CARE
CALIFICADORA DE RIESGO

ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO DE TÍTULOS MIXTOS DEL FIDEICOMISO FINANCIERO “PLATINUM”

Montevideo, noviembre 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
13	III	LA ADMINISTRACION
18	IV	EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
22	V	EL ENTORNO
40	VI	CALIFICACIÓN DE RIESGO

Actualización de Calificación Oferta Pública
10 - noviembre - 2026

Fecha de Emisión:	Julio de 2021
Denominación:	FIDEICOMISO FINANCIERO "PLATINUM"
Títulos:	Títulos Mixtos (90% deuda, 10% equity) con interés base del 3% e interés contingente incremental. Fiduciario: EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Registrante:	EF Asset Management
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Moneda:	dólares americanos
Importe de la emisión:	Hasta USD 165.000.000 (ciento sesenta y cinco millones de dólares).
Distribuciones:	Anualmente según resultados acumulados. Realizados según procedimiento establecido.
Administrador:	Platinum Real Estate SA (ex Dalystown S.A.)
Plazo:	30 años
Activos del Fideicomiso:	Bienes inmuebles, contratos de alquiler y fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso.
Comité de Calificación:	Julio Preve Folle, Martín Durán Martínez y Adrián Tambler.
Calificación de Riesgo:	BBB.uy
Vigencia de la calificación:	30 abril de 2027[1]
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por terceros[2]

[1] . La nota puede cambiar ante la aparición de hechos relevantes.

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

Resumen General

CARE ha calificado los títulos mixtos en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Platinum, manteniendo la calificación BBB (uy) de grado inversor.

A modo de resumen, los aspectos salientes de la calificación son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se consigna en el informe jurídico que se anexó en la calificación original. Un aspecto a tener en cuenta es que el proyecto se desarrolla en un inmueble aportado por los fideicomitentes. Este aporte se hace a través de la cesión de la totalidad del paquete accionario de una sociedad (Cepheus SA). Este tema se trata en el informe jurídico que se anexó en la calificación original.

- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor soporta una serie de escenarios de estrés ajenos al negocio, a los que razonablemente la calificadora sometió al proyecto en su calificación original.

- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico supera en el mismo sentido que en el punto anterior, diversas pruebas, incluyendo la aplicación de exoneraciones fiscales legales consistentes con las ampliaciones al régimen disponible. Estas fueron aprobadas en 2022.

- El operador del Fideicomiso es Platinum Real Estate S.A una empresa que si bien es de reciente creación, sus directores: Eduardo Campiglia y Ernesto Kimelman, tienen amplia experiencia y trayectoria en proyectos inmobiliarios de oficinas y vivienda de gran dimensión, siendo referentes en el sector y en el desarrollo de la zona donde se enclava el Proyecto Platinum (Cosmos). Asimismo se destaca su participación en la coinversión del proyecto en su calidad de ex propietarios de Cepheus SA.

- De modo especial se evalúa adecuadamente el atractivo de la zona y del segmento de unidades que ofrece el Administrador a través del Proyecto Cosmos (previamente Platinum). Por un lado, los antecedentes de los directores de la entidad administradora ofrecen los recaudos necesarios de conocimiento y experiencia en el sector y el negocio. En segundo lugar, la zona y las características del Proyecto se amalgaman correctamente y explotan un mercado en expansión que se ajusta a las necesidades del mercado en los segmentos que atiende el proyecto.

- La obra B se encuentra ya entregada al Fideicomiso, el acta de recepción provisoria fue firmada el 13 de agosto de 2025 y se espera que en febrero de 2027 se firme la recepción definitiva una vez que se cumpla el período de garantía y se levanten las observaciones. Se viene avanzando en la entrega de unidades a los propietarios y los inquilinos.

- El 30 de junio de 2026 se firmó el acta de recepción provisoria de la obra A fijándose 8 meses de plazo para el levantamiento de las observaciones. De no existir dificultades en ese proceso la obra quedará en garantía hasta diciembre de 2027 y luego se podría firmar la recepción definitiva. Algunos pisos ya se han comenzado a entregar a los futuros arrendatarios los que se encuentran realizando las obras internas.

- Se presentó al cierre del ejercicio 2025 la tasación del proyecto inmobiliario. El tasador, aplicando metodologías de comparación para unidades destinadas a la venta y flujo de fondos descontado para los activos destinados a arrendamiento, determinó un valor total de los inmuebles de 216,7 millones de dólares.

- El Proyecto Cosmos se encuentra diversificado entre vivienda y oficinas, ambas en segmentos de alto estándar y respondiendo al desarrollo de la centralidad en torno a 26 de marzo y Luis Alberto de Herrera, que se ha posicionado como un polo de atracción del punto de vista comercial, corporativo e inmobiliario.

- Se mantiene la visión positiva sobre el mercado inmobiliario en general, destacándose el dinamismo de la transaccionalidad y la inversión en nuevos desarrollos. 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 de oficinas mantiene las tendencias señaladas en actualizaciones anteriores y la vacancia sigue siendo relativamente baja, aunque la mayor oferta de los últimos años estaría elevándola ligeramente. La mayor vacancia se verifica en las oficinas de clase A y no alcanza por el momento a las A+ que son las que ofrece este Fideicomiso.

- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, se mantienen los estímulos a la oferta de nuevos emprendimientos inmobiliarios, en especial aquellos de Gran Dimensión Económica, a los cuales el Proyecto Cosmos adhirió. Hacia adelante, estos estímulos fiscales podrían ser revisados para nuevos proyectos.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de riesgo de los títulos mixtos en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado "Fideicomiso Financiero Platinum".

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 (en adelante BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa no obstante una recomendación o una garantía de CARE para futuros inversores, y por tanto la calificación debe tenerse en cuenta a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar, entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar los resultados que permitan honrar las obligaciones contraídas con los beneficiarios, conforme al proyecto de ejecución o al plan de negocios que la administración está mandatada a realizar, pudiendo modificarlo solo con arreglo a determinados procedimientos. Admitido el rango de Tasas Internas de Retorno (en adelante TIR) derivado de simulaciones realizadas por CARE como razonables para el proyecto, las futuras no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, se trata de una emisión de títulos mixtos con tasa de interés fija de 3% y tasa de interés contingente incremental con el correr de los años. En definitiva, la nota seguirá entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el pago, como mínimo del interés base del 3% del componente deuda 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 con fecha 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 Adrián Tambler, Martín Durán Martínez y Julio Preve. Asimismo, CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama para la realización del informe jurídico.

2. Antecedentes generales

- Se suscribieron títulos mixtos por hasta USD 165 millones. El objetivo del Fideicomiso es generar rentabilidad para los Titulares de los TTMM a través de la inversión en:

(i) La construcción de un proyecto inmobiliario denominado proyecto Platinum (actualmente COSMOS) con una superficie total de más de 91 mil m2 repartidos en tres edificios destinados a vivienda, oficinas, locales comerciales y estacionamiento. Este proyecto se ubica en la zona del Puerto del Buceo.

(ii) La venta y arrendamiento de oficinas, locales comerciales, viviendas y estacionamientos. El Plan de Negocios establece los destinos de cada tipo de unidad.

- El proyecto se desarrolla en terreno propiedad de CEPHEUS SA cuyo paquete accionario fue cedido a este Fideicomiso[3] . Una vez constituido el Fideicomiso Financiero Platinum, los Fideicomitentes transfirieron al patrimonio de afectación autónomo del Fideicomiso, la totalidad de las acciones en dicha sociedad, con lo cual el Fideicomiso pasó a ser titular del 100% del paquete accionario de CEPHEUS. En contraprestación por dicha transferencia, se pactó en el Contrato un precio de USD 34,4 millones (USD 32,4 millones en Títulos Mixtos y USD 2 millones en efectivo).

- El operador del Fideicomiso es Platinum Real Estate S.A (ex Dalystown S.A) cuyos directores detentan amplia experiencia y trayectoria en proyectos inmobiliarios de oficinas y vivienda de gran dimensión, siendo referentes en el sector y en el desarrollo de la zona donde se enclava el Proyecto Platinum (Cosmos). Por otra parte, sus directores también son fideicomitentes del Fideicomiso Financiero Platinum en su calidad de ex propietarios de Cepheus SA. El Fideicomiso ha designado al Comité de Vigilancia el cual se encuentra en funciones.

- El Fideicomiso tiene un plazo de duración de treinta (30) años, contados desde el inicio de actividades, o hasta el momento en que se liquiden todos los Activos del Fideicomiso y se cancelen todas las obligaciones derivadas del mismo. El plazo está dividido en dos períodos: período de inversión y desarrollo, de cuatro (4) años y un período de gestión activa del portafolio de unidades de vivienda, oficinas, locales comerciales y garajes, tanto para la venta como arrendamiento durante el plazo remanente.

- Los títulos mixtos emitidos pagan un interés base del 3% lineal anual sobre saldos de capital adeudados y un interés contingente con tasa incremental lineal anual sobre saldos de capital adeudados de 1,5% desde el año 4 hasta el año 7 inclusive, 3% desde el año 8 hasta el vencimiento de los Valores. Esta estructura reduce la carga de intereses a pagar durante el período de inversión en el proyecto edilicio, la cual se incrementa con el desarrollo del proyecto. A su vez, los títulos mixtos incluyen un componente de 10% de derecho de participación que refiere a pagos sobre el remanente, ya sea una vez cancelados todos los intereses o al momento de liquidación del FF Platinum (FFP).

- El FFP tiene una estrategia definida con foco principal en el mercado de oficinas y vivienda en una zona de alto estándar, atractiva como centro de servicios y oficinas. A su vez, el Proyecto contempla también locales comerciales y estacionamientos que complementan la oferta y diversifican riesgos entre distintos agentes económicos y servicios. El Proyecto Cosmos está orientado a la generación de espacios de oficinas A+.

- Se han realizado los trámites de exoneración fiscal previstos, obteniéndose la declaración de "proyecto promovido" del Ministerio de Economía y Finanzas en enero de 2022. En agosto 2021 se obtuvo el permiso de construcción por parte de la Intendencia de Montevideo. En febrero de 2022 se iniciaron las obras, adjudicadas a dos empresas (Constructora Sudamericana SA y Norte SA).

[3]. Al 5 de marzo de 2020, la firma IOCCO tasó el terreno en USD 40 millones.

- En cuanto a los aspectos comerciales, se modifica la forma de pago de las unidades hacia un esquema bimoneda definido por 30% en USD y 70% en UI. Esto responde a la coyuntura económica y al riesgo de descalce de monedas en caso de que el pago fuera en su totalidad en USD, más considerando el escenario reciente de apreciación del peso. En vistas de la coyuntura macroeconómica y la apreciación del peso uruguayo, acordaron estrategias de forwards con un banco de plaza.

- En 2022 se actualizó el modelo financiero considerando la evolución del escenario macroeconómico, en especial la evolución del dólar respecto a lo previsto inicialmente, el avance de obra, los cambios al plan comercial en materia de ventas y precios, lo que implicó una moderación de la TIR, pasando de 8,35% a 7,95%. En 2024 se realizó una nueva actualización ajustando los mismos conceptos a esa fecha, estimándose una TIR levemente menor (7,52%). Se recuerda que lo relevante para el inversor es la remuneración del componente deuda del título a través del pago como mínimo del interés base.

- En diciembre de 2022, la Dirección Nacional de Propiedad Intelectual del MIEM concedió la marca Cosmos al proyecto.

- En octubre de 2023 se firmó con la Intendencia de Montevideo el contrato de concesión de uso de la plaza ubicada en el espacio público lindero al padrón No 430.970 de Montevideo, para explotación comercial, por un plazo de diez años.

- En 2024, El Administrador acordó un nueva lista de precios para las unidades en venta, volviendo a fijar el dólar como moneda de venta, desandando la modalidad bimonetaria que había fijado previamente.

- En el segundo semestre de 2024 se aprobaron modificaciones al Contrato del Fideicomiso en Asamblea de titulares de los títulos mixtos. Estas modificaciones reflejan aspectos de la gobernanza, de la gestión operativa y de las definiciones comerciales

- Se estableció una modalidad de financiación a 48 meses, que ya fue aprobada por el Comité de Vigilancia, para la venta de las unidades de Cosmos Home.

- El 13 de agosto de 2025 se firmó la recepción provisoria de la obra B, y se procedió a la entrega de la misma al Fideicomiso, y a partir de setiembre se comenzaron a entregar las unidades comercializadas del inmueble (Cosmos Home). Se firmó el reglamento de Copropiedad del propiedad horizontal y el contrato de hipoteca sobre uno de los locales comerciales de HOME.

- En setiembre 2026 se firmó contrato de arrendamiento de oficinas por 5200 m2 por un periodo de 10 años con una empresa multinacional de renombre; a partir de febrero 2026 comenzaron a realizar su obra interna.

3. Hechos salientes del período

- El Fideicomiso se encuentra en la etapa de consolidación de la transición desde la fase constructiva hacia el desarrollo e inicio de la explotación comercial y operativa del activo.

- Al 30 de junio de 2026, el valor nominal de los títulos mixtos escriturales del Fideicomiso asciende a US$ 179.832.498[4] (equivalente a $ 7.230.373.741), compuestos por US$ 161.849.250 (equivalente a $ 6.492.744.494) correspondientes a derechos de crédito más US$ 17.983.248 (equivalente a $ 737.629.247) de derechos de participación sobre el remanente.

- Se avanza en el levantamiento de las observaciones en la obra B, el período de garantía vence en febrero de 2027 y se espera firmar la recepción definitiva en esas fechas. Se registró una mejora en los aspectos comerciales y se avanza en la firma de contratos de compraventa y en la colocación de unidades bajo el régimen de alquiler.

- El 30 de junio de 2026 se firmó el Acta de Recepción Provisoria de la obra A (Tower), fijándose un plazo de 8 meses para el levantamiento de observaciones. De no ocurrir problemas, una vez cumplido el levantamiento de las observaciones, la obra quedará en período de garantía hasta el 30 de diciembre de 2027, pudiéndose proceder a la firma de la recepción definitiva.

- Se están negociando 2600 m2 de la torre con un posible cliente, se concretó el arrendamiento de algunos locales comerciales y se avanzó con el contrato del operador gastronómico para el piso 30.

- El 13 de abril comenzó la obra de oficinas flexibles en los pisos 1 y 2 de Cosmos Flex. El 22 de setiembre se firmó la recepción definitiva de esa obra.

- Se desarrollan diversas actividades de marketing para posicionar la oferta de los diferentes productos, destacándose la inauguración de Cosmos, realizada el 21 de abril, con más de 280 asistentes, amplia cobertura en medios y el lanzamiento del video institucional, que tuvo como objetivo instalar a Cosmos en la conversación sobre el futuro del trabajo y la vida urbana.

Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Informe trimestral del Administrador febrero-abril 2026 y mayo – julio 2026.

- Carta de abogados sobre no existencia de contingencias jurídicas del 1 de junio y 3 de setiembre de 2026.

- Informe Fiduciario febrero-abril 2026 y mayo – julio 2026.

- EE.CC. intermedios del Fiduciario al 30/06/26

[4]. El monto es superior al máximo autorizado (165 millones de dólares) ya que el contrato establece que el interés base de los primeros tres años será capitalizado. El monto de máximo de la emisión fue completado en mayo de 2026 al integrarse el saldo de 2,4 millones de dólares.

- EE.CC. intermedios del Fideicomiso al 30/06/26
- EE.CC Intermedios de Cepheus SA al 30/04/26
- Balance de Platinum Real Estate al 30/09/25
- Informe Comité de Vigilancia Nos 19 y 20.
- Calificación original realizada en 2021 y actualizaciones posteriores
- Encuesta periódica de RESEARCH Uruguay a agosto 2026 sobre la oferta y la demanda inmobiliaria contratada para CARE.
- "Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas"; setiembre de 2026. Informe elaborado para CARE por Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette.
- Informe de Oficinas de Marketplace Real State. Q1 2026.

Los procedimientos operativos seguidos en este caso, se encuentran detallados en el Manual de Procedimientos de CARE. En esencia, asocian en una matriz de análisis, factores de riesgo cualitativos y cuantitativos, agrupados y ponderados según el punto de vista del comité de calificación, para culminar ese análisis en un puntaje que se equivale con una nota[5] .

[5]. Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas…." Punto 3.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS TITULOS

Se ofrecieron en oferta pública títulos mixtos en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Platinum, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los títulos y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Platinum

Fiduciario: EF Asset Management

Administrador: Platinum Real Estate S.A (ex Dalystown SA)

Entidad Representante: Bolsa de Valores de Montevideo (BVM)

Títulos a emitirse: Títulos Mixtos (90% deuda, 10% equity)

Activos del Fideicomiso: Bienes inmuebles, contratos de alquiler y fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso.

Moneda: Dólar fondo

Importe de la Emisión: USD 165 millones

Distribuciones: Anuales con interés base de 3% e interés contingente sobre el componente deuda, según procedimiento establecido en el contrato.

Calificadora de Riesgo: CARE Calificadora de Riesgo.

Calificación de Riesgo: BBB.uy

2. El análisis jurídico

El Informe de Contingencias Jurídicas se incluyó como anexo en la calificación original.

Después de haber analizado y relevado la información jurídica y contractual vinculada al Fideicomiso Financiero[6] que se califica y el Due Diligence de Cepheus SA, el informe jurídico señala que la estructura jurídica cumple con los requisitos formales. En particular señala que:

[6]. Prospecto Informativo, Contrato de Fideicomiso Financiero, Contrato de Administración, Contrato de Entidad Representante y Documento de Emisión en su versión borrador

"..como concepto general que la estructura jurídica cumple con los requisitos formales y de poder normativo negocial de las partes. En cuanto a los derechos de crédito y participación que derivan de los Títulos Mixtos a emitirse, no se advierten obstáculos jurídicos insalvables en la estructura proyectada. "

Más adelante, en la sección de contingencias jurídicas, recorre el poder normativo de los constituyentes, el poder normativo de los títulos mixtos y el due diligence legal. Sobre esto, concluye que ***"la primera etapa de la cláusula 3 del Contrato está cumplida y el Informe comentado demuestra con solvencia que están dados todos los requisitos jurídicos para la transferencia de las acciones concomitantes con la suscripción de los Valores.***

"Recapitulando, la estructura jurídica adoptada no merece reproche en orden a su validez y eficacia obligacional. Ello no es óbice de considerar los precedentes comentarios a la hora de tomar la decisión de invertir en la emisión bursátil de marras."

Finalmente, y a modo de cierre del informe, se destaca la conclusión sobre el proceso de emisión y el repago de los títulos mixtos:

"En conclusión y con las particularidades explicadas en el curso de este informe, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura y no se advierten contingencias jurídicas insubsanables en el proceso de emisión y el período de repago de los Títulos Mixtos."

3. Riesgos considerados

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

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

III. LA ADMINISTRACIÓN.

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: EF Asset Management (EFAM) en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Platinum Real Estate SA (antes Dalystown SA) en su calidad de administrador y organizador.

1. Ef Asset Management (EFAM) (La Fiduciaria)

La empresa administradora o fiduciaria es EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A (EFAM). Se trata de una sociedad anónima cerrada que tiene por objeto la administración de fondos de inversión y fideicomisos de cualquier naturaleza. Fue inscripta en el Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el N° 2014 – Rut: 214769530012.

El 20 de agosto de 2003, el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó a la sociedad a funcionar en el marco de la Ley de Fondos de Inversión No. 16.774 del 27 de setiembre de 1996 y su modificación posterior en la Ley No. 17.202 de fecha 24 de setiembre de 1999.

El 9 de julio de 2004, el BCU (comunicación No. 2004/188) autorizó a la firma a actuar como Fiduciario Financiero en el marco de la Ley No. 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la sociedad fue inscripta en el Registro de Mercado de Valores del BCU como Fiduciario Financiero.

El 23 de mayo de 2005, el BCU la autorizó a actuar como Fiduciario Profesional en el marco de la citada ley (17.703). En la misma fecha, la sociedad fue inscripta en el Registro de Fiduciarios Profesionales, Sección Fiduciarios Generales que lleva el BCU.

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC intermedios al 30 de junio de 2026 sigue mostrando una sólida situación de solvencia.

El ratio de liquidez para el ejercicio, medido como la razón corriente, sigue estando por debajo de la unidad. Cabe recordar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado. Esto relativizaba la circunstancia de tener una razón corriente por debajo de la unidad como se ha mencionado.

A continuación se exponen, en forma resumida los estados de situación y resultados intermedios al 30/06/2026 y su comparativo con ejercicios anteriores.

Cuadro 1: Datos del Estado de Situación de EFAM (miles de $)			
Concepto	**30/6/2026**	**31/12/2025**	**31/12/2024**
Activo Corriente	37.699	32.193	33.440
Activo no Corriente	308.699	287.528	290.099
Total Activo	**346.398**	**319.720**	**323.539**
Pasivo Corriente	43.244	38.988	45.457
Pasivo no Corriente	269.160	250.654	249.374
Total Pasivo	**312.404**	**289.642**	**294.830**
Patrimonio	**33.994**	**30.079**	**28.708**
Total Pasivo y Patrimonio	**346.398**	**319.720**	**323.539**
Razon Corriente	**0,87**	**0,83**	**0,74**

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término del primer semestre de 2026 muestran un nivel de facturación superior respecto al mismo periodo del año anterior lo que determina un incremento en el resultado parcial.

Cuadro 2: Estado de Resultados de EFAM (miles de $)			
Concepto	**30/6/2026**	**30/6/2025**	**31/12/2025**
Ingresos Operativos	57.502	49.372	103.621
Gastos Adm. y Vtas.	(46.939)	(41.679)	(89.335)
Resultado Operativo	**10.563**	**7.693**	**14.286**
Resultados Financieros	(5.309)	(6.931)	(11.407)
Resultados antes de impuestos	**5.254**	**763**	**2.879**
IRAE	(1.339)	(381)	(1.508)
Resultado del período	**3.915**	**382**	**1.371**
Res Operativos/Ingresos	18,37%	15,58%	13,79%
Res Ejercicio/Ingresos	6,81%	0,77%	1,32%

Fuente: EE.CC de EFAM

Mantiene bajo su administración una importante cartera de fideicomisos en cantidad y diversidad; por lo que su idoneidad para esta función no ofrece dudas.

En consecuencia, no se advierten riesgos sobre su desempeño como administrador fiduciario.

2. Platinum Real Estate SA

Platinum Real Estate SA (antes Dalystown S.A), es la administradora; se trata de una sociedad anónima cerrada, uruguaya, con acciones nominativas constituida el 11 de octubre de 2019. Es la encargada de llevar adelante las funciones que como administrador le encomiendan el contrato de Fideicomiso y el Contrato de Administración. El presidente del Directorio es Eduardo Campiglia Larre y su vicepresidente Ernesto Kimelman Epstein. La composición del capital accionario es la siguiente:

- Eduardo Campiglia Larre 30,04%
- Germán Campiglia Monzón 12,00%
- Patricia Lara Campiglia Monzón 12,00%
- Ernesto Kimelman Epstein 24,96%
- Tali Kimelman Flechner 7,00%
- Gali Kimelman Flechner 7,00%
- Dana Kimelman Flechner 7,00%

De lo anterior surge claramente que la sociedad Platinum Real Estate SA no cuenta con antecedentes previos en las funciones a que se compromete en esta operación, por lo tanto, su capacidad e idoneidad hay que buscarla en sus accionistas que, como puede verse, lo son las familias Campiglia y Kimelman,

Este aspecto fue exhaustivamente analizado en ocasión de la calificación original y la conclusión fue positiva. Nada ha ocurrido que justifique cambiar el juicio favorable por lo que no cabe reiterar dicho análisis remitiéndonos al documento mencionado.

En aquella oportunidad se destacaba el compromiso de los operadores en el hecho que aportaban al Fideicomiso, en tanto fideicomitentes, el inmueble sobre el cual se está desarrollando el proyecto. Esto ya ocurrió con la primera emisión realizada en julio de 2021; en realidad el Fideicomiso adquirió el 100 % del paquete accionario de Cepheus SA (empresa subsidiaria propietaria del inmueble) al costo de USD 34.4 millones.

La composición del capital accionario y directorio de la sociedad se mantiene tal como fue mencionado en anteriores actualizaciones. Desde el punto de vista económico financiero, el cierre de balance al 30/09/2025 (último disponible), no permite inferir dificultades que pongan en riesgo su actuación como operador de esta operación.

3. El Fideicomiso

El Fideicomiso Financiero Platinum, se constituyó mediante contrato de fecha 14/12/2020 entre EFAM (Fiduciario), Platinum Real Estate SA (antes Dalystown SA) en calidad de Adminstrador y los suscriptores iniciales de los valores en calidad de Fideicomitentes.

Con fecha 17/6/2021 el BCU autorizó su inscripción en el Registro del Mercado de Valores según comunicación No 2021/114.

El 16/7/2021 se procedió a la suscripción en oferta pública de los Títulos Mixtos escriturales por USD 165 millones, realizándose la primera emisión el 19/07/2021 por USD 32.4 millones cuya integración se materializó, tal como estaba estipulado, mediante transferencia de acciones de Cepheus SA (propietaria del terreno).

Dado que el Fideicomiso cumple con las condiciones de entidades de inversión, las participaciones en subsidiarias no se consolidan y en su lugar se presentan al valor razonable con cambio de resultados. Cepheus SA es la sociedad encargada de desarrollar el proyecto y es la propietaria del terreno asiento de los edificios a construir.

Como se sabe, el 90% de la emisión es deuda por la que el Fideicomiso paga intereses, 3 % lineal anual más un interés contingente incremental tal como se describe en otra sección. En consecuencia, esta partida figura en el pasivo del Fideicomiso mientras que en el patrimonio se registra el restante 10 %. Los intereses devengados y no abonados por no contar con fondos netos distribuibles, se capitalizan.

A mayo de 2026, las emisiones realizadas (21 en total) suman un total acumulado de USD 165 millones; la última de las cuales, el 20/05/2026, fue por USD 2.4 millones. Esto no incluye las emisiones realizadas por capitalización de intereses que, a la misma fecha, fueron por USD 14.8. En consecuencia, el valor nominal de los Títulos Mixtos al 30/6/2026 era de USD 179.8 millones de los cuales USFD 161.8 millones son representativos de deuda (pasivo financiero no corriente), mientras que USD 18 millones son participación en el negocio (patrimonio).

La modalidad acordada para llevar adelante el proyecto es, como se ha dicho, a través de la Subsidiaria no Consolidada (SNC) o sea, Cepheus SA. En tal sentido, el 22/1/2022 se firmó un contrato por el cual el Fideicomiso le otorga una línea de crédito a la SNC por USD 101.7 millones con la cual financiará la obra; dicho crédito devengará un 5% de interés anual. Posteriormente, el 13/10/2025, se amplió dicha línea de crédito por hasta la suma de USD 114.9 millones.

Con fecha 31/05/2026, se procedió a la capitalización de la totalidad de la línea de crédito hasta la fecha; el importe total capitalizado, incluyendo los intereses devengados y no abonados fue de USD 124.4 millones.

La inversión neta en la SNC que figura en los EE CC del Fideicomiso al 30/06/2026 equivale a unos USD 192.4 millones, se incluye en el activo no corriente (Cuadro 3) y refleja el avance de las obras tal como se describe en otra sección. En este caso no corresponde tasar los inmuebles por tratarse de un cierre intermedio los que mantienen su valor de cierre, excepto por lo que refiere a cambios físicos por avance de obras; al cierre del semestre, el valor contable de los proyectos inmobiliarios incluidos en los EE CC de la SNC era del orden de USD 221.5 millones.

En los cuadros siguientes se presentan en forma resumida los EE CC intermedios del Fideicomiso al 30/06/2026 y su comparativo con periodos anteriores.

Cuadro 3: Estado de Situación del Fideicomiso (miles USD)

Concepto	30/6/2026	31/12/2025	31/12/2024
Total Activo	**206.157**	**191.956**	**144.512**
Activo corriente	13.724	5.043	8.619
Activo no corriente	192.433	186.914	135.893
Total Pasivo	**173.263**	**158.447**	**143.960**
Pasivo corriente	12	136	147
Pasivo no corriente	173.250	158.311	143.813
Patrimonio	**32.894**	**33.510**	**552**
Total Pasivo y Patrimonio	**206.157**	**191.956**	**144.513**
Razon Corriente	**1.143,67**	**37,08**	**58,63**

Fuente: EE.CC Fideicomiso Platinum

Se reitera que el 90 % de la emisión se considera deuda por lo que en el cuadro precedente ese concepto se registra en el pasivo y no en el patrimonio en que solo se considera el 10 % de la misma. En el cuadro precedente la porción de deuda de la emisión es de USD 161.8 millones mientras que integra el patrimonio USD 18 millones, cifra notoriamente inferior en términos nominales al patrimonio contable.

Cuadro 4: Estado de Resultados del Fideicomiso (miles USD)			
Concepto	**30/6/2026**	**30/6/2025**	**31/12/2025**
Ingresos Operativos	2.017	275	39.402
Egresos operativos	(122)	(118)	(291)
Resultado Operativo	**1.895**	**157**	**39.111**
Resultados Financieros	(4.378)	(3.532)	(7.373)
Resultados antes de impuestos	**(2.483)**	**(3.375)**	**31.738**
IRAE	(3)	-	(6)
Resultado del período	**(2.486)**	**(3.375)**	**31.732**

Fuente: EE.CC Fideicomiso Platinum

Los ingresos operativos se definen como el cambio de valor de la SNC, en el semestre informado fue de USD 2 millones, se reitera que el estado de los negocios se analiza en otra sección.

Los intereses a pagar por los títulos (base y contingentes) son devengados y no generan incumplimiento si no son abonados en la fecha de pago según cláusulas contractuales. En el semestre, los intereses devengados fueron del orden de USD 3.5 millones; esto explica en buena medida los resultados parciales negativos.

Riesgos Considerados

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de la firma administradora, con las características mencionadas en los párrafos precedentes, y de EFAM así como la creación del Comité de Vigilancia se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario con las responsabilidades del proyecto está muy acotado. *Riesgo bajo.*

Riesgo de conflictos, derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido y en tanto la existencia de previsiones para enfrentarlos. Por iguales razones que el anterior, resulta poco probable que aun dándose conflictos, el fiduciario y la administradora no pudieran resolverlos a satisfacción del proyecto. *Riesgo casi nulo.*

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

Riesgo por cambio de administrador, se encuentra también previsto en función de diversos resultados. *Riesgo bajo.*

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos del proyecto

De acuerdo al contrato del Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el Prospecto de emisión, el objeto principal del Fideicomiso es generar rentabilidad para los titulares mediante **i)** el desarrollo de un proyecto inmobiliario (Cosmos) que consta de tres edificios con una superficie total de más de 91 mil m2 y; **ii)** la posterior venta de viviendas y arrendamiento y usufructo de oficinas, locales comerciales y estacionamientos del citado complejo. Para la creación del Fideicomiso Financiero, los Fideicomitentes cedieron una sociedad (Cepheus) que detentaba la propiedad del bien inmueble sobre el cual se desarrolla el proyecto inmobiliario Cosmos, a lo que se suma la emisión de títulos mixtos a ser adquiridos por inversores (con una participación de deuda de 90% y derechos de participación de 10%)

En la calificación original se detallaron los aspectos centrales del proyecto y se realizó un análisis exhaustivo del modelo financiero, sometiéndose satisfactoriamente a una serie de escenarios de estrés sobre las principales variables del negocio. ***Los ingresos proyectados en el modelo de negocios se generan a través de dos elementos: (a) el ingreso por alquileres de oficinas, estacionamiento y locales comerciales, (b) el ingreso por la venta de unidades destinadas a la vivienda y estacionamiento (y el alquiler del remanente en el proceso de venta).*** Es de notar que de la superficie total comercializable, 52% está destinada a oficinas, 11% a viviendas, 4% a locales comerciales y 32% en estacionamientos.

Los ingresos por arrendamiento comienzan a generarse una vez finalicen las obras, mientras que la comercialización de las unidades de vivienda y garajes comenzaron antes. La venta ha evolucionado por debajo de lo previsto y las obras han finalizado a fines de enero de 2026, por lo que en 2026 ya deberían comenzar a generarse ingresos crecientes por arrendamientos. Estos elementos se incorporan en la actualización del modelo financiero.

El modelo financiero original asume que en un período de siete años se venden todas las unidades destinadas a vivienda que ocupan aproximadamente el 10% de los metros cuadrados totales del proyecto. Esto se revisa semestralmente en el Plan Comercial. En el prospecto original se establece que las oficinas, locales comerciales y la mayor parte de los estacionamientos son destinados al arrendamiento (el remanente de estacionamientos se vende en el mismo plazo que la vivienda). Los arrendamientos comienzan al finalizar la obra con un porcentaje de vacancia que va reduciéndose hasta alcanzar el 5% en el octavo año. Los precios son fijados en dólares americanos. Dado el Modelo de Negocios, el FFP incorpora en sus flujos financieros un período de inversión de cuatro años en el cual paga un interés base de 3%, para luego incorporar un componente contingente y creciente de 1,5% cada tres años.

2. Evaluación de la inversión, riesgos asociados y sensibilizaciones

El Proyecto Cosmos prácticamente ha culminado la etapa de inversión que comenzó en 2022. El proyecto se separó en dos obras simultáneas, y producto de varios atrasos ocurridos una de ellas fue entregada en agosto/setiembre de 2025 y la otra en junio/julio de 2026. Las obras estuvieron a cargo de Constructora Sudamericana y Norte Construcciones.

En relación al plan comercial, en anteriores actualizaciones se comentó sobre cambios al plan original de ventas que buscan acelerar el ritmo de comercialización. En particular, se preveía vender 80% de las viviendas y 15% de los estacionamientos en los primeros cuatro años del proyecto, y se ajustó al alza el precio de las viviendas y de los estacionamientos. Esto tenía como objetivo adecuar el plan al contexto macroeconómico, en especial a la inflación en dólares acumulada durante los últimos años que aumentan la incidencia de los costos constructivos, en particular los denominados en moneda local. También producto del desfase de la evolución de los costos de construcción con el dólar, el Administrador aprobó un cambio en la forma de pago, pasando a un esquema bimonetario (30% en dólares en concepto de seña y compromiso y 70% en UI por avance de obra y ocupación). Sin embargo, esto fue dejado sin efecto durante el primer semestre de 2024, volviendo a una modalidad exclusivamente en dólares. Adicionalmente, en aras de moderar el riesgo tipo de cambio sobre los ingresos del proyecto, se implementaron contratos de forwards que buscaron moderar el riesgo de tipo de cambio sobre los resultados financieros del proyecto.

Las primeras ventas se registraron en 2022. Existen tres modalidades de pago: contado, por avance de obra y financiado hasta la ocupación. En relación al ritmo de ventas, en 2022 se informan ventas algo por encima de lo previsto. Sin embargo, durante 2023 las ventas se ralentizaron, y con información a junio de 2026, el ritmo de comercialización de las viviendas y los garajes se mantiene por debajo de lo esperado, tanto para las viviendas como para los garajes. No obstante a partir del segundo trimestre de 2026 se observa una sensible mejora en el ritmo de venta y arrendamientos. En este sentido, el Plan Comercial estimaba ventas por unos 7.000 metros cuadrados en los primeros cuatro años, de los cuales se han comercializado aproximadamente el 65%. Los garajes han tenido un dinamismo algo menor, habiendose comercializado el 52%. Estas cifras consideran las negociaciones por el pago del mayor aprovechamiento edilicio con la IM, que equivale a 1,95 mil metros cuadrados de vivienda (aprox 21% de la superficie vendible) y 24 garajes (aproximadamente el 16% de los estacionamientos).

Sobre los arrendamientos, no se han informado modificaciones sobre el plan comercial. Igualmente, los precios se ubicaban en línea con los del segmento de oficinas A+ de emprendimientos competitivos, tal como se detalla en informes anteriores y se retoma en el próximo capítulo. Lo mismo ocurre con las tasas de ocupación de las oficinas, que se ubican actualmente en niveles altos, particularmente en la zona de influencia del Proyecto Cosmos. La tasa de ocupación de las oficinas prevista se juzga adecuada dado el mercado y la vacancia exhibida por otros emprendimientos similares.

En relación al desarrollo financiero del proyecto, en 2022 se realizó una actualización sobre el modelo original que recogía cambios en los costos de construcción y actualizaba las variables exógenas que contextualizan el desarrollo del negocio. Esto implicaba una TIR de 7,95%, 40 puntos básicos por debajo de la prevista en el plan original. La TIR estimada bajo ese nuevo escenario se ubicaba en 7,52%, aunque en este caso la TIR reviste una importancia menor ya que el 90% del valor de los títulos es deuda y tiene un compromiso de remunerar un interés básico (3%), más un adicional de interés contingente, restándole de esta forma importancia al componente participación.

En la calificación original se plantearon distintos escenarios de sensibilidad sobre el flujo de fondos esperado, impactando los precios y curvas de ocupación. En este sentido, bajo distintos escenarios de sensibilidad planteados en la calificación original, las TIRs estimadas se ubicaban entre 1,6 pp y 0,6 pp por debajo de la TIR original. Es de notar que, como se describe en el capítulo I, la calificación se realiza considerando esencialmente el interés base comprometido (3%) que se calcula sobre el componente deuda de los títulos mixtos (90%).

El modelo financiero analizado por la Calificadora, con los supuestos comentados, muestra que ya sea el Fideicomiso Platinum o Cepheus SA, logran cumplir en forma adecuada con sus obligaciones durante todo el período de vigencia del Fideicomiso. El Flujo de fondos del Fideicomiso considera el pago del interés base y también del contingente, lo que implica para todo el período una TIR del 5,07% por el componente deuda (90% del TM).

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. Considerando el modelo de negocios descrito en el Prospecto, sus supuestos, el desarrollo inmobiliario de la zona y la diversidad de la fuente de ingresos que tiene el Administrador se considera que existe un riesgo moderado de generación de los flujos. El mercado de arrendamientos se mantiene firme en los segmentos del proyecto, pero esto será testeado una vez se avance en la colocación de apartamentos, oficinas y estacionamientos. *Este riesgo por tanto es bajo-medio.*

Riesgo de descalce de monedas. Podría haber descalce en tanto los ingresos serán mayormente en dólares, el costo de la construcción es mayormente denominado en moneda nacional y las tasas de interés pagadas a los inversores están nominadas en moneda extranjera. *Este riesgo por tanto es medio.*

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 Platinum, 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, estacionamientos y oficinas A +, el mercado relevante para el producto ofrecido por el FF Platinum. 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.

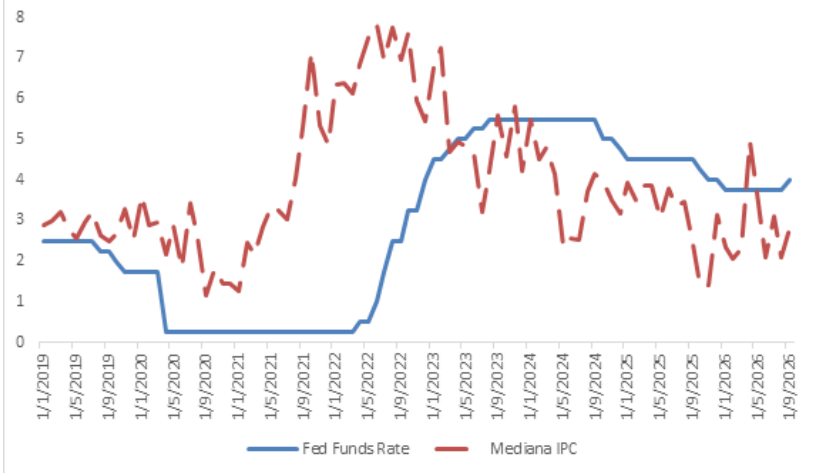
En este marco, las principales economías del mundo continúan mostrando desempeños dispares, con una política monetaria internacional que, si bien ha dejado atrás el tramo más contractivo del ciclo, ha evidenciado un cambio de orientación en los últimos meses. En particular, en su reunión del 16 de setiembre 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.

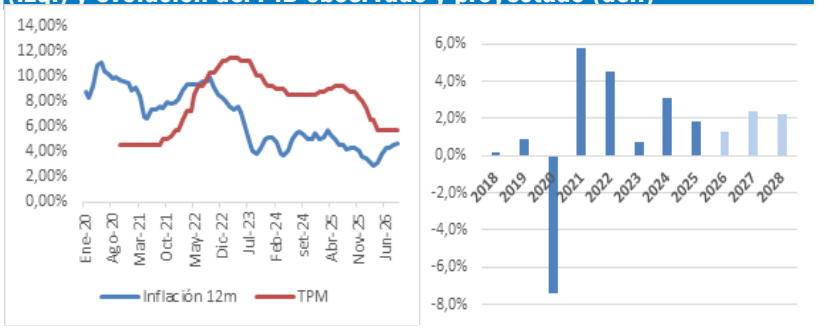
Luego de un 2024 en el cual el dólar se apreció en Uruguay, siguiendo la tendencia global y algunos eventos de risk off como la incertidumbre política por el plebiscito de la Reforma de Seguridad Social, este fenómeno se revirtió completamente en 2025. Esto implicó que, luego de la corrección de precios 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.)

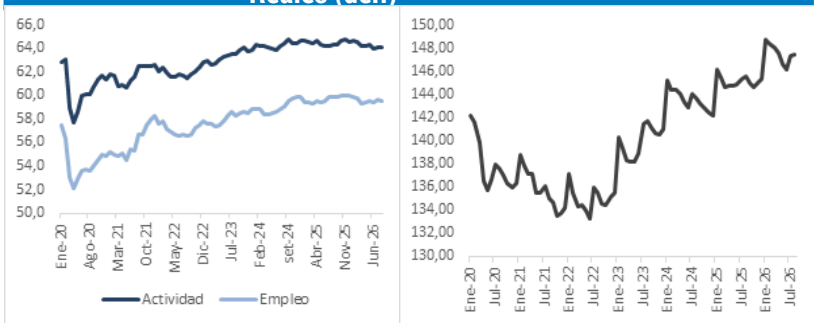


Fuente: INE, BCU, BM y IMF

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

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

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.

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.

En el caso del sector corporativo, de oficinas, luego del shock negativo de la crisis sanitaria, se ha recuperado producto de la llegada de nuevos demandantes (con estándares más elevados), la reconfiguración de los espacios de trabajo y la descentralización territorial del real estate corporativo. Todo esto implicó el desarrollo de nuevos emprendimientos, manteniendo niveles de vacancia reducidos en los ya existentes. A continuación se detalla el desempeño reciente de este último sector, relevante para el FFIRI.

A. Oficinas A y A +

A mediados de la década del noventa, producto del desarrollo del sector servicios en la economía uruguaya, el mercado de oficinas en Uruguay comenzó a evidenciar un proceso de transformación con la aparición de nuevas industrias y el desarrollo de nuevos centros de negocios, ampliando la distribución geográfica de las oficinas. El avance de la globalización y la fragmentación de los procesos en las cadenas de valor globales ha ido posicionando a Uruguay como un país competitivo para instalar empresas de servicios en conexión con el resto del mundo. Esto se ha beneficiado de varios elementos vinculados a la calidad de las instituciones, la infraestructura, la seguridad jurídica y un marco regulatorio que apuntó a fomentar este tipo de emprendimientos.

Los sectores de TICS, Servicios Financieros, Servicios Profesionales, Outsourcing de grandes empresas, son algunos de los ejemplos de actividades que sostienen la demanda en el mercado de oficinas de alto estándar y que han tenido un importante desarrollo en los últimos años. En particular, los servicios globales de exportación continúan creciendo producto del contexto global, las políticas públicas y el posicionamiento del sector en un mercado internacional que busca eficiencias a través de la deslocalización de procesos. Todo lo anterior apuntala el desempeño del sector inmobiliario corporativo de oficinas.

El primer hito fue la construcción de las oficinas WTC. En el período 2005 – 2012, el país comenzó a recibir inversión extranjera directa para producir edificios de oficinas que se enmarcaron en lo que se denomina “servicios globales” y donde Uruguay ofrece condiciones de competitividad genuinas. En paralelo, las Zonas Francas y el desarrollo de otros centros de oficinas a lo largo de Montevideo permitieron ampliar y diversificar la oferta. Más recientemente, se han desarrollado nuevos emprendimientos y emergen nuevas centralidades a nivel geográfico a lo largo de Montevideo y extendiéndose hacia Canelones. Por su parte, la consolidación del trabajo híbrido también implica nuevas demandas sobre los espacios de oficinas que implican potenciar variables de entorno, colaboración e innovación, priorizando elementos vinculados al ambiente y la energía. Todos estos, permiten seguir desarrollando la oferta de espacios corporativos, en Montevideo y alrededores.

i. Oferta de oficinas

De acuerdo con Uruguay XXI y Workplace Real Estate, el stock de oficinas A y A+ ha crecido de forma sostenida en los últimos treinta años, con especial énfasis durante la última década y con varios emprendimientos que se han ido incorporando al stock en los últimos años.

Según Workplace Real Estate, a finales de 2024, la oferta total de oficinas superaba los 334 mil m2, creciendo casi 6% respecto a un año antes. Durante 2025 se completaron Brusco Ejido (Centro), Carrasco Hub (Carrasco Norte) y se inauguró WTC Punta del Este, incorporándose unos 27 mil m2 al mercado. Lo anterior refuerza el dinamismo del sector y reafirma la creación de nuevas centralidades, con el corrimiento geográfico de la oferta, incluso a Punta Del Este. Adicionalmente, algunos hoteles de Montevideo se han transformado en espacios de oficinas, tendencia reciente que implica adaptar espacios y reafirma el atractivo del sector.

La oferta de oficinas es cada vez de mayor calidad y se está adecuando a las formas de trabajo modernas, con espacios flexibles que favorecen la interacción y que generan un mayor compromiso con las empresas, fomentando la colaboración y priorizando los espacios de trabajo abiertos. Es importante notar que estos últimos elementos han ganado mayor importancia luego de la pandemia que aceleró la incorporación de estas tendencias a los espacios de oficinas, en especial generando un entorno al estilo cowork, con espacios dedicados a reuniones, pero priorizando los espacios amplios. Otros elementos que se han incorporado a la oferta son normativas y certificaciones ambientales y de eficiencia energética, en línea con las tendencias internacionales. Por ejemplo, el 100% de los edificios Clase A+ en construcción cuentan con certificaciones ambientales ESG.

ii. Demanda, vacancia y precios

En los últimos años, la demanda ha sido motivada por empresas que migran sus oficinas a edificios con mejores prestaciones. En este sentido, la demanda se ha concentrado en espacios con altos estándares en términos de seguridad, plantas libres y muy iluminadas, espacios compartidos de trabajo y amenities corporativos y muy buen sistema de transporte y entorno. A su vez, la crisis sanitaria y la preocupación por los espacios ha llevado en algunos casos a considerar estos elementos a la hora de la decisión de arrendar.

Sin embargo, la demanda por oficinas se habría movido a distintas velocidades, producto de las derivadas de la crisis sanitaria. Por un lado, la incertidumbre y el teletrabajo; por otro la necesidad de adecuar los espacios a nuevos requerimientos. En este sentido, de acuerdo a Workplace Real Estate el mercado se reactivó a fines de 2021, manteniéndose el dinamismo con una vacancia reducida. Esta tónica se mantiene a fines de 2023 y principio de 2024, con una vacancia que continúa reduciéndose en el mercado de oficinas. Workplace indicaba que la vacancia en edificios A+ se ubicaba en 2,3% para 2024.

Según el informe de Workplace de 2026, durante 2025 la demanda mostró señales de cambios, influenciada por movimientos estratégicos globales de empresas como BASF, Sabre, PedidosYa y Mercado Libre, entre otros. Se estima ahora una vacancia de 6,8% para los edificios de Clase A+, una vacancia de un 16,2% para los edificios Clase A y unos 12 mil m2 de stock disponible para arrendar.

Los precios de arrendamiento de oficinas según el último relevamiento realizado por Workplace (2026), se mantienen estables en torres Clase A+ y A existentes; sin embargo, la evolución y sofisticación de los servicios en torres nuevas está redefiniendo la ecuación de valor del mercado corporativo.

Para oficinas A y A+ los precios se ubican entre 22 USD y 28 USD por metro cuadrado, para un edificio de más de 25 años y en la otra punta para un edificio más moderno los precios pueden variar entre 25 y hasta 50 dólares por metro cuadrado, dependiendo de las terminaciones, la altura y ubicación dentro de la torre, las inversiones requeridas, la localización y la condición (zona franca o régimen tradicional).

Se proyecta para 2026 la incorporación de 47 mil m2 adicionales que ingresarían al stock de oficinas A+, lo que implicaría un incremento de un 14% en el stock. Con el ingreso de Cosmos en Pocitos Nuevo y otros desarrollos se llegaría a los 409 mil m2 de oficinas A y A+.

B. 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.

i. 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.

i.i. Factores que inciden en la demanda para uso
i.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 6 - Tipo de vivienda buscada por "hogares que buscaron en los últimos tres meses"

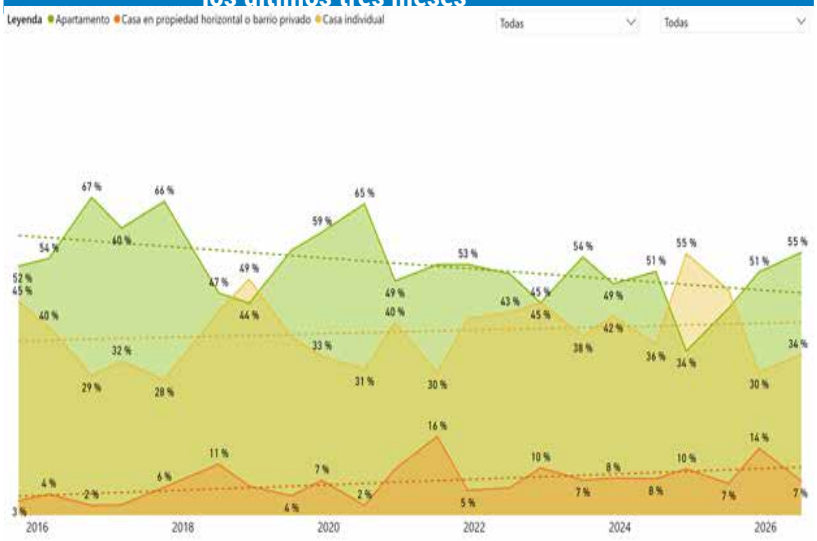
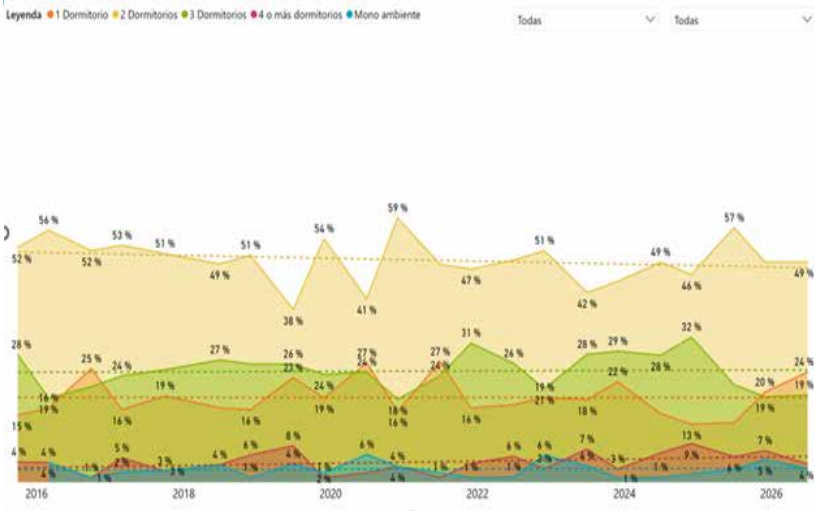


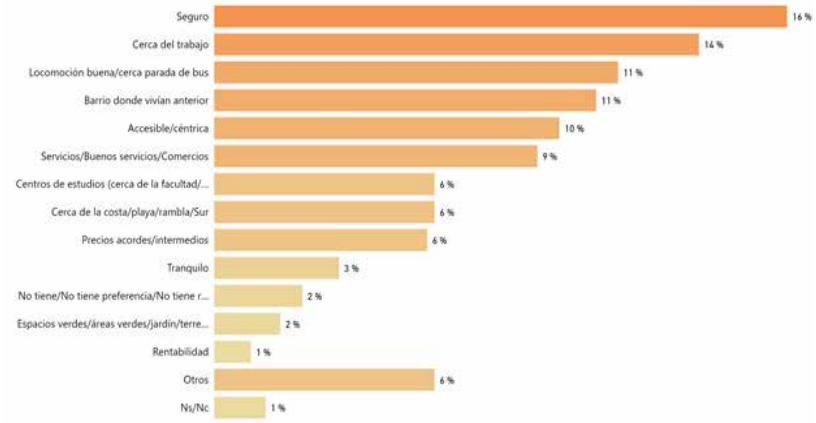
Gráfico 7 - Cantidad de dormitorios buscados por "hogares que buscaron en los últimos tres meses"



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 8 - 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.

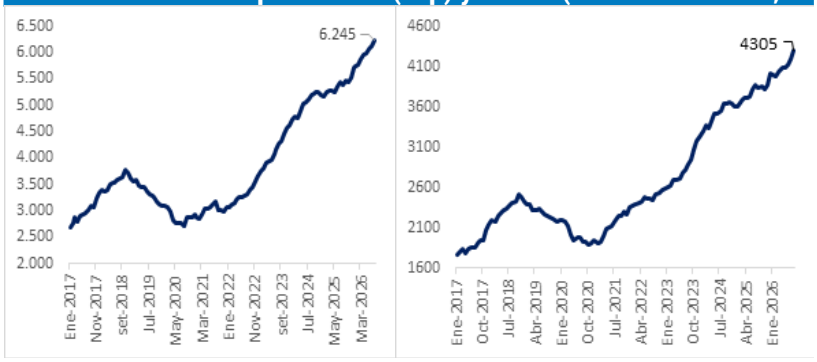
i.i.ii. Factores Económicos

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.

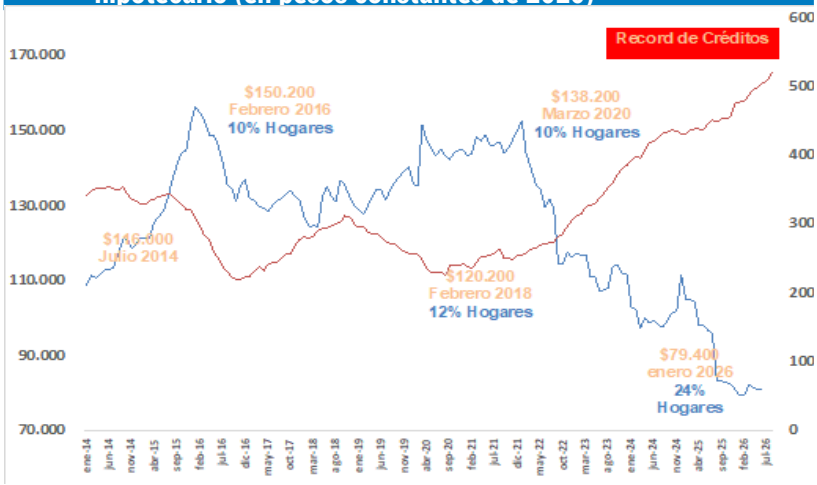
En el año móvil considerado a setiembre de 2026 se realizaron aproximadamente 5.720 operaciones de crédito hipotecario, mientras que los nuevos créditos a la vivienda alcanzaron unos 4.305 millones de UI, equivalentes a aproximadamente US$ 650 millones anuales. El ticket promedio se ubicó en torno a 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 9 y 10 – 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 11 - 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.

i.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.

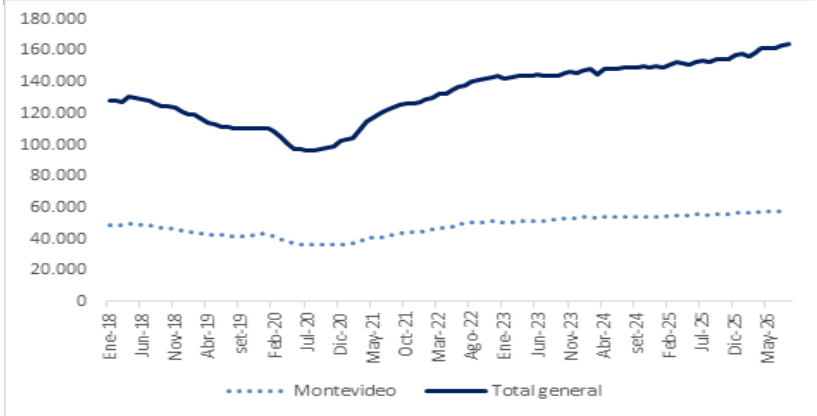
ii. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres

ii.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 12 – Inscripciones de inmuebles en Compraventa (12 meses móviles)



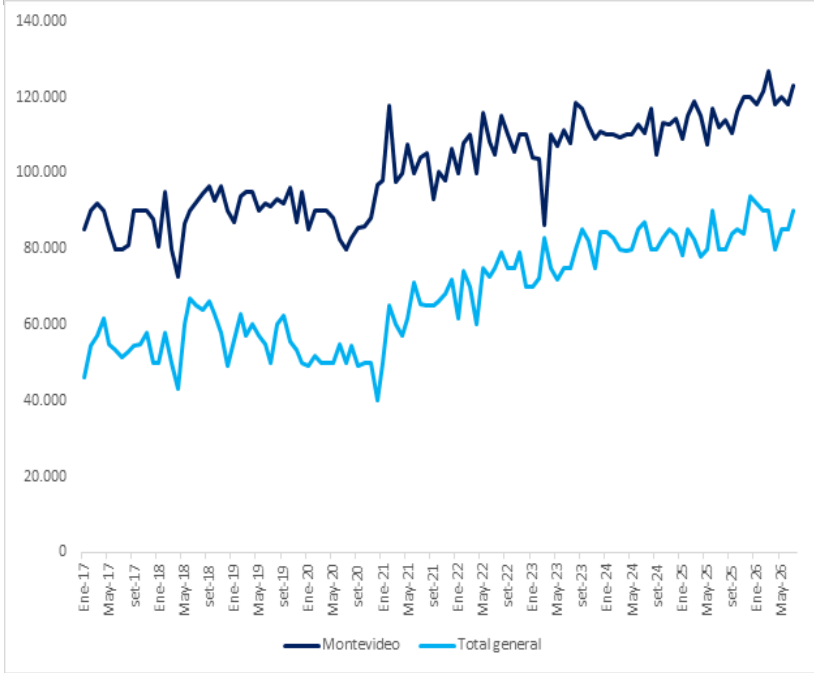
En cuanto a la recaudación del ITP, según la DGI, durante los primeros siete meses de 2026 la recaudación del Impuesto a las Transmisiones Patrimoniales se ubicó en torno a $ 2.360 millones, aproximadamente 6% por encima del mismo período de 2025 en términos nominales. Este registro indicaría una variación 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.

ii.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 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 13 – Mediana del Precio de Transacciones de Compraventa en Dólares

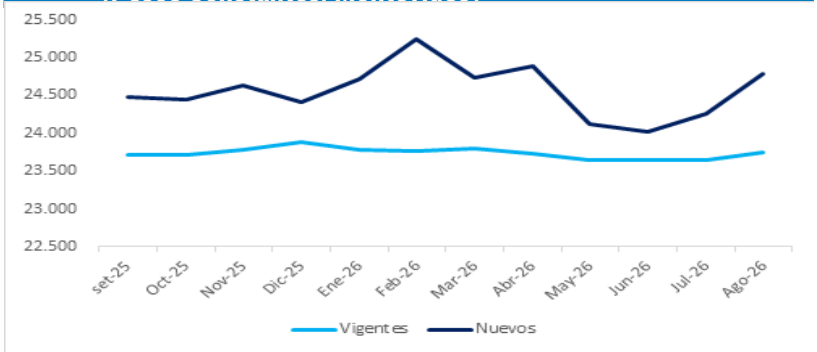


En cuanto a los contratos de alquiler, al igual que en ediciones anteriores se observa que la evolución de los precios debe analizarse en un contexto de incremento del stock de viviendas de los últimos años, al menos en Montevideo, aunque no es posible atribuir directamente a este factor la evolución 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)[7]



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

[7]. 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.

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.

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"[8] , 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.

8. 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)

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

En cuanto al mercado de oficinas, no se esperan cambios sustanciales desde las políticas públicas, al tiempo que el esquema de trabajo presencial parece haber vuelto a un nuevo equilibrio. El único elemento que podría impactar indirectamente en el sector de oficinas se refiere a la legislación del trabajo, en especial en lo que refiere al trabajo a distancia. Si bien se ha promulgado una Ley de Teletrabajo (N°19.978) que no parece haber modificado las preferencias de las empresas y trabajadores, este tema es aún incipiente y podría ser sujeto de revisión en algún momento. En cuanto a la oferta de oficinas, los estímulos fiscales asociados a los regímenes generales de COMAP o a emprendimientos de Gran Dimensión Económica han sido un elemento que ha apuntalado algunos desarrollos recientes en el mercado de oficinas del segmento A + y A.

4. Conclusiones sobre el entorno

El riesgo mercado. . Entendido como la posibilidad de que los negocios inmobiliarios se desarrollen con una adecuada trayectoria se encuentran acotados. El mercado inmobiliario 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. En el mercado de oficinas, los indicadores de vacancia y precios se mantienen sólidos, en línea con las orientaciones del FFP que introduce nuevas oficinas al mercado a partir de 2026. *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.*

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos-, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB.uy[9] de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor. Grado de inversión mínimo.

Comité de Calificación







Ing. Agr. Adrían Tambler

[9] . ***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.***