la inversión y la acción del Sistema Público de Vivienda. Estos son: **i)** emergencia habitacional y vulnerabilidad; **ii)** acceso a la vivienda adecuada; **iii)** integración social y territorial; **iv)** acceso al suelo urbano; y **v)** fortalecimiento del SPV.

En el marco de la Ley de Presupuesto Nacional 2025-2029, se introdujeron además instrumentos destinados a ampliar los mecanismos de financiamiento habitacional, incluyendo la autorización para constituir un Fondo de Garantía

de Créditos a la Vivienda Social dentro del Sistema Nacional de Garantías y la prórroga hasta diciembre de 2027 de la línea SiGa Entre Todos. Estas disposiciones amplían el marco institucional y financiero de las políticas de acceso a la vivienda.

Por último, a nivel municipal los anuncios de la Intendencia Municipal de Montevideo en pro del desarrollo urbano y en lo que refiere a una mayor flexibilidad en aprobar alturas en algunas de las arterias de la ciudad, aumentan las expectativas a los desarrolladores y constructoras. En particular, la reglamentación de "Montevideo más cerca"[6] , actualizada en 2025, mantiene incentivos a la densificación y mayor flexibilidad normativa en determinados corredores urbanos, lo que continúa siendo una señal relevante para el sector.

A nivel institucional, en 2024 se superaron los riesgos vinculados al Plebiscito de Reforma de la Seguridad Social que podría haber sido negativo para la macroeconomía y el clima de negocios en general, y para la inversión inmobiliaria en particular.

Por otro lado, durante 2025 y 2026 las autoridades del Gobierno avanzaron en la revisión de los regímenes de promoción y estímulos fiscales, introduciendo modificaciones normativas que alcanzan tanto a los programas habitacionales como a la promoción de inversiones inmobiliarias. En ese marco, el régimen de Vivienda Promovida registró un cambio institucional mediante la Resolución 166/026, de setiembre de 2026, que delegó en el Ministro de Economía y Finanzas y en la Dirección General de Secretaría las atribuciones relativas al otorgamiento de beneficios tributarios de los proyectos comprendidos en la Ley 18.795. Esta modificación incorpora una intervención directa del MEF en el procedimiento de promoción, sin implicar por sí misma la eliminación de los beneficios existentes.

A su vez, los proyectos que no se encuadren en los programas habitacionales del MVOT cuentan con el régimen general de promoción de inversiones y con el nuevo instrumento de Gran Dimensión Económica, sujeto al cumplimiento de sus respectivas condiciones. Estos cambios podrían incidir en la formulación, localización y elegibilidad de nuevos desarrollos, así como en sus condiciones económicas y tributarias. Del lado de la demanda, se mantienen y amplían instrumentos de acceso a la vivienda mediante subsidios y garantías, incluyendo el Fondo de Garantía de Créditos Hipotecarios, que permite financiar hasta el 95% del valor de determinadas viviendas para hogares que cumplen los requisitos establecidos

3. Conclusiones sobre el entorno

El riesgo mercado. El mercado inmobiliario mantiene niveles de actividad relevantes, apoyado en el empleo, los ingresos de los hogares y la expansión del crédito hipotecario. Si bien algunos indicadores muestran una moderación de la demanda y persisten riesgos vinculados a los costos de construcción y las condiciones financieras, no se observa una contracción generalizada del sector. *Se considera un nivel de riesgo medio/bajo.*

El riesgo de políticas públicas. Es reducido. La política de vivienda mantiene un amplio respaldo institucional y continúa promoviendo la inversión y el acceso a la vivienda. Si bien durante 2026 se introdujeron modificaciones en los regímenes de promoción e incentivos fiscales, no se observan cambios que comprometan significativamente la continuidad del marco de apoyo al sector. *Riesgo bajo.*

6 . 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, van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al manual de calificación.

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos -, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los Títulos Mixtos recogen la calificación BBB.uy[7] *de la escala de nuestra metodología.*

Comité de Calificación







Ing. Agr. Adrían Tambler

[7] ***. BBB.uy*** 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.***