

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

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

Montevideo, abril de 2026

4	RESUMEN GENERAL
7	I INTRODUCCIÓN
13	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
15	III LA ADMINISTRACION: EL FIDUCIARIO Y EL OPERADOR
20	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
24	V EL ENTORNO
40	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO DEL FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO
COMPASS DESARROLLO INMOBILIARIO I
29 - abril - 2026**

Plazo:	13 años y tres meses (hasta diciembre 2027)
Monto de Emisión:	\$ 2.100.000.000
Fecha de primera suscripción	en setiembre de 2014.
Administrador:	CG Global Services SA.
Fiduciario:	República AFISA
Activo Fideicomitado:	Bienes inmuebles (proyectos), fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso.
Fideicomitentes:	Suscriptores iniciales de los CP's
Entidad Representante y Registrante:	BEVSA
Administración y pago:	República AFISA
Vigencia de la actualización:	hasta el 30 de noviembre de 2026
Comité de Calificación:	Julio Preve, Martín Durán y Adrián Tamber
Calificación de riesgo:	BB.uy 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 actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero "Fondo Compass Desarrollo Inmobiliario I", manteniendo la calificación BB.uy de grado especulativo.

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

a) Respetto de los títulos

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se informara en la calificación original³.

b) Respetto de la Administración

- De modo especial se evaluó al inicio la capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto, Compass Group Uruguay. La empresa ha ido modificando su estructura y si bien ha logrado sortear ciertos problemas en la ejecución del plan de negocios, visto los avances logrados hasta el momento, no parece posible que se logren alcanzar los resultados del planteo original.
- En 2025 Compass Group Uruguay pasó a ser parte de Vinci Partners Investments y en setiembre de 2024, la administradora pasó a ser CG GLOBAL SERVICES SA, firma que según se le informó a la calificadora, se mantiene vinculada y relacionada con la estructura original, dentro del grupo económico.
- El 22 de diciembre de 2025 la Asamblea de Titulares aprobó la modificación del contrato de fideicomiso que entre otras cosas modifica el plazo del fideicomiso y algunos aspectos relativos a la administración. El plazo del fideicomiso es ahora 13 años y tres meses desde el inicio de sus actividades (diciembre 2027⁴). Como se verá, el proceso de desinversión no ha culminado, resta comercializar los apartamentos de Ava La Caleta y algunos más en stock, así como excedentes de tierra y otros proyectos. En este sentido habrá que prestar especial atención a las estrategias que se sigan para lograr una adecuada desinversión que no tenga efectos negativos adicionales sobre la rentabilidad.

c) Respetto del activo subyacente

- El plan de negocios original desde el punto de vista económico-financiero para el inversor soportó en su momento los stresses ajenos al mismo, a los que razonablemente la emisora y la calificadora sometieron al proyecto en la calificación original; pero que luego variaron dado los cambios ocurridos en la ejecución de los negocios.
- El negocio ofrecía bajo ciertos supuestos una rentabilidad aceptable, tal como para múltiples circunstancias fuera analizado en el momento de la calificación original. No obstante y como se señalara en anteriores actualizaciones, existieron una serie de factores que fueron reduciendo los retornos esperados de la mayoría de los proyectos: atraso de las inversiones, ocurrencia de algunos problemas constructivos, desinversión de algunos proyectos, la reducción en algunos, entre otros factores.

³. Ver www.care.com.uy.

⁴. La primer integración fue en setiembre de 2014.

- La proyección del flujo financiero aportado por el administrador para esta actualización con datos reales a diciembre de 2025 y proyectando hasta que se culmine con la venta de todos los activos del Fideicomiso (2030)⁵ determina una TIR para los inversores de un 7,2% en pesos corrientes (moneda de la emisión), pero sería apenas positivo en moneda constante (0,3% en Unidades Indexadas). Estos valores son mejores que los presentados en la anterior actualización, pero aún deberían comenzar a verificarse con la realidad, superando los análisis de sensibilidad.
- El fortalecimiento del peso frente al dólar, ocurrido en los últimos años, ha tenido un efecto adicional en la reducción de la rentabilidad del fideicomiso, aunque en este caso no es la razón principal. Si se estima la TIR en el equivalente a dólares, la tasa sería positiva (+3,3%), pero como se señaló en el párrafo anterior, debe testearse con la realidad y superar futuras contingencias. El ratio USD/UI, considerando la cotización interbancaria, muestra una caída de 23% entre el 1 de enero de 2022 y el 31 de diciembre de 2025. Eso implica que, para no reducir la rentabilidad el precio en dólares de los inmuebles debería haberse ajustado al alza en una mayor proporción. Sin embargo, el mercado no se ajusta de manera automática a estas variaciones, por lo que los márgenes del desarrollador se ven adicionalmente afectados.
- En el diciembre del 2025 se realizó la inauguración oficial del edificio Ava La Caleta, ya se han entregado unidades y comenzado con las firma de los primeros contratos de compraventa. La comercialización exitosa de este emprendimiento es clave para evitar un mayor deterioro de rentabilidad, en ese sentido, la administradora ha venido encarando una serie de promociones destinadas directamente hacia el público objetivo.
- En abril de 2026 se concretó el cierre de la transacción del Bloque C de Distrito M (tercer torre), que se construirá sobre el basamento comercial ya construido por Club M SAD a su costo. Este era un activo importante del Fideicomiso y ello permitirá que se concluya el Distrito M, según se había diseñado. El resto de los emprendimientos ya se encuentran con un elevado nivel de ocupación aunque algunas unidades del Distrito M y de Torre Centra se han alquilado y otras se han colocado a través del sistema de alquiler con opción a compra.

d) Respecto del entorno

- 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.

⁵ La liquidación del Fideicomiso actualmente está prevista para diciembre de 2027, pero el proceso continúa hasta la venta de todos los activos.

- 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. Esto ocurre particularmente en algunos segmentos de la población y zonas que han mostrado elevado dinamismo en los últimos años y han mostrado elevada resiliencia a los eventos adversos, como es el caso del sector hacia el cual está dirigido el proyecto La Caleta. 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 la mayoría de las unidades de este Fideicomiso. Para el caso del proyecto Ava La Caleta el mismo está destinado a un sector de mayor poder adquisitivo y en una zona en amplio desarrollo.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, existe buena aceptación del espectro político nacional, sobre la consolidación de estímulos tanto a la oferta como a la demanda de vivienda. 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 certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado "Fideicomiso Financiero Fondo Compass Desarrollo Inmobiliario I".

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

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

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

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

A. Antecedentes Generales

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

El sexto proyecto, Ava La Caleta, que aportará 118 unidades más, inició la obra en el último trimestre de 2021, culminando las obras en el segundo semestre de 2025. Como ya fuera informado en anteriores actualizaciones el inicio de la obra se fue demorando y recién en el 2021 se lograron los consensos necesarios con los inversores. Se realizó el primer edificio y se venderá el proyecto con el terreno excedente.

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

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

B. Estado de los proyectos a diciembre de 2025

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

- **Proyecto Escollera**

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

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

El proyecto cuenta con el 100% de las unidades residenciales vendidas, resta aún comercializar parte de los garajes individuales del subsuelo. A diciembre de 2025 quedan por comercializar 3 garajes (10% del total).

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

- **Proyecto Ava La Caleta**

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

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

Se aprobó por parte de la IC la reformulación de los plazos de pagos, extendiéndolos hasta 2024 y las obras de infraestructura establecidas en el acuerdo de mayor aprovechamiento (Contrato Plan) a ejecutarse hasta la finalización de la obra. Se renegotió con la IC nuevas condiciones para mejorar el impacto económico y finalmente en el primer semestre de 2025 comenzaron las obras de infraestructura alrededor de la torre.

En octubre de 2021, luego de la obtención de los consensos necesarios finalmente se firmó el acta de inicio de obra. En el cuarto trimestre de 2025 se inauguró oficialmente la torre, aunque en el primer trimestre del año se entregaron los primeros apartamentos

Respecto de las actividades comerciales, se realizó oportunamente la construcción de un Showroom que está operativo desde mediados de 2024, y se trabaja en el acuerdo con 6 inmobiliarias (5 de Carrasco y una de Argentina), y en diversas acciones de promoción.

Se está trabajando en las estrategias de desinversión en las tierras remanentes, y del basamento comercial, con 2 de 4 locales reservados para venta y 1 para renta a diciembre 2025.

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

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

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

Al diciembre de 2025, el proyecto cuenta con el 95% de los apartamentos vendidos. Quedan 14 unidades en stock sin vender.

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

Se firmó boleto de reserva por el basamento comercial de Torre 3, que Club M SAD construyó a su costo y ya se encuentra finalizado y en operaciones. En el primer semestre de 2026 se planifica la firma del compromiso de compraventa. La obra contempla la posibilidad de continuar la torre 3 sobre el basamento comercial.

Se avanzó en negociaciones para desinvertir los pisos residenciales de la Torre 3 en un esquema de aporte y obtención de unidades terminadas para comercializar. En abril de 2026 la transacción fue concretada (ver hechos salientes del período).

- **Proyecto Julio Cesar II.**

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

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

Todas las unidades se han vendido.

- **Proyecto Chana**

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

- **Proyecto Torre Centra**

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

Se completó la obra en el último trimestre del año 2020, se firmó la Recepción Provisoria con la constructora y se entregaron las unidades comercializadas.

Se aprobó plano definitivo en Catastro y ya se firmó el reglamento de copropiedad. El proyecto obtuvo el amparo al nuevo régimen de vivienda de interés social.

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

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

C. Hechos Salientes del Período

- El 22 de setiembre de 2025 se suscribió una modificación al contrato de Fideicomiso, que entre otros aspectos, dispuso una extensión del periodo de desinversión por un plazo de 3 meses, contados a partir del 25 de setiembre de 2025, finalizando sobre fines de diciembre de 2025.
- El 22 de setiembre de 2025 también asume SG Global Services SA, como nuevo administrador del Fideicomiso. Esta nueva empresa, según informara el propio administrador, si bien implica un cambio en la sociedad administradora, la misma se mantiene vinculada y relacionada con la estructura original y dentro del mismo grupo económico. Asimismo, se mantiene el equipo gestor sin modificaciones, conservando la totalidad de funciones y responsabilidades.
- El 22 de diciembre de 2025 la Asamblea de Titulares, con las mayorías requeridas aprobó una nueva modificación del contrato de fideicomiso que se firmó el 23 de diciembre. Este nuevo contrato establece una nueva extensión del plazo que ahora sería de 13 años y 3 meses (culminando en diciembre de 2027), así como también incluye modificaciones relativas al administrador (remuneración, sustitución, renuncia, comisiones, etc.). Se establece también que el plazo podrá prorrogarse por períodos anuales o según establezca la Asamblea, siendo necesario el voto favorable de al menos dos titulares que posean al menos el 75% de los CPs y la conformidad del administrador.
- En diciembre de 2025 se realizó el evento de inauguración de la torre de Ava La Caleta, que logró una buena cobertura de la prensa. En el tercer trimestre 2025 la torre ingresó a Propiedad Horizontal y ya se cuenta el Reglamento de Copropiedad inscripto. Los primeros apartamentos ya habían sido entregados algunos en el primer trimestre del año y se comenzó con la firma de las compraventas definitivas. Se sigue trabajando en la promoción comercial y en la reserva de las unidades remanentes.
- Se sigue avanzando en el proceso de comercialización de las unidades en stock de los proyectos culminados, básicamente del Distrito M, y en la obtención de los últimos permisos, trámites y gestiones para poder cerrar los proyectos.
- En abril 2026 se concretó la transacción del bloque C del Distrito M con el Fideicomiso Pilay. La estrategia del FF Compass fue valorar ese terreno al haber vendido el basamento y logrado que allí se construyera la estructura subterránea, el área de estacionamiento y el basamento comercial, sobre el cual se pudiera desarrollar el edificio. Finalmente el FF recibirá unidades para la venta y el FF Pilay asumirá los riesgos de desarrollo y financiamiento de la torre III de Distrito M.

3. Información analizada

La información analizada en esta oportunidad fue la siguiente:

- Informes trimestrales del operador, el último al 31 de diciembre de 2025.
- Encuesta periódica de Research Uruguay; "La demanda en el mercado inmobiliario"; marzo de 2026.
- "Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas"; Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette; marzo de 2026.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/25.
- Estados Contables de la Fiduciaria al 31/12/25.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Fondo Compass Desarrollo Inmobiliario.

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

Administrador: Compass Group Uruguay Investment Advisors

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

Títulos emitidos: Certificados de participación.

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

Moneda: Pesos uruguayos

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

Distribuciones: Anualmente según Resultados Acumulados Realizados según procedimiento establecido.

Calificación de Riesgo: BB.uy

2. El análisis jurídico

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

3. Riesgos considerados

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

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

1. La Fiduciaria

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

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

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

Según EE.CC al cierre del ejercicio 2025 la firma alcanza un patrimonio contable de \$ 1.018 millones. Esto supone una ligera disminución respecto del cierre del ejercicio anterior (en moneda corriente). La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos. Un resumen del estado de situación patrimonial a la fecha indicada y su comparativo con períodos anteriores se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)			
Concepto	31-Dec-25	31-Dec-24	31-Dec-23
Activo	1.140.156	1.184.971	1.042.188
Activo Corriente	199.988	185.025	154.257
Activo no Corriente	940.168	999.946	887.931
Pasivo	121.988	131.997	107.225
Pasivo Corriente	83.388	100.178	76.809
Pasivo no Corriente	38.600	31.818	30.416
Patrimonio	1.018.168	1.052.974	934.963
Pasivo y Patrimonio	1.140.156	1.184.971	1.042.188
Razón Corriente	2,40	1,85	2,01

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados, al cierre del año finalizado en diciembre 2025, la firma sigue mostrando resultados positivos tal como se muestra en el cuadro siguiente, aunque algo menores respecto al ejercicio anterior.

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

Concepto	31-Dec-25	31-Dec-24	31-Dec-23
Ingresos Operativos	498.965	501.792	428.372
Costo de los servicios	(230.777)	(220.973)	(189.919)
Resultado Bruto	268.188	280.818	238.453
Gastos administrativos	(125.413)	(112.582)	(97.268)
Resultado Operativo	142.776	168.237	141.185
Resultados financieros	(10.686)	18.827	(9.481)
Resultados antes de IRAE	132.089	187.064	131.704
IRAE	(23.017)	(29.174)	(30.349)
Resultado del Ejercicio	109.072	157.890	101.355
Ajustes integrales	(364)	(364)	(5.970)
Resultado integral del periodo	108.708	157.526	95.385

Fuente: EE.CC RAFISA

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

Al 31 de diciembre de 2025, la firma continúa manteniendo la administración de una importante cantidad de fideicomisos en diversas áreas y de distinto tipo lo que garantiza su idoneidad para la función.

2. Administrador

El operador a cargo de ejecutar y administrar esta operación fue Compass Group Uruguay Investment Advisors S.A (CGU); oportunamente fue evaluada favorablemente en virtud de los antecedentes del grupo empresarial de la que forma parte. Sin embargo, su desempeño no fue satisfactorio al no poder alcanzar, hasta el momento, buena parte de los objetivos planteados.

En este momento el Fideicomiso se encuentra en la fase de desinversión para lo cual ha sido necesario modificar el plazo original lo que se fijó mediante modificación contractual de fecha 23/12/2025 en que se establece un plazo de 13 años y 3 meses desde el inicio de actividades, es decir, hasta diciembre de 2027.

Asimismo, para transitar esta etapa, mediante modificación contractual de fecha 22/09/2025 se designa como nuevo administrador a CG GLOBAL SERVICES SA.

El administrador informó a CARE que la nueva firma se mantiene vinculada y relacionada con la estructura original, dentro del grupo económico que adquirió en 2024 el 100 % de las acciones del accionista indirecto de la sociedad inicial, Vinci Partners Investments.

Cabe destacar que el equipo gestor permanece sin modificaciones, conservando la totalidad de sus funciones y responsabilidades, lo que asegura plena continuidad en la gestión.

En consecuencia se considera que el cambio producido no debería afectar la gestión de liquidación de activos, etapa en que se encuentra el Fideicomiso.

3. El Fideicomiso

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

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

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

En cuanto a la nómina de las sociedades, son las mismas respecto a informes anteriores, alguna fue vendida (Demiluz SA) y otras no tienen actividad.

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

En la lista precedente se dio de baja a Demiluz SA por haberse vendido y, como se ha dicho, hay otras sin actividad. Una descripción más detallada del estado de desarrollo de cada uno de los proyectos se realiza en otra sección de este informe; corresponde decir que el criterio contable seguido en su registro es el de valor razonable determinado por un perito independiente o, en caso de estar en construcción y no ser posible o confiable la determinación de su valor razonable de mercado se contabiliza por su costo de adquisición y de construcción.

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

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

En los cuadros siguientes se exponen en forma resumida las principales partidas de los estados de situación patrimonial y de resultados del Fideicomiso al 31/12/2025.

Cuadro 3: Estado de Situación del Fideicomiso (miles de \$)

Concepto	31/12/2025	31/12/2024	31/12/2023
Activo	2.438.424	2.244.720	2.695.230
Activo Corriente	263.395	331.661	406.415
Activo no Corriente	2.175.029	1.913.059	2.288.814
Pasivo	97.133	106.735	572.225
Pasivo Corriente	97.133	106.735	572.225
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	2.341.291	2.137.985	2.123.005
Total Pasivo y Patrimonio	2.438.424	2.244.720	2.695.230
Razón Corriente	2,71	3,11	0,71
Fuente: EE.CC fideicomiso			
Patrimonio en miles de dólares	59.970	48.518	54.405

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

El patrimonio contable al cierre del ejercicio 2025, expresado en dólares según cotización de cierre (\$ 39,041), asciende a casi USD 60 millones, valor superior al del cierre del ejercicio pasado, explicado fundamentalmente por la apreciación del tipo de cambio, pero igualmente por debajo de la emisión recibida, aún en dólares corrientes⁶.

Cuadro 4: Resultados del Fideicomiso (miles \$)

Concepto	31/12/2025	31/12/2024	31/12/2023
Cambios de valor de propiedades en subsidiarias	284.093	30.506	
Resultados inversiones financieras	6.076	15.161	24.772
Resultado por valuación de inmuebles	-	-	54.123
Resultado por venta de acciones de subsidiarias		379	
Resultados Operativos	290.169	46.046	78.895
Gastos de Administración	(62.270)	(60.421)	(54.650)
Resultados Financieros	(24.389)	33.295	(8.308)
Resultados antes IRAE	203.509	18.920	15.938
IRAE	(203)	(3.939)	(202)
Resultado integral del período	203.306	14.980	15.736
Resultado por CP	1,94	0,14	0,15
Fuente: EE.CC fideicomiso			

Se observa en el cuadro precedente un incremento importante en los resultados del ejercicio 2025 respecto a los anteriores. Esto fue impulsado básicamente por el cambio de valor (revaluaciones) de las propiedades en las sociedades subsidiarias.

4. Riesgos considerados:

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

⁶ Se recuerda que la integración recibida fue de \$ 2.100 millones en un periodo entre 2014 y 2019, lo que equivalió, según cotización de la época, aproximadamente a USD 74.2 millones.

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

En el correr de los años se fueron presentando nuevas proyecciones adaptando las estimaciones iniciales a la realidad. En esta oportunidad el administrador presenta una actualización del flujo financiero con información a diciembre de 2025, que vuelve a mostrar tasas de retorno para el inversor que no son satisfactorias, aunque mejoran respecto de las presentadas en las anteriores actualizaciones. De cumplirse estas proyecciones, los inversores podrían eventualmente recuperar la totalidad del dinero invertido en moneda constante, pero con una rentabilidad mínima, que no resulta satisfactoria en comparación con el costo de oportunidad del capital.

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

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

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

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

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

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

Cuadro 5: Potencial total de Proyectos

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

(*) Un módulo

(**) Se consideran las dos torres construidas

Fuente: Administrador

Está previsto el plazo del Fideicomiso para diciembre de 2026, pero el flujo financiero contempla ingresos hasta diciembre de 2030, ya que resultaría necesario alargar el período de liquidación para vender los apartamentos que no se hayan comercializado a esa fecha. Esta previsto en el contrato, el alargamiento del plazo por períodos de un año en caso de ser necesario, con el voto de al menos dos titulares que posean al menos el 75% de los Cps, y con la conformidad del Administrador.

Sobre la base de ese flujo se estimó la TIR esperada para el inversor en CP's que sería ahora del 7,2% en pesos uruguayos corrientes, que implicaría una tasa en moneda constante apenas positiva (0,3% en Unidades Indexadas). Si se calcula la TIR en dólares corrientes la tasa sería del 3,3%. Estas Tasas de retorno están calculadas para un inversor que adquirió los CPs al momento de su integración, al valor par, y se mantiene hasta la finalización del fideicomiso.

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

Cuadro 6. Flujo Financiero del Proyecto a diciembre de 2025 (millones de pesos corrientes)

En millones de pesos uruguayos	Años												
	2014-2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Flujo de caja antes de distribución	-1.431	-205	88	30	-1	-132	-75	181	1.452	1.034	1.139	331	267
Aporte de capital (emisión)	1.540	560											
Distribuciones									840	840	1.714	501	608
Flujo	109	355	88	30	-1	-132	-75	181	612	194	-575	-170	-341
Flujo Acumulado	109	464	552	582	581	449	374	555	1.167	1.361	787	617	276

Fte. CARE en base al Administrador

Cuadro 7. Flujo de Fondos y cálculo de la Tasa interna de retorno de los CPs, a diciembre de 2025 (millones \$ corrientes)

En millones de pesos uruguayos	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020-25	2026	2027	2028	2029	2030
Aportes de Capital (emisión)	-420	-315	-	-420	-385	-560	-	-	-			
Distribucion de capital y dividendos	-	-	-	-	-	-	-	840	840	1.714	501	608
Flujo	-420	-315	-	-420	-385	-560	-	840	840	1.714	501	608
TIR del inversor en \$ corrientes	7,2%											
TIR del inversor en UI	0,3%											
TIR del inversor en dólares	3,3%											

Fte. CARE en base al Administrador

Este flujo supone que el fideicomiso comenzaría a distribuir fondos a los beneficiarios en este año 2026. De acuerdo a las fechas de integración del capital y las distribuciones.

A modo de sensibilización, si las distribuciones bajarán un 5% la TIR en unidades indexadas sería de prácticamente de cero. Por otra parte, para obtener una rentabilidad positiva al menos el 3% en unidades indexadas, las distribuciones a partir de 2026 deberían ser al menos un 34% superiores a lo previsto. Todo indica que sería muy improbable que la rentabilidad en moneda constante para el inversor logre ser satisfactoria.

En los últimos años ha sido notorio el impacto que sobre la TIR esperada ha tenido la reducción del dólar respecto del peso. El ratio USD/UI, considerando la cotización interbancaria, muestra una caída del 23% entre el 1 de enero de 2022 y el 31 de diciembre de 2025. Eso implica que, para alcanzar los objetivos en materia de rentabilidad del negocio, el precio de los inmuebles debería haberse ajustado más fuertemente al alza. Sin embargo, el mercado no se ajusta de manera automática a estas variaciones.

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

2. Estimación del Costo de oportunidad del Capital

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

Para estimar el costo de oportunidad del capital, CARE utiliza el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model)⁷, que relaciona la tasa libre de riesgo, la prima de riesgo del mercado y la prima de riesgo asignado al sistema de producción específico, en este caso la construcción de viviendas. Para evitar variaciones bruscas en la tasa, y tener una visión de mediano plazo, se consideraron valores promedios de los últimos 5 años en todas las variables. Para considerar el riesgo sistémico se utiliza el "beta"⁸ promedio de empresas de construcción de viviendas en mercados emergentes, el cual se ubica en 0,92, lo que indica que la inversión en la actividad tiene un menor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Para la tasa libre de riesgo se considera el rendimiento de los Treasury Bonds a 10 años de EEUU (3,42%), para el riesgo país (índice UBI) se consideraron 9 puntos básicos y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró 5,3%.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 6,1%. En la coyuntura actual, la tasa libre de riesgo es mayor al promedio de los últimos 5 años, pero en contrapartida el riesgo país es menor al período considerado. En consecuencia, si se aplican los valores actuales, el costo de oportunidad del capital sería menor (5,9%).

Esta estimación corresponde a una tasa en dólares americanos y dicho valor suele compararse con la TIR del proyecto, siempre que ambos datos estuvieran estimados en la misma moneda. La TIR estimada en dólares, como ya fuera

⁷ El modelo de valoración de activos financieros, denominado en inglés Capital Asset Pricing Model (CAPM) es un modelo utilizado para calcular la rentabilidad que un inversor debe exigir al realizar un inversión en un activo financiero, en función del riesgo que está asumiendo.

⁸ Valor proporcionado por Damodaran.

comentado sería de 3,3%, por lo que estaría por debajo del costo de oportunidad.

Otros indicadores con los que podría compararse la TIR esperada del Fideicomiso podrían ser las curvas de rendimiento, que serían opciones posibles de inversión ya que están estimadas para el caso del Uruguay⁹. En la actualidad la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 2,68%, la que estaría también por encima de la TIR esperada (0,3%).

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

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

Riesgos considerados:

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

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

⁹ Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación o en dólares, según sea el caso

V. EL ENTORNO

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

Para la elaboración de esta calificación CARE utilizó documentos especialmente elaborados para la 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 construcción y comercialización de viviendas, el mercado relevante para el producto ofrecido por el FF Compass. Finalmente se aborda la situación de las Políticas Públicas referidas al mercado de interés.

1. Entorno macroeconómico nacional e internacional

Luego de la pandemia de 2020-2021 y sus efectos económicos y financieros, la economía global rebotó y emergieron brotes inflacionarios producto de las políticas fiscales y monetarias expansivas desplegadas en respuesta a la crisis sanitaria global. En 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.

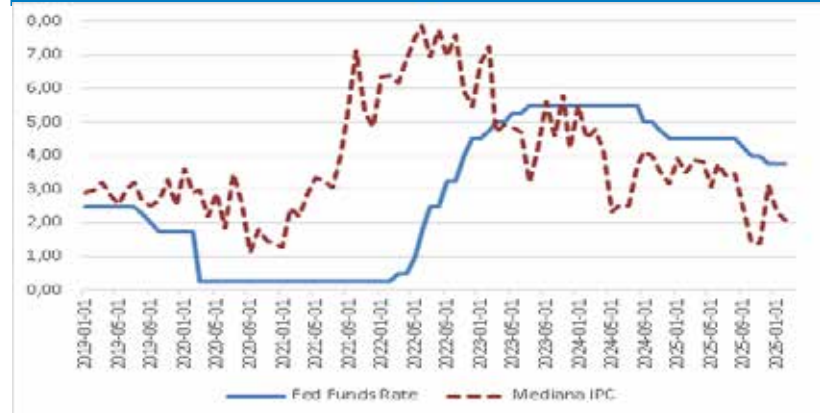
En este contexto, una eventual escalada de la guerra tendería a sesgar las proyecciones en una dirección menos favorable, afectando negativamente el crecimiento mundial y presionando al alza la inflación. Esto podría ocurrir a

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.

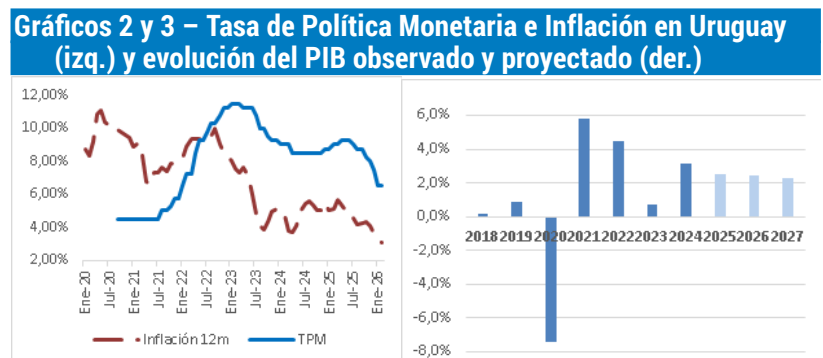
En este sentido, la intensificación del conflicto con Irán volvió a impulsar esa dinámica, al combinar suba del petróleo, mayor aversión al riesgo y expectativas de una política monetaria estadounidense más cautelosa. A su vez, este comportamiento del dólar se entrelaza con la incertidumbre política 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.

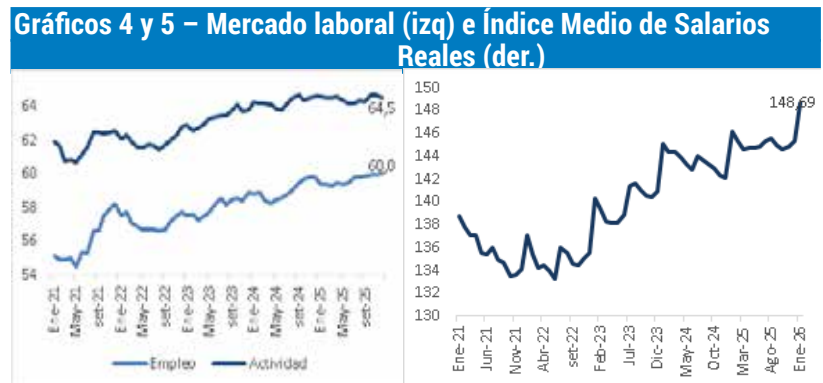
En este contexto, Uruguay inició 2026 con una Tasa de Política Monetaria de 7,5%, nivel resultante de la decisión adoptada por el Banco Central del Uruguay en diciembre de 2025. El 26 de enero de 2026, la autoridad monetaria convocó a una reunión extraordinaria y en ella dispuso una reducción de 100 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.



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 Δ 5,99% vs IPC Δ 3,65%).



Fuente: INE

2. Mercado inmobiliario de vivienda

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.

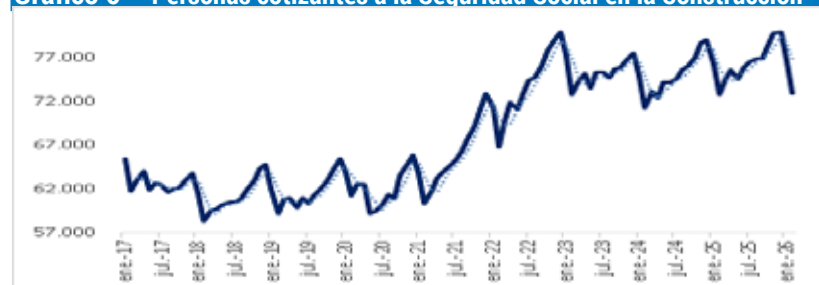
En lo que sigue se aborda la evolución reciente del mercado inmobiliario, sus fundamentos y perspectivas.

2.2. 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.**

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

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”

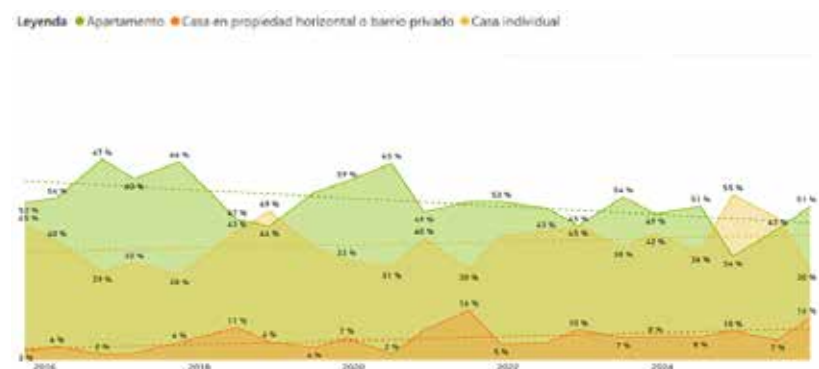
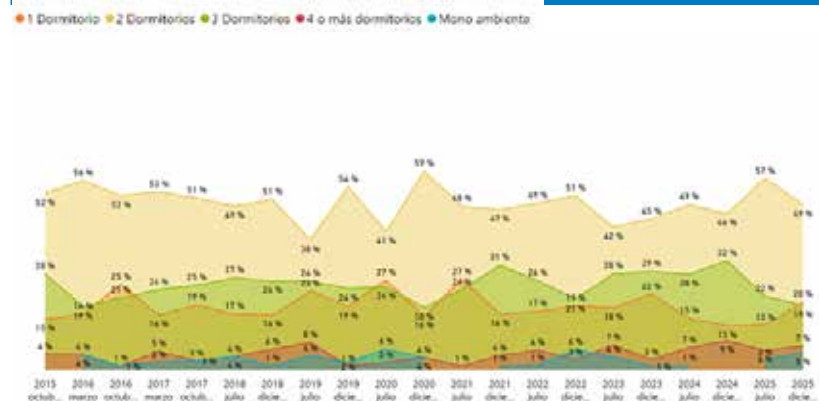


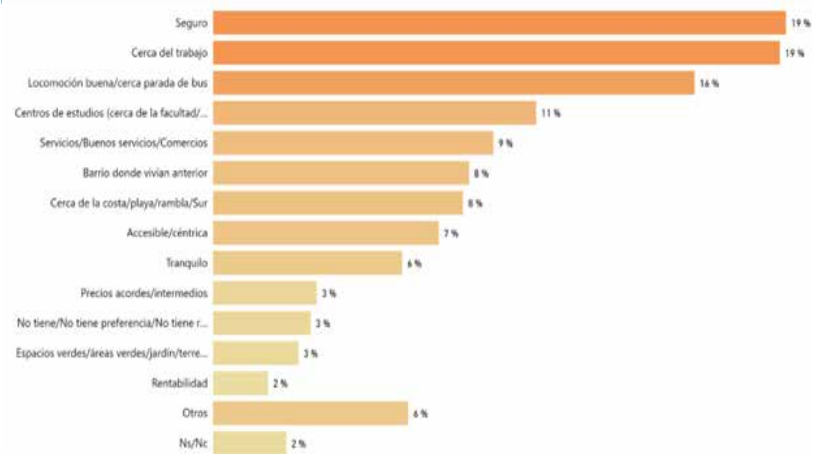
Gráfico 8 - Cantidad de dormitorios buscados por “hogares que buscaron en los últimos tres meses”



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 Sensivity 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.

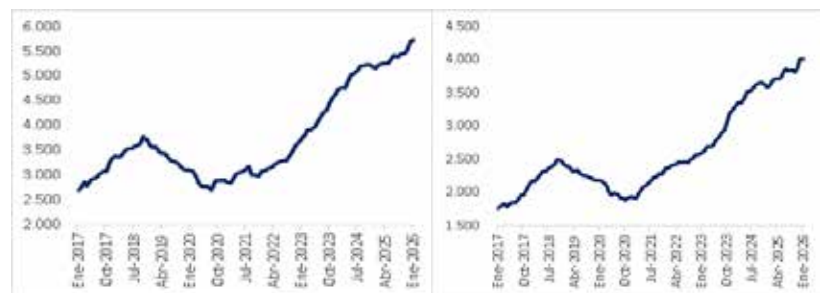
ii.i.ii. Factores Económicos

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%.

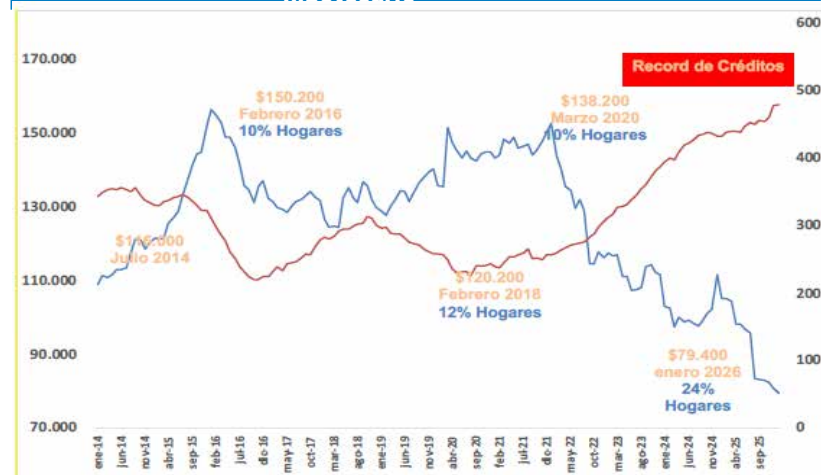
Gráficos 10 y 11 – Créditos hipotecarios en UI Cantidad de nuevas operaciones (izq.) y Monto (en millones de UI;



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: Sáder & 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.

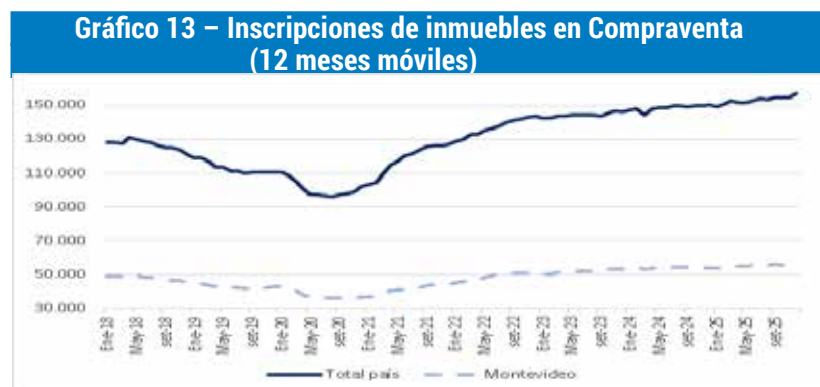
La encuesta realizada por Research Uruguay indaga sobre la demanda para inversión y se aprecia una tendencia creciente entre los encuestados en la búsqueda de inmuebles para invertir, tanto entre quienes buscaron como entre quienes piensan hacerlo en el futuro. Del mismo modo, se aprecia una mayor preferencia 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.



Fuente: INE en base a DNR y MEF

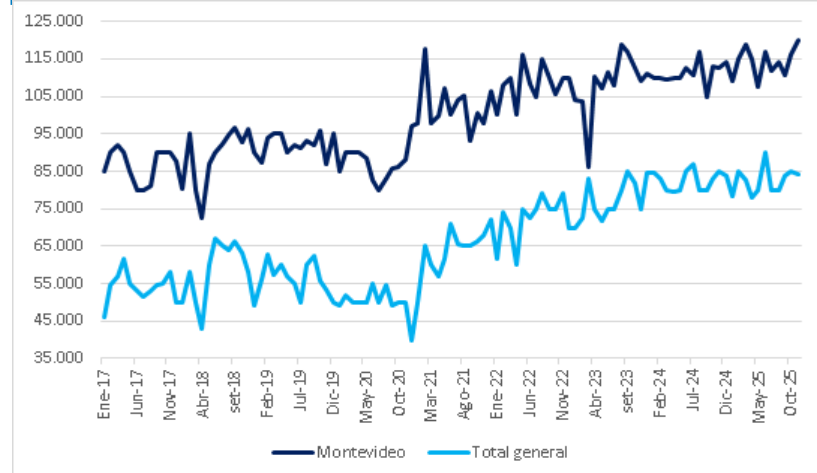
En cuanto a la recaudación del ITP, según la DGI, en el acumulado a diciembre de 2025 el Impuesto a las Transmisiones Patrimoniales recaudó \$ 4.216 millones, lo que implicó una variación de 10,7% nominal y 5,8% en términos reales respecto al año anterior. Esto supone una mejora respecto a los registros usados en versiones previas del informe. 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 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.

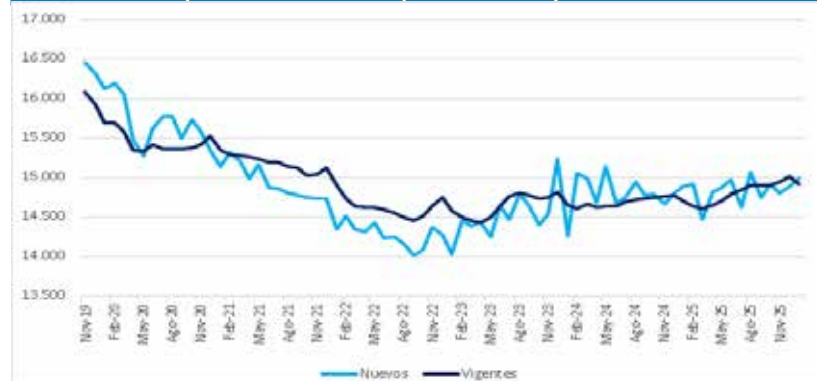
Gráfico 14 – Mediana del Precio de Transacciones de Compraventa en Dólares



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

Con este panorama, resulta una opción muy válida para el Fideicomiso dilatar las ventas de los inmuebles y mantenerlos alquilados en la espera de un ajuste de los precios relativos, lo que debería mejorar la rentabilidad de la inversión.

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"¹⁰, 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 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.

¹⁰. 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>)

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos -, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BB. uy¹¹ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado especulativo.

Comité de Calificación



Ing. Julio Freve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tamblor

¹¹. **BB.uy.** Se trata de instrumentos que presentan actualmente un riesgo algo mayor para la inversión que la categoría anterior, por dificultades probables en el desempeño capaces de afectar en grado mínimo la capacidad de pago, que sigue siendo adecuada. Alternativamente pueden surgir ligeras dudas en la capacidad de la administradora. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, satisfacen en conjunto aceptablemente los análisis practicados, sin perjuicio de debilidades en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Se incrementa hasta un nivel medio el riesgo del instrumento ante eventuales cambios desfavorables previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de media baja a media, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo. **Grado especulativo medio.**