

**CALIFICACIÓN DE RIESGO DE LOS  
TITULOS MIXTOS EN EL DOMINIO  
FIDUCIARIO DEL  
“FIDEICOMISO FINANCIERO  
TORRES NUEVOCENTRO”**

*Montevideo, abril de 2026*

---

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

---

**Actualización de la Calificación de Riesgo de los Títulos Mixtos del Fideicomiso Financiero  
Torres Nuevocentro.  
13 - abril - 2026**

<b>Títulos Mixtos</b>	tipo A UI 309.690.124,80 y tipo B UI 11.037.822,20 <sup>1</sup>
<b>Fecha de sustitución de los valores:</b>	7 de noviembre 2025
<b>Fiduciario:</b>	TRUST AFISA
<b>Plazo del Fideicomiso:</b>	hasta 30 años.
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores
<b>Activo Fideicomitado:</b>	Los derechos de sobre elevar y las unidades y espacios conexos de conformidad con lo dispuesto en el Contrato
<b>Calificación de Riesgo</b>	Títulos Mixtos A y B: BBB.uy
<b>Vigencia:</b>	30 de noviembre de 2026
<b>Análisis de contingencias jurídicas:</b>	Olivera Abogados.
<b>Comité de Calificación:</b>	Julio Preve, Martín Duran y Adrián Tamber.
<b>Manual Utilizado:</b>	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por terceros <sup>2</sup>

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

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

## Resumen General

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

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

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

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

- Un negocio que desde el punto de vista jurídico ofrecía todas las garantías necesarias tal como se informara en la calificación original, aspecto ratificado por el asesor jurídico de CARE frente la sustitución de los certificados de participación por títulos mixtos.
- El 8 de Agosto de 2025 la Asamblea de Titulares con presencia del 100% de los titulares y por unanimidad aprobó un rescate anticipado (a la par) de los CPs emitidos y en circulación por un monto total de 98 millones de UI. También se aprobó la sustitución, del saldo, luego del rescate, de los CPs por títulos mixtos compuestos por un 90% de derechos de crédito y un 10% de derechos de participación sobre el remanente. Los Títulos Mixtos devengan un interés base del 2% anual lineal y un interés contingente del 3% anual lineal, calculados sobre el capital adeudado.
- Un negocio que luego de la modificación del contrato ofrece desde el punto de vista económico-financiero perspectivas adecuadas para el repago de títulos, así como también la posibilidad de remunerar los mismos como mínimo a su interés base, lo que aseguraría una rentabilidad positiva de la inversión. El Fiduciario presentó en noviembre de 2025 una proyección financiera que resulta de la administración de los activos con que cuenta el Fideicomiso del cual surge con claridad que los ingresos esperados cubren holgadamente con el interés base de los Títulos y con el repago de los mismos, luego de cubrir la totalidad de los costos del Fideicomiso.
- El Fideicomiso se encuentra en la etapa de comercialización y financiación de las unidades construidas, y si bien el stock remanente es de pocas unidades, actualmente hay actividad por rescisiones, nuevos contratos de alquiler y alquiler con opción a compra (AOC) y cesiones de contratos de AOC. Los ingresos que componen el flujo provienen de la comercialización y financiación de las unidades en stock, la cobranza de los contratos de alquiler con opción a compra (AOC) y de alquiler, la administración de la cartera hipotecaria, y la administración de los otros activos del fideicomiso (terrenos y garajes).

- Al diciembre de 2025 se encontraban comercializadas y en proceso de comercialización (firma del boleto de reserva y alquiladas con opción a compra) el 69% de los apartamentos y el 48% de los garajes de las torres. Considerando también los alquileres comunes, los porcentajes se elevan al 93% para los apartamentos y al 88% para los garajes de las torres.
- El mercado inmobiliario ha evolucionado favorablemente luego de la pandemia y de sus efectos negativos sobre el desarrollo del sector. Desde entonces, el sector evidenció un impulso reflejado en el aumento de los desarrollos y operaciones inmobiliarias, en especial en el sector vivienda. En este sentido, la demanda privada creció producto de tres factores generales: el incremento del ingreso de los hogares, el dinamismo del crédito hipotecario, y el fortalecimiento del peso uruguayo. A esto se le agregan modificaciones en políticas públicas que incentivaron la concreción de nuevos desarrollos vía estímulos fiscales, con un aumento de la demanda por inversión producto además de un entorno regional y local algo más favorable para estas operaciones.
- No se observan cambios significativos en el contexto macroeconómico y sectorial que alteren sustancialmente las tendencias recientes del mercado. La principal novedad en este sentido sigue siendo la apreciación real del peso, que ya ha mostrado alguna señal de reversión. Más allá de esto, los fundamentos de la demanda continúan siendo favorables, la cantidad de viviendas en producción viene en aumento y los fundamentos sociodemográficos del mercado siguen evolucionando en línea con las tendencias recientes. Si bien algunos indicadores sugieren una moderación en el ritmo de crecimiento de la demanda, no parecería tratarse de un cambio de tendencia en el mercado.
- Según se destaca en la sección V de este informe, el mercado viene demandando tipologías constructivas en línea con las que tiene este Fideicomiso.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, existe buena aceptación del espectro político nacional, sobre la consolidación de estímulos tanto a la oferta como a la demanda de vivienda en el segmento socioeconómico que focaliza el negocio en cuestión. Por el momento no cabría esperar signos de intervenciones negativas, en tanto los anuncios recientes vinculados a las políticas de vivienda indican que el foco estará en segmentos de la población de menores ingresos, en tanto se entiende que es el sector que mayor necesidad de vivienda tiene en la actualidad.

## I. INTRODUCCIÓN

### 1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

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

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

### 2. Antecedentes y hechos salientes del periodo

#### 2.1. Antecedentes generales

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

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

- Entre 2016 y 2021 el número de unidades vendidas alcanzó a 181 apartamentos (la gran mayoría entre 2016 y 2017), cifra que se mantiene hasta la fecha (no incluye los vendidos a través del sistema de arrendamiento con opción a compra).
- A partir del año 2017 y hasta 2021, la principal modalidad de comercialización del stock de apartamentos pasó a ser la del contrato de "Alquiler con Opción a Compra" (AOC), por el cual se firma un contrato de arrendamiento con opción a compra por un plazo de dos años renovable por dos años más.
- La cantidad de contratos AOC aumentó hasta 2021, alcanzando un máximo de 183 unidades, a partir de 2021 comenzaron a vencer los plazos de cuatro años para el ejercicio de las opciones de compra. Entre 2021 y 2025, se ejercieron 93 opciones de compra de apartamentos y 11 garages.
- El alquiler común pasa a ser la principal opción en los últimos años y a diciembre de 2025 había 103 apartamentos alquilados.
- El Fideicomiso participa en la comisión directiva de ambas torres en su rol de propietario de las unidades no enajenadas. El fideicomiso a diciembre de 2025 tenía el 11% de la Torre Herrera (A) y el 63% de la Torre Artigas (B). Como propietario de un número importante de apartamentos participa en las Asambleas de Propietarios.
- Con el objetivo de dotar al Fideicomiso con más oferta de garajes y también para capturar el "upside" de precio en los terrenos de la zona derivados de la construcción del shopping y las torres, el Fideicomiso TNC optó por tomar posición en tierras y derechos de uso de algunos terrenos en las inmediaciones de las torres para incorporar patrimonio del Fideicomiso. Estos fueron:
  - o Un predio de 600 m2 en la calle Juan Cruz Varela, a metros de la Plaza de las Esculturas para la construcción de 82 garajes. El proyecto prevé la posibilidad de adaptar el edificio a oficinas en un futuro. La obra ya está finalizada y arrendada en un 100% a una automotora. Se está haciendo trámite para pasar la obra a propiedad horizontal.
  - o Un predio de 5.500 m2 con frente a General Flores y a calle Cufre. Se culminó con la obra de las cocheras provisorias, y hay una alta ocupación en formato de alquiler.
  - o Los emprendimientos que se realizan en estos predios por el momento generan pérdidas operativas, sin considerar la eventual valorización de la tierra, que fuera el objetivo central de la compra.
- En agosto de 2020, se realizó una reunión con República AFAP para tratar el tema de la distribución de fondos líquidos disponibles. Se decidió no distribuir hasta tanto no se defina el destino del desarrollo en el terreno de Cufre. En 2025 se rescataron CPs por 98 millones de UI, previo a su sustitución por títulos mixtos, por lo que quedaría descartada la participación en nuevos emprendimientos.

- El 13 de setiembre de 2021 se celebró una Asamblea de Titulares del Fideicomiso, en la cual se votó la modificación de los Certificados de Participación B de oferta privada a Certificados de Participación de oferta pública, a los efectos de poder ser colocados en forma indeterminada al igual que ocurren con los Certificados de Participación A.
- El 20 de diciembre de 2021 se ingresó formalmente en la Intendencia de Montevideo el expediente para solicitar el permiso de construcción para el terreno de Cufre, lo que aún no ha ocurrido y no hay mayores avances.
- En octubre de 2024, siguiendo la propuesta del Comité de Vigilancia, se arrendó el 100% de las plazas del garaje de Juan Cruz Varela a una automotora, por un plazo de 2 años. Hay 6 plazas de ese inmueble que estaban vendidas por lo que a esos compradores se les dieron plazas en el garaje de las Torres.
- Desde la compra en 2017, el terreno de Cufre ha sido destinado al alquiler de plazas de garaje para autos de las Torres Nuevo Centro, en promedio se alquilan unas 85 plazas. El negocio con ese destino no resulta muy redituable por los altos costos de Contribución inmobiliaria, impuestos, seguridad, etc., y fue adquirido como un negocio inmobiliario. La última tasación del terreno muestra un incremento en dólares corrientes de un 27% respecto de su valor de compra (En abril de 2024 se tasó en 3,8 millones de dólares).
- En la actualización de abril 2025, la calificadoradora redujo levemente la nota al nivel actual (de los Cps), dado que se mantenían las interrogantes respecto de la probabilidad de concreción de nuevos emprendimientos que contribuyeran a mejorar la rentabilidad esperada, la que se ubicaba por debajo de los costos de oportunidad estimados durante gran parte del período.

### 2.2. Hechos salientes del período

- El 8 de Agosto de 2025 la Asamblea de Titulares con presencia del 100% de los titulares y por unanimidad aprobó la modificación del Contrato de Fideicomiso la que fue firmada el 26 de Agosto. El motivo de la reforma responde a consideraciones de eficiencia fiscal al transformar una porción de los títulos en instrumentos de deuda. Los nuevos títulos mixtos están compuestos por un 90% de derechos de crédito y un 10% de derechos de participación sobre el remanente. Los Títulos Mixtos devengan un interés base del 2% anual lineal y un interés contingente del 3% anual lineal, calculados sobre el capital adeudado.
- La asamblea de Titulares del 8 de agosto también resolvió por unanimidad un rescate anticipado (a la par) de los CPs emitidos y en circulación por un monto total de 98 millones de UI, a prorrata de cada titular. La suma de 49 millones de UI se pagó antes del 31 de agosto de 2025 y 49 millones de UI antes del 31 de octubre de 2025.
- El saldo de los CPs (UI 320.727.947), fueron sustituidos por los Títulos Mixtos A y B, lo que fue informado por el Fiduciario a la Superintendencia de Servicios Financieros el 7 de noviembre de 2025.

<sup>4</sup>. En adelante El Decreto

<sup>5</sup>. En adelante El Fondo

En el cuadro 1 se presenta la situación comercial de las unidades al 31 de diciembre de 2025.

<b>Cuadro 1: Situación de unidades al 31/12/2025</b>			
	<b>Apartamentos</b>	<b>Garajes TNC</b>	<b>Garajes Juan Cruz Varela</b>
Vendidos	181	46	6
Vendidos Alquiler con opción a compra	93	11	-
Alquiler con opción a compra	28	7	-
Alquiler común	103	54	85
Sub Total Comercializado	405	118	91
Reservas/precontrato	-	4	-
Stock	32	12	-
<b>TOTAL</b>	<b>437</b>	<b>134</b>	<b>91</b>

Fuente: El Administrador

- Al diciembre de 2025 de los 437 apartamentos construidos hay 274 vendidos, 28 alquilados con opción a compra (AOC) y 103 alquileres comunes, por lo que resta concretar la colocación de 32 unidades. El número de apartamentos sin colocar a la fecha es del 7,3%, ello podría considerarse como una ocupación relativamente alta, ya que siempre van a existir apartamentos vacantes en una mínima proporción. Respecto de las diferentes torres, la Herrera se encuentra en un 97% ocupada, mientras que el porcentaje de ocupación de la Artigas es del 88%.
- Con referencia a los 134 garajes construidos bajo las torres, se vendieron 57, se alquilaron 54, se alquilaron 7 con opción a compra y hay 4 reservados, por lo que resta colocar 12. El estacionamiento construido en el terreno de Juan Cruz Varela está arrendado en su totalidad a una automotora. En el terreno de Cufre hay cocheras provisorias y todas alquiladas (85).
- Se ha establecido un Protocolo de Cobranzas para atrasos que se ha venido aplicado tanto para inquilinos atrasados en cuotas de alquiler y/o gastos comunes, como para promitentes compradores atrasados.
  - Por cuotas de promitentes compradores, a diciembre de 2025 había 21 clientes atrasados, que totalizan 2,1 millones de UI (una leve caída respecto de junio). De este total de deudores 10 de ellos tienen atrasos de menos de 60 días (cartera vigente con atraso), en la otra punta hay 7 deudores con más de 240 días de atrasos (cartera morosa). Ya se han iniciado los procesos judiciales de aquellos contratos con menor posibilidad de cobranza.
  - Por arrendamientos (alquiler y AOC), hay 23 atrasos, pero hay un solo deudor que debe más de tres cuotas. La deuda total es de 740 mil pesos (un 37% menor a diciembre de 2024).
  - Si bien los niveles de deuda han ido creciendo en las últimas actualizaciones, no se observa una tendencia preocupante en el aumento de la morosidad, ni en el número de deudores, ni en los montos de las deudas.

### 2.3. Información analizada

La nueva información analizada fue la siguiente:

- Informes trimestrales del Administrador el último a diciembre 2025
- Estados Contables del Fiduciario al 31/12/2025.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/2025.
- Encuesta periódica de Research Uruguay; *"La demanda en el mercado inmobiliario"*; julio de 2025.
- *"Informe Sectorial: Sector Inmobiliario Mercado de Viviendas "*; Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette; setiembre de 2025.

## II. EL FIDEICOMISO Y LOS TITULOS MIXTOS

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

### 1. Descripción general

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

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

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

**Constructor:** Ebital S.A.

#### Proyecto y

**Dirección de Obra:** Estudio Gómez Platero.

#### Entidad

**Representante:** Bolsa Electrónica de Valores.

#### Títulos

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

#### Bienes

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

**Moneda de los Títulos Mixtos** UI.

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

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

## 2. El análisis jurídico

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

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

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

## 3. Riesgos considerados

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

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

### III. LA ADMINISTRACIÓN.

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

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

#### a) La Fiduciaria

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

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

A continuación se exponen en los cuadros siguientes su Estado de Situación Patrimonial y de Resultados al 31 de diciembre de 2025 y su comparativo con periodos anteriores.

<b>Cuadro 2: Estado de Situación de TRUST (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>31/12/2025</b>	<b>31/12/2024</b>	<b>31/12/2023</b>
<b>Activo</b>	<b>47.724</b>	<b>59.777</b>	<b>43.243</b>
Activo Corriente	6.308	17.985	4.328
Activo no Corriente	41.416	41.793	38.915
<b>Pasivo</b>	<b>28.193</b>	<b>38.211</b>	<b>26.029</b>
Pasivo Corriente	1.266	12.021	4.031
Pasivo no Corriente	26.927	26.190	21.999
<b>Patrimonio</b>	<b>19.530</b>	<b>21.567</b>	<b>17.213</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>47.724</b>	<b>59.777</b>	<b>43.243</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>4,98</b>	<b>1,50</b>	<b>1,07</b>

Fuente: EE.CC TRUST

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

**Cuadro 3: Estado de Resultados de TRUST (miles de \$)**

Concepto	31/12/2025	31/12/2024	31/12/2023
Ingresos Operativos Netos	8.648	19.397	11.404
Ingresos Diversos	301	-	-
Ingresos Financieros	3.325	4.707	3.529
<b>Total Ganancias</b>	<b>12.274</b>	<b>24.104</b>	<b>14.933</b>
Gastos de Administración	(10.666)	(16.838)	(11.562)
Gastos financieros	(3.644)	(3.218)	(3.019)
<b>Total Egresos</b>	<b>(14.310)</b>	<b>(20.056)</b>	<b>(14.582)</b>
<b>Resultado del periodo</b>	<b>(2.036)</b>	<b>4.048</b>	<b>351</b>
Ajuste integral	-	305	-
<b>Resultado Integral del Período</b>	<b>(2.036)</b>	<b>4.353</b>	<b>351</b>

Fuente: EE.CC TRUST

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

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

## b) El Fideicomiso

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

Posteriormente, en Asamblea de Beneficiarios de fecha 28/7/2016 se resolvió cambiar la moneda, que pasó a ser la unidad indexada (UI). Por lo tanto, las emisiones se re expresaron en dicha unidad a valores del 30/6/2015, es decir a la cotización de \$3,0983 por UI. Por lo tanto, a partir de entonces, las emisiones quedaron establecidas en UI 404.317.464 los CP's de oferta pública y en UI 14.410.483 los CP's de oferta privada<sup>4</sup>. Sumadas ambas emisiones arroja un total de USD 60.2 millones o UI 418.7 millones.

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

De esta forma, los títulos en circulación actualmente son:

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

En definitiva, un total de UI 320.7 millones, 90 % de los cuales son derechos de crédito y el 10 % restante, derechos de participación. Los Títulos Mixtos, en su componente deuda, devengan un interés base del 2% anual lineal y un interés contingente del 3% anual lineal, calculados sobre el capital adeudado.

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

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

A continuación, se presentan resumidamente los estados contables del Fideicomiso al 31/12/2025 y su comparativo con los dos ejercicios anteriores.

<b>Cuadro 4: Estado de Situación del FFTNC (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>31/12/2025</b>	<b>31/12/2024</b>	<b>31/12/2023</b>
<b>Activo</b>	<b>2.544.924</b>	<b>3.134.732</b>	<b>2.288.821</b>
Activo Corriente	748.219	1.379.682	1.657.594
Activo no Corriente	1.796.705	1.755.051	631.226
<b>Pasivo</b>	<b>1.879.965</b>	<b>58.373</b>	<b>59.860</b>
Pasivo Corriente	9.897	34.577	27.560
Pasivo no Corriente	1.870.068	23.797	32.300
<b>Patrimonio</b>	<b>664.960</b>	<b>3.076.359</b>	<b>2.228.961</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>2.544.925</b>	<b>3.134.732</b>	<b>2.288.821</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>75,60</b>	<b>39,90</b>	<b>60,14</b>

Fuente: EE.CC FFTNC

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

El saldo de CP's que integra el patrimonio contable es de \$ 205 millones, el resto hasta completar los \$ 665 millones corresponden a resultados acumulados.

<b>Cuadro 5: Estado de Resultados del FFTNC (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>31/12/2025</b>	<b>31/12/2024</b>	<b>31/12/2023</b>
Resultados operativos	60.937	70.492	122.293
Ingresos diversos	10.208	6.849	6.287
Ingresos financieros	316.512	378.117	199.426
<b>Total ganancias</b>	<b>387.658</b>	<b>455.458</b>	<b>328.006</b>
Gastos de administración y ventas	40.685	45.358	43.843
Gastos diversos	27.595	51.182	42.936
Gastos financieros	262.158	62.964	87.931
<b>Total pérdidas</b>	<b>330.439</b>	<b>159.504</b>	<b>174.710</b>
<b>Resultado del periodo</b>	<b>57.219</b>	<b>295.953</b>	<b>153.296</b>
Ajuste resultado periodo anterior	(1.454.523)	551.445	
<b>Resultado Integral del periodo</b>	<b>(1.397.304)</b>	<b>847.399</b>	<b>153.296</b>

Fuente: EE.CC FFTNC

El resultado del último ejercicio resultó deficitario, explicado por un ajuste de resultado del ejercicio anterior. Se recuerda que el Fideicomiso realizó un cambio estratégico en el año 2024 por el cual, parte de sus activos pasaron a considerarse bienes de inversión (pasaron de activo corriente a no corriente) con el fin de arrendarlos. La moneda funcional es el peso uruguayo lo que genera ajustes de valor en activos expresados en dólares o en UI de ahí los diversos ajustes que inciden en el resultado.

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

### **Riesgos considerados:**

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

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

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

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

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

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

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

### **Evaluación de la inversión, riesgos asociados y sensibilizaciones**

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

Los niveles de ocupación de los inmuebles propiedad del Fideicomiso se mantienen relativamente firmes con un alto nivel de ocupación, en el entorno del 93% para el caso de los apartamentos y el 96% para los garajes y cocheras. Por otra parte, los atrasos en los pagos de cuotas hipotecarias y de arrendamientos, si bien viene creciendo lentamente, se mantiene en montos razonables, existiendo un protocolo establecido para la recuperación de las deudas.

Adicionalmente, de acuerdo a información suministrada por el administrador, el valor total de los activos estimados en función de los saldos contables del balance al 31 de diciembre 2025, y considerando las tasaciones de apartamentos y garajes, alcanzaría a poco más de 483 millones de UI.

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

## Generación de Flujos y sensibilización

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

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

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

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

<b>Cuadro 6: Proyecciones financieras en miles de UI</b>								
	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	<b>2029</b>	<b>2030</b>	<b>2030-2041</b>	<b>2042</b>	<b>2043</b>
Ingresos Totales	20.460	20.944	20.982	20.765	20.394		9.358	8.693
Costos Operativos	(537)	(421)	(333)	(265)	(214)		-	-
Gastos de Administración y Ventas	(9.338)	(8.165)	(7.467)	(7.165)	(4.608)		(3.006)	(2.886)
FCF antes de impuestos	10.586	12.357	13.183	13.335	15.572		6.351	5.807
Impuesto a la renta	-	(417)	(175)	(218)	(151)		-	-
Impuesto al patrimonio	-	-	-	-	-		(4.948)	(4.776)
Free Cash Flow	10.586	11.940	13.008	13.116	15.421		1.404	1.031
Intereses de los Títulos Mixtos (2%)	(5.773)	(5.773)	(5.773)	(5.773)	(5.773)		(5.773)	-
<b>Free Cash Flow to Equity</b>	<b>4.813</b>	<b>6.167</b>	<b>7.235</b>	<b>7.343</b>	<b>9.648</b>		<b>(4.369)</b>	<b>1.031</b>
Saldo inicial Disponibilidades	4.222	9.035	15.202	22.437	29.780		441.766	437.396
<b>Saldo Final Disponibilidades</b>	<b>9.035</b>	<b>15.202</b>	<b>22.437</b>	<b>29.780</b>	<b>39.428</b>		<b>437.396</b>	<b>438.427</b>

Fuente: CARE en base al Administrador

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

Las disponibilidades finales acumuladas (saldo final disponibilidades) al año 2043 una vez que finalice el fideicomiso alcanzaría a casi 440 millones de UI, monto que supera la emisión de los títulos mixtos (320,7 millones de

UI). El excedente remuneraría el interés contingente y/o el componente de participación de los títulos mixtos.

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

### **Riesgos considerados:**

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

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

## V. EL ENTORNO

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

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

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

### 1. Entorno macroeconómico nacional e internacional

Luego de la pandemia de 2020-2021 y sus efectos económicos y financieros, la economía global rebotó y emergieron brotes inflacionarios producto de las políticas fiscales y monetarias expansivas desplegadas en respuesta a la crisis sanitaria global. En 2025, la economía mundial habría crecido en el entorno del 3,3%, mientras que el crecimiento esperado para 2026-2027 se ubica en el eje de 3,3% y 3,2%, según las estimaciones del FMI. Aunque el escenario base sigue proyectando un crecimiento moderado, conviene aclarar que estas estimaciones están sujetas a un contexto de elevada incertidumbre geopolítica, ya que tanto el FMI como el Banco Mundial identifican la re-escalada de conflictos armados y las tensiones geopolíticas como riesgos bajistas relevantes para la actividad mundial.

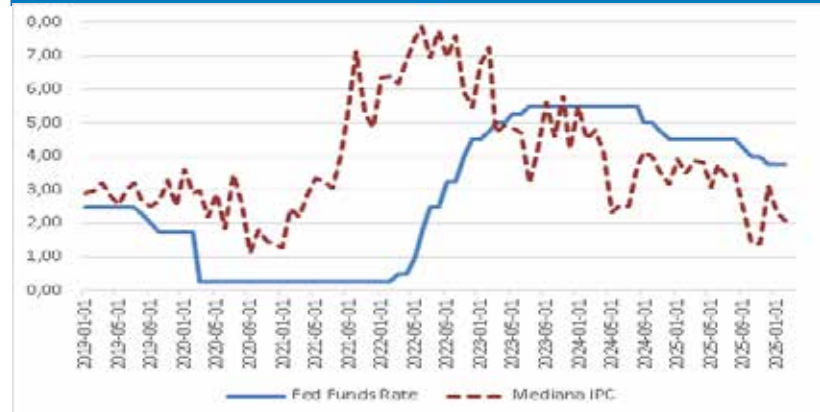
En este marco, las principales economías del mundo continúan mostrando desempeños dispares, con una política monetaria internacional que, si bien ha dejado atrás el tramo más contractivo del ciclo, aún se mantiene relativamente cautelosa. En particular, en su reunión el 17-18 de marzo de 2026 la Reserva Federal de Estados Unidos decidió mantener su tasa de referencia en el rango 3,50%-3,75%, lo que sigue incidiendo sobre las condiciones financieras globales, el costo del crédito y los flujos hacia economías emergentes.

En este contexto, una eventual escalada de la guerra tendería a sesgar las proyecciones en una dirección menos favorable, afectando negativamente el crecimiento mundial y presionando al alza la inflación. Esto podría ocurrir a través de distintos canales: aumento de los precios de la energía, encarecimiento del transporte y los seguros, interrupciones en cadenas logísticas, mayor volatilidad financiera y caída de la confianza de hogares e inversores.

Los análisis recientes de mercado ya advierten que una intensificación del conflicto en Medio Oriente podría elevar la inflación, retrasar eventuales bajas de tasas por parte de la Reserva Federal y debilitar la actividad global, configurando un riesgo de menor crecimiento con mayores presiones de costos.

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 mandato de Jerome Powell como presidente de la Reserva Federal finaliza el 15 de mayo de 2026, y el Poder Ejecutivo ya remitió al Senado la nominación de Kevin Warsh para ocupar dicho cargo. En este contexto, tanto la evolución del proceso electoral como el recambio en la conducción del banco central constituyen factores relevantes a monitorear, en la medida en que podrían modificar las expectativas del mercado respecto de 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 o postergación de recortes de tasas por parte de la Reserva Federal, el dólar tiende a fortalecerse por su condición de activo de refugio encareciendo el financiamiento global y generando mayores presiones sobre economías emergentes.

En este sentido, la intensificación del conflicto con Irán volvió a impulsar esa dinámica, al combinar suba del petróleo, mayor aversión al riesgo y expectativas de una política monetaria estadounidense más cautelosa. A su vez, este comportamiento del dólar se entrelaza con la incertidumbre política e institucional en Estados Unidos: las elecciones de medio término de noviembre de 2026 pueden incidir sobre la orientación futura de la política fiscal y regulatoria, mientras que el recambio en la presidencia de la Reserva Federal introduce un elemento adicional de cautela en los mercados.

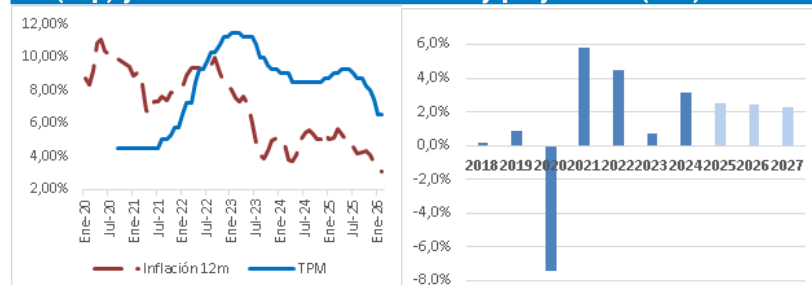
En conjunto, estos factores refuerzan la idea de que, si bien el escenario base internacional continúa siendo de crecimiento moderado, persisten riesgos que podrían traducirse en un dólar más firme, menores recortes de tasas, mayor volatilidad financiera y un entorno externo menos favorable para economías pequeñas y abiertas como la uruguaya.

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.

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.

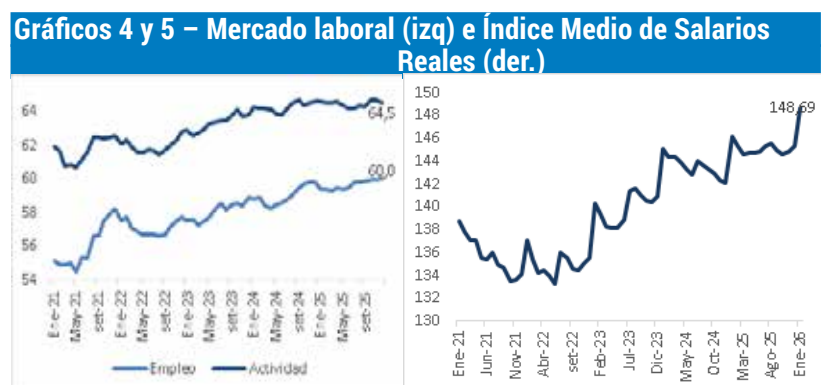
En este contexto, Uruguay inició 2026 con una Tasa de Política Monetaria de 7,5%, nivel resultante de la decisión adoptada por el Banco Central del Uruguay en diciembre de 2025. El 26 de enero de 2026, la autoridad monetaria convocó a una reunión extraordinaria y en ella dispuso una reducción de 100 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%. En paralelo, la inflación interanual se ubicó en 3,11% en febrero de 2026, mientras que el tipo de cambio mostró hacia mediados de marzo una recuperación parcial respecto de los mínimos de 2025, aunque aún por debajo de los niveles registrados un año atrás. Hacia mediados de marzo el dólar se ubica en torno a \$40,6.

**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. A finales de 2025, los registros mensuales del INE muestran que esta dinámica se mantuvo en niveles relativamente altos: en diciembre la tasa de actividad se ubicó en 64,5%, la tasa de empleo en 60,0% y la tasa de desempleo en 7,0%. En este marco, el mercado de trabajo continúa mostrando niveles de ocupación elevados en comparación con los años previos. Por su parte, el Índice Medio de Salarios Reales (IMSR) se ubicó en 148,69 en diciembre de 2025, en un contexto en el que la evolución de los salarios nominales superó la inflación del período (IMS nominal  $\Delta$ 5,99% vs IPC  $\Delta$ 3,65%).



Fuente: INE

## 2. 2. Mercado inmobiliario de vivienda

### 2.2.1. Breve contexto histórico

El sector inmobiliario representa una porción relevante de la actividad económica uruguaya, en el entorno del 8% y alcanza a aquellas actividades dedicadas a la intermediación en la venta y alquiler de bienes inmuebles ya sea destinados a vivienda, oficinas, locales comerciales, entre otros, de acuerdo con Uruguay XXI. Este ha venido aumentando su actividad de manera sostenida desde 2003 después de una profunda crisis sectorial entre 1999 y 2002. A partir del 2003, comienza una recuperación que evidenció al menos dos fases diferenciadas. Una primera de alto crecimiento (2003 – 2015), que comenzó con un boom inmobiliario en el sector agropecuario y construcciones destinadas al sector de altos ingresos y luego se orienta hacia la construcción de vivienda destinada al sector medio y medio alto de la población, apalancado en un moderado incremento del crédito y estímulos fiscales sectoriales.

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

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.

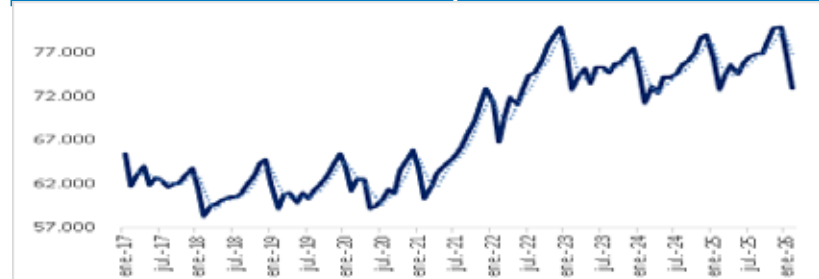
En lo que sigue se aborda la evolución reciente del mercado inmobiliario, sus fundamentos y perspectivas.

## 2.2.2. Evolución reciente y perspectivas

La irrupción de la pandemia y sus efectos globales implicaron un importante incremento de la incertidumbre a nivel internacional y nacional con efectos reales significativos sobre la economía, las políticas públicas y, por supuesto, el mercado inmobiliario. Desde entonces, el sector mostró una recuperación y posterior dinamismo en desarrollos y operaciones inmobiliarias, especialmente en vivienda, aunque con cierta moderación del ritmo de crecimiento en los meses más recientes. En este sentido, la demanda privada creció producto de tres factores generales: el incremento del ingreso de los hogares, el dinamismo del crédito hipotecario, y el fortalecimiento del peso uruguayo. A esto se le agregan modificaciones en políticas públicas que incentivaron la concreción de nuevos desarrollos vía estímulos fiscales, con un aumento de la demanda por inversión producto además de un entorno regional y local algo más favorable para estas operaciones.

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 muy altos, por encima de 70.000 empleos y el sector de la vivienda es uno de los principales demandantes de mano de obra en el sector. Por otro lado, los permisos de construcción también tuvieron un incremento significativo en los últimos años. En particular, según Sader y Calvete, los permisos de la construcción han tenido un incremento significativo, pero en particular en 2025 alcanzaron más de 972 mil metros cuadrados, superando los más de 966 mil de 2024, que ya había sido el mayor registro desde principios de 1980.

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



Fuente: BPS

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

### **i. Oferta de vivienda**

En términos generales, Uruguay cuenta con aproximadamente 1,6 millones de viviendas para 1,4 millones de hogares. Sin embargo, esta aparente suficiencia convive con descalces cualitativos y geográficos relevantes. En particular, se estima que unas 200.000 viviendas se encuentran desocupadas o son utilizadas como segunda o tercera residencia, principalmente en zonas de balneario. 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.

En este contexto, según información de la ANV, Uruguay cierra el 2025 con más de 170 proyectos promovidos.

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.

## **ii. Demanda por consumo e inversión**

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

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

#### **ii.i.i. Factores Sociales**

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

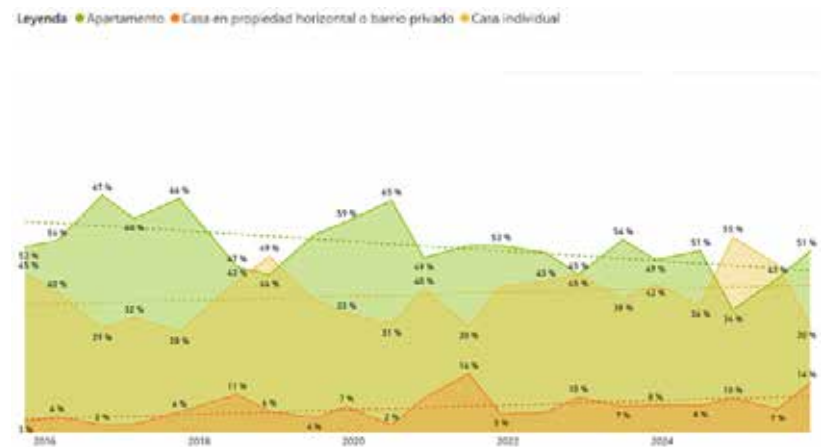
Las tendencias recientes implican que hacia fines de la década del 2040 la población tendería a reducirse según las estimaciones de población. Si bien en los últimos años Uruguay ha recibido cierto flujo migratorio, este es de escasa magnitud y solamente 4% de la población uruguaya ha nacido en el exterior. De lo anterior se desprende que las dinámicas demográficas 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

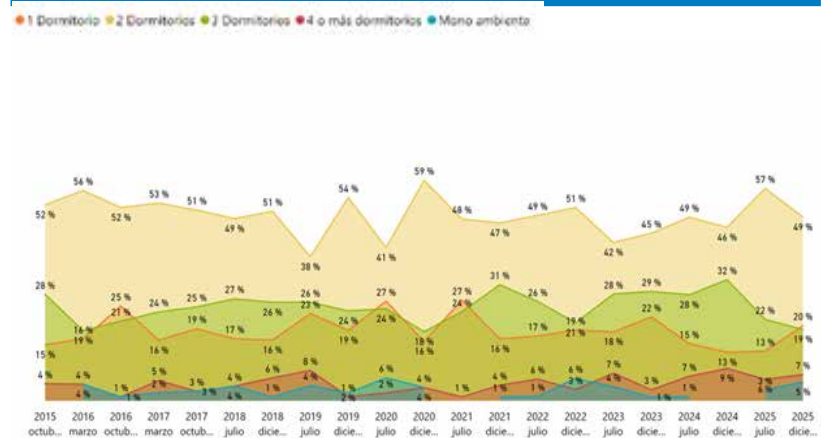
hecho, en los registros anteriores (2011), la cantidad de personas por hogar se ubicaba en 2,8 personas. Del mismo modo, aproximadamente 29% del total de hogares son ocupados por una sola persona, mientras que 29,4% son ocupados por dos personas. Esta evolución refleja cambios en las dinámicas familiares y sociales, incluyendo la preferencia por hogares más pequeños. **Por estos motivos, el mercado demanda tipologías constructivas reducidas.**

Más allá de lo anterior, para entender el perfil de la demanda, CARE contrata a Research Uruguay, que genera una encuesta semestral recurrente que se realiza sistemáticamente desde 2015 y lleva 21 ediciones. De acuerdo con esta encuesta casi 80% de los encuestados buscan viviendas de dos o menos dormitorios manteniéndose relativamente estable respecto a ediciones anteriores. Es de notar que en las últimas ediciones se aprecia un aumento de preferencias por viviendas de dos dormitorios, en detrimento de viviendas con más capacidad. Sin embargo, en contraposición a lo comentado previamente, la demanda por unidades de un dormitorio o monoambientes se mantiene reducida entre los encuestados, oscilando en torno al 12% de la muestra.

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



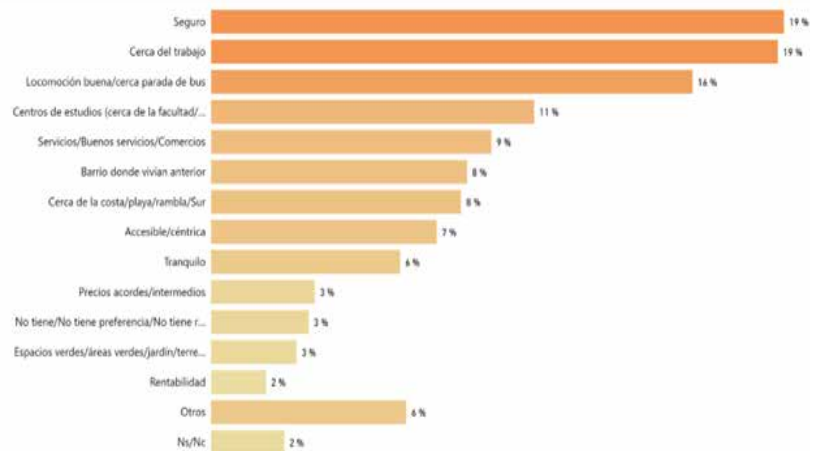
**Gráfico 8 - Cantidad de dormitorios buscados por “hogares que buscaron en los últimos tres meses”**



Fuente: Research Uruguay

Los principales atributos a la hora de elegir una vivienda refieren a la ubicación y el entorno: con buena seguridad y transporte, próximo del trabajo y en una zona céntrica o accesible. Todos estos son amenities vinculados al entorno geográfico de la vivienda y no se modifican con relación a las últimas olas de esta encuesta. Destaca que la seguridad se mantuvo como el primer atributo, aunque desde hace varias ediciones que se mantiene en el podio en cuanto a características preferidas. La configuración de barrios más demandados también se mantiene respecto a ediciones previas de la encuesta siendo los ejes de Pocitos y Centro los principales dentro de Montevideo, y confirmando el corrimiento al este de las preferencias hacia Ciudad de la Costa y El Pinar.

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



Fuente: Research Uruguay

En cuanto al financiamiento, si bien el ahorro previo continúa siendo la principal fuente de fondos para aquellos que buscan comprar una vivienda, el financiamiento bancario ha ganado peso como una alternativa de acceso a la vivienda, entre los encuestados. En este sentido si bien la penetración del crédito hipotecario es reducida en Uruguay, este ha venido incrementándose en los últimos años y los bancos se muestran más activos en este segmento de financiamiento, como se analizará más adelante. En el último año se realizaron aproximadamente 5.720 operaciones de crédito hipotecario y el ticket promedio del crédito se situó en US\$ 107.891. 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.

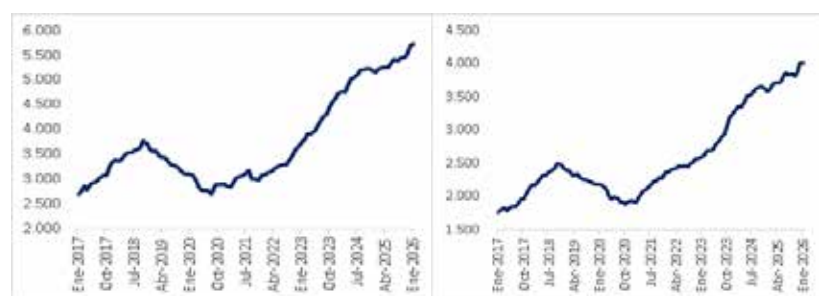
Por último, la encuesta de Research incorpora indicadores de precios a través del Price Sensitivity Model que permite aproximar el precio óptimo de acuerdo a las opiniones de los entrevistados. Este relevamiento, de carácter subjetivo, permite tener una orientación de referencia general de los demandantes 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 en el correr de los años, aunque en los relevamientos más recientes se ubicaron por encima de ese registro, alcanzando 7,3% en julio de 2025 y 7,1% en diciembre de 2025.

## ii.i.ii. Factores Económicos

Por una parte, el ingreso de los hogares, uno de los determinantes más importantes de la demanda de vivienda por motivo de consumo, presentó una caída en 2020 y 2021 producto de la crisis sanitaria y económica, como fue comentado previamente. Esta caída fue dual, vinculada a menores salarios y el deterioro del mercado laboral durante la pandemia. Este fenómeno se revirtió sobre finales de 2021 y se evidencia una mejora sostenida en los últimos años como se comentó en la primera sección de este capítulo. En este sentido, los ingresos de los hogares han venido incrementándose, lo que sumado a la apreciación real del peso favorecieron la compra de bienes durables. Este fenómeno tuvo una interrupción transitoria hacia fines de 2024, asociada al fortalecimiento global del dólar, pero volvió a observarse durante 2025 en un contexto de nueva depreciación de la moneda estadounidense a nivel internacional y de fortalecimiento relativo del peso uruguayo.

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 último año se realizaron aproximadamente 5.720 operaciones de crédito hipotecario, alcanzando un máximo histórico reciente, mientras que los nuevos créditos a la vivienda se situaron en el entorno de 3.900 millones de UI anuales, equivalentes a aproximadamente US\$ 610 millones. El ticket promedio del crédito se ubicó en US\$ 107.891. 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. Las tasas de interés promedio en UI se mantienen estables en el entorno de 4-5%.

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

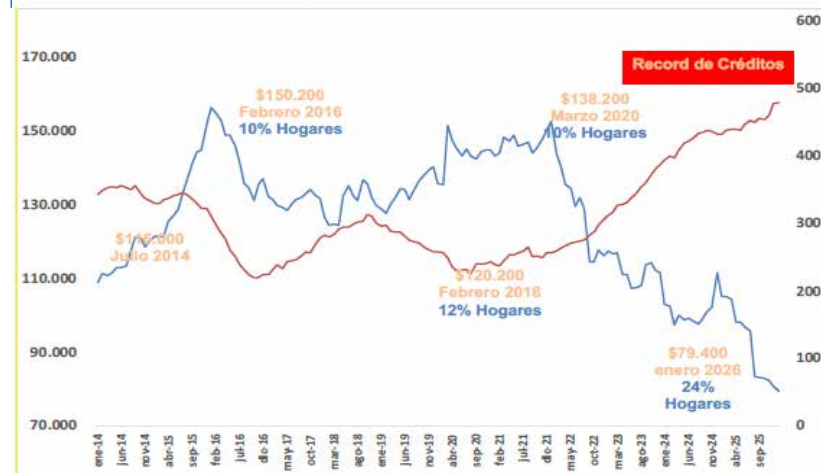


Fuente: BCU

En cuanto a la penetración del crédito, esto se mantiene como uno de los desafíos para el acceso a la vivienda. De hecho, esto podría estar detrás del enlentecimiento reciente de las operaciones. Si bien las operaciones de crédito hipotecario han apuntalado la demanda de vivienda, la penetración del crédito continúa siendo reducida en términos generales aunque las restricciones de acceso se han reducido. En este sentido, los hogares enfrentan restricciones de acceso al crédito que refieren al ahorro previo y al nivel de ingresos mensuales líquidos necesarios. Si bien estas condiciones han mejorado y cada

vez más hogares podrían ser sujetos de crédito, de acuerdo a Sader & Calvete, 24% de los hogares uruguayos cumplen con las condiciones de ingresos necesarios para acceder a un crédito hipotecario. Este indicador busca aproximar y medir sistemáticamente cambios en el acceso, y si bien denota una mejora en el acceso desde mediados de 2022, aún existe una porción mayoritaria de los hogares que no tiene posibilidades de acceso al crédito hipotecario.

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



Fuente: Sader & Calvete (marzo 2026).

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

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

La demanda de inmuebles por motivo de inversión está estrechamente vinculada al costo de oportunidad del capital, es decir el rendimiento de usos alternativos determinado por las tasas de interés reales (tanto locales como extranjeras) y los flujos de capital. Desde la crisis del Covid las tasas de interés se incrementaron producto del combate a la inflación a nivel global, elevando el costo de oportunidad de invertir en inmuebles respecto a la inversión en otros activos, particularmente financieros. Sin embargo, como fue comentado al inicio de esta sección este fenómeno comenzó a revertirse en 2024, aunque la trayectoria posterior fue menos lineal que la prevista inicialmente. En los insumos más recientes no se observa un escenario de baja agresiva de tasas internacionales, sino más bien uno de reducción más cautelosa y de persistencia de ciertos factores de incertidumbre. Esto configura un escenario de mejora parcial para la inversión inmobiliaria, aunque menos marcado que el que podía preverse algunos meses atrás, en tanto el balance riesgo/retorno sigue condicionado por la evolución del contexto internacional y por la comparación con alternativas financieras. 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. Esto también actuaría en favor de la inversión inmobiliaria, al actuar sobre el canal de tasas de interés y sobre la demanda agregada.

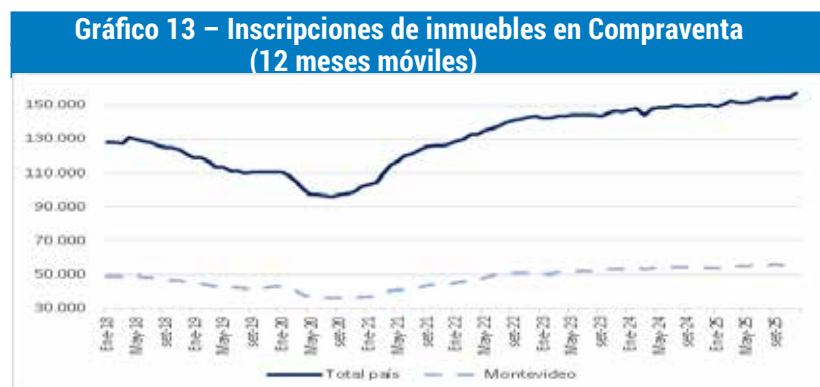
La encuesta realizada por Research Uruguay indaga sobre la demanda para inversión y se aprecia una tendencia creciente entre los encuestados en la búsqueda de inmuebles para invertir, tanto entre quienes buscaron como entre quienes piensan hacerlo en el futuro. Del mismo modo, se aprecia una mayor preferencia por los activos inmobiliarios en el portafolio de los encuestados. Del mismo modo, la Radiografía del Mercado Inmobiliario publicado por Infocasas resalta que la inversión es un driver de compra, en especial en los proyectos de Vivienda Promovida.

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

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

La información oficial del mercado de compraventas generalmente es incompleta y 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, aunque en los últimos meses el ritmo de crecimiento se ha enlentecido.

De acuerdo con las inscripciones de compraventa, publicadas por el INE en base a la DGR, estas han crecido tanto para Montevideo como para el total del país en el año 2025 a un ritmo cercano al 4,5%. Esto implica una mejora respecto a los valores de cierre del año pasado.



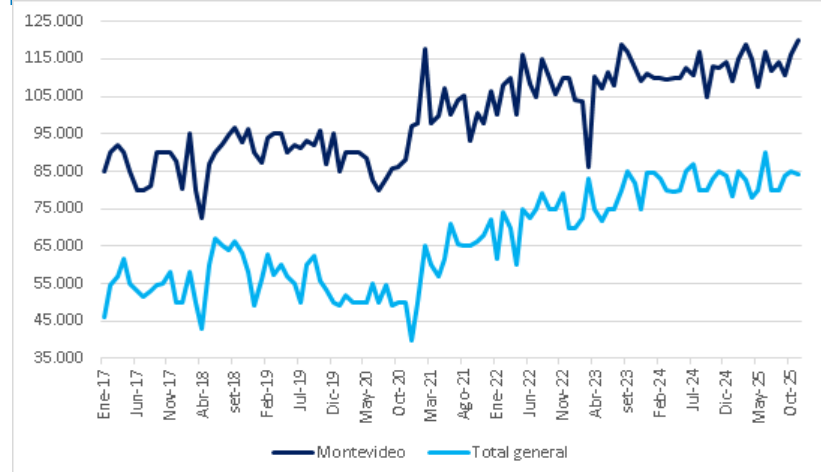
impuesto en su primera operación y justamente este tipo de proyectos han dinamizado el sector inmobiliario en general, no quedando recogidas en la recaudación del ITP.

Otros indicadores indirectos también sugieren un mercado inmobiliario firme en los últimos meses aunque con un ritmo más moderado que el observado en los momentos de mayor expansión reciente. Tanto los permisos de construcción en Montevideo, como los cotizantes al BPS se mantienen elevados.

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

Recientemente el Instituto Nacional de Estadística comenzó a publicar información sobre precios de transacciones de compraventa y contratos de alquiler en base a información de la Dirección Nacional de Registros. Respecto a las compraventas de inmuebles, la información más reciente del INE muestra que la mediana de los precios de las transacciones en dólares registró en noviembre de 2025 una variación acumulada de -1,05% en los últimos 12 meses. Esto sugiere un escenario de estabilidad con leve corrección en dólares respecto a los máximos previos, más que una tendencia de aumentos generalizados. Más allá de lo anterior, esta información se encuentra en línea con la información provista por Sader y Calvete: el precio de oferta por metro cuadrado de vivienda expresado en dólares se encuentra relativamente estable.

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



Fuente: INE en base a DNR

En cuanto a los contratos de alquiler, al igual que en ediciones anteriores se observa que la evolución de los precios continúa reflejando el incremento en el stock de viviendas de los últimos años, al menos en Montevideo. En este sentido, el incremento de la cantidad de viviendas implicó un incremento de las viviendas disponibles para arrendamiento, generando además distintos efectos geográficos de corrimiento a lo largo de la ciudad. En términos generales, los contratos de alquiler registraron una variación acumulada de 5,2% en los últimos 12 meses a diciembre de 2025 de acuerdo con información del INE. Esto confirma la moderación de los precios de los alquileres, y que estos han actuado como un elemento clave del mercado inmobiliario en los últimos

años. En este sentido, si bien no existe información sobre un efecto causal de la vivienda Promovida hacia el precio de los alquileres, la mayor oferta en particular en Montevideo y concentrada en algunos barrios, coincide con la moderación de los alquileres tanto a nivel temporal como geográfico, lo que podría indicar un efecto positivo en el acceso a los arrendamientos por parte de los hogares en los últimos años.

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



Fuente: INE

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

En suma, no se observan cambios significativos en el contexto macroeconómico y sectorial que alteren sustancialmente las tendencias recientes del mercado. La principal novedad en este sentido sigue siendo la apreciación real del peso, que ya ha mostrado alguna señal de reversión. Más allá de esto, los fundamentos de la demanda continúan siendo favorables, la cantidad de viviendas en producción viene en aumento y los fundamentos sociodemográficos del mercado siguen evolucionando en línea con las tendencias recientes. Ciertamente algunos indicadores sugieren una moderación en el ritmo de crecimiento de la demanda, pero no parecería tratarse de un cambio de tendencia en el mercado

## 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. Entre los cambios anunciados se encuentran la limitación de la escala de los proyectos a un máximo de 100 unidades, la priorización de desarrollos en suelo urbano con adecuada conexión a servicios, la comercialización a través de llamados del MVOT y ajustes en el uso de la garantía SIGA Entre Todos.

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. Por lo tanto, el régimen continúa siendo un componente relevante del marco de incentivos para el sector.

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.

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"<sup>5</sup>, 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, las autoridades del Gobierno entrante han planteado la posibilidad de estudiar y revisar los regímenes de promoción y estímulos fiscales en un sentido amplio. En ese marco, durante 2025 se anunciaron cambios al régimen de Vivienda Promovida orientados a reencauzar los incentivos hacia proyectos con mayor impacto social y territorial, acercándolo parcialmente a otros programas del sistema público de vivienda. A su vez, los proyectos que no se encuadren en esos lineamientos podrían canalizarse con mayor interacción con la COMAP, particularmente cuando tengan como objetivo generar inversión y empleo. Por otro lado, el régimen de proyectos de Gran Dimensión Económica fue nuevamente prorrogado y ajustado en 2025 mediante el Decreto 85/025, extendiendo su vigencia para proyectos presentados antes del 1° de enero de 2026. Estos elementos podrían implicar cambios para los desarrollos inmobiliarios, tanto en la definición de proyectos como de zonas geográficas. Del lado de la

<sup>5</sup>. La intendencia presentó el programa "Montevideo más cerca: más altura de la edificación en avenidas", que estimula el desarrollo urbano sustentable, la inversión y la creación de empleo (<https://montevideo.gub.uy/noticias/urbanismo-y-obras/montevideo-mas-cerca-mas-altura-de-la-edificacion-en-avenidas>)

demanda, también se ha planteado profundizar instrumentos de acceso a la vivienda mediante una mayor utilización de subsidios y garantías, incluyendo el fortalecimiento del Fondo de Garantía de Créditos Hipotecarios.

### 3. Conclusiones sobre el entorno

**El riesgo mercado.** Entendido como la posibilidad de que los negocios inmobiliarios se desarrollen con una adecuada trayectoria se encuentran acotados. El mercado inmobiliario se mantiene sólido, producto de un entorno económico favorable en términos de empleo, ingreso de los hogares y acceso al crédito. Se considera un nivel de *Riesgo medio/bajo*.

**El riesgo de políticas públicas.** Es reducido. La política hacia el sector ha sido apoyada por todos los sectores políticos y tienden a flexibilizar las condiciones de acceso. Si bien la Vivienda Promovida ha sido un elemento dinamizador del sector, los regímenes que implican Gasto Tributario podrían ser revisados. La política de vivienda actual se concentra en sectores de ingresos bajos y medios y tiene como objetivo reducir el déficit habitacional mediante un conjunto de instrumentos variados. *Riesgo bajo*.

## VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

*En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos -, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los certificados de participación recogen la calificación BBB.uy<sup>6</sup> de la escala de nuestra metodología.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Freve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tambler

<sup>6</sup> . **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.